

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԱԶԳԱՅԻՆ ԱԳՐԱՐԱՅԻՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՍԻՄՈՆՅԱՆ ՏԱՐՈՆ ՏԻԳՐԱՆԻ

ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՆԵՐԳՐԱՎՄԱՆ ԵՎ
ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ
ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐՈՒՄ

Ա Տ Ե Ն Ա Խ Ո Ս ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն

Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման համար

Գիտական ղեկավար՝
տնտեսագիտության դոկտոր, դոցենտ
Արմեն Աշմատի Հակոբյան

ԵՐԵՎԱՆ 2017

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ԱՌԱՋԱԲԱՆ	3
ԳԼՈՒԽ 1: ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՆԵՐԳՐԱՎՄԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈԴԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ	8
1.1 Օտարերկրյա ներդրումների ընդհանուր բնութագիրը և դասակարգումը	8
1.2 Օտարերկրյա ներդրումների տնտեսագիտական տեսությունները	21
1.3 Օտարերկրյա ներդրումների պետական և միջազգային կարգավորումները	27
ԳԼՈՒԽ 2: ՀՀ ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԴՐԱՆՑՈՒՄ ԿԱՏԱՐՎԱԾ ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ.....	37
2.1 Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման գործիքակազմը ՀՀ առևտրային բանկերում	37
2.2 ՀՀ առևտրային բանկերում օտարերկրյա ներդրումների վերլուծությունը	50
2.3 ՀՀ առևտրային բանկերի գործունեության հիմնական ֆինանսական ցուցանիշների վերլուծությունը.....	61
ԳԼՈՒԽ 3: ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ՀՀ ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐՈՒՄ	79
3.1 Ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների տեղաբաշխման և օգտագործման արդյունավետության գնահատումը ՀՀ առևտրային բանկերում.....	79
3.2 Օտարերկրյա ներդրումների պորտֆելի արդյունավետության գործոնային վերլուծության մեթոդական մոտեցումները	88
3.3 Օտարերկրյա ներդրումների ռիսկի գնահատումը ՀՀ առևտրային բանկերում	109
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	117
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ.....	123
ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ.....	131

ԱՌԱՋԱԲԱՆ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը: ՀՀ տնտեսության բարեփոխման և արդիականացման իրականացումը դժվար է պատկերացնել առանց օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման, հատկապես այն պատճառով, որ ԽՍՀՄ փլուզման և 1990-ական թվականներին իրականացված սեփականաշնորհման գործընթացի արդյունքում սակավ բնական ռեսուրսներ ունեցող Հայաստանի Հանրապետությունը կորցրեց հզոր արդյունաբերական բազա և զգալիորեն հետ մնաց տեխնոլոգիական զարգացումից: Ինչպես տնտեսության իրական հատվածը, այդպես էլ բանկային համակարգը կարիք ունեն համաշխարհային առաջավոր փորձի տեղայնացման, ֆինանսական կառավարման նոր մեթոդների, տեխնոլոգիաների, բանկային ծառայությունների ներդրման: Մյուս կողմից ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավվող ավանդների սահմանափակությունը առաջ է բերում այլ աղբյուրներից ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման անհրաժեշտություն: Վերոնշյալ խնդիրների լուծման միակ ճանապարհը օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումն է, որոնք կապահովեն ինչպես ֆինանսական միջոցների, այնպես էլ ոլորտի բարեփոխումների համար անհրաժեշտ այլ ռեսուրսների ներհոսք:

Հայաստանում գրեթե ուսումնասիրված չեն առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման և արդյունավետության գնահատման հիմնախնդիրները, ինչը պայմանավորված է անհրաժեշտ վիճակագրական տվյալների ձեռք բերման դժվարություններով, քանի որ ՀՀ ԿԲ-ն չի հրապարակում առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների վերաբերյալ ամփոփ տվյալներ: Հեղինակի ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ օտարերկրյա ներդրումները վճռորոշ դեր ունեն վերջին տասնամյակում ՀՀ բանկային համակարգի զարգացման գործում, այդ պատճառով խիստ կարևոր է դրանց արդյունավետության գնահատումը և գնահատման նոր մոտեցումների ներկայացումը:

Մասնագիտական գրականության մեջ ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները նախատեսված են առանձին կազմակերպությունների կողմից կատարվող ներդրումային նախագծերի արդյունավետության գնահատման համար, ավելին, առկա է համընդհանուր ընդունելություն ունեցող մեթոդաբանություն, որը

հիմնվում է ժամանակի ընթացքում փողի արժեքի փոփոխության հայեցակարգի վրա, սակայն հեղինակի կարծիքով բացակայում է մակրոմակարդակում օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գնահատման միասնական մեթոդաբնութային, որը թույլ կտար գնահատել ներդրումների արդյունավետությունը օտարերկրյա ներդրողների և ներդրման ոլորտի տեսանկյունից:

2014-2015 թթ. նկատվում է ՀՀ առևտրային բանկերի ֆինանսական կայունության վատթարացում, ինչը հանգեցրել է օտարերկրյա ներդրումների ծավալների անկման և կարող է ծանր հետևանքներ ունենալ ինչպես առևտրային բանկերի այնպես էլ ամբողջ տնտեսության համար: Այդ պատճառով կարևոր է բացահայտել ֆինանսական կայունության անկման պաճառները ինչպես նաև դրա ազդեցությունը օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության վրա, որը թույլ կտա կանխել օտարերկրյա կապիտալի արտահոսքը ՀՀ առևտրային բանկերից:

2016թ.-ին Հայաստանի կառավարության կազմի փոփոխությունը նշանավորվեց օտարերկրյա ներդրումների խրախուսման նոր նախագծերի մշակմամբ և իրագործմամբ: Ատենախոսության շրջանակներում իրականացված հետազոտությունների արդյունքները, մեր կարծիքով, կարող են ուղիներ առաջարկել վերջին տարիներին ՀՀ առևտրային բանկերում նկատվող օտարերկրյա ներդրումների ներհոսքի նվազման վտանգավոր միտումների հաղթահարման և նոր աճի ապահովման համար:

Վերոնշյալ գործոններով և հանգամանքներով է պայմանավորված սույն ատենախոսության թեմայի արդիականությունը, որն էլ կանխորոշել է գիտական հետազոտության նպատակը և առաջադրված խնդիրները:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության նպատակն է առևտրային բանկերում կատարվող օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գնահատման ցուցանիշների և արդյունավետության գործոնային վերուծության մեթոդական մոտեցման մշակումն ու ներկայացումը: Այդ նպատակի իրականացման համար առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- ուսումնասիրել օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման տեսամեթոդական հիմքերը, օրենսդրական կարգավորումները, բնագավառի մասնագետների

աշխատությունները, ներգրավման գործիքակազմը, ներդրումների արդյունավետության գնահատման առկա մեթոդաբանությունները և հիմնական ցուցանիշները,

- ուսումնասիրել ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների կազմը, կառուցվածքը և դինամիկան, բացահայտել դրանց փոփոխության վրա ազդող գործոնները,
- իրականացնել ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական ցուցանիշների, այդ թվում՝ շահութաբերության, իրացվելիության, կապիտալի համարժեքության, աշխատանքի արտադրողականության, վարկային պորտֆելի որակի վերլուծություն,
- գնահատել ՀՀ առևտրային բանկերում ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը,
- գնահատել ՀՀ առևտրային բանկերում օտարերկրյա ներդրումների ռիսկի մակարդակը:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ առևտրային բանկերն և դրանցում կատարված օտարերկրյա ներդրումներն են, իսկ առարկան՝ օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման հիմնախնդիրները և արդյունավետության գնահատման ուղիները:

Հետազոտության տեսամեթոդաբանական հիմքը և տեղեկատվական ապահովումը: Ատենախոսության համար տեսամեթոդաբանական հիմք են հանդիսացել տարբեր տնտեսագիտական դպրոցների ներկայացուցիչ ականավոր տնտեսագետների հիմնարար աշխատությունները, վերջին հարյուրամյակում օտարերկրյա ներդրումների վերաբերյալ ստեղծված հիմնական տեսությունները, ժամանակակից հայ և օտարազգի գիտնականների աշխատությունները և հետազոտությունները, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի մեթոդական ցուցումները, օտարերկրյա ներդրումների և բանկային համակարգի ազգային և միջազգային կարգավորումներ ապահովող օրենքները, ենթաօրենսդրական ակտները, կանոնակարգերը, հայեցակարգերը, միջազգային համաձայնագրերը, ՀՀ

Կենտրոնական բանկի կողմից ներկայացվող մեթոդական մշակումները և այլն նյութեր:

Հետազոտության համար անհրաժեշտ հիմնական վիճակագրական տվյալները, որոնք չեն ներկայացվում պետական գերատեսչությունների կողմից հրապարակվող հաշվետվություններում, ստացվել են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից, մեր դիմումի հիման վրա: Այլ անհրաժեշտ տվյալները վերցվել են ՀՀ ԿԲ տեղեկագրերից, Ֆինանսական կայունության հաշվետվություններից, ԿԲ այլ հրապարակումներից և հետազոտություններից, ԱՎԾ տարերգքերից:

Ատենախոսության շրջանակներում իրականացված վերլուծությունները կատարվել են տնտեսական վերլուծության և ֆինանսավիճակագրական տարբեր մեթոդների կիրառմամբ:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը:

Հետազոտության շրջանակներում իրականացված ուսումնասիրությունները և հետազոտությունները հանգեցրել են գիտական նորույթ պարունակող հետևյալ արդյունքների ստացման.

- գնահատվել է ՀՀ առևտրային բանկերում ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների տեղաբաշխման և օգտագործման արդյունավետությունը և մշակվել են արդյունավետության գնահատման ցուցանիշներ,
- գնահատվել է օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը օտարերկրյա ներդրողների տեսանկյունից և մշակվել արդյունավետության գործոնային վերլուծության մեթոդական մոտեցում՝ երկգործոն և եռագործոն տարբերակներով,
- գնահատվել է ՀՀ առևտրային բանկերում օտարերկրյա ներդրումների ռիսկի մակարդակը՝ բանկերի և օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշների տատանողականության և դրանց փոփոխման միտումի համատեղ ուսումնասիրության միջոցով,
- բացահայտվել է բանկերի վարկային պորտֆելի դոլարացման պարույրի երևույթը, որը կարող է առաջանալ տնտեսության վարկավորման նպատակով մեծածավալ օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման պայմաններում՝ ազգային արժույթի կտրուկ արժեզրկման հետևանքով: Բացահայտվել է նաև 2014 թ. տարեվերջին ՀՀ

դրամի արժեզրկման և ՀՀ բանկերում օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության անկման փոխկապակցվածությունը:

Հետազոտության արդյունքների տեսական և գործնական նշանակությունը:

Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գործոնային վերլուծության ներկայացված մեթոդական մոտեցումը և երկու ցուցանիշները թույլ են տալիս առավել խորը ուսումնասիրել արդյունավետության վրա ազդող գործոնները և նոր հեռանկարներ են բացում ներդրումների արդյունավետության գնահատման տեսամեթոդական հիմունքների զարգացման ոլորտում: Այդ մեթոդները կարող են կիրառվել ինչպես առանձին բանկերի, իրական հատվածի կազմակերպությունների, այնպես էլ ոլորտը կարգավորող պետական մարմինների կողմից՝ համապատասխան վերլուծությունների և կանխատեսումների իրականացման համար:

Դոլարացման պարույրի ինչպես նաև ՀՀ դրամի արժեզրկման և ՀՀ առևտրային բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության անկման փոխկապակցվածության հետազոտումն ուսումնասիրությունը թույլ կտա ՀՀ ֆինանսական ոլորտը կարգավորող մարմիններին նպատակային և արդյունավետ քայլեր ձեռնարկել դոլարացման մակարդակի նվազեցման և օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության բարձրացման համար:

Ատենախոսության փորձարկումը և հրապարակումները: Հետազոտության հիմնական դրույթները և արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի ազգային ազրարային համալսարանի Ֆինանսների և Վարկի ամբիոնի նիստում: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները ներկայացված են հեղինակի կողմից հրատարակված 6 գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է առաջաբանից, երեք գլխից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսության ծավալը՝ ներառյալ գրականության ցանկը, կազմում է 130 էջ, և ներառում է 35 աղյուսակ, 15 գծապատկեր և 2 հավելված:

ԳԼՈՒԽ 1: ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՆԵՐԳՐԱՎՄԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈՂԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ

1.1 Օտարերկրյա ներդրումների ընդհանուր բնութագիրը և դասակարգումը

Ներդրումները կարևորագույն տնտեսագիտական կատեգորիա է, որի ուսումնասիրությունը մեծ գիտական հետաքրքրություն է ներկայացնում ինչպես զարգացող այնպես էլ զարգացած տնտեսություն ունեցող երկրներում՝ հաշվի առնելով դրանց բացառիկ դերը տնտեսական աճի գործում: Ներդրումները առավել խորը ուսումնասիրության են ենթարկվել արևմտյան տնտեսագետների կողմից, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ այս տնտեսագիտական կատեգորիան առավել լիարժեք դրսևովում է շուկայական տնտեսություններում: Արևմտյան տնտեսագիտական միտքը ներդրումները և խնայողությունները մշտապես դիտարկել է որպես փոխկապակցված և փոխլրացնող կատեգորիաներ և դա պատահական չէ, քանի որ առանց խնայողության հնարավոր չէ ներդրում իրականացնել:

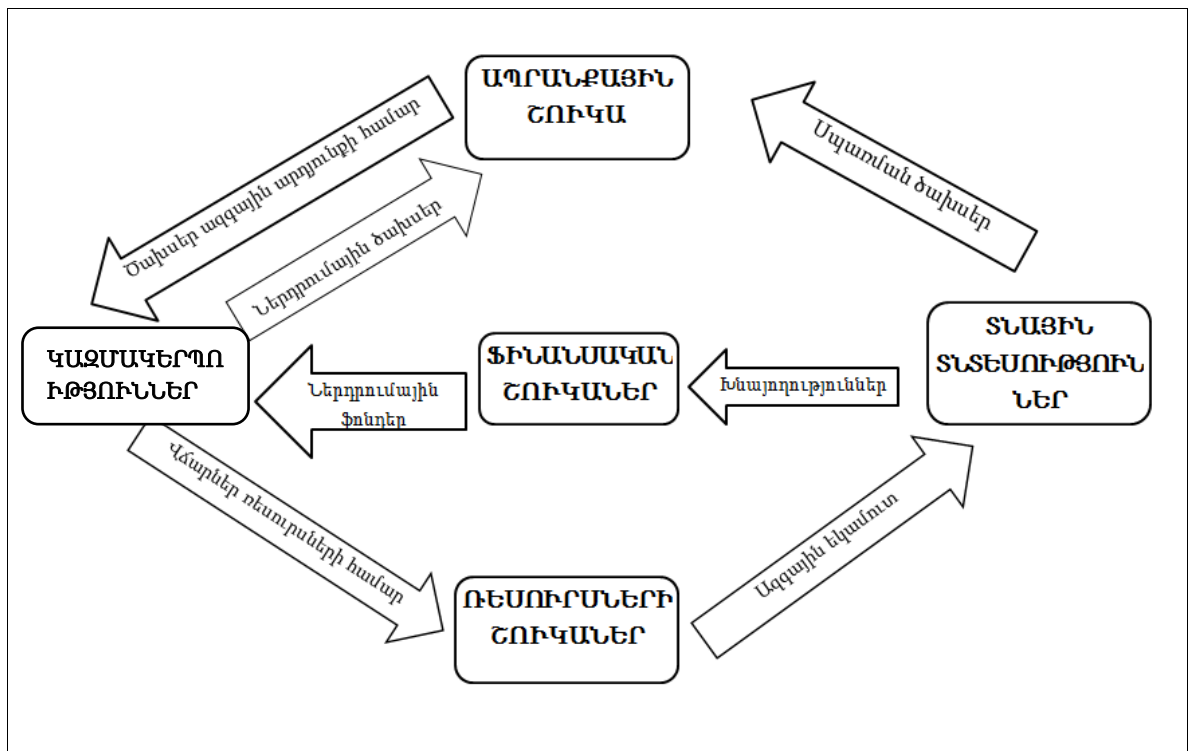
Ադամ Սմիթը խոսելով խնայողությունների մասին գրում է. «Տարվա ընթացքում խնայված միջոցները, իրականում ծախսվում են ճիշտ այնպես, ինչպես այն միջոցները որոնք ծախսվել են (ընդ որում գրեթե նույն ժամանակահատվածում), սակայն դրանք ծախսվում են այլ մարդկանց կողմից»:¹

Այսինքն, խնայողությունները ծախսվում ոչ թե խնայող անձի, այլ ներդրումների վերածված դրամական միջոցները ներգրաված անձանց կողմից: Սմիթի նկարագրությունը շատ նման է բանկային գործունեությանը, որի էությունը կայանում է բանկերի կողմից խնայողությունների (ավանդների) ներգրավման և իրենց անունից ու ռիսկով տեղաբաշխման մեջ:

Սմիթը նշում է, որ եթե մենք համեմատելով որևէ երկրի վիճակը երկու տարբեր ժամանակաշրջաններում բացահայտենք, որ երկրորդ ժամանակաշրջանում առաջինի համեմատ հողից և աշխատանքի արդյունքում ստացվող արտադրանքը ավելացել է, որ հողերը ավելի լավ են մշակվում, մանուֆակտուրաները ավելի մեծաթիվ են և ավելի արդյունավետ են գործում, իսկ առևտուրը ավելի ընդարձակ է, ապա կարող ենք

¹ Блауг М., Экономическая мысль в ретроспективе. М.: Дело Лтд, 1994.- с.49

վստահ լինել, որ այդ երկու ժամանակաշրջանների միջև ընկած ժամանակահատվածում աճել է կապիտալը: ²



Գծապատկեր 1.1.1³: Խնայողությունները, ներդրումները և ֆինանսական շուկաները եկամուտների և արտադրության շրջանառության մոդելում

Զարգացնելով Սմիթի վերոնշյալ պնդումը տնտեսագիտական այլ դպրոցների ներկայացուցիչներ փորձել են սահմանել թե ինչ է ներդրումը, ընդ որում մինչև այժմ տնտեսագիտական գրականության մեջ չկա համընդհանուր ճանաչում և ընդունելություն գտած մի սահմանում, որը ամբողջությամբ կրնա լրացվել ներդրումների տնտեսագիտական բովանդակությամբ: Բազմաթիվ տնտեսագետներ այդ թվում և Զոն Քեյնսը ներդրումները նույնացնում են կապիտալի հավելվածի հետ:

Ընթացիկ ներդրումները տվյալ ժամանակաշրջանում կազմակերպության արտադրատնտեսական գործունեության արդյունքում կապիտալի արժեքի հավելվածն է:⁴

² Stu' Смит А., Исследование о природе и причинах богатства народов. Серия: Антология экономической мысли. М.: Эксмо, 2007.- С. 369

³ Долан Дж. Э., и др., Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Пер. с англ. В. Лукашевича и др., М.: 1996.- с. 16

Ներդրումները որևէ արդյունքի հասնելու նպատակով պետության կենսագործունեության տարբեր ոլորտներում ներդրվող հարստությունն է: ⁵

Մակկոննելը նշում է, որ ներդրումները նոր գործարանների, սարքերի և սարքավորումների կառուցման կամ ձեռք բերման ծախսերն են: ⁶

20-րդ դարում տնտեսվարման հարաբերությունների զարգացման, միջազգային ինտեգրման մակարդակի բարձրացման, գիտատեխնիկական առաջընթացի արդյունքում ներդրումները ստացան մի շարք այլ գործառույթներ: Մասնավորապես, ֆինանսական գործիքների շուկայի զարգացումը նպաստեց սպեկուլյատիվ ներդրումների տեսակարար կշռի զգալի ավելացմանը, որոնք շահույթ են ապահովում բորսայական ակտիվների գների տատանումներից:

Ինվեստիցիան գործիք է, որի միջոցով կարելի է ֆինանսական ռեսուրսներ ներդնել, դրանց արժեքի պահպանման և ավելացման, ինչպես նաև եկամուտների ստացման նպատակով: ⁷

Ներդրումները կազմակերպության արտադրանտեսական գործունեության տարբեր օբյեկտներում (գործիքներում) շուկայական սկզբունքների հիման վրա և ժամանակի, ռիսկի ու իրացվելիության գործոնների հաշվի առնմամբ կապիտալի ներդրումն է տարբեր ձևերով, շահույթի կամ այլ տնտեսական և ոչ տնտեսական արդյունքի ստացման նպատակով: ⁸

Կապիտալի շարժի տնտեսագիտական հիմունքները ստեղծվել և զարգացվել են բազմաթիվ գիտնականների կողմից, այդ թվում Տ. Ման, Ա. Սմիթ, Դ. Ռիկարդո, Կ. Ակամացու և այլն: Հեղինակների հիմնական խնդիրն է եղել միջազգային կապիտալի շարժի պատճառների և հետևանքների վերաբերյալ բացատրության ներկայացումը: ⁹

⁴ Кейнс Дж. М., Избранные произведения. М.: Экономика, 1993.- С. 269

⁵ Захаров В.К. Какие инвестиции служат развитию России // Финансы и кредит, 2012, N 8, с. 12

⁶ Stu` Макконнелл К.Р., Брю С.Л., Экономикс: Принципы, проблемы и политика: Пер. с 14-го англ. Изд., М.: ИНФРА-М, 2003.- С. 192

⁷ Басовский Л.Е., Басовская Е. Н., Экономическая оценка инвестиций: Учеб. Пособие. М.: ИНФРА-М, 2007.- с. 6

⁸ Бланк И. А., Инвестиционный менеджмент. Учебный курс. К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001.- с. 17

⁹ Корнейко О. В., Линь Цян, Оценка инвестиционной привлекательности Приморского края для иностранного инвестора // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. серия: экономика и управление, 2016, N2, с. 28-29

Կապիտալի միջազգայի շարժին անդրադարձել է նաև բրիտանացի տնտեսագետ Ջոն Ստյուարտ Միլը, դա կապելով տոկոսադրույքների հետ: Նա ցույց է տալիս, որ տոկոսադրույքների անկումը երկրում հանգեցնում է կապիտալի արտահոսքին:¹⁰

Միլի նկարագրած երևույթը կարելի է ուսումնասիրել բանկային ոլորտի օրինակով: Զարգացած երկրների բանկային համակարգերում տոկոսադրույքները սովորաբար զգալիորեն ցածր են լինում զարգացող երկրների նկատմամբ, ինչը պայմանավորված է զարգացած բանկային համակարգերի գերհագեցվածությամբ, որը հանգեցնում է բանկերի միջև սուր մրցակցության ձևավորմանը, ինչի արդյունքում նվազում է զուտ տոկոսային մարժան և բանկերի շահութաբերությունը: Այդ պատճառով զարգացած երկրների բանկերը ձգտում են օտարերկրյա ներդրումների միջոցով մուտք գործել զարգացող երկրների թերզարգացած բանկային համակարգեր, որտեղ կարելի է ապահովել ավելի բարձր եկամտաբերություն:

Օտարերկրյա ներդրումները օտարերկրյա ներդրողի կողմից շահույթի ստացման նպատակով ձեռնարկատիրական կամ այլ տիպի գործունեության մեջ ներդրվող բոլոր տեսակի գույքային և մտավոր արժեքների ամոլջությունն է:¹¹

Ներկայումս համաշխարհային տնտեսության զարգացման գործում օտարերկրյա ներդրումները խիստ կարևոր դեր ունեն: Աշխարհի բոլոր պետությունները ուղղակի և անուղղակի օգուտ ստանալու նպատակով ձգտում են ներգրավել օտարերկրյա ներդրումներ:¹²

Հիմնվելով միայն ներքին ներդրումների վրա, հնարավոր չէ ապահովել տնտեսության աճի բարձր տեմպեր՝ հատկապես զարգացող և անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում, որտեղ դեռևս լիարժեքորեն կայացած չէ շուկան, կոռուպցիայի մակարդակը բարձր է, պետական կառավարման արդյունվետությունը ցածր, տարբեր ոլորտներում առկա են մենաշնորհներ: Այդպիսի երկրների համար առաջնային կարևորություն ունի օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը, որոնք ապահովում են ոչ միայն հավելյալ ֆինանսական ներհոսքեր, այլև թույլ են տալիս

¹⁰ Стен' Милль Дж. С., Основы политической экономии и некоторые аспекты их приложения к социальной философии. в 3 т. М.: 1980. Книга 3, раздел 21

¹¹ Орлова Е. Р., Иностранные инвестиции в России. Учеб. Пособие. 2-е изд, М.: Омега-Л, 2009.- с. 7

¹² Tkacheva E.S., Domnitskaya E.E., Foreign direct investments in Russia // Электронный вестник Ростовского Социально-экономического Института, 2014, N4, с. 443

յուրացնել կառավարման համաշխարհային առաջատար փորձը, ներդրնել նոր տեխնոլոգիաներ և այլն:

Ներկայումս ներդրումային ակտիվությունը երկրի տնտեսական պոտենցիալի մեծացման հիմնական պայմանն է, քանի որ ապահովում է ՀՆԱ-ի աճ և նպաստում է տնտեսական աճի որակական բնութագրիչների բարելավմանը:¹³

Ներդրումային ակտիվության աճը հանդիսանում է գլոբալացման պատճառներից մեկը, քանի որ միջազգային կապիտալի շարժի համար ստեղծում է միասնական տնտեսական տարածություն:¹⁴

Կորպորացիաները հաճախ օտարերկրյա ներդրումներ են իրականացնում այն երկրներում, որտեղ աշխատանքային, բնական ռեսուրսները ավելի էժան են իրենց ռեզիդենտության երկրի համեմատ: Դրա լավագույն օրինակը ամերիկյան մեքանաշինական, SS կազմակերպությունների արտադրամասերի հիմնումն է հարվարենյան Ասիայի երկրներում (Չինաստան, Հարավային Կորեա, Ճապոնիա), ինչը թույլ է տալիս օգտագործելով տեղական էժան ռեսուրսները մեծացնել կազմակերպության գործունեության եկամտաբերությունը:

Օտարերկրյա կազմակերպությունների ձեռք բերումը զարգացող երկրի ռեզիդենտ կազմակերպության կողմից, կարող է օգնել նրան ձեռք բերել նոր տեխնոլոգիաներ և մեծացնել արտադրական հզորությունները իր երկրում:¹⁵

Համաձայն օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների (ՕՈՒՆ) ժամանակակից տեսության օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները ներգրավվում են ոչ թե տարբեր երկրներում կապիտալի արժեքի տարբերությունների, այլ այն պատճառով, որ ներդրման երկրում գտնվող ակտիվները կարող են առավել մեծ արժեք ունենալ օտարերկրյա ներդրողի կողմից տիրապետման դեպքում:¹⁶

¹³ Токмачева Н. В. Государственное регулирование инвестиционной деятельности: сравнительная характеристика налоговых инструментов регионов южного федерального округа // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки СКАГС, 2016, N1, с. 30

¹⁴ Данилкина Н. А. Влияние иностранных инвестиций на социально-экономическое развитие стран мира // Академический вестник, 2015, N2, с. 265

¹⁵ Задохина Н.В., Милевская Ю.С., Слесарева Е.А., Зарубежный опыт привлечения иностранных капиталовложений // Вестник Московского Университета МБД России, 2014, N 3, с. 180

¹⁶ Froot A. K. Stein C. J. Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach // The Quarterly Journal of Economics, 1991, V. 106, Issue 4, p. 1192

Վերոնշյալ պնդումը ցույց է տալիս, որ որևէ ոլորտում մեծ առաջընթաց արձանագրած երկրի ձեռնարկատերը մեկ այլ երկրում ներդրում կատարելիս կարող է առավել արդյունավետ կերպով իրականացնել ձեռնարկատիրական գործունեություն, քան տվյալ երկրի ձեռնարկատերը: Եվ այդ իմաստով նրա կողմից ներդրման երկրում ձեռք բերված ակտիվների արժեքը առավել մեծ կլինի, քանի որ առավել արդյունավետ օգտագործման շնորհիվ կաճեն դրանցից ստացվող եկամուտները, իսկ եկամտաբերության աճը կհանգեցնի կազմակերպության բաժնետոսմերի շուկայական գնի աճին, որը կազմակերպության արժեքի գնահատման հիմնական ցուցանիշն է: Հետևաբար օտարերկրյա ներդրողի կողմից արդյունավետ կառավարման ներդրումն ի վերջո հանգեցնում է կազմակերպության կողմից տնօրինվող ակտիվների արժեքի աճին:

Աղյուսակ 1.1.1¹⁷

Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումային գործունեության կողմերի նպատակները

ԴՈՆՈՐ ԵՐԿԻՐ	ԸՆԴՈՒՆՈՂ ԵՐԿԻՐ
Սեփական հումքային բազայի անբավարարության պատճառով այլ երկրների ռեսուրսների օգտագործում	Արդիականացման անհրաժեշտություն
Շուկայական մասնաբաժնի պահպանում, մրցակիցների մուքի խոչընդոտում	Նոր արդյունաբերական և մարքեթինգային տեխնոլոգիաների ստացում
Առտրային խոչընդոտների հաղթահարում	Մարքեթինգային խողովակների օգագործում
Նվազ ծախսատար շուկաների փնտրտուք	Արտահանման կառուցվածքի կատարելագործում և զարգացում
Ազգային արժույթի ամրապնդում	Միջազգային շուկա դուրս գալու համար սեփական միջոցների անբավարարություն
Ռիսկերի դիվերսիֆիկացիա	Տեղական կազմակերպությունների մրցունակություն
Էկոլոգիա	Տնտեսության ճյուղերի զարգացում և կենտրոնացվածության մակարդակի նվազեցում
Կորպորատիվ ռազմավարություն	Տեղական կազմակերպությունների ֆինանսական կայունություն
	Կորպորատիվ ռազմավարություն

¹⁷ Еремина С. Л. Калашникова Т. В. Прямые иностранные инвестиции: эффекты регулирования // Вестник Томского Государственного Университета, 2003, N 279, с. 134

Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումային նախագծերի իրականացմամբ ներդրումային գործունեության կողմերը հետապնդում են խիստ որոշակի նպատակներ, որոնց իրագործումը թույլ կտա լուծել տնտեսվարման գործընթացում կազմակերպությունների առջև ծառացած այնպիսի խնդիրներ ինչպիսիք են ռեսուրսների անբավարարություն, տեխնիկական բազայի մաշվածություն և այլն (աղյուսակ 1.1.1):

20-րդ դարի կեսերին արևմտյան տնտեսագետների կողմից կատարված ուսումնասիրությունները թույլ տվեցին սահմանել այն չափորոշիչները, որոնցով պիտի առաջնորդվի ներդրողը ներդրումային գործունեության ընդլայնման ժամանակ՝ առավելագույն արդյունավետություն ապահովելու նպատակով:

Խելամտորեն գործող կազմակերպությունը պետք է ընդլայնի ներդրումները այնքան ժամանակ քանի դեռ ֆիզիկական ակտիվներից ստացվող եկամուտները չեն հավասարվել շուկայական տոկոսադրույքներին: Այս պնդումը բխում է ռացիոնալ որոշումների կայացման հետևյալ երկու համարժեք չափանիշներից՝ 1. շահույթի առավելարկում 2. շուկայական արժեքի առավելարկում: Համաձայն առաջին չափանիշի, ֆիզիկական ակտիվները անհրաժեշտ է ընդլայնել այնքան ժամանակ, քանի դեռ նրանք նպաստում են կազմակերպության զուտ շահույթի ավելացմանը: Իսկ զուտ շահույթը կավելանա այն դեպքում, եթե ակտիվից ստացվող եկամուտը գերազանցում է տոկոսադրույքներին:¹⁸

Ներդրումային գործունեության աննախադեպ աշխուժացումը 20-րդ դարում, ինչպես ներպետական այնպես էլ միջազգային մակարդակներով, տնտեսվարման բոլոր ոլորտներում, նպաստեց ներդրումների առանձնացմանը, որպես գիտական ուղղություն, որը նպատակ ունի բացահայտել ներդրումային գործունեության բոլոր ուղղությունների առանձնահատկությունները և տեսական հիմք ապահովել դրա հետագա ընդլայնման և զարգացման համար:

Ներդրումային գործունեությունը ներդրումների իրականացումն և այլ գործնական քայլերի ձեռնարկումն է շահույթի կամ այլ արդյունքների ստացման նպատակով¹⁹:

¹⁸ Miller M. Modigliani F. The cost of capital, corporation finance and the theory of invesment // The American economic review, 1958, V.48, N3, p. 261-262

¹⁹ Чернов В. А., Инвестиционный анализ. Учеб. пособие для студ. Вузов. 2-е из. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009.- с.9

Աղյուսակ 1.1.2
Ներդրումների դասակարգումը

N	ԴԱՍԱԿԱՐԳՄԱՆ ՀԱՏԿԱՆԻՇ	ՆԵՐԴՐՄԱՆ ՏԵՍԱԿ
1	Ըստ ներդրման օբյեկտի	1. Իրական 1.1. Նյութական ակտիվներում 1.2. Ոչ նյութական ակտիվներում 2. Ֆինանսական
2	Ըստ ժամկետայնության	1. Կարճաժամկետ 2. Միջնաժամկետ 3. Երկարաժամկետ
3	Ըստ ներդրվող ռեսուրսների սեփականության ձևի	1. Մասնավոր 2. Պետական 3. Օտարերկրյա 4. Խառը
4	Ըստ ներդրման երկրի	1. Ներդրումներ երկրի ներսում 2. Ներդրումներ արտերկրում
5	Ըստ ռիսկի մակարդակի	1. Բարձր 2. Միջին 3. Ցածր
6	Ըստ ուղղվածության (կազմակերպության տեսնակյունից)	1. Ներքին 2. Արտաքին
7	Ըստ ներդրողի	1. Ինստիտուցիոնալ 2. Ահնատական
8	Ըստ ներդրումային գործընթացում ներդրողի մասնակցության բնույթի	1. Ուղղակի 2. Անուղղակի

Ներդրումները տնտեսագիտական գրականության մեջ խորը ուսումնասիրության են ենթարկվել հատկապես 20-րդ դարի երկրորդ կեսից, ինչի արդյունքում ի հայտ են եկել ներդրումների բազմաթիվ դասակարգումներ ըստ մի շարք հատկանիշների, որոնք ամփոփ կերպով ներկայացված են աղյուսակ 1.1.2-ում:

Իրական ներդրումները (կապիտալ ներդրումները) իրենցից ներկայացնում են միջոցների ներդրում նյութական և ոչ նյութական ակտիվներում:²⁰

Ֆինանսական ներդրումները տարատեսակ ֆինանսական գործիքներում կատարվող ներդրումներն են, որոնց վերաբերում են բաժնետոմսերը,

²⁰ Бочаров В. В., Инвестиции. Учебник для вузов. 2-е изд., СПб.: Питер, 2009.- с. 26

պարտատոմսերը, խնայողական սերտիֆիկատները, դեպոզիտները, ֆյուչերսները, օպցիոնները: ²¹

Ֆինանսական գործիքները երկարաժամկետ կամ կարճաժամկետ ֆինանսական պարտավորությունների տեսակներ են, որոնց առևտուրը իրականացվում է ֆինանսական շուկայում, դրանք ներառում են դրական միջոցները և արժեթղթերը:

22

Մասնավոր ներդրումները քաղաքացիների և ոչ պետական կազմակերպությունների կողմից սեփական կամ փոխառու միջոցների հաշվին կատարված ներդրումներն են: **Պետական** ներդրումները պետական կառավարման մարմինների և ՏԻՄ կողմից պետական բյուջեի կամ արտաբյուջետային հիմնադրամների հաշվին, ինչպես նաև պետական կազմակերպությունների կողմից սեփական կամ փոխառու միջոցների հաշվին կատարված ներդրումներն են: **Օտարերկրյա** ներդրումները օտարերկրյա քաղաքացիների, իրավաբանական անձանց և այլ պետությունների կողմից տվյալ երկրում կատարված ներդրումներն են: Համատեղ ներդրումները տվյալ երկրի և այլ երկրների սուբյեկտների կողմից կատարվող ներդրումներն են տվյալ երկրում: ²³

Շուկայական տնտեսության պայմաններում պետությունը հանդես է գալիս կարգավորողի դերում, իսկ որպես շուկայի մասնակից նրա դերը խիստ սահմանափակ է: Պետական ներդրումները հաճախ հանդես են գալիս միջպետական վարկերի տեսքով, իսկ ուղղակի ներդրումներ պետության կողմից հիմնականում կատարվում են ռազմավարական նշանակություն ունեցող տնտեսական օբյեկտներում (երկաթուղի, ատոմային էլեկտրակայաններ, գազամուղներ, նավթամուղներ և այլն), որոնք խիստ կարևոր են պետության բնականոն գործունեությունը ապահովելու համար:

Ներդրումների դասակարգումը ըստ ռիսկայնության կապված է ներդրողների տարբեր խմբերի առանձնացման հետ: Ագրեսիվ ներդրումները բնորոշվում են ռիսկի բարձր մակարդակով: Նրանք բարձր շահութաբերություն և ցածր իրացվելիություն ունեցող ներդրումներն են: Չափավոր ներդրումները բնութագրվում են միջին

²¹ Пример М. И. и др., Экономическая оценка инвестиций. 2-е изд. СПб.: Питер: 2008.- с. 340

²² Орлова Е. Р. Инвестиции. Курс лекций. 3-е изд. М.: ОМЕГА-Л, 2006.- с. 97

²³ Кузнецов Б. Т., Инвестиции, 2-е изд, М.: ЮНИТИ, 2010.- с. 84

ռիսկայնությամբ, բավարար շահութաբերությամբ և իրացվելիությամբ: Պահպանողական ներդրումները ցածր ռիսկայնությամբ, բարձր իրացվելիությամբ ներդրումներն են ²⁴:

Ներդրումները ըստ ժամկետայնության դասակարգվում են երեք խմբերում, կարճաժամկետ՝ մինչև մեկ տարի ժամկետով, միջնաժամկետ՝ մեկից երեք տարի ժամկետով և երկարաժամկետ՝ երեքից ավել տարի ժամկետով:

Ներդրող կազմակերպության տեսանկյունից ներդրումները լինում են **ներքին** և **արտաքին**: Ներքին ներդրումները բնութագրում են կապիտալի ներդրումը ներդրող կազմակերպության ակտիվներում, դրանց ընդլայնման նպատակով: Արտաքին ներդրումները ենթադրում են կապիտալի ներդրում այլ կազմակերպությունների իրական ակտիվներում, կամ նրա կողմից թողարկվող ֆինանսական գործիքներում: ²⁵

Նշենք, որ ներդրումների բաժանումը ներքինի և արտաքինի կարելի է կատարել նաև ըստ երկրի հատկանիշի: Եթե ներդրումը կատարվում է ներդրողի ռեզիդենտության երկրում, ապա կոչվում է ներքին, իսկ եթե արտերկրում՝ արտաքին:

Ներդրողները բաժանվում են երկու խմբերի՝ **ինստիտուցիոնալ** և **ահնատական**: Ինստիտուցիոնալ ներդրողները մասնագետներ են որոնք որոշակի վճարի դիմաց կառվարում են պատվիրատուների միջոցները: Անհատական ներդրողները իրենց տրամադրության տակ սեփական միջոցներ ունեցող և ֆինանսական օգուտներ ստանալու նպատակով դրանք օգտագործող անհատներն են ²⁶:

Ըստ ներդրումային գործընթացին ներդրողի մասնակցության բնույթի ներդրումները լինում են **ուղղակի** և **անուղղակի**: Ուղղակի ներդրումները ենթադրում են ներդրողի ուղղակի մասնակցություն ներդրումների իրականացման գործընթացին, ընդ որում որպես ներդրումային օբյեկտ կարող են հանդես գալ ինչպես իրական ակտիվները, այնպես էլ կազմակերպության կանոնադրական կապիտալը: Անուղղակի ներդրումները ենթադրում են ֆինանսական միջնորդների (ինստիտուցիոնալ ներդրողների) միջոցով կապիտալի ներդրում տարբեր ֆինանսական գործիքներում²⁷:

²⁴ Игонина Л.Л. Инвестиции: учеб. Пособие. М.: Экономист, 2005.- с. 35

²⁵ Бланк И. А., Инвестиционный менеджмент. Учебный курс. К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001.- с. 25

²⁶ Гитман Дж. Л. Основы инвестирования. Пер. с англ. М.: Дело, 1997.- с. 17-18

²⁷ Ковалев В.В., Иванов В. В., Инвестиции. Учебник. М.: ООО ТК Велби, 2003.- с.28

Պորտֆելային ներդրումները իրենցից ներկայացնում են ներդրումային կապիտալի տեղաբաշխումը (դիվերսիֆիկացիան) տարբեր ներդրումային օբյեկտներում, այդ թվում արժեթղթերում, բանկային դեպոզիտներում, արտարժույթում և այլն: **Պորտֆելային ներդրողը** եկամուտների ստացման նպատակով տարբեր ռիսկայնության մակարդակ ունեցող ֆինանսական գործիքներում ներդրում իրականացնող անձ է: Այսպիսով ներդրողի տեսակյունից ներդրումները լինում են ոչ միայն ուղղակի և անուղղակի, այլև պորտֆելային և միատարր ²⁸:

Օտարերկրյա ներդրումներ են համարվում շահույթ ստանալու նպատակով օտարերկրյա ներդրողների կողմից գույքային և մտավոր արժեքների ներդրումները ձեռնարկատիրական գործունեության և այլ տիպի օբյեկտներում ²⁹:

Օտարերկրյա ներդրումների մեջ մեծ կարևորություն ունեն մասնավոր օտարերկրյա ներդրումները, որոնք հանդիսանում են ներդրման երկրի զարգացման համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցների աղբյուր, և թույլ են տալիս ներմուծել նոր տեխնոլոգիաների և կառավարման առաջատար փորձ:

Ըստ սեփականության ձևի օտարերկրյա ներդրումները լինում են պետական, մասնավոր և խառը: Պետական օտարերկրյա ներդրումները տվյալ երկրի պետական բյուջեի միջոցների հաշվին ներդրումների իրականացումն է արտերկրում՝ պետական վարկերի, փոխառությունների, դրամաշնորհների տեսքով: Մասնավոր օտարերկրյա ներդրումները իրենցից ներկայացնում են արտերկրի ներդրումային օբյեկտներում տվյալ երկրի մասնավոր ներդրողների կողմից տեղաբաշխվող միջոցները: Խառը օտարերկրյա ներդրումները տվյալ երկրի ռեզիդենտների և պետության կողմից համատեղորեն արտերկրում կատրվող ներդրումներն են: ³⁰

Ըստ հաշվառման ձևի առանձնացվում են օտարերկրյա ներդրումների ընթացիկ հոսքերը, որոնք մեկ տարվա ընթացքում կատարված ներդրումներն են, և կուտակված ներդրումները, որոնք տվյալ պահի դրությամբ կուտակված օտարերկրյա ներդրումների

²⁸ Ковалев В.В., Иванов В. В., Инвестиции. Учебник. М.: ООО ТК Велби, 2003.- С 28-29

²⁹ Зубченко Л.А., Иностранные инвестиции: Учеб. пособие, М.: ООО Книгодел, 2006.- с. 8

³⁰ Տես՝ Киселева Н.В. Инвестиционная деятельность. учеб. Пособие. 2-е изд. М.: КНОРУС, 2006.- с. 77

ամբողջությունն է, ընդ որում նոր հոսքերը տարեցտարի ավելնում են կուտակված ներդրումների ծավալի վրա: ³¹

Ձեռնարկատիրական օտարերկրյա ներդրումները արտերկրյա կազմակերպություններում ուղղակի կամ անուղղակի կերպով կատարվող ներդրումներն են, որոնք ուղղված են շահաբաժինների տեսքով շահույթ ստանալու իրավունքների ձեռք բերմանը: Փոխատվական օտարերկրյա ներդրումները փոխատվական հիմունքներով միջոցների տրամադրումն է շահույթի ստացման նպատակով: ³²

Օտարերկրյա ներդրումները մասնագիտական գրականության մեջ դասակարգվում են նաև ըստ ներդրման կազմակերպության կառավարմանը մասնակցելու մակարդակի: Ըստ այդմ օտարերկրյա ներդրումները լինում են ուղղակի և պորտֆելային: Այս դասակարգումը խիստ կարևոր է, քանի որ օտարերկրյա ներդրումների վերաբերյալ հիմնական տեղեկատվության աղբյուր հանդիսացող միջազգային ներդրումային դիրքում օգտագործվում է հենց այդ դասակարգումը:

Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների տեսության հիմնադիրներից Ստիվեն Հայմերը նախ հստակորեն տարանջատում է օտարերկրյա ուղղակի և պորտֆելային ներդրումները: Ըստ նրա, եթե ներդրողը ուղղակիորեն վերահսկում է օտարերկրյա կազմակերպությունը, ապա իր ներդրումը կոչվում է ուղղակի ներդրում, հակառակ դեպքում կկոչվի պորտֆելային ներդրում: ³³

Ուղղակի ներդրումները ցույց են տալիս մի երկրի իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց կողմից իրականացված այն ներդրումները, որոնք նպատակ են հետապնդում մասնակցել մեկ այլ երկրի տնտեսվարող սուբյեկտի գործունեության կառավարմանը: Որպես ուղղակի ներդրում են համարվում ոչ միայն ուղղակի ներդրման կազմակերպության կապիտալում մասնակցության ձևով ներդրումները, այլև նրա կողմից իրականացված ցանկացած այլ ներդրում: ³⁴

³¹ Տես՝ Зубченко Л.А., Иностранные инвестиции: Учеб. пособие, М.: ООО Книгодел, 2006.- с. 9

³² Иванов В.А. и др., Иностранные инвестиции. курс лекций. Ижевск: Институт экономики и управления ГОУ ВПО УдГУ, 2009.- с. 8

³³ Տես՝ Hymer H. S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, Massachusetts institute of technology, 1960.- p. 11

³⁴ Բայադյան Ա. Հ., Ֆինանսա-վիճակագրական բացատրական բառարան. Ե.: Լիմուշ, 2008.- էջ 454

Ըստ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ) սահմանման, ուղղակի ներդրման հարաբերություններ առաջանում են այն դեպքում երբ ուղղակի ներդրողը տիրապետում է կանոնադրական կապիտալում մասնակցության գործիքների, որոնք տալիս են կազմակերպության կառավարման մեջ ձայների 10 և ավելի տոկոսի իրավունք:³⁵

Պորտֆելային ներդրումները իրենցից ներկայացնում են կազմակերպության կանոնադրական կապիտալում, ներդրողին կազմակերպության կառավարման և կազմակերպության գործունեության վրա ազդելու իրավունք չտվող, բաժնետոմսերի կամ փայի ձեռք բերում, ինչպես նաև այլ տեսակի արժեթղթերի ձեռք բերում, ինչպիսիք են պարտատոմսերը, պետական պարտքային պարտավորությունները և այլն:³⁶

Օտարերկրյա պորտֆելային ներդրողը ակտիվորեն չի զբաղվում կազմակերպության կառավարմամբ, այլ զբաղեցնում է «կողմանակի դիտորդի» դեր, չի խառնվում կառավարչական գործերին և բավարարվում է շահաբաժինների ստացմամբ: Պորտֆելային ներդրման նպատակը բարձր շահութաբերության ապահովումն է ռիսկերի նվազարկման պայմաններում, որը իրականացվում է հեջավորման միջոցով:³⁷

Հարկ նշել, որ ուղղակի և պորտֆելային ներդրումները տարբերվում են ոչ միայն կանոնադրական կապիտալում ունեցած մասնաբաժնի ծավալով այլև մի շարք այլ առանձնահատկություններով, մասնավորապես ուղղակի ներդրումները սովորաբար առավել երկարաժամկետ և կայուն են, մինչդեռ պորտֆելային ներդրումները կարող են կրել սպեկուլյատիվ բնույթ: Երկարաժամկետ լինելու պատճառով ուղղակի ներդրումների ռիսկայնությունը առավել մեծ է, քան պորտֆելային ներդրումներինը: Պորտֆելային ներդրումների ծավալը զգալիորեն փոքր է լինում ուղղակի ներդրումների ծավալից, քանի որ դրանց իրականացման նպատակներից մեկը ռիսկի դիվերսիֆիկացիան է:

Այլ օտարերկրյա ներդրումները ներառում են առևտրային վարկերը (արտահանման կամ ներկրման գերավճարներ, կամ արտահանման և ներկրման համար վարկերի

³⁵ Stu' MBФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с.130

³⁶ Зубченко Л.А., Иностранные инвестиции: Учеб. пособие, М.: ООО Книгодел, 2006.- с. 11

³⁷ Ивасенко А. Г. Инвестиции: источники и методы финансирования. 3-е изд. М.: ОМЕГА-Л, 2009. с. 100

տրամադրում), օտարերկրյա ներդրողներից ստացված այլ վարկեր (ոչ առևտրային), միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններից ստացված վարկերը, բանկային ավանդները (օտարերկրյա ներդրողների կողմից տվյալ երկրի բանկերում բացված հաշիվները), և այլն: ³⁸

Ըստ ՀՀ առևտրային բանկերի միջազգային ներդրումային դիրքի (տես հավելված 2), օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը ՀՀ առևտրային բանկերում իրականացվում է ուղղակի ներդրումների, պորտֆելային ներդրումների, ֆինանսական ածանցյալների և այլ ներդրումների տեսքով: Ընդ որում ուղղակի ներդրումները ներառում են ՀՀ առևտրային բանկերի բաժնետիրական կապիտալում կատարված ներդրումները, վերաներդրված շահույթը և այլ կապիտալը: Պորտֆելային ներդրումները ներառում են ինչպես ՀՀ բանկերի բաժնետիրական կապիտալում, այնպես էլ պարտքային պարտավորություններում (պարտքային արժեթղթեր) կատարված ներդրումները, իսկ այլ ներդրումները հանդես են գալիս արտերկրից ներգրավված վարկերի, կանխիկ դրամի և ավանդների, ինչպես նաև այլ պարտավորությունների տեսքով:

Ելնելով վերոնշյալից կարող ենք եզրակացնել, որ ՀՀ առևտրային բանկերում կատարվող օտարերկրյա ներդրումները ՀՀ առևտրային բանկերի բաժնային, պարտքային, ֆինանսական ածանցյալ արժեթղթերում, ինչպես նաև վարկերի, ավանդների, կանխիկ դրամի և այլ պարտավորությունների տեսքով ներգրավվող օտարերկրյա ներդրումներն են:

Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման գործիքակազմը և ֆունկցիոնալ դասերը առավել մանրամասն ներկայացված են 2.1 ենթագլխում:

1.2 Օտարերկրյա ներդրումների տնտեսագիտական տեսությունները

Կապիտալի միջազգային շարժի արագացումը վերջին հարյուրամյակում հսկայական փոփոխություններ առաջացրեց շուկայական տնտեսվարման հարաբերություններում, ինչի արդյունքում աննախադեպ չափերի հասավ համաշխարհային տնտեսական ինտեգրումը:

³⁸ Иванов В.А. и др., Иностранные инвестиции. курс лекций. Ижевск: Институт экономики и управления ГОУ ВПО УдГУ, 2009.- С. 9

Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների վերաբերյալ առաջին ուսումնասիրությունները իրականացվում էին միջազգային առևտրին վերաբերող աշխատությունների շրջանակներում: Կանադացի տնտեսագետ Ռոբերտ Մանդելը ուսումնասիրելով արտադրության գործոնների շարժունակությունը գալիս է այն եզրակացության, որ առևտրային գործունեության իրականացման սահմանափակումների ավելացումը նպաստում է արտադրության գործոնների տեղաշարժին: ³⁹

Մանդելի պնդումներից բխում է, որ երբ երկու երկրների միջև առկա են շահավետ առևտրի հնարավորություններ, բայց առկա են նաև օբյեկտիվ կամ սուբյեկտիվ սահմանափակումներ, ապա կազմակերպությունները կարող են իրենց արտադրության գործոնները տեղափոխել այն երկիր որտեղ իրականացվում է իրենց արտադրանքի սպառումը: Այդ տեղափոխումը իրականացվում է օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների միջոցով:

1930-ական թվականներին ճապոնացի տնտեսագետ Կ. Ակամացուն մշակեց այսպես կոչված «թռչող բաղերի պարադիգմը», որը ներկայացնում էր տնտեսության մեջ որևէ արտադրատեսակի կամ ամբողջ ճյուղի զարգացման փուլերի հերթականությունը:

Ըստ այս տեսության՝ առաջին փուլում տեղի է ունենում արտադրատեսակի մուտքը շուկա՝ ներմուծման միջոցով: Հետագայում տերմուծումը աստիճանաբար փոխարինվում է տեղական արտադրությամբ: Երրորդ փուլում հայրենական արտադրանքի ծավալների մեծացման շնորհիվ տեղական շուկայի պահանջարկը ծածկվում է և սկսվում է արտահանումը: ⁴⁰

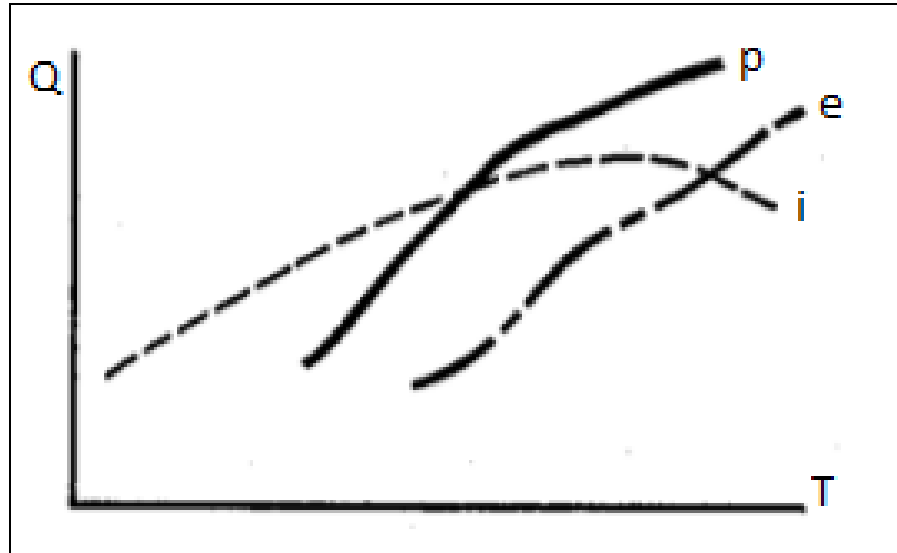
Ներմուծման, արտադրության և արտահանման կորերի գրաֆիկական պատկերը շատ նման էր թռչող բաղերի երամին, ինչից էլ տեսությունը ստացավ իր անունը (գծապատկեր 1.2.1):

«Թռչող բաղերի պարադիգմը» 1970-ականներին զարգացվեց ճապոնացի տնտեսագետներ Կ. Կոձիմանի և Տ. Օզավանի կողմից: Վերջիններս ուսումնասիրելով նախորդ տասնամյակներում Ճապոնիայի զարգացման օրինաչափությունները, գալիս

³⁹ Stu' Mundell R. A. international Trade and Factor Mobility // The American Economic review, 1957, V.47, N3, p. 321

⁴⁰ Stu' Akamatsu K. A. Historical pattern of economic growth in developing countries // Journal of developing economies, 1962, V.1, p. 12

են այն եզրահանգման, որ թեև վերազգային կորպորացիաները ուղղակի ներդրումներ իրականացնելիս առաջնորդվում են կորպորատիվ շահերով, այնուամենայնիվ զգալիորեն նպաստում են ներդրման երկրի զարգացմանը: ⁴¹



Գծապատկեր 1.2.1⁴²: Թռչող բադերի պարադիզմի գրաֆիկական պատկերը, Q-ապրանքների քանակ, T-ժամանակ, e-արտահանում, i-ներմուծում, p-արտադրություն

Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ուսումնասիրությունը միջազգային առևտրի համատեքստում շարունակվում էր նաև 1960-կան թվականներին: Այս տեսանկյունից կարևոր են ամերիկացի տնտեսագետ Ռ. Վերնոնի աշխատությունները, որտեղ հեղինակը նկարագրում է նոր թողարկվող արտադրանքի «կյանքի» հետևյալ փուլերը՝ մուտք շուկա, աճ, հասունություն և անկում: Ըստ նրա օտարերկրյա ներդրումների անհրաժեշտություն առաջանում է հասունությանն և անկման փուլերում, երբ ներքին շուկայում ամրացած ապրանքից ստացվող եկամուտների հավելաճի տեմպը սկսում է նվազել և խնդիր է առաջանում նոր շուկաների գրավման միջոցով մեծացնել շահութաբերությունը: Նա նշում է, որ եթե ներդրման երկրում աշխատուժի արժեքը զգալիորեն ցածր է ներդրող երկրի աշխատուժի համեմատ, ապա օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների իրականացումը նպատակահարմար է ինչպես

⁴¹ Stu՝ Kojima K., T. Ozava, Micro- and Macro-economic Models of foreign investment: toward a Synthesis // Hitotsubashi journal of economics, 1984, Vol 25, p. 1-20

⁴² Stu՝ Akamatsu K. A. Historical pattern of economic growth in developing countries // Journal of developing economies, 1962, V.1, p. 12

տրանսպորտային ծախսերից խուսափելով շահույթի առավելակման նպատակով այնպես էլ, հետագայում ներդրման երկրից պատրաստի արտադրանքը ներդրող երկիր ներմուծելու համար: ⁴³

Վերոնշյալ տեսությունները օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներին անդրադառնում են անուղակիորեն՝ միջազգային առևտրի տեսանկյունից, սակայն 20-ր դարի երկրորդ կեսին ՕՈԻՆ զգալի աճը անհրաժեշտ դարձրեց հատուկ ուսումնասիրությունների իրականացումը, որոնք կբացատրեին օտարերկրյա ներդրումների առանձնահատկությունները: Ստիվեն Հայմերը առաջիններից էր, որ մշակեց օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներին վերաբերող տեսություն, որը կոչվեց «մենաշնորհային առավելությունների տեսություն»:

Հայմերը ցույց է տալիս, որ միայն ներդրման երկրի կազմակերպությունների նկամամբ մրցակցային առավելությունների առկանության դեպքում օտարերկրյա ներդրողը կկարողանա ներդրում կատարել արտերկրում, իսկ եթե առկա է բացարձակ մրցակցային շուկա, ապա առավելությունը տեղական կազմակերպություններինը կլինի:

Որպես օտարերկրյա ներդրողի առավելություն Հայմերը նշում է արտադրության միջոցների ձեռք բերման առավել ցածր գները, մրցակիցների համար անհասանելի տեխնոլոգիաների տիրապետելը, սպառման լայն ցանցի առկայությունը և այլն: ⁴⁴

Բանկային ոլորտում օտարերկրյա ներդրողները ևս ունեն զգալի առավելություններ տեղական ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ: Ի տարբերություն տեղական բանկերի, ավանդների ներգրավումը օտարերկրյա կապիտալով գործող բանկերի համար չի հանդիսանում պասիվների ձևավորման հիմնական աղբյուր: Նրանք մայր կազմակերպության միջոցով հնարավորություն ունեն ներգրավելու շատ ավելի էժան ֆինանսական ռեսուրսներ, բացի այդ ավանդատուների հետ

⁴³ Տես՝ Vernon R. International investment and international trade in the product cycle // Quarterly Journal of Economics, 1966, N 80(2), p. 199-200

⁴⁴ Տես՝ Hymer H. S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, Massachusetts institute of technology, 1960.- p. 44-45

արդյունավետ աշխատելու համար անհրաժեշտ է ստեղծել մասնաճյուղերի ցանց, ինչը զգալի ծախսերի հետ է կապված: ⁴⁵

Տեղական կազմակերպությունները առավելություն ունեն ի հաշիվ իրենց երկրի վերաբերյալ լիարժեք տեղեկատվության տիրապետման, մասնավորապես՝ տնտեսության, լեզվի, օրանսդրության, քաղաքականության վերաբերյալ նրանք ունեն լիարժեք պատկերացում: Մինչդեռ օտարերկրյա ներդրողի համար այդ տեղեկատվության ձեռք բերումը կարող է ծախսատար լինել: ⁴⁶

Հայմերը ներկայացնում է նաև այն հանգամանքները, որոնք կարող են խթանել կազմակերպությանը ուղղակի ներդրում կատարել արտերկրում: Առաջին դեպքում կազմակերպությունը անհրաժեշտ է համարում վերահսկողություն սահմանել օտարերկրյա կազմակերպության նկատմամբ՝ նպատակ ունենալով վերացնել մրցակցությունը երկու կազմակերպությունների միջև: Երկրորդ դեպքում կազմակերպությունը ունենալով զգալի առավելություն որևէ հարցում, կարող է օգտագործել այդ՝ արտերկրում կազմակերպություն հիմնելով: ⁴⁷

1970-ական թվականներին թերևս ամենանշանավոր աշխատությունը, որ նոր էջ բացեց օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ուսումնասիրության ոլորտում բրիտանացի տնտեսագետներ Պիտեր Բակլիի և Մարկ Կեսսոնի առաջարկած ինտերնալիզացիայի տեսությունն էր: Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների միջոցով կազմակերպությունը կարող է ինտերնալիզացիայի ենթարկել շուկան, ինչի արդյունքում պայմանագրային հարաբերությունները երկու անկախ կազմակերպությունների միջև կփոխարինվեն կորպորացիայի վարչական ապարատի որոշումներով: ⁴⁸

Ինտերնալիզացիայի տեսությունը հիմնվում էր երկու հիմնական ակսիոմների վրա: **Առաջինը՝** իրենց արտադրատնտեսական գործունեության իրականացման համար

⁴⁵ Տես՝ Абалкина А.А., Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // Финансы и кредит, 2010, N 28, с. 24

⁴⁶ Տես՝ Hymer H. S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, Massachusetts institute of technology, 1960.- p. 39

⁴⁷ Տես՝ Hymer H. S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, Massachusetts institute of technology, 1960.- p. 38

⁴⁸ Տես՝ Савельев А.А., Эволюция теорий прямых иностранных инвестиций // Перспективы науки, 2015, N4, с. 85

կազմակերպությունները ընտրում են այն վայրերը, որտեղ հնարավոր է գործել նվազագույն ծախսերով: **Երկրորդ՝** կազմակերպությունները ինտերնալիզացիայի են ենթարկում շուկան այնքան ժամանակ, քանի դեռ հետագա ինտերնալիզացիայից ստացվելիք հավելյալ եկամուտները կգերազանցեն ծախսերին: ⁴⁹

Ուղղահայաց ինտեգրացված համակարգի ձևավորման օրինակ է սարքավորումներ արտադրող կազմակերպության կողմից սարքավորումների պահեստամասեր մատակարարող կազմակերպության նկատմամբ վերահսկողության սահմանումը ուղղակի ներդրումների միջոցով: Սրա արդյունքում արտադրական գործընթացի այն փուլերը, որոնք չէին գտնվում կազմակերպության վերահսկողության ներքո, ինտեգրվում են կազմակերպության արտադրական գործընթացին, ինչի արդյունքում տեղի է ունենում շուկայի ինտերնալիզացիա (անգլերեն internal՝ ներքին, բառից): Ինտեգրման արդյունքում կազմակերպությունը հավելյալ եկամուտներ է ստանում ի հաշիվ ստեղծվող ավելացված արժեքի մեծացման, արտադրանքի ինքնարժեքի իջեցման, ինչպես նաև ստանում է պահեստամասերի անխափան մատակարարման երաշխիք:

ՕՈՒՆ էկլեկտիկ տեսությունը, որը հայտնի է նա որպես Դաննինգի OLI պարադիգմ, առաջադրում է երեք գործոնները, որոնց առկայության դեպքում կարող են իրականացվել օտարերկրյա ներդրումներ: Դրանք են՝ տիրապետման առավելությունների առկայությունը (ownership advantages), ներդրման երկրի ներդրումային գրավչությունը (location advantages) և ինտերնալիզացիայի առավելությունների առկայությունը (internalization advantages) : ⁵⁰

OLI պարադիգմի առաջին տարրի՝ տիրապետման առավելությունների գծով ՀՀ բանկային համակարգում ներդրում կատարող օտարերկրյա բանկերը մեր կարծիքով ունեն հետևյալ առավելությունները.

1. Օտարերկրյա բանկերը մատուցում են այնպիսի ծառայություններ, որոնք բացակայում են ՀՀ բանկային ծառայությունների շուկայում, ինչի արդյունքում անմիջապես բարենպաստ դիրք են զբաղեցնում ՀՀ ֆինանսական շուկայում:

⁴⁹ Buckley P. J. The Limits of Explanation: Testing the Internalization Theory of the Multinational Enterprise // Journal of international Business Studies, 1988, N 19(2), p. 181-182

⁵⁰ Савельев А.А., Эволюция теорий прямых иностранных инвестиций // Перспективы науки, 2015, N4, с. 85

2. Օտարերկրյա կապիտալով գործող բանկերի համար, իրենց մայր կամակերպության շնորհիվ, հասանելի են միջազգային ֆինանսական շուկաները, որտեղից դրանք կարող են էժան ֆինանսական ռեսուրսներ ներգրավել և վարկերի տեսքով տեղաբաշխելով ՀՀ-ում՝ ապահովել զուտ տոկոսային մարժայի բարձր մակարդակ: Բացի այդ նրանք կախված չեն ՀՀ քաղաքացիներից ներգրավվող ավանդներից և անգամ դրանց ցածր մակարակի պայմաններում կարող են արդյունավետ վարկավորում իրականացնել:
3. Օտարերկրյա բանկերն ունեն տասնամյակների կառավարման փորձ, որը ժամանակի ընթացքում անընդհատ հղկվել և լրացվել է: Կառավարման մշակույթը խիստ կարևոր ակտիվ է, որը հավելյալ մրցակցային առավելություններ է տալիս ներդրողին:

1.3 Օտարերկրյա ներդրումների պետական և միջազգային կարգավորումները

Կապիտալի միջազգային շարժի ակտիվացումը և առանձին երկրների տնտեսություններում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշռի աճը 20-րդ դարում օտարերկրյա ներդրումները կարգավորող օրենսդրության ստեղծման անհրաժեշտություն առաջացրեց, որի միջոցով հնարավոր կլիներ ապահովել օտարերկրյա ներդրողների շահերի պաշտպանությունը:

Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներից ստացվող տնտեսական և սոցիալական արդյունքի առավելարկման համար անհրաժեշտ է ստեղծել բարենպաստ պայմաններ: Պետական ներդրումային քաղաքականությունը պետք է ներառի այն հիմնական ուղղությունները, որոնք նպաստում են ինչպես ներդրողների, այնպես էլ ամբողջ հասարակության պահանջներին բավարարող գրավիչ ներդրումային միջավայրի զարգացմանը:⁵¹

Անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում խիստ մեծ է պետական կարգավորման դերը օտարերկրյա կապիտալով գործող բանկերի բնականոն գործունեության իրականացման հարցում: Սա պայմանավորված է անցումային

⁵¹ Агба З. Т. Особенности и механизмы государственного регулирования прямых иностранных инвестиций // Горизонты экономики, 2016, N3, с 73

տնտեսությունների համար ֆինանսական համակարգի ունեցած բացառիկ կարևորությամբ: Եթե բանկային համակարգի կայունության նկատմամբ վստահությունը սասանվի, կամ ֆինանսական համակարգում ճգնաժամային երևույթներ ի հայտ գան, ապա ոչ միայն բանկերի այլև ամբողջ տնտեսության վրա դա կթողնի խիստ բացասական ազդեցություն: ⁵²

Օտարերկրյա ներդրումների պետական կարգավորումը բանկային համակարգում հանդիսանում է տնտեսության պետական կարգավորման կարևոր մաս, միջոցառումների ունիվերսալ ծրագիր, որը իրականացվում է վարչաիրավական և քաղաքացիաիրավական կարգավորման մեթոդներով: ⁵³

Հայաստանի Հանրապետությունում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման հետ կապված իրավական կարգավորումները և հայեցակարգային դրույթները ներկայացված են «Օտարերկրյա ներդրումների մասին», «Ազատ տնտեսական գոտիների մասին» ՀՀ օրենքներով, ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգով և այլ օրենսդրական ակտերով:

ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգի համաձայն ՀՀ կառավարությունը իրականացնում է ներդրումների նկատմամբ «բաց դռների» քաղաքականություն, ինչը ենթադրում է օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների (ՕՈՒՆ) ներգրավման խոչընդոտների վերացում, մուտքի, գործունեության և ելքի հետ կապված հարաբերությունները ազատականացում: ⁵⁴

Անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների բանկային ծառայությունների շուկա օտարերկրյա բանկերի մուտք գործման առավել տարածված մոդելը այսպես կոչված Greenfield մոդելն է: Greenfield մոդելով այս կամ այն երկրի շուկա մուտքը սովորաբար իրականացվում է արդեն գործող բանկի ձեռք բերման, կամ դրա բաժնետոմսերի վերահսկող փաթեթի ձեռք բերման միջոցով՝ մասնավորեցման գոծընթացում կամ այլ մեթոդներով (մասնաճյուղի կամ դուստր կազմակերպության օգնությամբ) : ⁵⁵

⁵² Суворов А.В. Опыт иностранных банков по освоению финансовых рынков стран с переходной экономикой // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2008, N3, с. 45

⁵³ Tolstyh A.V. Legal peculiarities of the state-legal regulation of foreign investments in foreign countries // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук, 2013, N 3, с. 215

⁵⁴ Տես՝ ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգ, ընդունված 08.10.2015թ., հոդված 1

⁵⁵ Суворов А.В. Опыт иностранных банков по освоению финансовых рынков стран с переходной экономикой // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2008, N3, с. 43

ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգով սահմանվում են ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հետևյալ սկզբունքները՝ թափանցիկություն, առավել բարենպաստության ռեժիմ, ազգային ռեժիմ, ներդրումային արտոնություններ, գործունեությանը ներկայացվող պահանջներ, օտարում և փոխհատուցում, ռեպատրիացիա և փոխարկելիություն, վեճերի լուծում, անձնակազմի մուտքը և կեցությունը, կրկնակի հարկման բացառում:⁵⁶

Թափանցիկության սկզբունքը ենթադրում է օտարերկրյա ներդրումներին վերաբերվող ՀՀ պետական մարմինների կողմից մշակվող օրենքների, օրենսդրական և ենթաօրենսդրական ակտերի հրապարակում, և հասարակության լայն շրջանակների համար հասանելիության ապահովում:

Առվելագույն բարենպաստության ռեժիմի էությունը կայանում է նրանում, որ ընդունող երկիրը պարտավորվում է որևէ երկրի ներդրողներին վերաբերվել նույնքան բարեհաճ, որքան ցանկացած այլ երկրի ներդրողներին: Այս ռեժիմը ներդրողներին պաշտպանում է ցանկացած տեսակի խտրականություններից ներդրման երկրում և հանդես է գալիս որպես տարբեր երկրների ներդրողների համար հավասար մրցակցային պայմանների ապահովման կարևորագույն գործոն:⁵⁷

Ազգային ռեժիմը ենթադրում է օտարերկրյա ներդրողների համար տեղական կազմակերպություններից ոչ պակաս բարենպաստ պայմանների ստեղծում:⁵⁸

Ազգային ռեժիմը մի կողմից ենթադրում է օտարերկրյա ներդրողի համար խիստ բարենպաստ միաջվայրի ապահովում, սակայն մյուս կողմից կարող է հարվածել տեղական տնտեսվարող սուբյեկտներին, որովհետև այս ռեժիմի առկայության դեպքում տեղական տնտեսվարողը կորցնում է իր ռեզիդենտությունից բխող առավելությունները և հավասար շուկայական պայմաններում հայտնվում օտարերկրյա կազմակերպության հետ: Այս խնդիրը առավել սուր է դրսևորվում զարգացող երկրներում, որոնց տնտեսությունը զիջում է զարգացած երկրներին տեխնոլոգիական զարգացման մակարդակով, կառավարման փորձի պակասությամբ, ինչի արդյունքում

⁵⁶ ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգ, ընդունված 08.10.2015թ., հոդված 3

⁵⁷ Ливенцев Н. Н. Международное движение капитала: учебник для вузов.- М.: Экономист, 2004. с. 70

⁵⁸ Նույնը՝ ս 71

օտարերկրյա ներդրողը անմիջապես մրցակցային առավելություններ է ստանում տեղական տնտեսվրող սույեկտի նկատմամբ:

Օտարերկրյա ներդրումների մասին ՀՀ օրենքը սահմանում է, որ օտարերկրյա ներդրումների և դրանց հետ կապված իրավական ռեժիմը Հայաստանի Հանրապետությունում չի կարող նվազ բարենպաստ լինել, քան Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիների, ձեռնարկությունների, հիմնարկների և կազմակերպությունների գույքի, գույքային իրավունքների և ներդրման գործունեության ռեժիմը, ինչը համապատասխանում է ազգային ռեժիմի բնութագրին:⁵⁹

Հայաստանում կատարված օտարերկրյա ներդրումները ենթակա չեն օտարման, ազգայնացման (բացառությամբ այն դեպքերի, երբ դա կատարվում է հանրային նպատակներով), իսկ դրանց արդյունքում ստացված շահույթը, դիվիդենդները և այլ եկամուտներ կարելի է ազատորեն փոխանցել արտերկիր (ռեպատրիացիա):⁶⁰

Օտարերկրյա ներդրումների իրականացման արդյունքում ներդրողը հաշվետու է դառնում և իր ռեզիդենտության երկրին՝ որտեղ գտնվում է մայր կազմակերպությունը, և ներդրման երկրին՝ որտեղ գործում է նրա մասնաճյուղը: Այս իրավիճակում կրկնակի հարկումից խուսափելու համար պետությունների միջև կնքվում են կրկնակի հարկումը բացառող համաձայնագրեր, որոնցով սահմանվում է, թե եկամուտների որ տեսակներն որ երկրում են հարկվելու:

Կրկնակի հարկումից ազատվում են եկամուտների հետևյալ տեսակները՝ միջազգային բեռնափոխադրումներից եկամուտները, տոկոսները և շահաբաժինները, անշարժ գույքից և դրա վաճառքից եկամուտները, հեղինակային իրավունքից և արտոնագրերից եկամուտները, պայմանագրային աշխատանքների կատարումից եկամուտները, մշակույթի գործիչների, գիտնականների, մարզիկների, դասախոսների եկամուտները, հոնորարները, թոշակները, պետական հիմնադրամներից ստացվող պարգևվաճարները:⁶¹

⁵⁹ Տես՝ ՀՀ օրենքը օտարերկրյա ներդրումների մասին, ընդունված 31.07.1994թ. հոդված 6.

⁶⁰ ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգ, ընդունված 08.10.2015թ., հոդված 3

⁶¹ Ткаченко И. Ю., Инвестиции. Учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений. М.: изд. Центр Академия, 2009.- С19

Օտարերկրյա ներդրումները կարգավորող օրենսդրությունը կարելի է համակարգել հետևյալ խմբերում՝ հատուկ, քաղաքացիական և միջազգային պայմանագրերի նորմեր:⁶²

Հատուկ օրենսդրության մեջ են մտնում օտարերկրյա ներդրումներին ուղղակիորեն վերաբերվող օրենքները և օրենսդրական այլ ակտերը, ինչպես օրինակ «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքը: Քաղաքացիական օրենսդրությամբ կարգավորվում է օտարերկրյա ներդրողի, նրա գործընկերների և աշխատակիցների միջև առկա հարաբերությունները, որոնք կապված են տարատեսակ պայմանագրերի, գործարքների հետ: Հայաստանում այս հարաբերությունները կարգավորվում են ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքով:

Միջազգային ներդրումային իրավունքի աղբյուրներն են հանդիսանում երկկողմանի միջազգային համաձայնագրերը ներդրումների փոխադարձ խրախուսման և պաշտպանության մասին, կրկնակի հարկումը բացառող միջազգային համաձայնագրերը, երկկողմ միջազգային առևտրային պայմանագրերը, տնտեսական համագործակցության պայմանագրերը, միջազգային կոնվենցիաները և տարածաշրջանային պայմանագրերը:⁶³

Պետական ներդրումային քաղաքականության միջոցառումները բաժնվում են հետևյալ հիմնական խմբերի.

1. առևտրային քաղաքականության միջոցառումներ,
2. օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների խրախուսման միջոցառումներ,
3. օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների սահմանափակման միջոցառումներ,
4. կապիտալի արտահանման երկրների կողմից

ձեռնարկվող խրախուսման և սահմանափակման միջոցառումներ:⁶⁴

Առևտրային քաղաքականության միջոցառումներին են վերաբերվում ներկրման ճյուղային սահմանափակումների կիրառումը, ազատ առևտրի գոտիների, մաքսային միությունների ձևավորման տարածաշրջանային համաձայնագրերի կնքում և այլն: Խրախուսման միջոցառումներից տարածված են հարկային և մաքսային

⁶² Бочаров В. В., Инвестиции. Учебник для вузов. 2-е изд., СПб.: Питер, 2009.- С. 229

⁶³ Ткаченко И. Ю., Инвестиции. Учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений. М.: изд. Центр Академия, 2009.- С. 17

⁶⁴ Ливенцев Н. Н. Международное движение капитала: учебник для вузов.- М.: Экономист, 2004. С. 50

արտոնությունների, ֆինանսական օգնության տրամադրումը՝ կադրերի պատրաստման և ենթակառուցվածքի ձևավորման համար և այլն: Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների սահմանափակման միջոցառումներից են տեղական կազմակերպությունների կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշռի սահմանափակումը, շահույթի արտահանման սահմանափակումներ և այլն:⁶⁵

Սակայն պետք է հաշվի առնել, որ պետական կամ միջազգային մարմինների կողմից օրենսդրական կարգավորումների միջոցով չափազանց մեծ ազդեցությունը, կամ ուղղակի միջամտության փորձերը կարող են հանգեցնել օտարերկրյա ներդրումների փախուստի տարածաշրջանից, կամ երկիրից: ⁶⁶

Տնտեսության որևէ ոլորտում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը խրախուսելու կամ կասեցնելու նպատակով կառավարությունները ձեռնարկում են մի շարք ուղղակի և անուղակի միջոցառումներ: Ուղղակի միջոցառումների թվին են դասվում սուբսիդավորումը, հարկային արտոնությունները և այլն, որոնք խրախուսում են օտարերկրյա կազմակերպություններին ներդրումներ իրականացնել տվյալ ոլորտում: Անուղղակի միջոցառումների թվին կարող են դասվել այն պետական կարգավորումները, որոնք ներդրումների ներգրավումը խոչընդոտելու նպատակով կնպաստեն ձեռնարկատիրական գործունեության ծախսերի աճին կամ տվյալ ոլորտում որոշ գործառնությունների սահմանափակմանը: ⁶⁷

Օտարերկրյա ներդրողները ներդրումային որոշումներ կայացնելիս ուսումնասիրում են հնարավոր ներդրման երկրներում ձեռնարկատիրական գործունեությամբ զբաղվելու համար պետության կողմից ստեղծված պայմանները, առկա խոչընդոտները և առավելությունները: Սակայն դա շատ ժամանակատար և ռեսուրսատար գործընթաց է, այդ պատճառով Համաշխարհային բանկի կողմից ամեն տարի հրապարակվում է գործարարությամբ զբաղվելու դյուրինության հաշվետվությունը (doing business), որը 10 որոլտների գծով գնահատում է ձեռնարկատիրական գործունեությամբ զբաղվելու

⁶⁵ Տես՝ Ливенцев Н. Н. Международное движение капитала: учебник для вузов.- М.: Экономист, 2004. с 50-52

⁶⁶ Տես՝ Нарышкин С., Оценка социально-экономической эффективности иностранных инвестиций на уровне территорий // Вестник института экономики российской академии наук, 2008, N1, с. 208

⁶⁷ Elena Chirila Donciu, Promoting and attracting foreign direct investment // CES working papers: University of Iasi (Romania), V. VI, issue 3, p18

դյուրինությունը աշխարհի 189 երկրներում, այդ թվում և Հայաստանում: Աղյուսակ 1.3.1-ում ներկայացված է ՀՀ դիրքը ըստ գործարարությամբ զբաղվելու ինդեքսը և մի քանի ենթաինդեքսների:

Ճգնաժամային տարիներին նկատվում է գործարարությամբ զբաղվելու ինդեքսում ՀՀ դիրքի զգալի վատթարացում, ինչը պայմանավորված է մի շարք ենթաինդեքսների, այդ թվում գործարարություն սկսելու և ներդրումների պաշտպանվածության ենթաինդեքսների գնահատականների վատթարացմամբ (տես աղյուսակ 1.3.1):

Աղյուսակ 1.3.1 ⁶⁸

ՀՀ դիրքը աշխարհում ըստ գործարարությամբ զբաղվելու դյուրինության (2006-2016 թթ.)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ⁶⁹	2016
Գործարարությամբ զբաղվելու դյուրինություն (դիրքը աշխարհի 189 երկրների շարքում)	37	34	41	50	44	61	55	32	37	45	35
Գործարարություն սկսելը	48	46	49	65	20	20	10	11	6	4	5
Ներդրողների պաշտանություն	81	83	84	88	92	93	97	25	22	49	49
Հարկերի վճարում	147	148	147	151	157	159	153	108	103	41	41

Աղյուսակ 1.3.2 ⁷⁰

ՀՀ և նույն խմբի մեջ մնող այլ երկրների 2016 թ.-ի գործարարությամբ զբաղվելու դյուրինության ինդեքսների համեմատությունը

Վրաստան	24
Հայաստան	35
Ռումինիա	37
Բուլղարիա	38
ՌԴ	51
Հունաստան	60
Արևելյան Եվրոպայի և կենտրոնական ասիայի միջին	55

⁶⁸ Աղյուսակը կազմված է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից հրապարակվող Համաշխարհային բանկի և միջազգային ֆինանսական կորպորացիայի «Գործարարությամբ զբաղվելու դյուրինությունը» ինդեքս 2012- 2016 թթ.-ի հետազոտությունների տվյալների հիման վրա

⁶⁹ 2015թ.-ին ինդեքսի հաշվարկման մեթոդաբանության մեջ փոփոխություններ են կատարվել, ինչով էլ պայմանավորված է ՀՀ դիրքի կտրուկ փոփոխությունը

⁷⁰ World bank group // Doing business, economy profile 2016, Armenia, p. 8

Հետճգնաժամային տարիներին նկատվում է դրական տեղաշարժ, որը մեծապես պայմանավորված է ներդրողների պաշտպանվածության և հարկերի վճարման ենթահիմքերի կտրուկ բարելավմամբ 2013թ.-ին: 2015թ.ին իրականացված մեթոդաբանական փոփոխությունները հանգեցրեցին ՀՀ դիրքի զգալի բարելավման, մասնավորապես զգալիորեն բարելավվել է ձեռնարկատիրական գործարարություն սկսելու ենթահիմքերը: Նշված բարելավման արդյունքում ընդհանուր ինդեքսի գծով 2016թ.-ին ՀՀ-ն արևելյան եվրոպայի և կենտրոնական ասիայի երկրների շարքում գրավել է երկրորդ տեղը, զիջելով միայն Վրաստանին (տես աղյուսակ 1.3.2):

Աղյուսակ 1.3.3 ⁷¹

Ներդրողների պաշտպանվածության ենթահիմքերի տարրերի գնահատականները ըստ 2006-2016 թթ.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Տեղը	81	83	84	88	92	93	97	25	22	49	49
Թափանցիկության չափի ինդեքս (0-10)	5	5	5	5	5	5	5	6	6	5	5
Տնօրենի պատասխանատվության չափի ինդեքս (0-10)	2	2	2	2	2	2	2	6	6	6	6
Սեփականատերերի դատական հայցերի դյուրինության ինդեքս (0-10)	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Ներդրողների պաշտպանության ամրության ինդեքս (0-10)	5	5	5	5	5	5	5	6,7	6,7	6	6

Առանձնակի հետաքրքրություն են ներկայացնում ՀՀ ներդրողների պաշտպանվածության ենթահիմքերի տարրերի գնահատականները (տես աղյուսակ 1.3.3): Մինչև 2012 թ.-ը տվյալ ենթահիմքերի տարրերը պահպանել են նույն մակարդակը, սակայն ընդհանուր ենթահիմքերը փոփոխվել է, ինչը պայմանավորված է այլ երկրների դիրքերի տեղաշարժերով: 2013թ.-ից նկատվում են զգալի փոփոխություններ, մասնավորապես կտրուկ բարելավվել են տնօրենի

⁷¹ Աղյուսակը կազմված է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից հրապարակվող Համաշխարհային բանկի և միջազգային ֆինանսական կորպորացիայի «Գործարարությամբ զբաղվելու դյուրինությունը» ինդեքս 2012- 2016 թթ.-ի հետազոտությունների տվյալների հիման վրա

պատասխանատվության չափի և ներդրողների պաշտպանության ամրության ինդեքսները, ինչի արդյունքում ՀՀ-ի դիրքերը 2013թ.ին բարելավվել են 72 կետով: Սակայն 2015թ.-ին ՀՀ դիրքը կրկին վատթարացել է ինչը պայմանավորված է մեթոդաբանական փոփոխությունների իրականացմամբ:

Օտարերկրյա ներդրողների համար գրավիչ ներդրումային միջավայրի ստեղծման կարևոր գործոններից է ներդրման երկրի օրենսդրության կայունության ապահովումը, ինչը կնվազեցնի ներդրողների իրավական ռիսկերը: Այդ նպատակով ինչպես Հայաստանում, այդպես էլ աշխարհի շատ երկրներում ներդրումային օրենսդրության մեջ ներառվում են դրույթներ, որոնք երաշխավորում են օտարերկրյա ներդրողի իրավունքը, երկրի օրենսդրության փոփոխության պարագայում գործելու ներդրման պահին առկա օրենքներով:

Կայունացնող դրույթների ամենատարածված տեսակը այսպես կոչված «պապիկի վերապահումն» է, համաձայն որի, ներդրումներ կատարելուց հետո, սամանված ժամանակահատվածում պետության կողմից ընդունվող և ներդրողի գործունեության պայմանները վատթարացնող օրենքներն ու օրենսդրական ակտերը ներդրողի վրա չեն տարածվում:⁷²

Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը ակտիվացնելու նպատակով վարվող պետական քաղաքականության կարևորագույն և ամենից արդյունավետ գործիքներից է հարկային արտոնությունների տրամադրումը և օտարերկրյա ներդրողներին ֆինանսական աջակցության ցուցաբերումը:

Հարկային արտոնությունների մեջ են մտնում արտադրական բազայի զարգացման նպատակով կապիտալ ներդրումների իրականացմանը ուղղվելիք շահույթի ազատումը հարկումից, հարկային վարկավորումը, հարկային արձակուրդները և այլն:⁷³

ՀՀ օրենսդրությունը սահմանում է օտարերկրյա ներդրողներին հարկային կամ այլ արտոնությունների տրամադրման հնարավորությունները: Ըստ օտարերկրյա ներդրումների մասին ՀՀ օրենքի արտոնությունները տարածվում են

⁷² Зубченко Л.А., Иностранные инвестиции: Учеб. пособие, М.: ООО Книгодел, 2006.- С. 57

⁷³ Игонина Л.Л. Инвестиции: учеб. Пособие. М.: Экономист, 2005.- С. 422

այն օտարերկրյա ներդրումներով ձեռնարկությունների վրա, որոնցում այդ ներդրումները հիմնադրման պահին կազմում են առնվազն 30 տոկոս:⁷⁴

Մեր կարծիքով օտարերկրյա ներդրումների ներհոսքը խրախուսելու նպատակով պետությունը պետք է ստեղծի մասնագիտացված պետական կամ ոչ պետական գործակալություններ, որոնք խորհրդատվություն կտրամադրեն և պարբերական խորհրդակցություններ կիրականացնեն ՀՀ-ում գործող օտարերկրյա կազմակերպությունների հետ, կբացահայտեն տվյալ ոլորտում գործունեություն ծավալելու առկա խոչընդոտները և կառավարության հետ միասին հանդես կգան օրենսդրական նախաձեռնություններով առկա խոչընդոտները վերացնելու համար:

Օտարերկրյա ներդրումների համար արտոնությունների և սահմանափակումների կիրառումը կախված է նաև ներդրման ոլորտից: Պետության համար ռազմավարական կարևորություն ունեցող ոլորտներում աշխարհի շատ երկրներում արգելվում է օտարերկրյա ներդրումների իրականացումը: Այս իմաստով առավել զգուշավոր են Ասիական երկրները: Օրինակ Չինաստանում արգելվում է օտարերկրյա ներդրումների իրականացումը կապի ոլորտում, զանգվածային լրատվության միջոցներում, ռազմաարդյունաբերական համալիրում, օդային հաղորդակցության ոլորտում:⁷⁵

⁷⁴ Տես՝ ՀՀ օրենքը օտարերկրյա ներդրումների մասին, ընդունված 31.07.1994թ. Հոդված 18.

⁷⁵ Տես՝ Копосова А. С. Развитие системы государственного финансового регулирования иностранных инвестиций в России // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, 08.00.10, М.: 2014, с. 121

ԳԼՈՒԽ 2: ՀՀ ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԴՐԱՆՑՈՒՄ ԿԱՏԱՐՎԱԾ ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

2.1 Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման գործիքակազմը ՀՀ առևտրային բանկերում

Արժույթի միջազգային հիմնադրամը մեթոդական ցուցամաներ⁷⁶ է տրամադրում երկրների կենտրոնական բանկերին օտարերկրյա ներդրումների վիճակագրության արդյունավետ իրականացման համար, ինչը նպատակ ունի ստանդարտացնել օտարերկրյա ներդրումներին վերաբերվող հաշվետվությունները աշխարհի տարբեր երկրներում: Օտարերկրյա ներդրումների վերբերյալ վիճակագրական տեղեկատվության հիմնական աբյուր է հանդիսանում կենտրոնական բանկերի կողմից հրապարակվող միջազգային ներդրումային դիրքի վերաբերյալ հաշվետվությունը:

Միջազգային ներդրումային դիրքը վիճակագրական հաշվետվություն է, որն արտացոլում է արտաքին ֆինանսական ակտիվների և պարտավորությունների պաշարների արժեքը և կազմը հաշվետու ժամանակաշրջանի (եռամսյակ, տարի) վերջի դրությամբ:⁷⁷

Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ) մեթոդական ցուցումներում օտարերկրյա ներդրումները դասակարգվում են ըստ ներդրումների իրականացման գործիքների և ըստ գործառույթային (ֆունկցիոնալ) դասերի:

Առանձնացվում են ներդրումների հինգ ֆունկցիոնալ դասեր՝ ուղղակի ներդրումներ, պորտֆելային ներդրումներ, ֆինանսական ածանցյալներ, այլ ներդրումներ, պահուստային ակտիվներ: ⁷⁸

Ուղղակի ներդրումները կապված են վերահսկողության կամ զգալի ազդեցության հաստատման հետ և ենթադրում են երկարատև փոխգործակցություն: Բացի այդ ուղղակի ներդրումներով փոխկապակցված կազմակերպությունները առավել հակված

⁷⁶ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012

⁷⁷ ՀՀ ԿԲ Վիճակագրական տեղեկագիր 2015, էջ 125

⁷⁸ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с. 127

են առևտրային, ֆինանսական գործարքների հաճախակի իրականացմանը: Ի տարբերություն ուղղակի ներդրողների, պորտֆելային ներդրողների ազդեցությունը ապագա դրամական հոսքերի, գների տատանման և մնացորդների ծավալների վրա ազդող կառավարչական որոշումների կայացման գործում առավել սահմանափակ է: ⁷⁹

Աղյուսակ 2.1.1 ⁸⁰ Միջազգային ներդրումային դիրքը

Ուղղակի ներդրումներ
Կապիտալում և ներդրումային ֆոնդերում մասնակցություն
<i>Ուղղակի ներդրողը ուղղակի ներդրման կազմակերպությունում</i>
<i>Ուղղակի ներդրման կազմ.ը ուղղակի ներդրող կազմ.ում (հակադարձ ներդրում)</i>
<i>Քույր կազմակերպությունների միջև ներդրումներ</i>
Պարտքի գործիքներ
<i>Ուղղակի ներդրողը ուղղակի ներդրման կազմակերպությունում</i>
<i>Ուղղակի ներդրման կազմ.ը ուղղակի ներդրող կազմ.ում (հակադարձ ներդրում)</i>
<i>Քույր կազմակերպությունների միջև ներդրումներ</i>
Պորտֆելային ներդրումներ
Կապիտալում և ներդրումային ֆոնդերում մասնակցություն
<i>Կենտրոնական բանկ</i>
<i>Ավանդային կազմակերպություններ (բացի ԿԲ-ից)</i>
<i>Պետական կառավարման մարմիններ</i>
<i>Այլ ոլորտներ</i>
<i>Այլ ֆինանսական կազմակերպություններ</i>
<i>Այլ ոչ ֆինանսական կազմակերպություններ</i>
Պարտքի արժեթղթեր
<i>Կենտրոնական բանկ</i>
<i>Ավանդային կազմակերպություններ (բացի ԿԲ-ից)</i>
<i>Պետական կառավարման մարմիններ</i>
<i>Այլ ոլորտներ</i>
<i>Այլ ֆինանսական կազմակերպություններ</i>
<i>Այլ ոչ ֆինանսական կազմակերպություններ</i>

⁷⁹ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с. 127

⁸⁰ Նույնը էջ 390

**Աղյուսակ 2.1.1-ի
Շարունակությունը**

Ֆինանսական ածանցյալներ
<i>Կենտրոնական բանկ</i>
<i>Ավանդային կազմակերպություններ (բացի ԿԲ-ից)</i>
<i>Պետական կառավարման մարմիններ</i>
<i>Այլ ոլորտներ</i>
Այլ ներդրումներ
Կապիտալում մասնակցության այլ գործիքներ
Կանխիկ դրամ և ավանդներ
<i>Կենտրոնական բանկ</i>
<i>Ավանդային կազմակերպություններ (բացի ԿԲ-ից)</i>
<i>Պետական կառավարման մարմիններ</i>
<i>Այլ ոլորտներ</i>
Վարկեր և փոխառություններ
Կենսաթոշակային ապահովագրական ծրագրեր և ստանդարտ երաշխիքներ
Առևտրային վարկեր և կանխավճարներ
Այլ դեբիտ/կրեդիտ պարտավորություններ
Փոխառության հատուկ իրավունքներ (SDR)
Պահուստային ակտիվներ
Մոնետար ոսկի
<i>Ոսկու ձուլակտորներ</i>
<i>Առարկայազուրկ ոսկե հաշիվներ</i>
Փոխառության հատուկ իրավունքներ (SDR)
Պահուստային ակտիվներ ԱՄՀ-ում
Այլ պահուստային ակտիվներ
<i>Կանխիկ դրամ և ավանդներ</i>
<i>Արժեթղթեր</i>
<i>Ֆինանսական ածանցյալներ</i>
<i>Այլ պահանջներ</i>

Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումը մի երկրի ռեզիդենտների կողմից այլ երկրի ռեզիդենտ կազմակերպության կապիտալում ձայնի իրավունք տվող բաժնետոմսերի կամ բաժնեմասի 10%-ի և ավելի ձեռք բերումն է, ինչպես նաև այդ ներդրողների ու

դրանց հետ կապված կազմակերպությունների հետ ֆինանսական բոլոր պահանջներն ու պարտավորությունները: ⁸¹

Հայրենական արտադրության զարգացման համար նախընտրելի է օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավումը, որոնք նպաստում են տեխնոլոգիաների և կառավարման կազմակերպական կառուցվածքների ներհոսքին⁸²:

Ֆինանսական ածանցյալները իրենց բնույթով տարբերվում են ներդրումների այլ տեսակներից, քանզի իրականացնում են ֆինանսական շուկայում ռիսկերի շրջանառության (մի սուբյեկտից մյուսին փոխանցման) գործառույթ: ⁸³

Այլ ներդրումների մեջ են մտնում այն ֆինանսական գործիքները, որոնք չեն ներառվել պորտֆելային և ուղղակի ներդրումներում: Դրանք հիմնականում ներառում են օտարերկրյա ներդրողների կողմից տրամադրված վարկերը, փոխառությունները, բանկերում բացված հաշիվները, ժամկետային ավանդները և այլն:

Պահուստային ակտիվները անհրաժեշտ միջոցներ են ապահովում վճարային հաշվեկշռի ֆինանսավորման և արտարժույթի փոխարժեքի վրա ազդելու նպատակով շուկայում իրականացվող ներարկումների համար: ⁸⁴

Ատենախոսության շրջանակներում իրականացված վերլուծությունների համար անհաժեշտ օտարերկրյա ներդրումների վերաբերյալ տվյալները ստացվել են ՀՀ Կենտրոնական բանկից՝ մեր դիմումի հիման վրա, միջազգային ներդրումային դիրքի տեսքով (տես հավելված 2): ՀՀ ԿԲ-ն օտարերկրյա ներդրումների վերաբերյալ տեղեկատվություն մշակում և ներկայացնում է ավանդային կազմակերպությունների գծով, որոնք իրենց մեջ ներառում են բանկերը և վարկային կազմակերպությունները, իսկ առանձին բանկերի վերաբերյալ նման տեղեկատվություն չի ներկայացվում: Սակայն մեր դիմումին ի պատասխան ԿԲ մասնագետները տրամադրեցին ՀՀ բանկերի (2005թ., 2010-2015թթ) և ավանդային կազմակերպությունների (2001-2015թ.)

⁸¹ «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ձև 9-ներդրում (եռամսյակային) պետական վիճակագրական հաշվետվության լրացման հրահանգ. ընդունված 07.08.2013թ. հոդված 14

⁸² Медведь А. А., Иностранные инвестиции и страновой риск // Известия Санкт-Петербургского Государственного Экономического Университета, 2013, N 3, с. 24

⁸³ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с. 127

⁸⁴ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с. 127

միջազգային ներդրումային դիրքի տվյալները, առաջարկելով մնացած տարիների տվյալները ՀՀ բանկերի համար բացահայտելու նպատակով հաշվարկել գործակիցներ վերոնշյալ տվյալների հիման վրա, և տարածել մնացած տարիների վրա (Տես՝ հավելված 1): Այդ նպատակով ՀՀ ԿԲ-ից ստացված տվյալների հիման վրա մեր կողմից հաշվարկվել են գործակիցներ, որոնք ցույց են տալիս 2005թ., և 2010-2015թթ. ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների առանձին տարրերի տեսակարար կշիռը ՀՀ ավանդային կազմակերպությունում կատարված օտարերկրյա ներդրումների համապատասխան տարրերի մեջ (աղյուսակ 2.1.2): Այնուհետև, ըստ ԿԲ մասնագետների խորհրդի, ստացված գործակիցները տարածել ենք մնացած տարիների վրա թվաբանական պրոգրեսիայի միջոցով:

2006-2009 թթ. գործակիցները բացահայտելու համար հաշվարկել ենք թվաբանական պրոգրեսիայի քայլի մեծությունը 2005-2010թթ. համար, այնուհետև դրա միջոցով հաշվել ենք 2006-2009թթ. գործակիցները ՀՀ բանկերի համար: Թվաբանական պրոգրեսիայի քայլի մեծությունը հաշվարկել ենք հետևյալ բանաձևով.

$$d = \frac{X_{2010} - X_{2005}}{2010 - 2005} \quad (2.1.1)$$

Նշենք, որ 2006-2009 թթ. գործակիցները հաշվարկելիս թվաբանական պրոգրեսիայից բացի հաշվի ենք առել նաև այլ հանգամանքներ, ինչպես օրինակ տնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունը: Ըստ ԿԲ-ից ստացված նամակի, վարկային կազմակերպությունների ցուցանիշները ներառվել են ավանդային կազմակերպությունների մեջ 2003թ.-ից, այսինքն 2001-2002 թթ. ավանդային կազմակերպությունների տվյալները լիովին համընկնում են բանկերի տվյալների հետ, այդ պատճառով աղյուսակ 2.1.2-ում այդ տարիները ներկայացված են 1 գործակացով:

2003-2004 թթ. գործակիցները հաշվարկվել են թվաբանական պրոգրեսիայի հիման վրա հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ 2001-2002թթ.-ին վարկային կազմակերպությունները քիչ էին և դրանցում կատարված օտարերկրյա ներդրումների մասնաբաժինը չնչին էր, այդ պատճառով առաջնորդվել ենք այն սկզբունքով, որ 2005թ.-ին նախորդող տարիներին բանկերի ցուցանիշների տեսակարար կշիռը ավանդային կազմակերպությունների մեջ պետք է աճի:

Միջազգային ներդրումային դիրքը (Գործակիցներ) ըստ 2001-2015 թթ.⁸⁵

Ցուցանիշներ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ԱԿՏԻՎՆԵՐ															
Ուղղակի ներդրումներ արտերկրում	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	1,00	1,00
Պորտֆելային ներդրումներ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,99	0,98
Ֆինանսական ածանցյալներ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Այլ ներդրումներ															
Վարկեր															
Երկարաժամկետ	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	0,97	0,95	0,92	0,90	0,88	0,99	1,00	0,98	0,99	1,00
Կարճաժամկետ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	0,99	0,98	0,98	1,00	1,00	0,86	0,95	1,00
Կանխիկ դրամական միջոցներ և ավանդներ															
Երկարաժամկետ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Կարճաժամկետ	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Այլ ակտիվներ															
Երկարաժամկետ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Կարճաժամկետ	1,00	1,00	0,98	0,97	0,95	0,94	0,92	0,91	0,90	0,88	0,98	0,95	1,00	0,97	0,99
ՊԱՐՏԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ															
Ուղղակի ներդրումներ ՀՀ-ում															
Բաժնետիրական կապիտալ	1,00	1,00	0,92	0,92	0,91	0,92	0,92	0,93	0,94	0,95	0,93	0,91	0,92	0,91	0,90
Վերաներդրված շահույթ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,98	0,96	0,93	0,91	0,89	0,94	0,94	0,93	0,88	0,88
Այլ կապիտալ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	0,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,90	0,93	0,96
Պորտֆելային ներդրումներ															
Բաժնետոմսեր	1,00	1,00	0,99	0,98	0,98	0,97	0,96	0,00	0,00	0,00	0,55	1,00	1,00	1,00	1,00
Պարտքային պարտավորություններ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Ֆինանսական ածանցյալներ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Այլ ներդրումներ															
Վարկեր															
Երկարաժամկետ	1,00	1,00	0,96	0,95	0,94	0,94	0,93	0,92	0,92	0,91	0,90	0,92	1,00	0,91	0,91
Կարճաժամկետ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,98	0,96	0,94	0,92	0,90	0,99	0,97	1,00	0,98	1,00
Կանխիկ դրամական միջոցներ և ավանդներ															
Երկարաժամկետ	1,00	1,00	0,82	0,80	0,78	0,76	0,75	0,73	0,71	0,70	0,92	0,89	0,85	0,71	0,71
Կարճաժամկետ	1,00	1,00	0,99	0,99	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	0,99	0,97	0,93	0,92
Այլ պարտավորություններ															
Երկարաժամկետ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Կարճաժամկետ	1,00	1,00	0,98	0,98	0,97	0,96	0,95	0,94	0,94	0,93	0,96	0,98	1,00	1,00	1,00

⁸⁵ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից՝ ՀՀ բանկերում և ավանդային կազմակերպություններում կատարված օտարերկրյա ներդրումների համապատասխան հոդվածների հարաբերության հիման վրա:

Աղյուսակ 2.1.3-ում ներկայացված է ՀՀ առևտրային բանկերի միջազգային ներդրումային դիրքը, որը ներառում է ՀՀ բանկերի կողմից արտերկրում կատարված ներդրումները (ակտիվներ) և ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումները (պարտավորություններ) տարեվերջի դրությամբ փաստացի պաշարների գծով:

Ֆինանսական գործիքները ֆինանսական շուկաներում կատարվող բոլոր տեսակի ներդրումներն են, այդ թվում՝ բաժնետոմսերը, պետական պարտատոմսերը, դեպոզիտային սերտիֆիկատները և այլն:⁸⁶

20-րդ դարերի երկրորդ կեսին ֆինանսական գործիքների շուկայի զարգացման արդյունքում ի հայտ եկան տարատեսակ ֆինանսական գործիքներ, որոնք սեփականատիրոջը տալիս են տարբեր իրավունքներ: Ըստ այդ իրավունքների էլ ֆինանսական գործիքները կարելի է դասակարգել երեք խմբի՝ կապիտալում մասնակցության գործիքներ, որոնք թույլ են տալիս սեփականատիրոջը մասնակցել կազմակերպության կառավարմանը, պարտքի գործիքներ, որոնք կառավարման իրավունք չեն տալիս սակայն ապահովում են կայուն եկամուտներով, և ածանցյալ գործիքներ, որոնց տիրապետումը եկամուտ չի բերում սեփականատիրոջը, սակայն թույլ է տալիս հեջավորել ռիսկերը:

Օտարերկրյա ներդրողները հավելյալ եկամուտներ կարող են ստանալ ներդրումների արժույթի նկատմամբ ներդրման երկրի ազգային արժույթի արժեվորման հաշվին:⁸⁷

Այս տեսանկյունից օտարերկրյա ներդրողներին ձեռնառու է ներդրման երկրի տնտեսության ամրապնդումը, քանի դա ուղղակի և անուղակի կերպով նպաստում է ներդրման եկամտաբերության ավելացմանը: Ուղղակի ազդեցությունը կայանում է նրանում, որ բարելավվում է բնակչության վճարունկությունը, ինչը հանգեցնում է համախառն ծախսերի և պահանջարկի ավելացմանը, որն էլ խթանում է օտարերկրյա ներդրման կազմակերպության կողմից արտադրված արտադրանքի կամ մատուցված ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկի աճը: Անուղղակի ազդեցությունը ինչպես նշվեց վերևում ներդրման երկրի ազգային արժույթի ամրապնդման արդյունքում օտարերկրյա ներդրողի եկամուտների աճն է (արտարժույթային արտահայտությամբ):

⁸⁶ Collon P.H., Dictionary of banking and finance. 3th ed. London: A&C Black, Bloomsbury, 2005.- p. 139

⁸⁷ Клевцов В.В., Иностранные инвестиции: международный рынок акций и его диагностирование // Ido science, Центр развития современных образовательных технологий, 2011, N1, с. 48

ՀՀ առևտրային բանկերի միջազգային ներդրումային դիրքը տարեվերջի դրությամբ ըստ 2001-2015 թթ. (պաշարներ, մլն ԱՄՆ դոլար)⁸⁸

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ԱԿՏԻՎՆԵՐ	104,34	132,26	181,05	248,43	206,43	222,29	245,04	308,78	502,79	498,47	527,65	529,13	605,83	590,33	752,94
Ուղղակի ներդրումներ արտերկրում	0,38	0,36	0,39	0,00	6,95	10,19	5,70	6,85	5,33	5,58	5,74	0,00	9,17	7,42	7,30
Պորտֆելային ներդրումներ	5,44	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	7,75	9,17	11,87
Ֆինանսական ածանցյալներ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	4,18	1,48
Այլ ներդրումներ	98,52	131,32	180,66	248,43	199,48	212,10	239,34	301,93	497,46	492,90	521,92	529,13	588,41	569,55	732,29
Վարկեր	1,29	13,86	9,63	10,93	18,77	15,82	10,12	20,68	120,99	177,52	162,19	113,73	118,35	194,45	269,28
երկարաժամկետ	0,00	0,23	4,06	3,96	3,22	3,86	4,20	7,68	5,91	12,78	33,34	34,92	70,74	67,67	148,05
կարճաժամկետ	1,29	13,63	5,57	6,97	15,55	11,96	5,92	13,00	115,08	164,74	128,85	78,81	47,61	126,78	121,23
Կանխիկ դրամ. և ավանդներ	97,13	115,71	169,82	234,63	175,96	193,03	213,03	275,66	343,34	281,99	313,56	368,84	437,09	344,28	432,28
երկարաժամկետ	97,13	0,30	0,36	0,59	1,51	3,21	3,56	1,66	1,96	17,63	16,40	14,28	4,05	3,85	3,91
կարճաժամկետ	0,00	115,41	169,46	234,04	174,46	189,82	209,47	274,00	341,38	264,36	297,16	354,56	433,04	340,43	428,37
Այլ ակտիվներ	0,09	1,75	1,21	2,87	4,75	3,24	16,18	5,59	33,12	33,38	46,17	46,56	32,97	30,81	30,73
երկարաժամկետ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
կարճաժամկետ	0,09	1,75	1,21	2,87	4,75	3,24	16,18	5,59	33,12	33,38	46,17	46,56	32,97	30,81	30,73
ՊԱՐՏԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	143,78	114,60	106,60	164,78	252,63	369,47	844,22	1304,11	1248,40	1577,51	2136,82	2452,79	3045,92	2701,91	2506,45
Ուղղակի ներդրումներ ՀՀ-ում	27,31	17,03	10,81	33,54	102,19	164,77	320,97	459,93	460,04	568,04	610,10	626,11	770,87	683,26	669,55
Բաժնետիրական կապիտալ	31,78	34,67	27,91	39,13	64,90	103,98	211,89	321,89	353,21	413,25	433,26	434,09	468,06	393,72	463,57
Վերաներդրված շահույթ	-4,48	-17,64	-17,1	-12,6	26,64	50,30	92,46	138,04	106,82	154,80	176,84	192,02	232,81	192,02	116,92
Այլ կապիտալ	0,00	0,00	0,00	7,01	10,65	10,48	16,63	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	70,00	97,52	89,06
Պորտֆելային ներդրումներ	1,52	2,74	2,76	4,59	4,04	14,26	7,80	0,00	0,00	0,00	23,46	33,64	23,82	25,14	29,74
Բաժնետոմսեր	1,36	2,74	2,72	4,59	4,04	4,26	7,72	0,00	0,00	0,00	10,89	21,05	13,29	12,70	18,69
Պարտքային պարտավորություններ	0,15	0,00	0,04	0,00	0,00	10,00	0,08	0,00	0,00	0,00	12,57	12,59	10,53	12,44	11,05
Ֆինանսական ածանցյալներ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,65	3,25	2,20
Այլ ներդրումներ	114,95	94,83	93,02	126,65	146,40	190,44	515,44	844,18	788,36	1009,47	1503,25	1793,03	2250,58	1990,25	1804,96
Վարկեր	30,72	19,36	14,15	21,29	35,85	83,61	314,72	519,34	425,68	591,83	860,66	1152,59	1189,77	1281,38	1090,27
երկարաժամկետ	0,00	13,46	9,79	18,20	34,18	54,65	182,77	452,13	395,50	526,33	727,05	1035,72	1066,56	997,16	1010,80
կարճաժամկետ	30,72	5,90	4,36	3,09	1,67	28,96	131,95	67,21	30,18	65,50	133,61	116,87	123,22	284,21	79,47
Կանխիկ դրամ. և ավանդներ	83,43	73,90	77,43	96,67	104,68	103,46	185,51	314,37	357,53	401,07	629,10	606,42	1008,37	639,43	653,92
երկարաժամկետ	0,00	6,34	1,56	2,50	7,29	6,42	19,56	51,45	52,92	65,67	170,54	146,10	257,55	255,35	308,58
կարճաժամկետ	83,43	67,56	75,86	94,18	97,39	97,04	165,95	262,92	304,60	335,40	458,56	460,32	750,82	384,09	345,34
Այլ պարտավորություններ	0,80	1,57	1,45	8,69	5,88	3,37	15,21	10,47	5,15	16,56	13,50	34,02	51,04	68,25	60,77
երկարաժամկետ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,16
կարճաժամկետ	0,80	1,57	1,45	8,69	5,88	3,37	15,21	10,47	5,15	16,56	13,50	34,02	51,04	68,25	59,61
Զուտ միջազգային ներդրումային դիրքը	-39,45	17,66	74,45	83,65	-46,20	-147,18	-599,18	-995,33	-745,61	-1079,04	-1609,17	-1923,66	-2440,09	-2111,58	-1753,51

⁸⁸ Աղյուսակը կազմվել է հեղինակի կողմից, ՀՀ ԿԲ-ից ստացված տվյալների հիման վրա

Ֆինանսական գործիքները և դրանց համապատասխան ստացվող եկամուտները ներկայացված են աղյուսակ 2.1.4-ում:

Կապիտալում մասնակցության գործիքները ներառում են բոլոր այն գործիքները և գրանցումները ռեզսիտրներում, որոնք հաստատում են պահանջի իրավունքի առկայությունը կազմակերպության կապիտալի մնացորդային արժեքի նկատմամբ:⁸⁹

Կապիտալում մասնակցության գործիքները հիմնականում ներկայացված են գնանշվող և չգնանշվող բաժնետոմսերի տեսքով: Գնանշվող են կոչվում լիստինգի ենթարկված և արժեթղթերի շուկայում շրջանառվող բաժնետոմսերը: Գնանշվող են կոչվում այն պատճառով, որ շուկայում ազատ շրջանառության արդյունքում, առաջարկի, պահանջարկի և այլ գործոնների ազդեցության տակ ձևավորվում է նրանց շուկայական գինը, որը հրապարակվում է:

Փոխառության հատուկ իրավունքները (SDR) արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական արժույթն է, որը օգտագործվում է ԱՄՀ-ում բոլոր տեսակի հաշվարկների իրականացման համար: Այն օգտագործվում է միջազգային ֆինանսական գործառնություններում: ⁹⁰ Ավանդները ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց կողմից բանկում ներդրված դրամական միջոցներն են, որոնք պահվում են համապատասխան հաշիվներում և տնօրինվում՝ համաձայն այդ հաշիվների համար սահմանված կարգի և բանկային օրենսդրության: ⁹¹

Արժեթուղթը, սահմանված ձևի և պարտադիր վավերապայմանների պահպանմամբ, գույքային իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ է, որի իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն այն ներկայացնելիս: ⁹²

Պարտքային արժեթղթերը իրենցից ներկայացնում են պարտքի առկայությունը վկայող և շրջանառության մեջ գտնվող գործիքները: Դրանք ներառում են մուրհակները, պարտատոմսերը, շրջանառվող դեպոզիտային սերտիֆիկատները, կոմերցիոն թղթերը, չապահովված պարտքային պարտավորությունները, ակտիվներով

⁸⁹ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд, Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с. 106

⁹⁰ Shim J. K. Constatas M., Encyclopedic Dictionary of International Finance and Banking. New York: St. Lucie Press, 2001, p. 259

⁹¹ Բադանյան Լ. և ուրիշներ, Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ. Եր.: Զանգակ-97, 2007.- էջ 434

⁹² ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, ընդունված 1998թ., Հոդված 146.

ապահովված արժեթղթերը, դրամական շուկայի գործիքները և ֆինանսական շուկաներում շրջանառվող այլ նմանատիպ գործիքներ:⁹³

Աղյուսակ 2.1.4⁹⁴

Ներդրումների ֆինանսական գործիքները և դրանցից ստացվող եկամուտները

Ֆինանսական գործիք	Ֆին. գործիքի գծով ստացվող եկամուտ
Կապիտալում և ներդրումային ֆոնդերում մասնակցության գործիքներ	
Կապիտալում մասնակցության գործիքներ	Շահաբաժիններ և բաշխված շահույթ
	Վերաներդրված եկամուտներ ⁹⁵
	Տոկոսներ ⁹⁶
Գնանշվող և չգնանշվող բաժնետրուսներ	Դիվիդենտներ
	Վերաներդրված եկամուտներ
	Տոկոսներ
Կապիտալում մասնակցության այլ գործիքներ	Քվազիկորպորացիաների եկամուտներից գանձումներ
	Վերաներդրված եկամուտներ
	Տոկոսներ
Ներդրումային փոնդերի փայեր	Ինվեստիցիոն ֆոնդի փայատիրոջ հաշվին փոխանցվող ներդրումային եկամուտներ (դիվիդենտներ և վերաներդրված եկամուտներ)
Պարտքի գործիքներ	
Փոխառության հատուկ իրավունքներ (SDR)	Տոկոսներ
Կանխիկ դրամ և ավանդներ	Տոկոսներ
Պարտքի արժեթղթեր	Տոկոսներ
Վարկեր և փոխառություններ	Տոկոսներ
Կենսաթոշակային, ստանդարտ ծրագրեր և ստանդարտ երաշխիքներ	Այլ ներդրումային եկամուտ
Առևտրային վարկեր և կանխավճարներ	Տոկոսներ
Այլ դեբիտորական/կրեդիտորական պարտավ.	Տոկոսներ
Այլ ֆինանսական ակտիվներ և պարտավորութ.	
Մոնետար ոսկի	Տոկոսներ
Ֆինանսական ածանցյալներ	Եկամուտ չկա

⁹³ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с 111

⁹⁴ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с 106

⁹⁵ Վերաբերում է միայն ուղղակի ներդրում հանիսացող կապիտալում մասնակցության գործիքներին

⁹⁶ Ոսկով տրամադրված վարկերի դիմաց վճարները, կապիտալում մասնակցություն ապահովող արժեթղթերը պարտքով տրամադրելու դիմաց ստացվող միջնորդավճարները, ըստ ԱՄՀ մեթոդաբանության մտնում են «տոկոսներ» դասի մեջ

Առավել տարածված պարտքի արժեթղթերը պարտատոմսերն են, որոնք թեև սեփականատիրոջը չեն տալիս կազմակերպության կառավարմանը մասնակցելու իրավունք, սակայն կայուն եկամտաբերություն ունեն:

Եվրոպարտոմսերը արժեթղթեր են, որոնց գծով հիմնականում սեփականատիրոջ գրանցում տեղի չի ունենում, այսինքն ըստ ներկայացնողի պարտատոմսերն են: Դրանք հիմնականում թողարկվում և շրջանառվում են իրենց անվանական արժույթի շրջանառության շուկայից դուրս:⁹⁷

Վարկերը վերադարձելիության, վճարելիության, ժամկետայնության, նպատակայնության սկզբունքներով տրամադրվող դրամական միջոցներ են, որոնք կարող են տրամադրվել բանկերի, պետական մարմինների, միջգլխային ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից ինչպես ձեռնարկատիրական այնպես է ոչ ձեռնարկատիրական նպատակներով: Օտարերկրյա վարկերը մեծ տեսակարար կշիռ ունեն ՀՀ բանկերի կողմից ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների մեջ, ինչը պայմանավորված է դրանց մատչելիությամբ:

Առևտրային վարկերը և կանխավճարները ներառում են մատակարարների կողմից իրենց հաճախորդներին ուղղակիորեն տրամադրվող վարկերը, անավարտ արտադրության վրա կատարվող աշխատանքների համար կանխավճարները ինչպես նաև դեռևս չմատակարարված ապրանքների և ծառայությունների համար հաճախորդների կանխավճարները:⁹⁸

Ածանցյալ ֆինանսական գործիքների արժեքը աճանցվում է մեկ այլ ակտիվի կամ ակտիվների համախմբի արժեքից, այսինքն դրանց արժեքը որոշվում է բազային ակտիվի արժեքի հիման վրա:⁹⁹

Ածանցյալ ֆինանսական գործիքները թույլ են տալիս ստանալ նաև սպեկուլյատիվ եկամուտներ: Սպեկուլյացիան առողջ շուկայում պետք է լուրջ ազդեցություն չունենա շուկայական զարգացումների և սպասումների վրա: Դրանք պետք է ձևավորվեն շուկայական ակտիվների նկատմամբ ոչ սպեկուլյատիվ պահանջարկի և առաջարկի

⁹⁷ Лебедев Д. С. Международные Валютно-кредитные и финансовые отношения. Учебное пособие. Ярославль: ЯрГУ, 2006. с. 90

⁹⁸ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с 118

⁹⁹ Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: Учебник. М.: Финансы и статистика.- 2002.- с. 109

հիման վրա: Եթե սպեկուլյատիվ գործարքների քանակը հասնում է այնպիսի աստիճանի, որ սկսում է ազդել ֆինանսական գործիքների պահանջարկի կամ առաջարկի վրա, ապա այս երևույթը կարող է հանգեցնել շուկայական մեխանիզմի ձևախեղման և ներդրումային «փուլիկների» առաջացման, որոնք ճգնաժամերի պատճառ կրող են լինել:

Աղյուսակ 2.1.5¹⁰⁰

Ֆինանսական ակտիվների և ներդրումների ֆունկցիոնալ դասերի կապը

ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԱԿԻՎՆԵՐ	Ուղղակի ներդր.	Պորտֆել. ներդր.	Ֆին աժանց.	Այլ ներդր.	Պահուստ. Ակտիվ.
1	2	3	4	5	6
Մոնետար ոսկի և SDR					
Մոնետար ոսկի					
<i>Ոսկու ծուլակտորներ</i>					X
<i>Առարկայազուրկ ոսկե հաշ.</i>					X
(SDR) Փոխառության հատուկ իրավունքներ ¹⁰¹				X	X
Կանխիկ դրամ և դեպոզիտներ					
Կանխիկ դրամ				X	X
<i>Միջբանկային գործառնութ. մնացորդներ</i>	X			X	X
<i>Այլ փոխանցելի դեպոզիտ.</i>				X	X
Այլ դեպոզիտներ	X			X	X
Պարտքի արժեթղթեր	X	X			X
Վարկեր և փոխառություններ	X			X	X
Կապիտալում և ներդր. ֆոնդերում մասնակցություն					
Կապիտալում մասնակցության գործիքներ					
<i>Գնանշվող բաժնեկրոմներ</i>	X	X		X	X
<i>Չգնանշվող բաժնեկրոմներ</i>	X	X			X #
<i>Կապիալում մասնակցութ. այլ գործիքներ</i>	X				
Ներդրումային ֆոնդերում մասնակցություն					
<i>Դրամական շուկայի ֆոնդերում մասնակցություն</i>	X	X		X	X
<i>Այլ ներդրումային ֆոնդերում մասնակցություն</i>	X	X			X

¹⁰⁰ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с 129

¹⁰¹ Որպես ակտիվ՝ պահուստային ակտիվ, որպես պարտավորություն՝ այլ ներդրումներ

Աղյուսակ 2.1.5-ի շարունակությունը

1	2	3	4	5	6
Ապահովագրական, կենսաթոշակային և Ստանդարտ. ծրագրեր					
Ապահովագրական տեխնիկական պահուստներ	X			X	
Կյանքի ապահովագրության և աննուիտետների վճարումների իրավունքներ	X			X	
Կենսաթոշակների ստացման իրավունքներ	X			X	
Կենսաթոշակային ֆոնդերի պահանջները ֆոնդերի միջոցների կառավարիչ կազմակերպ.-ի նկատմամբ	X			X	
Կենսաթոշակային ծրագրերի հետ չկապված նպաստների ստացման իրավունքներ				X	
Ստանդարտ երաշխիքների ծածկման պահուստներ				X	
Ֆինանսական ածանցյալներ և աշխատակիցների բաժնետոմսերի օպցիոններ					
Ֆինանսական ածանցյալներ					
<i>Ֆորվարդներ</i>			X		X
<i>Օպցիոններ</i>			X		X
Աշխատակիցների բաժնետոմսերի օպցիոններ			X		
Այլ դեբիտ./կրեդիտ. պարտավորություններ					
Առևտրային վարկեր և կանխավճարներ	X			X	
Այլ դեբիտ./կրեդիտ. պարտավորություններ	X			X	

Մոնետար ոսկին դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնող մարմիններին պատկանող և նրանց կողմից որպես պահուստային ակտիվ պահպանվող ոսկին է։ Այն ներառում է ոսկու ծովակտորները և առարկայազուրկ ոսկե հաշիվները ոչ ռեզիդենտների հետ։¹⁰²

ՀՀ առևտրային բանկերի միջազգային ներդրումային դիրքի (տես աղյուսակ 2.1.3) ողղակի ներդրումներ հոդվածի կազմում բաժնետիրական կապիտալից բացի առկա են նաև վերաներդրված շահույթ և այլ կապիտալ հոդվածները։

¹⁰² МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд., Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с. 118-119

Այլ կապիտալը ներառում է արտասահմանյան մայր կազմակերպության կողմից տվյալ երկրում գործող մասնաճյուղին (կամ դուստր կազմակերպությանը) տրամադրված վարկերը:¹⁰³

Վերաներդրված շահույթը (կամ եկամուտները) իրենից ներկայացնում է կազմակերպության չբաշխված շահույթի մեջ օտարերկրյա ուղղակի ներդրողների բաժինը:¹⁰⁴

Ֆինանսական գործիքները կարելի է դասակարգել ըստ օտարերկրյա ներդրումների ֆունկցիոնալ կատեգորիաների, որոնցից յուրաքանչյուրին բնորոշ են որոշակի տիպի գործիքներ, օրինակ բաժնետոմսերը բնորոշ են ուղղակի և պորտֆելային ներդրումներին, իսկ վարկերը և փոխառությունները այլ ներդրումներին: Ֆինանսական գործիքների և ֆունկցիոնալ դասերի կապը ներկայացված է աղյուսակ 2.1.5-ում:

2.2 ՀՀ առևտրային բանկերում օտարերկրյա ներդրումների վերլուծությունը

Սովորաբար կապիտալը հոսում է այն երկրներ, որտեղ առկա է էժան բայց որակավորված աշխատուժ, տեղական, էժան ռեսուրսային բազա, ոչ խիստ բնապահապանական նորմատիվներ, այսինքն այն ամենը, ինչ որ կարող է նպաստել շահույթի առավելարկմանը:¹⁰⁵

Այդպիսի պայմաններ առկա են անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում, այդ թվում և Հայաստանում: Մասնավորապես բանկային ոլորտում աշխատավարձերի միջին մակարդակը նկատելիորեն զիջում է զարգացած երկրների բանկային ոլորտների միջին աշխատավարձին, առկա է բավարար պատրաստվածություն ունեցող կադրային բազա, տոկոսադրույքները բարձր են, ինչը նշանակում է որ օտարերկրյա ներդրողը կարող է էժան միջոցներ ներգրավել համաշխարհային ֆինանսական շուկաներից և բարձր տոկոսոդրույքներով տեղաբաշխել ՀՀ-ում՝ ապահովելով շահույթի բարձր մակարդակ:

¹⁰³ Stu՝ МВФ, Международная инвестиционная позиция: пособие по источникам данных, Вашингтон, 2002, русский перевод 2004, С 33

¹⁰⁴ Stu՝ МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд, Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012, с 243

¹⁰⁵ Круглов В.Н. Иностранные инвестиции: проблемы и решения // Финансы и кредит, 2008, N23, с. 53

Արևելյան Եվրոպայի երկրների փորձը ցույց է տալիս, որ արևմտյան բանկերը պատրաստակամ են ներդրում կատարել զարգացող երկրների ֆինանսական կազմակերպություններում՝ եկամուտների նոր աղբյուրներ ձեռք բերելու նպատակով:¹⁰⁶

Ընդ որում անցումային տնտեսություն ունեցող զարգացող երկրների տեսանկյունից առավել մեծ է օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավման անհրաժեշտությունը, ինչը պայմանավորված է արժեթղթերի շուկային թերզարգացվածությամբ, բարձր եկամտաբերություն ապահովող խոշոր կազմակերպությունների բացակայությամբ և այլն:¹⁰⁷

Պետք է նշել, որ չնայած զարգացող երկրներում օտարերկրյա ներդրումների իրականացումը նպատակահարմար է արևմտյան խոշոր բանկերի համար, հաշվի առնելով շահութաբերության բարձր մակարդակի ապահովման հնարավորությունը, այնուհանդերձ առկա են մի շարք խոչընդոտներ, որոնք կարող են դիսկային դարձնել ներդրումների իրականացումը: Այդպիսի խոչընդոտներ են ներդրման երկրի քաղաքական և տնտեսական անկայունությունը, իրավական դաշտի թերզարգացվածությունը, տնտեսության կառուցվածքային բարեփոխումների գործընթացի անավարտ վիճակը, բնակչության ցածր վճարունակությունը և այլն:

Արտասահմանյան բանկերի կողմից մասնաճյուղերի կամ դուստր կազմակերպությունների հիմնմանը նպաստել է նաև տնտեսության իրական հատվածում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների աճը: ՀՀ տնտեսության մեջ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներհոսք ամենից շատ ապահովվել ՌԴ-ից և Ֆրանսիայից, որոնց կողմից 1988-2015 թթ. կատարված ուղղակի ներդրումների համախառն հոսքերը կազմում են համապատասխանաբար 1,535,505 մլն դրամ և 453,109 մլն դրամ:¹⁰⁸ Իրենց հաճախորդների բանկային սպասարկումը իրականացնելու նպատակով օտարերկրյա բանկերը ստեղծում են դուստր կազմակերպություններ: Այսպես՝ ՀՀ-ում ռուսական կապիտալով գործում է ՎՏԲ-Հայաստան բանկը, Ֆրանսիական կապիտալով՝ Ակբա-Կրեդիտ Ագրիկոլ բանկը:

¹⁰⁶ Соломатина М.И., Проблемы и факторы повышения инвестиционной привлекательности банковского сектора // Terra economicus, 2008, том 6, N 4-4, с. 77

¹⁰⁷ Տես՝ Кокушкина И. В. Мисакян М. Н. Прямые иностранные инвестиции в странах СНГ: современные проблемы // Вестник Санкт-Петербургского университета, серия 5. Экономика, 2006, N4, с. 105

¹⁰⁸ Տես՝ Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք 2016, էջ 521

Մեր կողմից հաշվարկվել են ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների դինամիկային ցուցանիշները 2002-2015 թթ. կտրվածքով (տես աղյուսակ 2.2.1): ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումները անկում են գրանցել 2002-2003 թթ. համապատասխանաբար 20.3%-ով և 7%-ով: 2002 թ.-ի անկումը պայմանավորված է ուղղակի ներդրումների 37.6% և այլ ներդրումների 17.5% անկումով, իսկ 2003 թ.-ին՝ ուղղակի ներդրումների 36.5% և այլ ներդրումների 1.9% անկումով: 2002 թ.-ին ընդհանուր ներդրումների կազմի մեջ մտնող պորտֆելային ներդրումները աճել են 80.3%-ով, սակայն ներդրումների մեջ դրանց փոքր տեսակարար կշռի պատճառով (2002թ.ին՝ 2.4%) այդ աճը չի հանգեցրել ներդրումների աճի: Մինչդեռ մեծ է եղել այլ ներդրումների տեսակարար կշիռը (82.7%), ինչի պատճառով դրանց անկումը մեծ ազդեցություն է ունեցել ընդհանուր ներդրումների վրա՝ հանգեցնելով դրանց անկման (տես՝ աղյուսակներ 2.2.1 և 2.2.2):

Աղյուսակ 2.2.1
Օտարերկրյա ներդրումների տարրերի հավելաճի տեմպը ՀՀ բանկերում ըստ 2002-2015 թթ., % ¹⁰⁹

Ցուցանիշներ	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՊԱՐՏԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	-20,3	-7,0	54,6	53,3	46,2	128,5	54,5	-4,3	26,4	35,5	14,8	24,2	-11,3	-7,2
Ուղղակի ներդրումներ	-37,6	-36,5	210,2	204,7	61,2	94,8	43,3	0,0	23,5	7,4	2,6	23,1	-11,4	-2,0
Բաժնետիրական կապիտալ	9,1	-19,5	40,2	65,9	60,2	103,8	51,9	9,7	17,0	4,8	0,2	7,8	-15,9	17,7
Վերաներդրված շահույթ ¹¹⁰	293,8	-3,1	-26,3	-	88,8	83,8	49,3	-22,6	44,9	14,2	8,6	21,2	-17,5	-39,1
Այլ կապիտալ	-	-	-	51,9	-1,6	58,6	-100	-	-	-	-	-	39,3	-8,7
Պորտֆելային ներդրումներ	80,3	0,8	66,0	-11,9	252,9	-45,3	-100	-	-	-	43,4	-29,2	5,5	18,3
Բաժնետոմսեր	101,5	-0,6	68,5	-11,9	5,4	81,3	-100	-	-	-	93,3	-36,9	-4,4	47,2
Պարտքային պարտավորություններ	-100	-	-100	-	-	-99,2	-100	-	-	-	0,2	-16,4	18,1	-11,2
Այլ ներդրումներ	-17,5	-1,9	36,2	15,6	30,1	170,7	63,8	-6,6	28,0	48,9	19,3	25,5	-11,6	-9,3
Վարկեր	-37,0	-26,9	50,5	68,4	133,2	276,4	65,0	-18,0	39,0	45,4	33,9	3,2	7,7	-14,9
Երկարաժամկետ	-	-27,3	86,0	87,8	59,9	234,4	147,4	-12,5	33,1	38,1	42,5	3,0	-6,5	1,4
Կարճաժամկետ	-80,8	-26,1	-29,1	-46,0	1634,1	355,7	-49,1	-55,1	117,1	104,0	-12,5	5,4	130,7	-72,0
Կանխիկ դրամ. և ավանդներ	-11,4	4,8	24,9	8,3	-1,2	79,3	69,5	13,7	12,2	56,9	-3,6	66,3	-36,6	2,3
Երկարաժամկետ	-	-75,3	59,7	192,1	-11,9	204,6	163,0	2,9	24,1	159,7	-14,3	76,3	-0,9	20,8
Կարճաժամկետ	-19,0	12,3	24,1	3,4	-0,4	71,0	58,4	15,9	10,1	36,7	0,4	63,1	-48,8	-10,1
Այլ պարտավորություններ	96,3	-7,6	499,3	-32,4	-42,7	351,4	-31,2	-50,8	221,5	-18,5	152,0	50,0	33,7	-11,0
Կարճաժամկետ	96,3	-7,6	499,3	-32,4	-42,7	351,4	-31,2	-50,8	221,5	-18,5	152,0	50,0	33,7	-12,7

¹⁰⁹ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

¹¹⁰ Վերաներդրված շահույթը կարող է բացասական լինել, եթե կազմակերպությանը վնասով է աշխատել: Այդ պատճառով 2002-2004թ.-ի ցուցանիշները ցույց են տալիս վնասի դինամիկան

2004թ.-ից սկսած ՀՀ բանկային ոլորտ են ուղղվել մեծածավալ օտարերկրյա ներդրումներ, որոնց դրական դինամիկան պահպանվել է մինչև 2008թ.: 2004թ.-ին օտարերկրյա ընդհանուր ներդրումների հավելաճը կազմել է 54.6%, ինչը պայմանավորված է ուղղակի ներդրումների 210.2% և այլ ներդրումների 36.2% հավելաճով: Պետք է նշել, որ ներդրումների ներհոսքը հիմնականում տեղի էր ունեցել ուղղակի ներդրումների տեսքով, ինչի արդյունքում ընդհանուր ներդրումների մեջ դրանց տեսակարար կշիռը 2004թ.ին ավելացել է շուրջ 10%-ով և կազմել 20.4%: 2005թ.-ին օտարերկրյա ընդամենը ներդրումների հավելաճը կազմել է 53.3%, որը ուղղակի ներդրումների 204.7% և այլ ներդրումների 15.6% հավելաճի հետևանքն է: 2005թ.-ին շարունակվել է ուղղակի ներդրումների ներհոսքը ՀՀ բանկեր, ինչի արդյունքում դրանց տեսակարար կշիռը ընդհանուր ներդրումների մեջ կրկնապատկվելով հասնում է 40.5%-ի: Նույն ժամանակաշրջանում աճել են նաև այլ ներդրումները, սակայն դրանց հավելաճը զգալիորեն փոքր է ուղղակի ներդրումների հավելաճից, ինչը հանգեցրել է այլ ներդրումների տեսակարար կշռի անկման: 2006թ.-ին օտարերկրյա ներդրումների ներհոսքի տեմպերը մի փոքր դանդաղել են՝ կազմելով 46.2%, ինչը պայմանավորված է 2005թ.-ի նկատմամբ ուղղակի ներդրումների հավելաճի տեմպերի անկմամբ:

Աղյուսակ 2.2.2
Օտարերկրյա ներդրումների կառուցվածքը ՀՀ առևտրային բանկերում, ըստ
2001-2015 թթ., %¹¹¹

Ցուցանիշներ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Պարտավորություններ	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Ուղղակի ներդրումներ	19,0	14,9	10,1	20,4	40,5	44,6	38,0	35,3	36,9	36,0	28,6	25,5	25,3	25,3	26,7
Պորտֆելային ներդր.	1,1	2,4	2,6	2,8	1,6	3,9	0,9	0,0	0,0	0,0	1,1	1,4	0,8	0,9	1,2
Ֆին. ածանցյալներ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Այլ ներդրումներ	79,9	82,7	87,3	76,9	58,0	51,5	61,1	64,7	63,1	64,0	70,3	73,1	73,9	73,7	72,0

2007թ.-ը նշանավորվել է օտարերկրյա ներդրումների ներհոսքի տեմպերի կտրուկ աճով, ինչը պայմանավորված է ուղղակի ներդրումների 94.8% և այլ ներդրումների

¹¹¹ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

170.7% հավելաճով: Ընդ որում այլ ներդրումների աճը պայմանավորված է վարկային ներդրումների 276.4% և այլ պարվորությունների 351.4% հավելաճով: Այլ ներդրումների կտրուկ աճը հանգեցրել է ընդհանուր ներդրումների մեջ դրա տեսակարար կշռի աճին, որը 2007թ.-ին կազմել է 61.1%:

Թեև միջազգային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության և ֆինանսական հատվածի վրա իր ամբողջ ծավալով դրսևորվեց 2009թ.-ից, սակայն 2008թ.-ին արդեն նկատվել է ներդրումների հավելաճի տեմպերի դանդաղում (54.5%): Դրա պատճառը ուղղակի և այլ ներդրումների հավելաճի տեմպերի նվազումն է, որոնք 2008թ.-ին կազմել են համապատասխանաբար 43.3% և 63.8%: Այլ ներդրումների հավելաճի տեմպերի դանդաղումը իր հերթին պայմանավորված է օտարերկրյա վարկերի, կանխիկ դրամի և ավանդների հավելաճի տեմպերի անկումներով:

2009թ.-ին 2003թ.-ից ի վեր առաջին անգամ գրանցվել է օտարերկրյա ներդրումների ծավալների անկում 4.3 տոկոսով, ինչը պայմանավորված է այլ ներդրումների 6.6% անկումով, պորտֆելային ներդրումների զրոյացումով և ուղղակի ներդրումների զրոյական հավելաճով: Հետաքրքրական է, որ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ծավալը չի նվազել, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ ուղղակի ներդրումների միջոցով ներդրված միջոցները թերզարգացած արժեթղթերի շուկա ունեցող երկրներում բավականին դժվար է դուրս բերել երկրից: Մյուս կողմից օտարերկրյա ներդրողները արդյունավետ համարելով ներդրումային գործունեության իրականացումը ՀՀ-ում, պահպանել են իրենց ակտիվները:

Աղյուսակ 2.2.3

Օտարերկրյա այլ ներդրումների կառուցվածքը ՀՀ առևտրային բանկերում, ըստ 2001-2015 թթ., %¹¹²

Ցուցանիշներ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Այլ ներդրումներ	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Վարկեր	26,7	20,4	15,2	16,8	24,5	43,9	61,1	61,5	54,0	58,6	57,3	64,3	52,9	64,4	60,4
Կանխիկ դրամ և ավանդներ	72,6	77,9	83,2	76,3	71,5	54,3	36,0	37,2	45,4	39,7	41,8	33,8	44,8	32,1	36,2
Այլ պարտավորութ.	0,7	1,7	1,6	6,9	4,0	1,8	3,0	1,2	0,7	1,6	0,9	1,9	2,3	3,4	3,4

¹¹² Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

Վերականգնման փուլը ՀՀ բանկային համակարգում սկսվել է 2010թ.-ին շարունակվել մինչև 2013թ.-ը: Այդ ընթացքում աճել են ինչպես ուղղակի ներդրումները, այնպես էլ այլ ներդրումների կազմի մեջ մտնող վարկային ներդրումները և կանխիկ դրամն ու ավանդները, սակայն հավելաճի տեմպը ավելի փոքր է քան նախաճգնաժամային տարիներին:

Հետճգնաժամային տարիներին օտարերկրյա ներդրումների հավելաճի ամենաբարձր մակարդակը գրանցվել է 2011թ.-ին՝ կազմելով 35.5%, ինչը հիմնականում պայմանավորված է այլ ներդրումների 48.9% հավելաճով, որի աճն էլ օտարերկրյա վարկերի 45.4% և կանխիկ դրամի ու ավանդների 56.9% հավելաճի արդյունքն է:

Օտարերկրյա ներդրումների ծավալի անկումը սկսվել է 2014թ.-ին, ինչը ուղղակի ներդրումների 11.4% և այլ ներդրումների 11.6% անկման հետևանքն է: Այլ ներդրումների անկումը պայմանավորված է կանխիկ դրամի և ավանդների 36.6% անկումով, ինչի արդյունքում այլ ներդրումների մեջ դրանց տեսակարար կշիռը նվազել է՝ հասնելով 32.1%-ի, միաժամանակ աճում է վարկերի տեսակարար կշիռը (64,4%): Օտարերկրյա ներդրումների ծավալների նման անկումը պայմանավորված է ՀՀ առևտրային բանկերի շահութաբերության մակարդակի և զուտ շահույթի ցուցանիշների անկմամբ, մասնավորապես 2013թ.-ին առևտրային բանկերը նախորդ տարվա համեմատ շուրջ 4.3 մլրդ դրամով պակաս շահույթ են ստացել: ՀՀ առևտրային բանկերի ROA-ն և ROE-ն նվազել են համապատասխանաբար 0.5 և 2.2 տոկոսային կետով¹¹³ : 2015թ.ին օտարերկրյա ներդրումների ծավալների անկումը շարունակվել է, ՀՀ բանկային ոլորտի շահութաբերության անկման պատճառով, որի պատճառներին կանդիդատանք հաջորդ ենթազույգներում:

Դիտարկվող ամբողջ ժամանակաշրջանում ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների մեծ մասը կազմում են բաժնետիրական կապիտալում կատարված ներդրումները: Վերաներդրված շահույթը, որ ներկայացնում է կազմակերպության շահույթի չբաշված և վերաներդրված մասը, 2005-2015թթ.-ին տատանվել է 17.5%-30.7% միջակայքում:

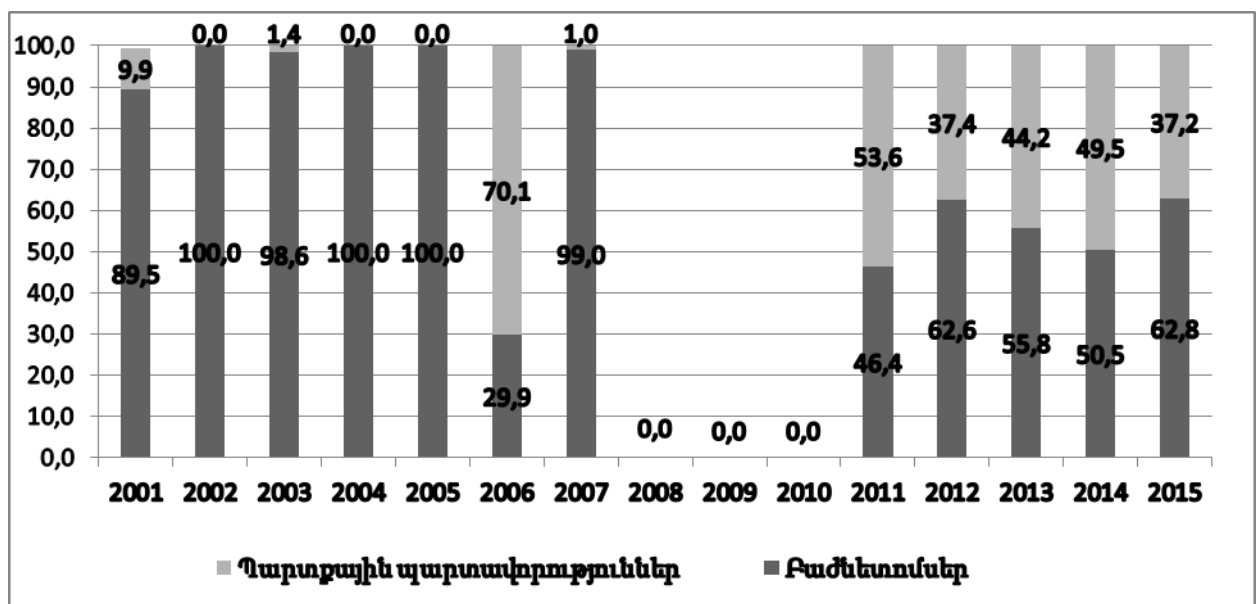
¹¹³ Տես՝ ՀՀ ԿԲ «Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն», 2013թ, էջ 40

Աղյուսակ 2.2.4

**Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների կառուցվածքը ՀՀ առևտրային
բանկերում, ըստ 2001-2015 թթ. %¹¹⁴**

Ցուցանիշներ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ուղղակի ներդրումներ	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Բաժնետիր. կապիտալ ¹¹⁵	116,4	203,6	258,1	116,7	63,5	63,1	66,0	70,0	76,8	72,8	71,0	69,3	60,7	57,6	69,2
Վերաներդրված շահույթ	-	-	-	-	26,1	30,5	28,8	30,0	23,2	27,3	29,0	30,7	30,2	28,1	17,5
Այլ կապիտալ	0,0	0,0	0,0	20,9	10,4	6,4	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,1	14,3	13,3

ՀՀ բանկային համակարգում կատարված օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների կառուցվածքում բաժնետոմսերի տեսակարար կշիռը գերազանցել է պարտքային պարտավորություններին մինչև գնաժամային ժամանակաշրջանում, բացառությամբ 2006թ.ի, երբ պարտքի գործիքներում կատարված ներդրումների կտրուկ աճի պատճառով բաժնետոմսերում կատարված ներդրումների տեսակարար կշիռը անկում գրանցեց, կազմելով ընդամենը 29.9%:



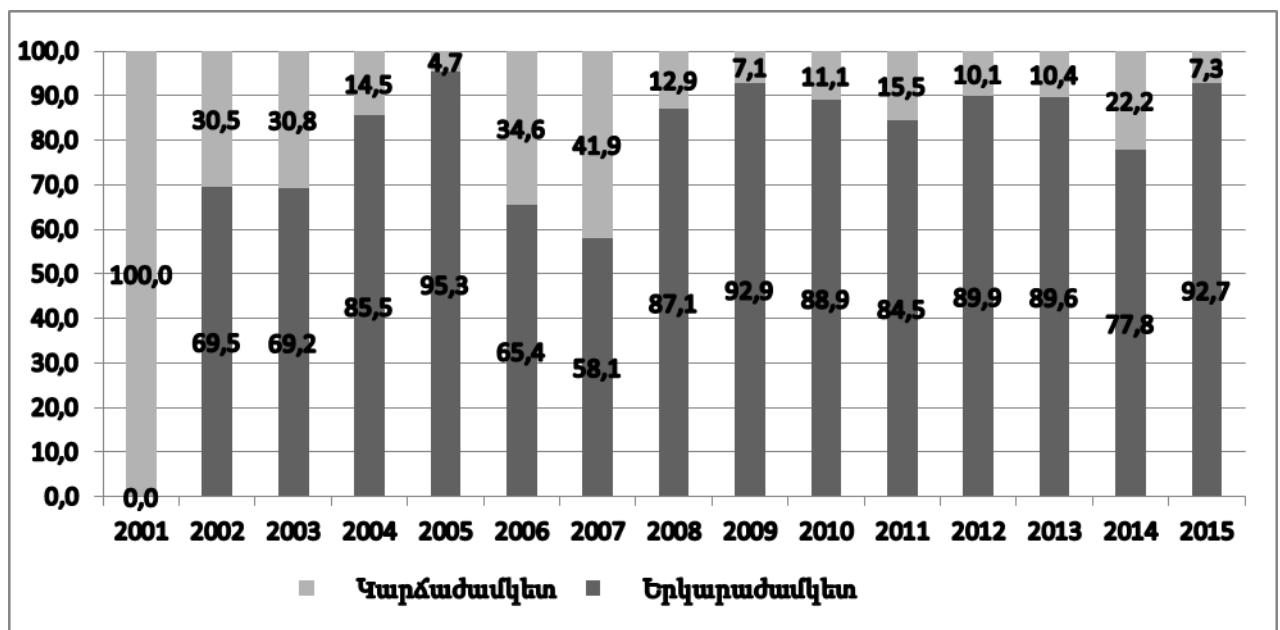
**Գծապատկեր 2.2.1 : Օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների կառուցվածքը ՀՀ
առևտրային բանկերում, ըստ 2001-2015 թթ., % ¹¹⁶**

¹¹⁴ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

¹¹⁵ 2001-2004 թթ.-ին ցուցանիշի արժեքը գերազանցել է 100%-ը, ինչը պայմանավորված է վերաներդրված շահույթի բացասական արժեքներով, որի պատճառով բաժնետիրական կապիտալը գերազանցել է ուղղակի ներդրումների գումարային արժեքին

Պարտքի գործիքներում կատարված ներդրումների չնչին տեսակարար կշիռը պայմանավորված է ՀՀ բանկերի կողմից միջազգային ֆինանսական շուկաներ դուրս գալու և պարտքի գործիքների շրջանառման դժվարություններով 2001-2007թթ-ին, ինչը պայմանավորված է ՀՀ բանկային համակարգի թերզարգացվածությամբ: Հեճճնաժամային շրջանում պատկերը փոխվում է, մեծանում է պարտքային պարտավորությունների տեսակարար կշիռը ինչը խոսում է համաշարհային ֆինանսական համակարգին ՀՀ բանկերի առավել սերտ ինտեգրման մասին:

Օտարերկրյա վարկային ներդրումներում երկարաժամկետ վարկերի մեծ տեսակարար կշիռը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավվող ավանդները բավարար չեն ՀՀ տնտեսությանը անհրաժեշտ վարկավորման ծավալները ապահովելու համար, այդ պատճառով ՀՀ բանկերը վարկային ռեսուրսներ են ներգրավում արտերկրից:



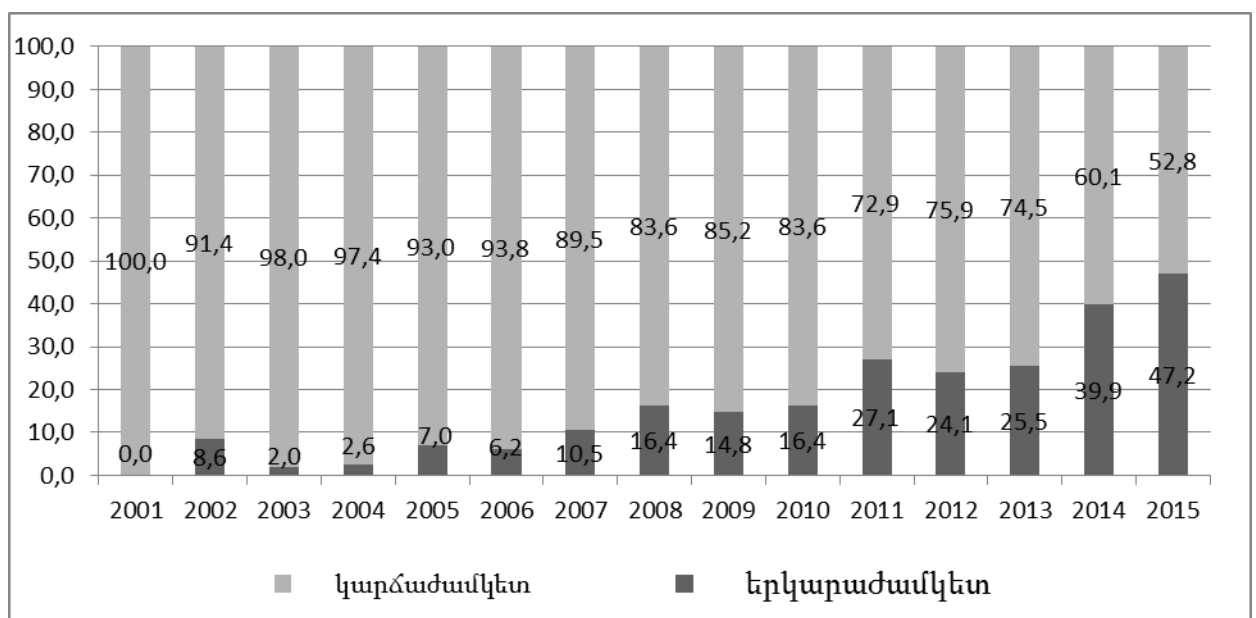
Գծապատկեր 2.2.2 : Օտարերկրյա վարկերի կառուցվածքը ՀՀ առևտրային բանկերում, ըստ 2001-2015 թթ., % ¹¹⁷

Ընդհանրապես օտարերկրյա աղբյուրներից վարկային միջոցների ներգրավումը գրավիչ է ՀՀ բանկերի համար մի շարք պատճառներով: **Առաջին** պատճառը, ինչպես

¹¹⁶ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

¹¹⁷ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

նշեցինք, ներքին շուկայում ֆինանսական ռեսուրսների անբավարարությունն է: **Երկրորդ** պատճառը օտարերկրյա վարկային ռեսուրսների մատչելիությունն է՝ տեղական ռեսուրսների նկատմամբ: ՀՀ-ում ներգրավվող ավանդների տոկոսադրույքները զգալիորեն բարձր են օտարերկրյա բանկերից ներգրավվող վարկերի տոկոսադրույքներից: Արտերկրից վարկային ներդրումների ներգրավմանը մեծապես նպաստում է ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության մեծ տեսակարար կշիռը (2015թ.ի տարեվերջի դրությամբ այն կազմել է 67.7% ¹¹⁸): ՀՀ բանկերից, վարկային կազմակերպություններից շատերը օտարերկրյա բանկերի դուստր կազմակերպություններն են, ինչը առավել հասանելի է դարձնում օտարերկրյա ֆինանսական շուկաները ՀՀ բանկերի համար: Շատ հաճախ տեղական բանկերը միջոցներ են ներգրավում անմիջապես մայր բանկերից՝ ցածր տոկոսադրույքներով: **Երրորդ** պատճառը այն է, որ տեղական ավանդային միջոցների ներգրավման համար անհրաժեշտ է ստեղծել մասնաճյուղերի լայն ցանց, ինչը մեծ ծախսերի հետ է կապված, այնինչ օտարերկրյա վարկային միջոցների ներգրավումը նման ծախսեր չի պահանջում:



Գծապատկեր 2.2.3: Օտարերկրյա կանխիկ դրամի և ավանդների կառուցվածքը ՀՀ առևտրային բանկերում, ըստ 2001-2015 թթ., % ¹¹⁹

¹¹⁸ ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր 2015, էջ 89

¹¹⁹ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա այլ ներդրումների կառուցվածքում երկարաժամկետ ավանդները և կանխիկ դրամը չնչին տեսակարար կշիռ ունեին մինչև գնաժամային շրջանում, սակայն 2010թ.-ից դրանց տեսակարար կշիռը աստիճանաբար աճում է, ինչը պայմանավորված է ավանդների տեսքով երկարաժամկետ միջոցների ներգրավման անհրաժեշտությամբ: Չնայած դրանց աճին, կարճաժամկետ ակտիվների տեսակարար կշիռը ավելի մեծ է ամողջ դիտարկվող ժամանակշրջանում: Այդ միջոցները օտարերկրյա բանկերի թղթակցային հաշիվների միջոցներն են, որոնց միջոցով իրականացվում են վճարահաշվարկյին գործառնություններ:

Մեր կողմից հաշվարկվել են նաև ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների աճի միջին տեմպերը (Աղյուսակ 2.2.5): Նշված ցուցանիշներից ամենաարագը աճել են օտարերկրյա վարկային ներդրումները (129%), որին հաջորդում են ուղղակի ներդրումները (125.7%), իսկ ընդամենը ներդրումների այլ ներդրումների միջին աճի տեմպերը գրեթե հավասար են: ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և դրա բաղադրիչների աճի միջին տեմպերի տարբերությունը զգալի չէ, ինչը խոսում է օտարերկրյա ներդրողների կողմից իրականացվող ներդրումային գործունեության գործիքների բազմազանության մասին, որը նպաստում է միազգային ֆինանսական համակարգին ՀՀ բանկերի ինտեգրման մակարդակի բարձրացմանը:

Աղյուսակ 2.2.5

ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների աճի միջին տեմպ, ըստ 2002-2015 թթ., %¹²⁰

Ցուցանիշ	Արժեք
Ընդամենը ներդրումների աճի միջին տեմպ	122,7
Ուղղակի ներդրումների աճի միջին տեմպ	125,7
Այլ ներդրումների աճի միջին տեմպ	121,7
Վարկային ներդրումների աճի միջին տեմպ	129

¹²⁰ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

Այսպիսով կարող ենք եզրակացնել, որ ավանդների բավարար ծավալների բացակայության պատճառով ՀՀ բանկերը ստիպված են միջոցներ ներգրավել արտերկրից, ինչի արդյունքում ՀՀ բանկային համակարգը խիստ կախվածության մեջ է հայտնվել օտարերկրյա ֆինանսական հոսքերից: Սա հանգեցնում է տնտեսության դոլարացման և ՀՀ վարկառուների խոցելիության աստիճանի մեծացմանը: Ընդ որում, ՀՀ բանկերը առավել հակված են վարկավորման համար անհրաժեշտ միջոցները ապահովել օտարերկրյա վարկային միջոցների, քան ՀՀ ռեզիդենտներից ավանդների ներգրավման հաշվին:

Նախաճգնաժամային տարիներին ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների կառուցվածքում պարտքային արժեթղթերը ունեին չնչին տեսակարար կշիռ, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ մինչև 2006թ.-ը ներառյալ ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավված ավանդների ծավալը լիովին ծածկում էր վարկավորման համար անհրաժեշտ միջոցների պահանջը: Հաջորդ տարիներին վարկավորման ծավալների աճի պատճառով բանկերը ձեռնամուխ եղան արտերկրից ֆինանսական միջոցների ներգրավման, ինչի արդյունքում մեծացան նաև պարտքի գործիքների միջոցով ներգրավվող միջոցները:

2002-2015թթ ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ընդամենը, ուղղակի և այլ ներդրումների աճի միջին տեմպերի տարբերությունները մեծ չեն, ինչը վկայում է այն մասին, որ ՀՀ բանկային համակարգում առկա է օտարերկրյա ներդրումների գործիքակազմի դիվերսիֆիկացիա, այսինքն ներդրումները իրականացվում են տարբեր ֆինանսական գործիքների օգտագործմամբ և նպաստում միջազգային ֆինանսական շուկաներին ՀՀ բանկային համակարգի առավել սերտ ինտեգրացմանը:

Հետճգնաժամային տարիներին թեև օտարերկրյա ներդրումների աճը վերականգնվում է, սակայն դրանց հավելվածի տեմպերը զգալիորեն զիջում են նախաճգնաժամային տարիներին, ինչը պայմանավորված է հետճգնաժամային տարիներին ՀՀ բանկային համակարգի շահութաբերության ցուցանիշների ավելի ցածր մակարդակով:

2.3 ՀՀ առևտրային բանկերի գործունեության հիմնական ֆինանսական ցուցանիշների վերլուծությունը

ՀՀ բանկային ոլորտում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունվետությունը գնահատելու համար նախ անհրաժեշտ է իրականացնել ոլորտի ֆինանսական վերլուծություն, ինչը թույլ կտա բացահայտել դրա զարգացման մակարդակը մինչև ներդրումների ներհոսքը և դրանից հետո: Ցանկացած ներդրող ներդրման վերաբերյալ որոշում կայացնելուց առաջ պետք է ուսումնասիրի ներդրման օբյեկտի ֆինանսական դրությունը, պարզելու համար ներդրումների իրականացման նպատակահարմարությունը:

Աղյուսակ 2.3.1 ¹²¹

Հաշվարկներում օգտագործված ելակետային տվյալները ըստ 2002-2015 թթ., մլն ՀՀ դրամ

Ցուցանիշներ	N	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ՀՀ բանկերի շահույթ	1	4 762,6	6 515,7	17 156,1	11 978,0	16 870,5	20 848,1
ՀՀ բանկերի ակտիվներ	2	228 573,4	282 149,6	363 567,5	440 674,1	524 517,5	764 459,3
ՀՀ բանկերի կանոն. Կապիտալ	3	32 735,9	36 769,0	40 135,0	60 297,9	80 107,6	116 486,5
ՀՀ բանկերի սեփ. Կապիտալ	4	42 090,4	50 113,3	64 631,6	94 760,8	120 171,5	171 576,8
ՀՀ բանկերի վարկեր	5	93 985,0	107 536,0	143 506,0	195 197,0	243 580,0	426 150,0
Տոկոսային եկամուտներ	6	18 728,3	22 426,0	27 022,2	32 925,3	42 886,0	60 434,4
Տոկոսային ծախսեր	7	7 587,8	7 373,3	8 275,7	10 288,9	12 410,2	18 195,4
Ոչ տոկոսային եկամուտներ	8	10 936,8	13 090,8	15 284,6	22 047,7	21 780,9	27 710,8
Ոչ տոկոսային ծախսեր	9	14 319,4	16 601,4	19 971,2	27 418,3	29 187,7	39 493,2
Ակտիվների հնարավոր կորուստների ծածկման պահուստներին կատարված զուտ մասհանումներ	10	2 083,7	3 236,0	-5 814,3	1 966,7	2 028,2	4 217,9
ՀՀ բանկերի մասնաճյուղերի թիվ ¹²²	11	-	232	233	267	299	347
ՀՀ բանկերի աշխատակիցների թիվ ¹²³	12	-	3950	4400	5000	5550	6890
ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավված ավանդներ	13	122 397	140 501	185 887	219 541	271 821	361 945
Ներգրավված ընդհամենը ավանդներ	14	163 643	184 765	230 201	264 130	306 802	413 215
ՀՀ ռեզիդենտներին տրամադրված վարկեր	15	88 863	102 096	137 343	186 167	238 460	423 218

¹²¹ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԿԲ 2002-2008թթ., 2010 թ., 2012 թ., 2014 թ., 2015թ. տեղեկագրերից

¹²² Տես՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ֆին. համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2015թ. էջ 20

¹²³ Տվյալները վերցված են՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ֆին. համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2010-2015թթ

Աղյուսակ 2.3.1-ի շարունակություն

N	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	26 868,3	8 408,4	30 204,9	33 179,6	42 471,2	38 134,2	21 111,9	-20 708,8
2	1 023 697,5	1 325 806,8	1 560 487,2	2 066 457,0	2 470 354,5	2 943 453,2	3 410 774,3	3 457 080,8
3	152 490,2	188 640,8	203 799,2	233 945,2	244 126,8	263 029,8	290 107,9	364 121,4
4	235 421,8	278 215,1	318 955,2	355 921,8	393 346,4	455 985,5	468 632,7	514 049,8
5	634 495	735 200	949 772	1 268 789	1 605 680	1 798 255	2 188 357	2 119 513
6	94 479	114 724,5	136 160,9	175 483,8	225 728,3	254 956,4	278 812,6	303 875,2
7	34 817,4	52 925,1	58 669,9	81 462,6	111 193,9	135 128,6	149 846,3	188 672,6
8	35 445,3	31 746,6	40 663,7	48 585,5	56 480,6	67 389,8	82 045,5	93 378,7
9	54 903,3	59 612,9	69 352,3	81 592,0	96 474,8	106 722,5	114 694,9	117 019,4
10	5 440,5	21 037,7	9 903,1	18 154,4	19 811,9	31 156,7	66 718,9	107 779,4
11	381	391	408	442	477	485	510	521
12	8000	8250	8961	10 098	10981	11438	11792	11421
13	387 846	533 992	586 928	762 266	949 754	1 148 849	1 319 733	1 501 844
14	465 890	656 990	702 291	1 023 114	1 212 145	1 612 442	1 757 513	1 951 107
15	627 937	715 900	905 495	1 226 620	1 559 855	1 743 704	2 091 377	2 005 242

Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը կարող է խիստ սահմանափակվել ներդրման երկրի անբարենպաստ ներդրումային միջավայրի պատճառով: Ներդրումների արդյունավետությունը մեծապես կախված է տեղական ֆինանսական ինստիտուտների զարգացման մակարդակից, շատ հաճախ օտարերկրյա ֆինանսավորումը սահմանափակվում է տեղական շուկայի թերզարգացվածության պատճառով, որը վանում է հավանական ներդրողներին: ¹²⁴

Բանկերի ներդրումային գրավչությունը բարձրացնելու համար անհրաժեշտ է ստեղծել երկարաժամկետ և կայուն ռեսուրսային բազա ունեցող, ուժեղ, կոմերցիոն ուղղվածության բանկային համակարգ, որը հանդես կգա որպես անկախ ֆինանսական միջնորդ: ¹²⁵

Տվյալ ենթագլխում մեր կողմից ուսումնասիրվել են ՀՀ բանկային ոլորտի իրացվելիության, կապիտալի համարժեքության, շահութաբերության, աշխատանքի արտադրողականության, վարկային պորտֆելի որակի ցուցանիշները, ինչպես նաև ՀՀ

¹²⁴ Տես՝ Михайлова А. А. Роль прямых иностранных инвестиций в экономике стран-реципиентов // Экономическая наука современной России, 2009, N3, с. 88

¹²⁵ Տես՝ Соломатина М.И. Проблемы и факторы повышения инвестиционной привлекательности банковского сектора // Terra economicus, 2008, том 6, N4-4, с. 81

բանկերի եկամուտների և ծախսերի առանձին հոդվածների դինամիկայի ցուցանիշները, որոնք թույլ կտան պատկերացում կազմել ՀՀ բանկերի ֆինանսական դրության վերաբերյալ: Վերոնշյալ հաշվարկների համար օգտագործված ելակետային տվյալները ներկայացված են աղյուսակ 2.3.1-ում:

Առևտրային բանկերի ROA-ն բնութագրում է բանկերի ղեկավարների գործունեության արդյունավետությունը, քանի որ ցույց է տալիս, թե ղեկավարների կողմից տնօրինվող ակտիվների օգտագործումից ստացված շահույթը ակտիվների որ մասն է կազմում: Դրա հետ փոխկապակցված ցուցանիշ է ROE-ն, որը ցույց է տալիս սեփականատերերի կողմից ներդրված միջոցների ներդրման արդյունավետությունը և հանդիսանում է այլընտրանքային ներդրումային նախագծերի համեմատման կարևոր գործիք:

ROA-ի և ROE-ի ընդունելի նվազագույն մակարդակը բանկային գործունեության համար սահմանվում է համապատասխանաբար 1.5% և 8%:¹²⁶

Աղյուսակ 2.3.2¹²⁷

ՀՀ առևտրային բանկերի շահութաբերության ցուցանիշները ըստ 2003-2015 թթ., %

Շուցանիշներ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	2,55	5,31	2,98	3,50	3,23	3,01	0,72	2,09	1,83	1,87	1,41	0,66	-0,60
ROE	14,13	29,90	15,03	15,70	14,29	13,20	3,27	10,12	9,83	11,34	8,98	4,57	-4,21
Չուտ տոկոսային մարժա	5,89	5,81	5,63	6,31	6,55	6,67	5,26	5,37	5,18	5,05	4,43	4,06	3,35
Չուտ ոչ տոկոսային մարժա	-1,37	-1,45	-1,34	-1,53	-1,83	-2,18	-2,37	-1,99	-1,82	-1,76	-1,45	-1,03	-0,69
Գործառնական շահույթի զուտ մարժա	4,52	4,35	4,29	4,78	4,73	4,50	2,89	3,38	3,36	3,29	2,97	3,03	2,67

ՀՀ բանկերի ROA-ն և ROE-ն զգալի աճ են արձանագրել 2004թ.-ին, ինչը պայմանավորված է տվյալ տարում բանկերի շահույթի 163.3% հավելաճով: Նույն տարում աճել են նաև ակտիվները և սեփական կապիտալը, սակայն շահույթի հավելաճի տեմպը ավելի բարձր է եղել, ինչի արդյունքում աճել են շահութաբերության ցուցանիշները (տես աղյուսակներ 2.3.2 և 2.3.3): Սակայն 2004թ.ի կտրուկ աճը

¹²⁶ Ситу` Лотобаева Г.Г. Насонова А.А. Система ключевых показателей устойчивости коммерческого банка // Сибирская финансовая школа, 2006, N3(36), С. 77

¹²⁷ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

շահութաբերության ցուցանիշների շարքի ընդհանուր տենդենցից դուրս է, քանի որ հետագա տարիներին այլևս չի արձանագրվել բանկերի շահույթի նման կտրուկ աճ:

2005թ.-ին արձանագրվել է բանկերի շահույթի անկում 30.2%-ով, ինչի արդյունքում նվազել են ՀՀ բանկերի ROA-ն և ROE-ն, համապատասխանաբար կազմելով 2.98% և 15.03%: 2006-2008թ.-ին թեև բանկերի շահույթը անընդհատ աճում է, բայց նկատվում է նշված շահութաբերության ցուցանիշների աստիճանական անկում, ինչը պայմանավորված է ակտիվների և սեփական կապիտալի զգալի աճով:

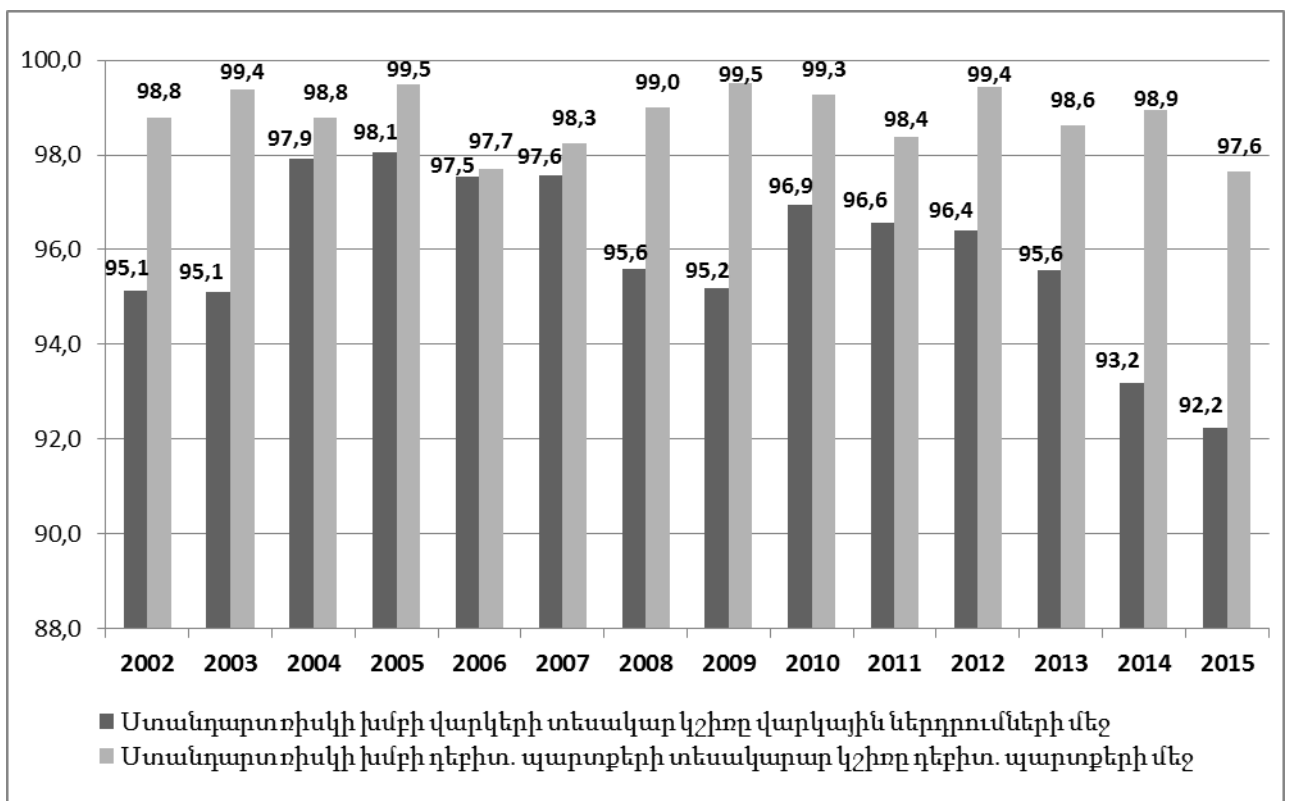
2009թ.-ին համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի պատճառով ՀՀ բանկերի շահույթը 68.7% անկում է գրանցել, ինչի հետևանքով կտրուկ նվազել են ROA-ն և ROE-ն, կազմելով համապատասխանաբար 0.72% և 3.27%, որը զգալիորեն ցածր է նվազագույն ընդունելի մակարդակից: Հետաքրքրական է, որ նշված տարում չի նվազել ՀՀ բանկերի կողմից տեղաբաշխված վարկերի ծավալը, հետևաբար ՀՀ բանկերի շահույթի անկումը պայմանավորված է վարկառուների ժամկետանց պարտավորությունների աճով, որն էլ նրանց ֆինանսական վիճակի վատթարացման հետևանքն է: Այդ մասին են վկայում գծապատկեր 2.3.1-ի տվյալները, համաձայն որոնց 2008թ.-ին ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելում ստանդարտ ռիսկի խմբի վարկերի տեսակարար կշիռը նվազել է 2 տոկոսային կետով կազմելով 95.6%, իսկ 2009թ.-ին՝ 95.2%: Ընդ որում ժամկետանց պարտավորությունների աճը երկակի բացասական ազդեցություն է թողնում շահույթի վրա, մի կողմից նվազեցնելով տեղաբաշխված վարկերի գծով կատարվող վճարների ծավալը, մյուս կողմից ավելացնելով հնարավոր կորուստների պահուստներին կատարվող մասնահանումների ծավալը (տես աղյուսակ 2.3.1):

Չնայած շահութաբերության ցուցանիշների անկմանը 2009թ.-ին, բանկային համակարգը ընդհանուր առմամբ շարունակել է շահույթով աշխատել, ինչը խոսում է նրա կայունության զգալի պաշարների առկայության մասին:

2009-2010 թթ.-ին ՀՀ բանկերի ROA-ն և ROE-ն վերականգնվել են, ապահովելով նվազագույն ընդունելի մակարդակը, սակայն ցուցանիշների նախաճգնաժամային մակարդակին հնարավոր չի լինում հասնել նույնիսկ հետագա տարիներին:

2013թ.-ին գրանցվել է ՀՀ բանկերի շահույթի 10.2% անկում, ինչի արդյունքում ROA-ն և ROE-ն նվազել են, գրանցելով համապատասխանաբար 1.41% և 8.98% արժեք: 2014թ.-ին շահույթի անկման տեմպերը մեծանում են (44.6%), որի պատճառով ROA-ն և ROE-ն գրանցում են նվազագույն ընդունելի մակարդակից ցածր արժեքներ, իսկ 2015թ.-ին դիտարկվող ամբողջ ժամանակաշրջանում առաջին անգամն ընդունել են բացասական արժեք՝ համապատասխանաբար -0.6% և -4.21%:

2014-2015թթ կտրուկ անկման հիմնական պատճառը 2014թ.-ի տարեվերջին դրամի կտրուկ արժեզրկումն է, որը հանգեցրեց արտարժույթային վարկեր ունեցող վարկառուների պարտավորությունների մեծացման, նրանց ֆինանսական վիճակի վատթարացման, ստանդարտ ռիսկի դասի վարկերի տեսակարար կշռի անկան (2014թ.-ին՝ 93.2%, 2015թ.-ին՝ 92.2%), ակտիվների հնարավոր կորուստների պահուստներին կատարվող մասնահանումների աննախադեպ աճին (տես աղյուսակ 2.3.1), ինչի հետևանքով 2015թ.-ը փակվեց ավելի քան 20 մլրդ դրամ վնասով:



Գծապատկեր 2.3.1 : ՀՀ առևտրային բանկերի ստանդարտ ռիսկի խմբի վարկերի և դեբիտորական պարտքերի տեսակարար կշիռները, ըստ 2002-2015 թթ., %¹²⁸

¹²⁸ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

Բանկերի վարկային պորտֆելի որակի կարևոր ցուցանիշ է ստանդարտ ռիսկի խմբի վարկերի տեսակարար կշիռը վարկային ներդրումների մեջ: Այս ցուցանիշը 2004թ.-ին զգալիորեն աճել է, ինչի արդյունքում ակտիվների հնարավոր կորուստների պահուստներին կատարված զուտ մասնահանումները բացասական արժեք են գրանցել, այսինքն պահուստային միջոցների մի մասը վերադարձվել է բանկային համակարգ:

Վերոնշյալ ցուցանիշը հարաբերական կայունություն է պահպանել 2004-2007թ.ին՝ տատանվելով 97.5-98.1% միջակայքում: Զգալի անկում է արձանագրվել 2008-2009թթ. ընթացքում, որը տնտեսական ճգնաժամի պատճառով վարկառուների ֆինանսական վիճակի վատթարացման հետևանքն է: Այդ անկումը 2009թ.-ին հանգեցրել է ակտիվների հնարավոր կորուստների պահուստներին կատարվող զուտ մասնահանումների աճին (տես աղյուսակ 2.3.1), որի պատճառով բանկերի շահույթը նվազել է 68.7%-ով:

Աղյուսակ 2.3.3 ¹²⁹

ՀՀ բանկերի եկամուտների և ծախսերի հիմնական ցուցանիշների հավելաճի տեմպը, ըստ 2003-2015 թթ., %

Ցուցանիշներ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Տոկոսային եկամուտներ	19,7	20,5	21,8	30,3	40,9	56,3	21,4	18,7	28,9	28,6	12,9	9,4	9,0
Տոկոսային ծախսեր	-2,8	12,2	24,3	20,6	46,6	91,4	52,0	10,9	38,8	36,5	21,5	10,9	25,9
Ոչ տոկոսային եկամուտներ	19,7	16,8	44,2	-1,2	27,2	27,9	-10,4	28,1	19,5	16,2	19,3	21,7	13,8
Ոչ տոկոսային ծախսեր	15,9	20,3	37,3	6,5	35,3	39,0	8,6	16,3	17,6	18,2	10,6	7,5	2,0
ՀՀ բանկերի շահույթ	36,8	163,3	-30,2	40,8	23,6	28,9	-68,7	259,2	9,8	28,0	-10,2	-44,6	-198,1
Զուտ տոկոսային եկամուտներ	35,1	24,5	20,8	34,6	38,6	41,2	3,6	25,4	21,3	21,8	4,6	7,6	-10,7
Զուտ ոչ տոկոսային եկամուտներ ¹³⁰	3,8	33,5	14,6	37,9	59,1	65,1	43,2	3,0	15,1	21,2	-1,7	-17,0	-27,6
Գործառնական եկամուտներ	19,7	19,1	29,9	17,6	36,3	47,4	12,7	20,7	26,7	25,9	14,2	11,9	10,1
Գործառնական ծախսեր	9,4	17,8	33,5	10,3	38,7	55,5	25,4	13,8	27,4	27,4	16,5	9,4	15,6
Գործառնական գործունեության շահույթ	48,8	21,8	22,8	33,6	32,0	32,0	-15,6	43,8	25,0	22,2	8,0	19,7	-4,9

¹²⁹ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

¹³⁰ Ցուցանիշի բացասական արժեքի դեպքում՝ վնասի հավելաճի տեմպ

Հետզհետեմային 2010-2012թթ ստանդարտ ռիսկի խմբի վարկերի տեսակարար կշիռը աճել է 2010թ.ին հասնելով 96.9% արժեքին, սակայն հաջորդ տարիներին նկատվել է անկում, որը հատկապես սրվել է 2014-2015թ.ին: Այս անկման հիմնական պատճառը ՀՀ վարկառուների ֆինանսական վիճակի վատթարացումն է 2014թ.ի տարեվերջին ՀՀ դրամի արժեզրման պատճառով, որի հետևանքներին մանրամասն կանդրադառնանք հաջորդիվ: Այդ անկումը 2014-2015թթ գրեթե կրկնակի մեծացնում է պահուստներին կատարվող զուտ մասնահանումների ծավալը, որի պատճառով 2015թ.ին ՀՀ բանկային համակարգը ստանում է բացասական ֆինանսական արդյունք:

Զուտ տոկոսային մարժան բնութագրում է բանկի հիմնական գործունեության արդյունավետությունը, քանի որ ցույց է տալիս զուտ տոկոսային եկամուտների և ակտիվների հարաբերությունը: Այս ցուցանիշը հնարավոր է հաշվարկել ինչպես ակտիվների այնպես էլ եկամտաբեր ակտիվների հիման վրա: Մասնագիտական գրականության մեջ եկամտաբեր ակտիվների հիման վրա կատարվող ցուցանիշի նվազագույն ընդունելի մակարդակ է համարվում 5%-ը:

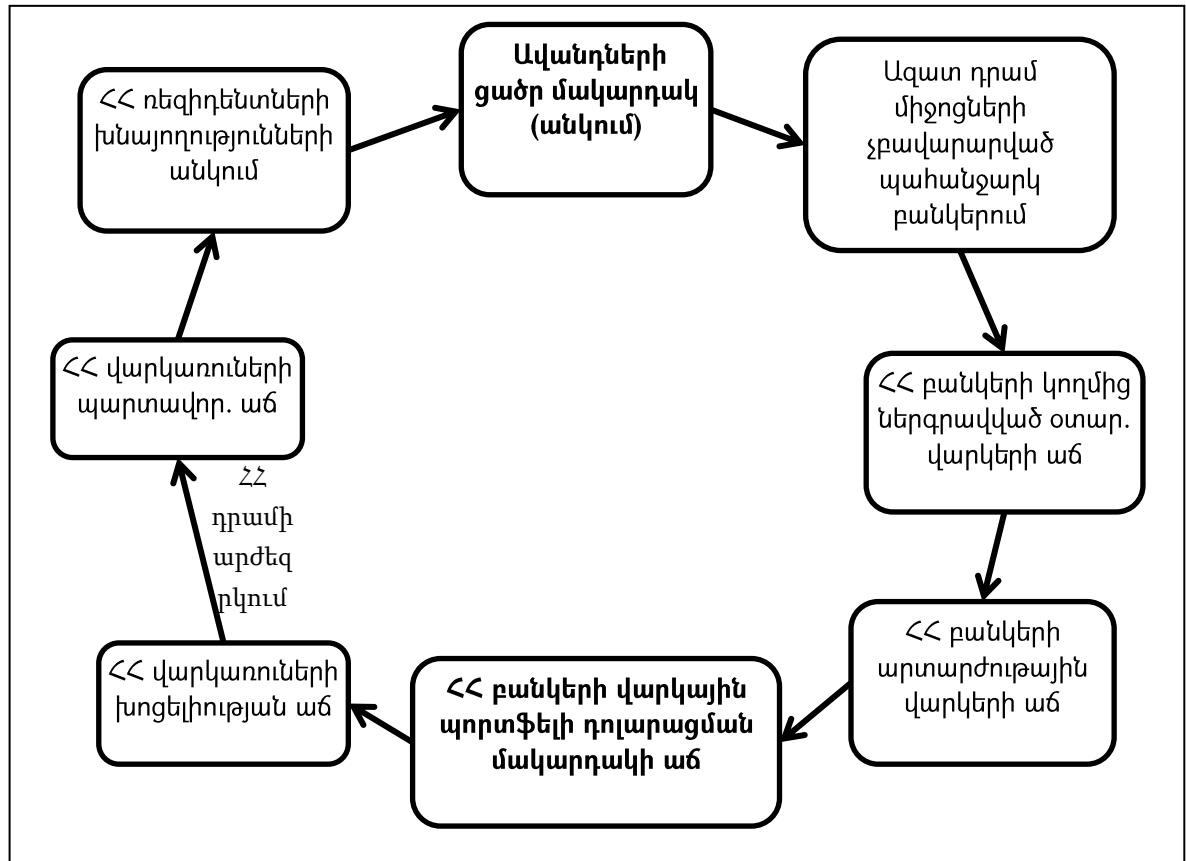
Զուտ տոկոսային մարժան ՀՀ բանկերում գտնվել է բավականին բարձր մակարդակի վրա: 2003-2008թթ.ին ցուցանիշը ունի կայուն մակարդակ՝ աճի տենդենցով, ինչը խոսում է բանկերի ղեկավարների կողմից իրականացվող ակտիվների և պասիվների կառավարման ճիշտ ռազմավարության մասին: Այս ցուցանիշի բարձր մակարդակը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ ՀՀ բանկերը ցածր տոկոսադրույքներով խոշորածավալ վարկային միջոցներ են ներգրավում արտերկրից (տես աղյուսակ 2.1.3) և բարձր տոկոսադրույքներով տրամադրում են ՀՀ ռեզիդենտներին: Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավմանը նպաստում է ինչպես դրանց մատչելիությունը, այնպես էլ ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավվող ավանդների փոքր ծավալները: Ըստ աղյուսակ 2.3.6-ի տվյալների 2007թ.ից սկսած ՀՀ բանկերի կողմից ներգրավվող ավանդների ծավալը զգալիորեն փոքր է վարկավորման համար անհրաժեշտ միջոցներից, ինչը պայմանավորված է այդ տարում ՀՀ բանկերի կողմից տեղաբաշխվող վարկերի ծավալների կտրուկ աճով (տես աղյուսակ 2.3.1), որը օբյեկտիվ անհրաժեշտություն է ստեղծում արտերկրից վարկային

միջոցների ներգրավման համար: 2.2.1 աղյուսակի տվյալները ցույց են տալիս, որ 2007 թ.-ին օտարերկրյա վարկային ներդրումների հավելածը կազմել է 276,4%, որը ևս մեկ անգամ հիմնավորում է այն պնդումը, որ օտարերկրյա վարկային ներդրումների ներհոսքի հիմնական պատճառը ներգրավվող ավանդների անբավարար մակարդակն է: Նշենք նաև, որ զուտ տոկոսային մարժան աստիճանական անկում է գրանցել 2009-2015թթ ընթացքում, ինչը պայմանավորված է զուտ տոկոսային եկամուտների հավելածի տեմպերի անկումով նշված ժամանակաշրջանում:

ՀՀ բանկերի կողմից տեղաբաշխված վարկերի արժույթայի կառուցվածքը ներկայացված է գծապատկեր 2.3.4-ում, համաձայն որի 2005-2007թթ ընթացքում դրամային վարկերի տեսակարար կշիռը աճել է, ինչը պայմանավորված է ներգրավված ավանդների բավարար մակարդակով: Դա նպաստում է ՀՀ տնտեսության դոլարացման մակարդակի անկմանը և կայունության բարձացմանը, սակայն 2007 թ.-ից ՀՀ բանկերի վարկավորման ծավալների կտրուկ աճի պատճառով առաջանում է դրամական միջոցների պակաս, ինչը ստիպում է օտարերկրյա վարկերի ներգրավման միջոցով ապահովել վարկավորման համար անհրաժեշտ ռեսուրսային բազան, որն էլ հանգեցնում է արտարժույթային վարկերի տեսակարար կշռի աճին 2009-2015թթ: Դրա հետևանքով մեծանում է ՀՀ տնտեսության դոլարացման և փոխարժեքային տատանումների պայմաններում խոցելիության մակարդակը:

Տնտեսության վարկավորման համար անհրաժեշտ միջոցների պակասը լրացնելու նպատակով բանկերը օտարերկրյա վարկային ներդրումներ են ներգրավում, ինչը հանգեցնում է նրանց կողմից տեղաբաշխվող արտարժույթային վարկերի տեսակարար կշռի մեծացմանը, որի արդյունքում մեծանում է բանկերի վարկային պորտֆելի դոլարացման, և հետևաբար վարկառուների խոցելիության մակարդակը: Նման պայմաններում ազգային արժույթի արժեզրկումը կհանգեցնի արտարժույթային վարկեր ունեցող վարկառուների պարտվորությունների աճին, ֆինանսական վիճակի վատթարացմանը, բնակչության խնայողությունների նվազմանը, որն էլ իր հերթին կարող է հանգեցնել ավանդների մակարդակի անկման: Այս գործընթացը կարող է պարբերաբար կրկնվել, այդ պատճառով այն անվանել ենք **դոլարացման պարույր**: Հարկ է նշել, որ դոլարացման պարույրի երևույթը կարող է դրսևորվել միայն ազգային

արժույթի կտրուկ արժեզրկման հետևանքով՝ ավանդների անբավարար մակարդակի պատճառով զգալի օտարերկրյա վարկային ներդրումների ներգրավման պայմաններում:



Գծապատկեր 2.3.2 : Դոլարացման պարույր¹³¹

Նշենք նաև, որ գործընթացի պարուրաձև զարգացման սկզբունքը բխում է դիալեկտիկայի օրենքներից: Մասնավորապես, բացասման բացասման օրենքի շնորհիվ զարգացումն ունի ոչ թե գծի տեսք, այլ շրջագծի, որի մեջ վերջին կետը համընկնում է սկզբնակետի հետ: Բայց, քանի որ այդ համընկնումը տեղի է ունենում ավելի բարձր մակարդակում, ապա զարգացումն ունի պարույրի տեսք, որի յուրաքանչյուր շրջանն ու գալարը նշանակում է ավելի զարգացած վիճակ : ¹³²

Գործառնական շահույթի զուտ մարժան զուտ տոկոսային և զուտ ոչ տոկոսային եկամուտների գումարի հարաբերությունն է ՀՀ բանկերի ակտիվներին, որը ցույց է

¹³¹ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հետազոտությունների հիման վրա

¹³² Տես՝ Կյուրեղյան Է. Ա., Փիլիսոփայություն, ուսումնական ձեռնարկ, Ե.: Ճարտարագետ, 2004, էջ 113

տալիս բանկերի ընթացիկ գործունեության արդյունավետությունը: Հետճգնաժամային շրջանում այս ցուցանիշը անկում է գրանցել, իր նվազագույն արժեքին (2.67%) հասնելով 2015թ.-ին: Այս անկումը պայմանավորված է տոկոսային եկամուտների, գործառնական եկամուտների հավելածի տեմպերի անկումով և բանկերի ակտիվների աճով (աղյուսակ 2.3.1 և 2.3.3):

Բանկերի գործունեության վերլուծության նպատակով մեր կողմից օգտագործվել են ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության նորմատիվները (աղյուսակ 2.3.4): ՀՀ բանկերի կապիտալի համարժեքության նորմատիվը նախաճգնաժամային շրջանում բավականին բարձր է, ինչը մի կողմից վկայում է բանկային համակարգի կայունության բարձր մակարդակի, մյուս կողմից զարգացման չօգտգործված հնավորությունների առկայության մասին, այսինքն բանկերը կարող էին զգալիորեն մեծացնել ռիսկով կշռված ակտիվների տեսակարար կշիռը ընդհանուր ակտիվների մեջ՝ վարկավորված ծավալների մեծացման միջոցով: Այս ցուցանիշի բարձր մակարդակը խոսում է այն մասին, որ բանկերի հաշվեկշռում զգալի տեսակարար կշիռ ունեն ցածր ռիսկի կշիռ ունեցող, այսինքն ցածր եկամտաբեր կամ ոչ եկամտաբեր ակտիվները: Հետճգնաժամային շրջանում ՀՀ բանկերի կապիտալի համարժեքության նորմատիվը նվազում է, ինչը պայմանավորված է վարկավորման ծավալների կտրուկ աճով 2011-2014թթ (տես աղյուսակ 2.3.1), որի արդյունքում մեծացել է բանկերի ռիսկով կշռված ակտիվների ծավալը:

Աղյուսակ 2.3.4 ¹³³

ՀՀ առևտրային բանկերի իրացվելիության և կապիտալի համարժեքության նորմատիվները, ըստ 2002-2015 թթ., %

Ցուցանիշներ	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Նվազ- սահման.
Ն11՝ կապիտալի համարժեք. նորմատիվ	30,5	34,1	32,3	33,7	34,9	30,1	27,5	28,4	22,20	18,3	16,8	16,7	14,5	16,20	12
Ն21՝ ընդհանուր իրացվելիության նորմատիվ	44,5	48,1	47,1	44,2	41,2	33,7	23,8	34,4	29,5	27,9	25,6	29,1	25,1	28	15
Ն22՝ ընթացիկ իրացվելիության նորմատիվ	108,8	101,4	98,7	110,5	106,1	98,2	103,1	140,8	131,5	120,8	126,1	142,3	129,4	142,4	60

¹³³ Աղյուսակը կազմված է ՀՀ ԿԲ տարեկան տեղեկագրերի տվյալների հիման վրա

2015թ.ին նկատվում է ՀՀ բանկերի կապիտալի համարժեքության նորմատիվի որոշակի աճը, որը պայմանավորված է ՀՀ բանկերի սեփական կապիտալի զգալի աճով: Այդ աճը պարտադրված էր ԿԲ-ի կողմից բանկերի ընդհանուր կապիտալի նվազագույն սահմանաչափի փոփոխված արժեքին ՀՀ բանկերի կապիտալը համապատասխանեցնելու անհրաժեշտությամբ, ինչի նպատակով զգալի ներդրումներ են կատարվել բանկերի կանոնադրական կապիտալում:

ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2014թ.-ին ընդունված որոշմամբ ընդհանուր կապիտալի նվազագույն սահմանաչափը 5 մլրդ դրամից հասցվեց 30 մլրդ դրամի, որը պետք է ապահովվեր 2017թ.ի հունվարի մեկի դրությամբ: ¹³⁴

Իրացվելիությունը տնտեսվարող սուբյեկտի ընդունակությունն է ժամանակին կատարելու իր պարտավորությունները և իրեն ներկայացված օրինական դրամական պահանջները, կամ իր ենթակայության տակ գտնվող ակտիվները ավելացնելու նպատակով ֆինանսավորման իրականացնելը: ¹³⁵

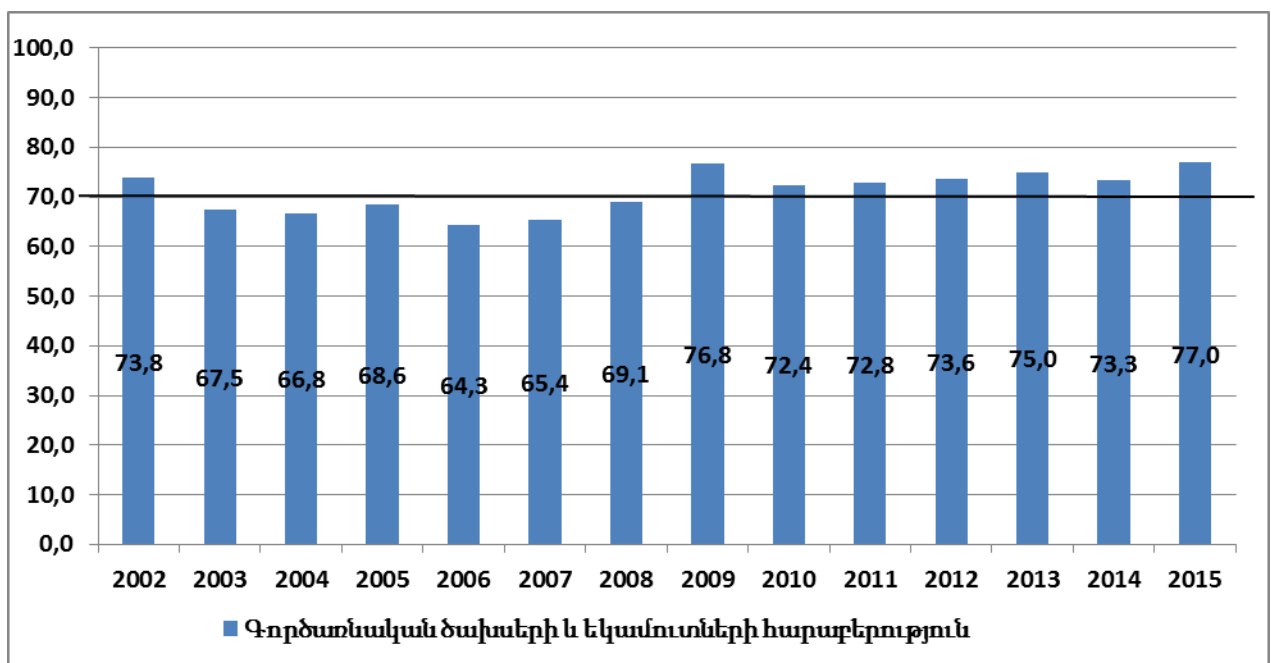
Ըստ աղյուսակ 2.3.4-ի ՀՀ բանկերի իրացվելիությունը գտնվում է բավականին բարձր մակարդակի վրա ուսումնասիրվող ամբողջ ժամանակաշրջանում, սակայն ունի նվազման միտում հետճգնաժամային շրջանում: Ընդհանուր իրացվելիության նորմատիվը, որը բարձր իրացվելի ակտիվների և ընդհանուր ակտիվների հարաբերությունն է, անկում է գրանցել 2010-2014թթ. ընթացքում, ինչը պայմանավորված է բարձր իրացվելի ակտիվների տեսակարար կշռի նվազմամբ: Նույն ժամանակաշրջանում, ինչպես նշեցինք, նվազում է կապիտալի համարժեքության նորմատիվը: Այս երկու նորմատիվների անկման պատճառը մեկն է՝ վարկավորման ծավալների զգալի ընդլայնումը նշված ժամանակաշրջաններում, որը մի կողմից հանգեցնում է ռիսկով կշռված ակտիվների աճին, մյուս կողմից բարձր իրացվելի ակտիվների նվազմանը:

ՀՀ բանկային համակարգի ընթացիկ իրացվելիության նորմատիվը, որը բարձր իրացվելի ակտիվների և ցպահանջ պարտավորությունների հարաբերությունն է, նվազագույն սահմանաչափի մեջ է եղել դիտարկվող ամբողջ ժամանակաշրջանում, ինչը

¹³⁴ Տես՝ ՀՀ ԿԲ կանոնակարգ 2՝ Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները, կետ 16

¹³⁵ Տես՝ Բայադյան Ա. Հ., Ֆինանսա-վիճակագրական բացատրական բառարան. Ե.: Լիմուշ, 2008. Էջ 232

վկայում է բանկային համակարգի ֆինանսական կայունության մասին: Այս ցուցանիշը 100%-ից բարձր արժեք ունի գրեթե ամբողջ ժամանակշրջանում (բացառությամբ 2004թ. և 2007թթ.), ինչը նշանակում է, որ ՀՀ բանկային համակարգը ցանկացած պահի միայն բարձր իրացվելի ակտիվներով կարող է ամբողջությամբ մարել ցպահանջ պարտավորությունները: Վերոնշյալ նորմատիվի զգալի աճը 2015թ.-ին պայմանավորված է ընդհանուր կապիտալի նվազագույն մակարդակը ապահովելու նպատակով սեփական կապիտալի համալրմամբ, որի արդյունքում մեծացել է բարձր իրացվելի ակտիվների ծավալը:



Գծապատկեր 2.3.3 : ՀՀ բանկերի գործառնական գործունեության արդյունավետությունը, ըստ 2002-2015 թթ.,¹³⁶

ՀՀ բանկերի գործառնական գործունեության արդյունավետությունը գնահատելու նպատակով հաշվարկվել է գործառնական ծախսերի և եկամուտների հարաբերությունը (գծապատկեր 2.3.3), որի ընդունելի միջակայք է համարվում է 50-70%-ը:¹³⁷

¹³⁶ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

¹³⁷ Ступ' Лотобаева Г.Г. Насонова А.А. Система ключевых показателей устойчивости коммерческого банка // Сибирская финансовая школа, 2006, N3(36), С. 77

Վերոնշյալ ցուցանիշը 2003-2008թթ. գտնվել ընդունելի միջակայքում, սակայն ճգնաժամային և հետճգնաժամյին շրջանում գերազանցել է 70%-ի շեմը, առվելագույն արժեքին (77%) հասնելով 2015 թ.-ին, ինչը վկայում է ՀՀ բանկերի գործառնական գործունեության արդյունավետության անկման մասին: Ցուցանիշի աճը պայմանավորված է գործառնական եկամուտների հավելաճի տեմպերի անկումով, իսկ 2011-2013թթ. և 2015թ դրանց հավելաճի տեմպերը նույնիսկ զիջել են գործառնական ծախսերին:

Աղյուսակ 2.3.5 ¹³⁸

ՀՀ բանկերի մասնաճյուղերի և աշխատակիցների աշխատանքի արտադրողականությունը, ըստ 2003-2015 թթ., մլն դրամ

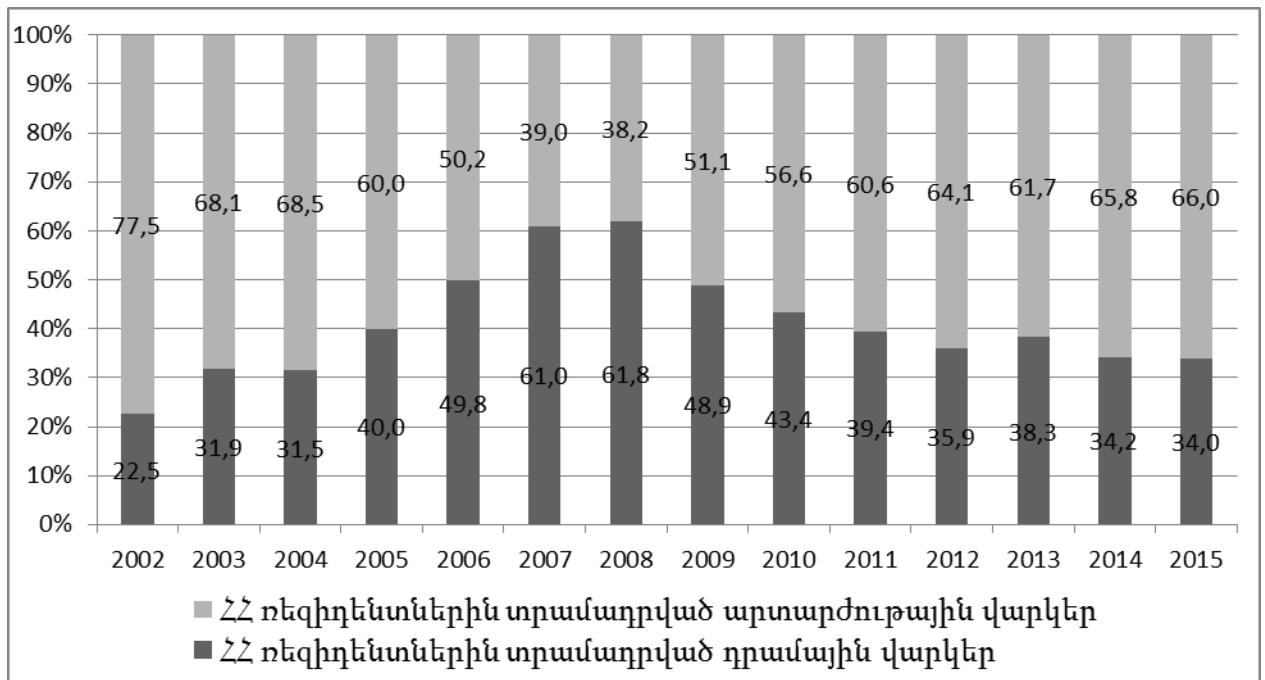
Ցուցանիշներ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի մեկ աշխատակցին բաժին ընկնող տեղաբաշխված վարկեր	27,2	32,6	39,0	43,9	61,9	79,3	89,1	106,0	125,6	146,2	157,2	185,6	185,6
ՀՀ բանկերի մեկ աշխատակցին բաժին ընկնող զուտ շահույթ	1,65	3,90	2,40	3,04	3,03	3,36	1,02	3,37	3,29	3,87	3,33	1,79	-1,81
ՀՀ բանկերի մեկ մասնաճյուղին բաժին ընկնող տեղաբաշխված վարկեր	463,5	615,9	731,1	814,6	1228,1	1665,3	1880,3	2327,9	2870,6	3366,2	3707,7	4290,9	4068,2
ՀՀ բանկերի մեկ մասնաճյուղին բաժին ընկնող զուտ շահույթ	28,1	73,6	44,9	56,4	60,1	70,5	21,5	74,0	75,1	89,0	78,6	41,4	-39,7

ՀՀ բանկերի մասնաճյուղերի և աշխատակիցների գործունեության արդյունավետությունը գնահատելու համար մեր կողմից հաշվարկել են մեկ աշխատակցին և մեկ մասնաճյուղին բաժին ընկնող տեղաբաշխված վարկերի և շահույթի չափերը (աղյուսակ 2.3.5):

Մեկ աշխատակցին և մեկ մասնաճյուղին բաժին ընկնող տեղաբաշխված վարկերի ծավալը դիտարկվող ամբողջ ժամանակաշրջանում, ներառյալ ճգնաժամային 2009թ.ը,

¹³⁸ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

անընդհատ աճել է, առավելագույն արժեք արձանագրելով 2014թ.-ին, երբ համապատասխանաբար կազմել է 185.6 մլն դրամ/մարդ և 4290.9 մլն դրամ/մարդ: Այս աճը պայմանավորված է մասնաճյուղերի և աշխատակիցների թվի հավելաճի նկատմամբ տեղաբաշխված վարկերի առաջանցիկ հավելաճի տեմպերով, ինչի արդյունքում աստիճանաբար աճել է մեկ աշխատողի և մեկ մասնաճյուղի աշխատանքի արտադրողականությունը, որը վկայում է բանկային համակարգի զարգացման մասին: Այս աճին զուգահեռ աճել է նաև մեկ աշխատակցի և մեկ մասնաճյուղի ծանրաբեռնվածության չափը, ինչը խթան է հանդիսացել մասնաճյուղերի և աշխատակիցների թվի ավելացման համար:



Գծապատկեր 2.3.4 : ՀՀ բանկերի վարկերի արժույթային կառուցվածքը, ըստ 2002-2015 թթ., % ¹³⁹

2015թ.-ին վերոնշյալ ցուցանիշների աճը դադարել է, ինչը տեղաբաշխված վարկերի ծավալների կրճատման արդյունքն է, որի հետ էլ պայմանավորված է աշխատակիցների թվի անկումը (տես աղյուսակ 2.3.1):

ՀՀ բանկերի մեկ աշխատակցին բաժին ընկնող շահույթը կտրուկ աճ է արձանագրել 2004թ.-ին, ինչը պայմանավորված է բանկերի շահույթի 163.3% հավելաճով: 2006-

¹³⁹ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

2008թ.-ին տվյալ ցուցանիշը պահպանել է կայուն դինամիկա՝ տատանվելով 3.03-3.36 մլն դրամ/մարդ միջակայքում: 2009թ.-ին բանկերի շահույթի անկման պատճառով գրանցված զգալի անկումից հետո ցուցանիշը վերականգնվել է և համեմատաբար կայուն մակարդակ ապահովել 2010-2013թթ. ընթացքում, տատանվելով 3.29-3.87 մլն դրամ/մարդ միջակայքում: 2015թ.-ին ցուցանիշը դիտարկվող ժամանակաշրջանում առաջին անգամ գրանցել է բացասական արժեք, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական արդյունքը եղել է բացասական:

Աղյուսակ 2.3.6¹⁴⁰

ՀՀ բանկերի ավանդների և վարկերի հարաբերակցության ցուցանիշներ, ըստ 2002-2015 թթ., %

Ցուցանիշներ	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավված ավանդների և տրամադրված վարկերի հարաբերություն	137,7	137,6	135,3	117,9	114,0	85,5	61,8	74,6	64,8	62,1	60,9	65,9	63,1	74,9
Ընդհամենը ներգրավված ավանդների և տրամադրված վարկերի հարաբերություն	174,1	171,8	160,4	135,3	126,0	97,0	73,4	89,4	73,9	80,6	75,5	89,7	80,3	92,1

Պետք է նշել, որ օտարերկրյա ներդրողների համար գրավիչ է ներդրումների իրականացումը ՀՀ առևտրային բանկերում մի քանի պատճառներով: Նախ ՀՀ առևտրային բանկերի շահութաբերության ցուցանիշները 2003-2013թթ. (հատկապես 2003-2008 թթ.) բարձր են մասնագիտական գրականության մեջ ընդունված նվազագույն մակարդակներից, (տես աղյուսակ 2.3.2), ընդ որում կայունության միտումը պահպանվել է նշված ամբողջ ժամանակաշրջանում, բացառությամբ ճգնաժամային 2009թ.-ի: Այս երևույթը պայմանավորված է ՀՀ բանկերում զուտ տոկոսային մարժայի բարձր մակարդակով, որը ՀՀ բանկերի կողմից արտերկրից ներգրավվող և ՀՀ-ում տեղաբաշխվող միջոցների տոկոսադրույքների զգալի

¹⁴⁰ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

տարբերության հետևանքն է: ՀՀ բանկերը էժան միջոցներ են ներգրավում արտերկրից և տեղաբաշխում ՀՀ-ում բարձր տոկոսադրույքներով՝ ապահովելով զուտ տոկոսային մարժայի բարձր մակարդակ: Տոկոսադրույքների զգալի տարբերությունների մասին են վկայում աղյուսակ 2.3.7-ի տվյալները, որտեղ ներկայացված է մի շարք երկրների Կենտրոնական բանկերի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքները: Ըստ այդ տվյալների 2015թ.-ի վերջի դրությամբ ՀՀ-ում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը կազմել է 8.75%, իսկ Եվրոգոտում և ԱՄՆ-ում համապատասխանաբար 0.05%, 0.38%: Սա նշանակում է, որ ՀՀ-ում տոկոսադրույքները զգալիորեն բարձր են ԱՄՆ և Եվրոգոտու երկրների նկատմամբ, հետևաբար առավել բարձր կլինի եվրոպական և ամերիկյան ֆինանսական շուկաներից ներգրավվող և ՀՀ-ում տեղաբաշխվող միջոցների շահութաբերությունը: Այսպիսով շահութաբերության կայուն բարձր մակարդակը գրավիչ էր դարձնում ՀՀ բանկային համակարգը օտարերկրյա ներդրողների համար 2003-2013 թթ.:

Աղյուսակ 2.3.7¹⁴¹

Կենտրոնական բանկերի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքները ՀՀ-ում և արտերկրում

Երկիր	ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք (Central bank policy rate) 2015 տարեվերջ, %	Տեղը աշխարհում
Հայաստան	8.75	18
Մեծ Բրիտանիա	0.5	70
ԱՄՆ	0.38	72
Եվրոգոտի	0.05	75

ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումային գրավչության մյուս գործոնը կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության ցուցանիշների բարձր մակարդակն է (տես աղյուսակ 2.3.4), որը վկայում է բանկերի ֆինանսական կայունության մասին և

¹⁴¹ Տվյալները վերցված են Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական կայքից՝ <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>

վատահոություն է ներշնչում օտարերկրյա ներդրողներին իրականացնելու երկարաժամկետ ներդրումներ:

Այսպիսով կարող ենք եզրակացնել, որ 2003-2013 թթ. (բացառությամբ 2009 թ.) ՀՀ բանկային համակարգը գտնվում է ֆինանսապես կայուն վիճակում: Շահութաբերության բարձր մակարդակ հնարավոր է լինում ապահովել օտարերկրյա մատչելի վարկային ներդրումների ներգրավման և ՀՀ-ում բարձր տոկոսադրույքներով տեղաբաշխելու շնորհիվ, ինչի արդյունքում ապահովվում է զուտ տոկոսային մարժայի բարձր մակարդակ: Իրավիճակը փոխվում է 2014-2015 թթ.-ին, երբ շահութաբերության մակարդակի աննախադեպ անկման հետևանքով նկատվում է ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական կայունության վատթարացում:

Օտարերկրյա վարկային ներդրումների ներգրավման անհրաժեշտությունը պայմանավորված է ՀՀ-ում ներգրավվող ավանդների անբավարարությամբ, որը դրսևորվում է 2007-2015 թթ. ընթացքում և պայմանավորված է ՀՀ բանկերի վարկավորման մակարդակի կտրուկ աճով 2007 թ.-ին և հաջորդ տարիներին:

Օտարերկրյա վարկային ներդրումների ներգրավումը մածացնում է արտարժույթով տեղաբաշխվող վարկերի տեսակարար կշիռը, ինչը հանգեցնում է ՀՀ տնտեսության դոլարացման մակարդակի բարձրացմանը և խոցելի է դարձնում այն արտարժույթի տատանումների նկատմամբ: Այս միտումը դրսևորվում է 2009-2015թթ. ընթացքում:

Դիտարկվող ամբողջ ժամանակաշրջանում ՀՀ բանկային համակարգի զարգացման մասին է վկայում ՀՀ բանկերի աշխատակիցների, մասնաճյուղերի թվի, ինչպես նաև դրանց աշխատանքի արտադրողականության աճը: Բացառություն է կազմում 2015թ.-ը, երբ գրանցվեց վերոնշյալ ցուցանիշների անկում:

Հետճանաժամային վերականգնման փուլից հետո ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական վիճակը զգալիորեն վատթարացավ 2014-2015թթ.-ին: Այդ անկման հիմնական պատճառը 2014թ.-ի տարեվերջին ՀՀ դրամի արժեզրկումն էր, որը հանգեցրեց ՀՀ վարկառուների վարկային պարտավորությունների մեծացման, նրանց ֆինանսական վիճակի վատթարացման, ժամկետանց պարտավորությունների աճի, ՀՀ բանկերի կողմից ակտիվների հնարավոր կորուստների պահուստներին կատարվող

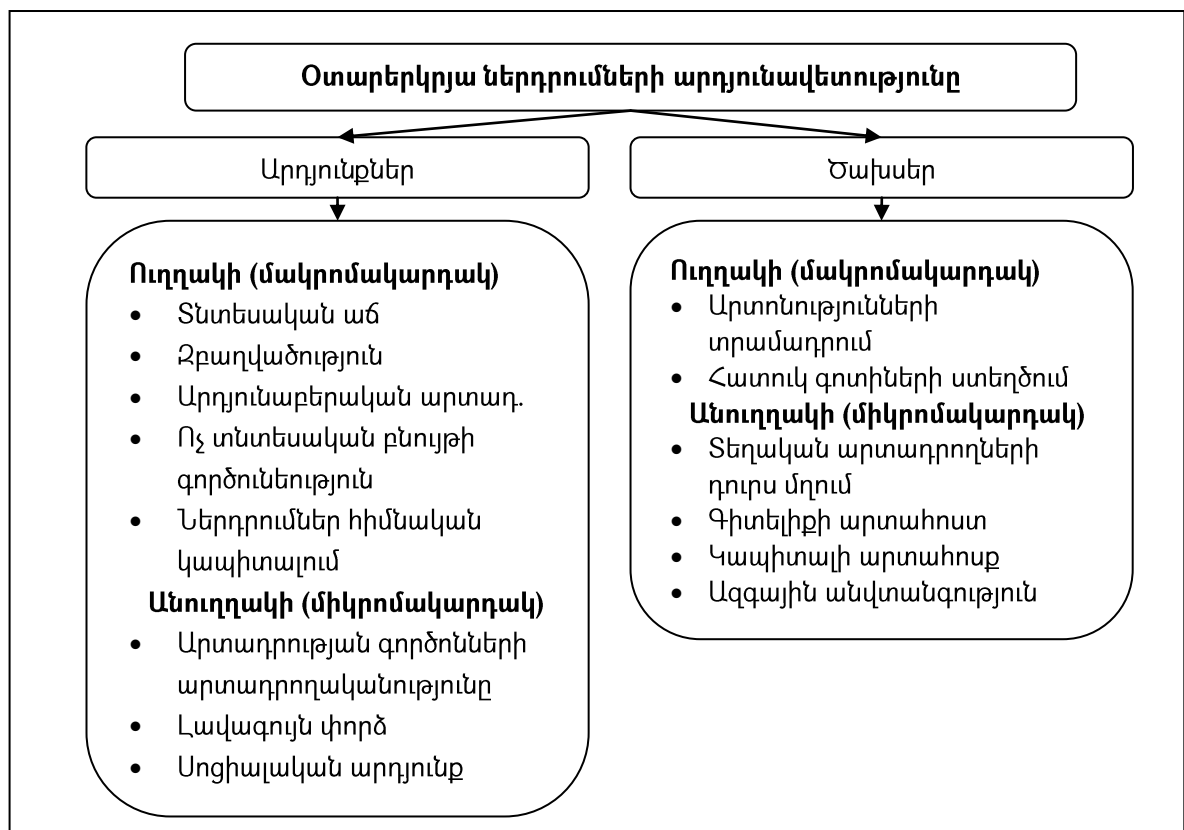
մասնահանումների կտրուկ աճի և որպես հետևանք՝ շահույթի աննախադեպ կրճատման:

ՀՀ առևտրային բանկերը գրավիչ էին օտարերկրյա ներդրողների համար 2003-2013թթ, երբ բարձր մակարդակի վրա էին գտնվում ՀՀ առևտրային բանկերի շահութաբերության ցուցանիշները, սակայն 2014-2015թթ. գրանցված անկումից հետո նկատվեց ներդրումային գրավչության անկում, որը հանգեցրեց օտարերկրյա ներդրումների ծավալների նվազման:

ԳԼՈՒԽ 3: ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ՀՀ ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐՈՒՄ

3.1 Ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների տեղաբաշխման և օգտագործման արդյունավետության գնահատումը ՀՀ առևտրային բանկերում

Տնտեսական աճի խթանման հիմնական գործոններից են օտարերկրյա կազմակերպությունների մասնաճյուղերի տեղակայման միջոցով նոր տեխնոլոգիաների ներհոսքը, տեղական կազմակերպությունների հետ դրանց մրցակցությունը, օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավման հաշվին աշխատանքի արտադրողականության աճը:¹⁴²



Գծապատկեր 3.1.1¹⁴³: Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը (ներդրման երկրի տեսանկյունից)

¹⁴² Носова О. В. Влияние притока прямых иностранных инвестиций на экономический рост // Север и рынок: формирование экономического порядка, 2016, N1, с.17

¹⁴³ Տես՝ Тихонова В.Г. К вопросу об эффективности прямых иностранных инвестиций в России // Вестник Московского Университета. серия 6: Экономика, 2005, N2, с. 23

Ներդրման երկրի վրա օտարերկրյա ներդրումները կարող են թողնել ինչպես ուղղակի այնպես է անուղղակի դրական ազդեցություն, որի համար պետությունը ուղղակիորեն և անուղղակիորեն իրականացնում է խրախուսման և աջակցման միջոցառումներ (տես՝ գծապատկեր 3.1.1):

Մակրոմակարդակում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը կարճաժամկետ հատվածում նպաստում է սեփական ֆինանսական միջոցների պակասի լրացմանը, հիմք է ստեղծում արտադրության զարգացման համար, բայց երկարաժամկետ հեռանկարում, օտարերկրյա ներդրումների գծով եկամուտների վճարումների պատճառով կարող է հանգեցնել ազգային խնայողությունների նվազման և հետևաբար ներքին ներդրումների նվազման, որի պատճառով կնվազի ՀՆԱ-ն:¹⁴⁴

Բանկային ոլորտը օտարերկրյա կապիտալի համար երկար ժամանակ փակ էր մնում ամբողջ աշխարհում: Միայն 1980-ական թվականներից նկատվեց զարգացած երկրների ֆինանսական շուկայի ազատականացման միտում, ինչի արդյունքում մեծացավ կապիտալի միջազգային շարժը:

Ֆինանսական շուկան օտարերկրյա կապիտալի համար ազատականացնելու հաջողված բազմաթիվ փորձերի կողքին առկա են նաև այնպիսի դեպքեր, երբ օտարերկրյա կապիտալի ներհոսքը ճգնաժամային իրավիճակների պատճառ է դարձել, մասնավորապես օտարերկրյա կապիտալով գործող բանկերի վարած խիստ պահպանողական քաղաքականության պատճառով: Օրինակ Մեքսիկայում բազմաթիվ պետական բանկերի վաճառքը օտարերկրյա ներդրողներին հանգեցրեց վարկային ռեսուրսների դեֆիցիտի:¹⁴⁵

Որոշ ժամանակակից տնտեսագետներ ուսումնասիրելով ներդրման և կապիտալի արտահանման երկրների վրա օտարերկրյա ներդրումների ազդեցությունը, ցույց են տալիս, որ կապիտալի արտահանումը հանդիսանում է ներդրող երկրի զարգացման միջոցներից մեկը, որը բացասական ազդեցություն է թողնում ներդրման երկրի վրա՝ հանգեցնելով նրա ազգային հարստության արտահանմանը: ¹⁴⁶

¹⁴⁴ Stu՝ Вершинина А.А. Теоретико-методологические основы статистического анализа прямых иностранных инвестиций в России // Транспортное дело России, 2010, N 5, с. 103

¹⁴⁵ Stu՝ Хамаганова Л. Д. Проникновение иностранного капитала в Российский банковский сектор // Известия Байкальского Государственного Университета, 2008, N2, с. 85

¹⁴⁶ Stu՝ Захаров В.К. Какие инвестиции служат развитию России // Финансы и кредит, 2012, N8, с.11

Օտարերկրյա ներդրումների վնասակարության պնդումը, մեր կարծիքով, ճշմարիտ կլիներ այն պարագայում, եթե ներդրման երկրները ի վիճակի լինեին սեփական ուժերով զարգացնել տնտեսությունը, ինչը ցավոք անհնար է զարգացող, և հատկապես անցումային փուլում գտնվող հետխորհրդային երկրների համար, որոնք չունեն շուկայական տնտեսության վարման փորձ, և եթե հրաժարվեն օտարերկրյա ներդրողների միջոցով այդ փորձի և տեխնոլոգիաների ներմուծումից, ապա հնարավոր չի լինի հաղթահարել տեխնոլոգիաների անբավարարության խնդիրը: Դա վերաբերվում է հատկապես փոքր երկրներին, այդ թվում և Հայաստանին, որոնք չունեն բավարար ֆինանսական, գիտական և բնական ռեսուրսներ տնտեսության արդիականացումը ինքնուրույն իրականացնելու համար:

Աղյուսակ 3.1.1

Հաշվարկներում օգտագործված ելակետային տվյալներ, ըստ 2002-2015 թթ.¹⁴⁷

Ցուցանիշներ	N	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ՀՀ բանկերի կողմից վճարված շահութահարկ (մլն Դրամ)	1	911,58	1790,46	2718,14	3321,1	4170,26	5407,56	7859,76
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումներ (մլն ԱՄՆ դոլար)	2	37,4	30,6	43,7	68,9	108,2	219,6	321,9
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումներ (մլն դրամ)	3	21880,7	17342,2	21236,1	31036,1	39345,2	66806,7	98733,3
Դրամ/դոլար փոխարժեք (տարեվերջ)	4	584,89	566	485,84	450,19	363,5	304,22	306,73
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտար. ներդրողներին վճարված դիվիդենդներ (մլն դրամ)	5	4,6	1,1	0	0	284,8	31,5	0

¹⁴⁷ N1-ը և N4-ը վերցված են ՀՀ ԿԲ 2002-2008թթ., 2010թ. 2012թ. 2014թ. 2015թ. Տեղեկագրերից, մնացածը հաշվարկված են հեղինակի կողմից ՀՀ ԿԲ-ից ստացված տվյալների և ՀՀ ԿԲ տեղեկագրերի տվյալների հիման վրա

Աղյուսակ 3.1.1-ի շարունակություն

N	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	4516,02	8692,52	9672,20	12257,13	11204,23	8486,12	4491,23
2	353,2	413,3	444,2	455,1	481,4	406,4	482,3
3	133474,5	150191,6	171339,7	183685,4	195254,8	193037,3	233293,3
4	377,89	363,44	385,77	403,58	405,64	474,97	483,75
5	0	112	143,6	147,5	252,8	255,6	0

2.3 ենթագլխում կատարված վերլուծությունները ցույց են տալիս (տես աղյուսակ 2.3.6), որ 2007թ.-ից ի վեր ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավվող ավանդների ծավալները չեն բավարարում տնտեսության վարկավորման համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցների պահանջարկը: Այդ պահանջարկը բավարարելու նպատակով ՀՀ առևտրային բանկերը միջոցներ են ներգրավում արտերկրից: Ներգրավվող օտարերկրյա ներդրումների և ՀՀ բանկերի շահույթի ցուցանիշների կապի ուսումնասիրությունը թույլ կտա եզրակացնել թե որքանով են օտարերկրյա ներդրումները արդյունավետ ՀՀ առևտրային բանկերի տեսանկյունից: Բացի այդ օտարերկրյա ներդրումները կարող են օգտագործվել առևտրային բանկերի ընդհանուր զարգացման նպատակներով (օրինակ մասնաճյուղերի ցանցի ընդլայնում):

ՀՀ առևտրային բանկերի տեսանկյունից օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման արդյունավետությունը գնահատելու նպատակով մեր կողմից հաշվարկվել են ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և բանկային համակարգի զարգացման մակարդակը բնութագրող մի խումբ ցուցանիշների կոռելյացիայի գործակիցները հետևյալ բանաձևով.

$$r_{xy} = \frac{cov(x,y)}{\sigma_x \sigma_y} \quad (3.1.1)$$

Որտեղ՝

$Cov(x,y)$ -ը համեմատվող մեծությունների կովարիացիայի գործակիցն է,

σ_x , σ_y –ը համեմատվող մեծությունների ստանդարտ (միջին քառակուսային) շեղումները:

Հաշվարկների համար օգտագործված ելակետային տվյալները ներկայացված են աղյուսակներ 2.3.1-ում, 3.1.1-ում և 2.1.3-ում:

Աղյուսակ 3.1.2¹⁴⁸

Ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների տեղաբաշխման և օգտագործման արդյունավետության գնահատման ցուցանիշները ՀՀ առևտրային բանկերում, ըստ 2002-2015 թթ.

Համեմատվող մեծությունները		Ժամանակա շրջան	Կոռելյացիայի գործակից
ՀՀ բանկերում կատարված օտար. վարկային ներդրումներ	ՀՀ բանկերի զուտ շահույթ հարկումից հետո	2002-2014թթ.	0.71
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումներ	ՀՀ բանկերի զուտ շահույթ հարկումից հետո	2002-2014թթ.	0,76
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումներ	ՀՀ բանկերի կողմից վճարված շահութահարկ	2002-2015թթ.	0,75
ՀՀ բանկերում կատարված օտար. վարկային ներդրումներ	ՀՀ բանկերի կողմից տեղաբաշխված վարկեր	2002-2015թթ.	0,99
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումներ	ՀՀ բանկերի մասնաճյուղերի թիվ	2002-2015թթ.	0,98
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումներ	ՀՀ բանկերի աշխատողների թիվ	2003-2015թթ.	0,98

Մեր կողմից ուսումնասիրվել է ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և օտարերկրյա վարկային ներդրումների զույգային կոռելյացիոն կապը ՀՀ բանկերի հարկումից հետո զուտ շահույթի հետ: Աղյուսակ 3.1.2-ի տվյալները ցույց են տալիս, որ վերոնշյալ ցուցանիշների միջև առկա է սերտ կոռելյացիոն կապ (0.76 և 0.71), ինչը թույլ է տալիս եզրակացնել, որ

¹⁴⁸ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը արդյունավետ է ՀՀ բանկերի շահույթի մեծացման տեսանկյունից: Բացի այդ վերոնշյալ ցուցանիշների սերտ կապը վկայում է այն մասին, որ օտարերկրյա ներդրումները զգալի դրական ազդեցություն ունեն ՀՀ առևտրային բանկերի ֆինանսական կայունության վրա, քանի որ շահութաբերությունը ֆինանսական կայունության հիմնական ցուցանիշներից է:

Մեր ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ ՀՀ առևտրային բանկերում ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների և ՀՀ բանկերի շահույթի միջև առկա կոռելյացիոն կապը բնութագրում է այս երևույթների միջև առկա տնտեսագիտական փոխկապակցվածությունը, հետևաբար կապը չի կրում պատահական բնույթ:

ՀՀ բանկերի շահույթը ուղղակիորեն կախված է վարկերի տեղաբաշխումից, վերջինս էլ կախված է օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումից, քանի որ ըստ մեր հաշվարկների ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավվող ավանդները բավարար չեն ՀՀ տնտեսությունը վարկավորելու համար (տես աղյուսակ 2.3.6): Տնտեսության վարկավորման համար անհրաժեշտ ֆինանսական ռեսուրսների պակասը լրացնելու համար ՀՀ բանկերը միջոցներ են ներգրավում արտերկրից: Այսպիսով՝ ՀՀ առևտրային բանկերի շահույթը կախված է վարկերի տեղաբաշխումից, որն էլ կախված է օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումից, հետևաբար շահույթը կախված է օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումից:

Ուժեղ կոռելյացիոն կապ է առկա նաև օտարերկրյա ներդրումների և ՀՀ բանկերի կողմից պետական բյուջե վճարվող շահութահարկի ցուցանիշների միջև (0.75), ինչը թույլ է տալիս եզրակացնել, որ ՀՀ բանկային համակարգում օտարերկրյա մասնակցությունը նպաստում է պետական եկամուտների ավելացմանը:

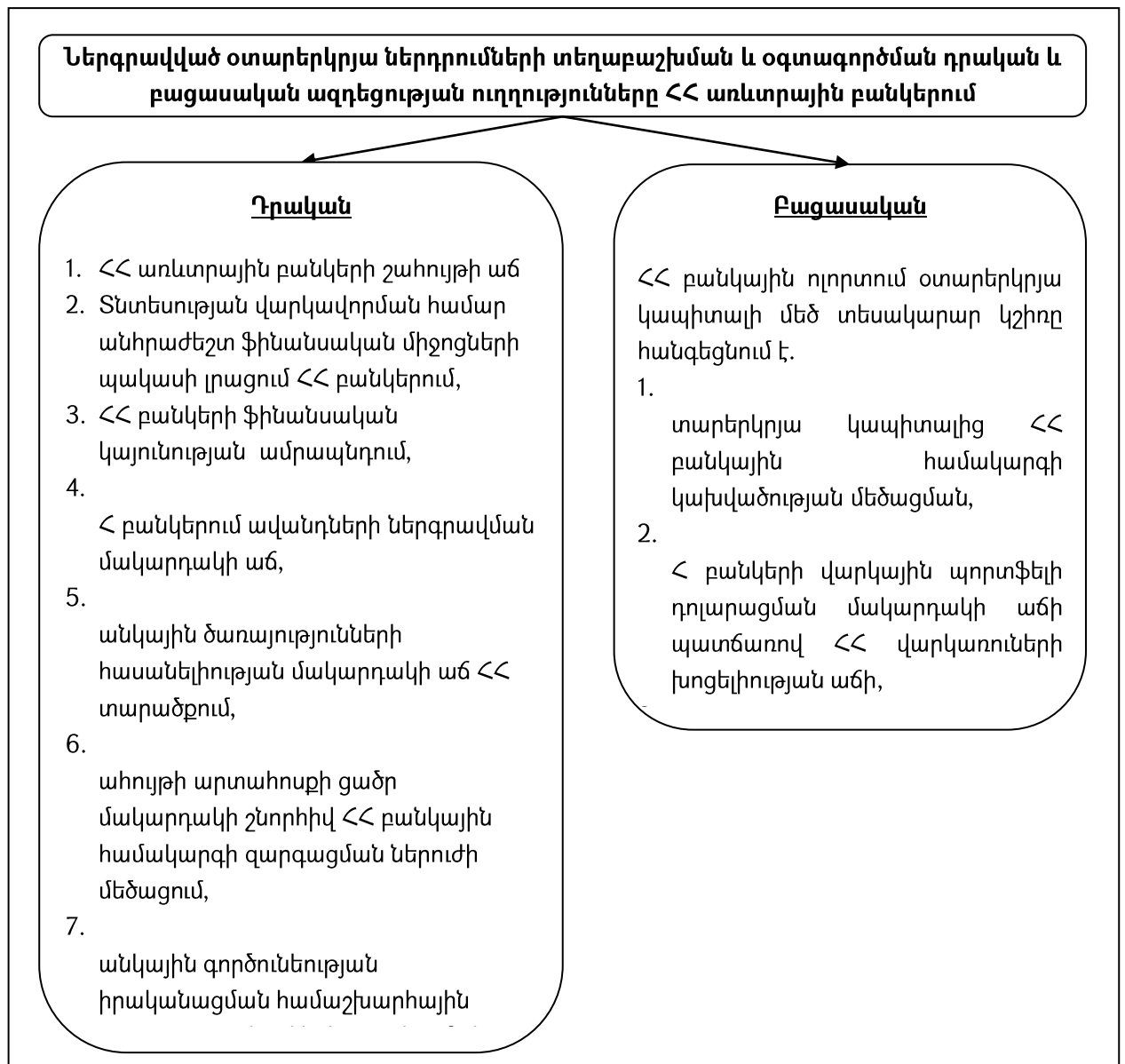
Գրեթե ֆունկցիոնալ կախվածություն կա օտարերկրյա վարկային ներդրումների և ՀՀ բանկերի կողմից տեղաբաշխվող վարկերի ծավալների միջև, ինչը ևս մեկ անգամ հաստատում է 2.3 ենթագլխում մեր կողմից կատարված վերլուծությունների արդյունքները, համաձայն որոնց օտարերկրյա վարկային ներդրումների շնորհիվ է հնարավոր դառնում լրացնել ՀՀ-ում ներգրավվող ավանդների անբավարար մակարդակի պատճառով առաջացող ֆինանսական ռեսուրսների պակասը և ապահովել ՀՀ տնտեսությունը անհրաժեշտ վարկային ռեսուրսներով: Հետևաբար

օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը արդյունավետ է ՀՀ տնտեսության վարկավորման համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցների պահանջի բավարարման տեսանկյունից:

ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարվող ներդրումների և բանկային ոլորտի աշխատակիցների թվի միջև առկա խիստ ուժեղ կոռելյացիոն կապը վկայում է այն մասին, որ օտարերկրյա ներդրումները նպաստում են ՀՀ գործազրկության, սոցիալական լարվածության մակարդակի նվազեցմանը և բարձր որակավորում պահանջող աշխատատեղերի ստեղծմանը: Խիստ ուժեղ կոռելյացիոն կապ է առկա նաև ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և ՀՀ բանկերի մասնաճյուղերի թվի միջև (0.98), ինչը նշանակում է, որ օտարերկրյա ներդրումների օգտագործումը նպաստում է առևտրային բանկերի ընդհանուր զարգացմանը, բնակչության համար բանկային ծառայությունների հասանելիության մակարդակի ավելացմանը, ՀՀ-ում ներգրավվող ավանդների ներգրավման համար անհրաժեշտ ենթակառուցվածքների զարգացմանը և այլն: Վերոնշյալ ցուցանիշների միջև առկա սերտ կոռելյացիոն կապը վկայում է այն մասին, որ օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը արդյունավետ է ՀՀ առևտրային բանկերի մասնաճյուղերի ցանցի ընդլայնման և հավելյալ աշխատատեղերի ստեղծման տեսանկյունից:

Հարկ է նշել, մեր կողմից ուսումնասիրվել է օտարերկրյա ներդրումների և վերոնշյալ ցուցանիշների միջև զույգային կոռելյացիոն կապը, իսկ ռեգեսիոն մոդել չի կազմվել, այդ պատճառով մուլտիկոլինեարության ստուգման անհրաժեշտություն չի առաջացել:

Թեև օտարերկրյա ներդրումների օգտագործումը հսկայական դրական ազդեցություն ունի ՀՀ բանկային համակարգի վրա, այնուամենայնիվ առկա են նաև բացասական կողմեր, մասնավորապես դրանց մեծ տեսակարար կշիռը հանգեցնում է բանկերի վարկային պորտֆելի և հետևաբար ամբողջ տնտեսության դոլարացման մակարդակի բարձրացման, օտարերկրյա կապիտալից ՀՀ բանկային համակարգի կախվածության մեծացման: ՀՀ բանկային համակարգի վրա օտարերկրյա ներդրումների տեղաբաշխման և օգտագործման ազդեցության ուղղությունները ներկայացված են գծապատկեր 3.1.2-ում:



Գծապատկեր 3.1.2: ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների տեղաբաշխման և օգտագործման ազդեցության ուղղությունները ¹⁴⁹

Մասնագիտական գրականության մեջ առկա է տեսակետ, համաձայն որի օտարերկրյա ներդրումները կարող են վնասակար լինել ներդրման ոլորտի համար, եթե նպաստեն այդ ոլորտում ստացված արժեքի զգալի արահուսքին արտերկիր: Նման վտանգավոր միտումների հնարավոր առկայության բացահայտման և ՀՀ առևտրային բանկերի տեսանկյունից օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գնահատման նպատակով մեր կողմից առաջակվել է ցուցանիշ՝ **շահույթի արտահոսքի գործակիցը**, որը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

¹⁴⁹ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հետազոտությունների հիման վրա

$$Q_{2w} = \frac{T_{ou}}{T_F} \times 100 \quad (3.1.2)$$

Որտեղ՝

T_{ou} – ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտարերկրյա ներդրողներին վճարված դիվիդենտներ,

T_F – ՀՀ բանկերի հարկումից հետո զուտ շահույթ:

Ցուցանիշի ցածր մակարդակի պարագայում ներդրումների արդյունքում ստացված շահույթը չի արտահոսում երկրից, այլ վերաներդրվում է՝ նպաստելով ոլորտի հետագա զարգացմանը: Իսկ եթե ցուցանիշը ունի աճի տենդենց, նշանակում է ներդրողները հակված են երկրից շահույթը արտահանելուն, ինչը նվազեցնում է ներդրումների արդյունավետությունը ոլորտի զարգացման տեսանկյունից:

Տվյալ ցուցանիշի մակարդակը կախված է օտարերկրյա ներդրումների կառուցվածքից: Եթե օտարերկրյա ներդրումների կառուցվածքում մեծ տեսակարար կշիռ ունեն պորտֆելային ներդրումները, (որոնց նպատակը առավելագույն շահույթի ստացումն է) ապա շահույթի արտահոսքի ցուցանիշը բարձր կլինի, քանի որ կառավարիչները ստիպված կլինեն ապահովել շահաբաժինների վճարման բարձր մակարդակ՝ կազմակերպության բաժնետոմսերի ներդրումային գրավչությունը բարձր պահելու նպատակով: Եթե դիվիդենտների վճարման մակարդակը ցածր լինի, պորտֆելային ներդրողները կվաճառեն իրենց բաժնետոմսերը շուկայում, ինչը կհանգեցնի կազմակերպության շուկայական արժեքի անկման, որը անմիջապես կազդի կազմակերպության գործարար հեղինակության վրա՝ բոլոր անցանկալի հետևանքներով:

Շահույթի արտահոսքի գործակիցը կախված է նաև ներդրման երկրի ռիսկի մակարդակից: Եթե երկրում քաղաքական, տնտեսական իրավիճակը անկայուն է և ներդրողները ռիսկային են համարում իրենց շահույթի վերաներդրումը, ապա կաշխատեն դիվիդենտների վճարման միջոցով դուրս բերել շահույթը երկրից:

Աղյուսակ 3.1.3-ի տվյալները ցույց են տալիս, որ ՀՀ բանկային համակարգում շահույթի արտահոսքի ցուցանիշը շատ ցածր է, ինչը վկայում է ոլորտի համար օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության բարձր մակարդակի մասին:

ՀՀ բանկերի շահույթի արտահոսքի գործակիցը, ըստ 2002-2015 թթ. %

Ցուցանիշ	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Շահույթի արտահոսքի գործակից	0,097	0,017	0	0	1,69	0,15	0	0	0,37	0,43	0,35	0,66	1,21	0

Այսպիսով կարող ենք եզրակացնել, որ ներգրավված օտարերկրյա ներդրումների տեղաբաշխումը և օգտագործումը արդյունավետ է ՀՀ առևտրային բանկերի շահույթի մեծացման, ֆինանսական կայունության ամրապնդման, պետական բյուջե վճարվող հարկերի ավելացման, ՀՀ գործազրկության, սոցիալական լարվածության մակարդակի նվազեցման և բարձր որակավորում պահանջող աշխատատեղերի ստեղծման, բանկային համակարգի ընդհանուր զարգացման, բնակչության համար բանկային ծառայությունների հասանելիության մակարդակի ավելացման, ՀՀ-ում ավանդների ներգրավման համար անհրաժեշտ ենթակառուցվածքների զարգացման, ՀՀ տնտեսությունը վարկային ներդրումներով ապահովելու համար անհրաժեշտ ֆինանսական ռեսուրսների բավարար ծավալների ապահովման տեսանկյուններից:

Վերոնշյալ դրական ազդեցությունով հանդերձ օտարերկրյա ներդրումները թողնում են նաև որոշակի բացասական ազդեցություն, մասնավորապես դրանց մեծ տեսակարար կշիռը ՀՀ բանկային համակարգում հանգեցնում է օտարերկրյա կապիտալից ՀՀ բանկային համակարգի կախվածության մեծացման, ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելի և ՀՀ տնտեսության դոլարացման մակարդակի աճի:

3.2 Օտարերկրյա ներդրումների պորտֆելի արդյունավետության գործոնային վերլուծության մեթոդական մոտեցումները

Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը կարելի է գնահատել ինչպես ներդրման ոլորտի, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրողների տեսանկյունից: Նախորդ ենթագլխում ներկայացվեց ներդրման ոլորտի՝ ՀՀ առևտրային բանկերի տեսանկյունից օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը, այս գլխում

ներկայացված է օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գնահատումը օտարերկրյա ներդրողների տեսանկյունից:

Ներդրումների արդյունավետությունը որոշվում է ստացված տնտեսական արդյունքի և դրա ստացման համար կատարված ծախսումների հարաբերությամբ: Ցանկացած պետության, կազմակերպության համար ձեռնարկատիրական գործունեության զարգացման հիմնական խնդիրը ներդրումների արդյունավետության բարձրացումն է: Այսինքն ներդրողների հիմնական խնդիրը ծախսված ֆինանսական, նյութական աշխատանքային ռեսուրսների մեկ միավորին բաժին ընկնող շահույթի զգալի ավելացման ապահովումն է: ¹⁵⁰

Լայն իմաստով արդյունավետությունը ցույց է տալիս նվազագույն ծախսերով առավելագույն արդյունքների ստացման մակարդակը, որի գնահատումը հանդիսանում է ինչպես միկրո այնպես էլ մակրո մակարդակներում ներդրումային գործունեության գնահատման կարևոր ցուցանիշներից մեկը: ¹⁵¹

Ներդրումների արդյունավետության գնահատումը շատ բարդ խնդիր է, որ պահանջում է ինչպես քանակական այնպես էլ որակական գնահատման մոտեցումների կիրառում: Դա առավել ևս վերաբերվում է օտարերկրյա ներդրումներին, որոնց արդյունավետության գնահատման ժամանակ պետք է հաշվի առնել մի շարք այլ գործոնների ազդեցության չափը: ¹⁵²

Օտարերկրյա կապիտալով գործող կազմակերպությունները ընդհանուր առմամբ ավելի արդյունավետ են գործում քան տեղական կազմակերպությունները: Սակայն պետք հիշել, որ ոլորտի առանձնահատկությունները օտարերկրյա կազմակերպությունների համար կարող են ստեղծել ինչպես հավելյալ առավելություններ, այնպես էլ բիզնեսի զարգացման լուրջ խոչընդոտներ: ¹⁵³ Սա պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ տնտեսության տարբեր ոլորտներում կարող են սահմանափակումներ լինել օտարերկրյա կապիտալի ներհոսքի համար, իսկ որոշ

¹⁵⁰ Петросян С.А. Эффективность иностранных инвестиций в Республике Армения // Вестник университета (Государственный университет управления), 2013г, N 11, с. 104

¹⁵¹ Տես՝ Чернов В. А. Инвестиционная стратегия: уч. пособие для вузов, М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003, с. 49

¹⁵² Տես՝ Хазанович Э. С., Иностранные инвестиции: учеб. Пособие, 2-е изд., М.: КНОРУС, 2011, с. 112

¹⁵³ Федорова Е. А. и др., Оценка эффективности компаний с прямыми иностранными инвестициями: отраслевые особенности В РФ // Пространственная экономика, 2015, N 2, с. 49

դեպքերում շուկան արդեն կարող է բաժանված լինել մի խումբ խոշոր մասնակիցների միջև:¹⁵⁴

Մասնագիական գրականությունը տրամադրում է օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գնահատման հարուստ գործիքակազմ և մեթոդաբանություններ, որոնք կարելի է դասակարգել ըստ միկրո և մակրո մակարդակներում կիրառելիության հնարավորության: Այդ մեթոդների մի մասը հնարավոր է կիրառել բացառապես միկրոմակարդակում, ինչը պայմանավորված է դրանց բնույթով: Օրինակ, ժամանակի ընթացքում փողի արժեքի փոփոխությունը (դիսկոնտավորման մեթոդ) հաշվի առնող ցուցանիշները հնարավոր է հաշվարկել միայն միկրո մակարդակում, քանի որ դրանք պահանջում են ապագայում ստացվելիք դրամական հոսքերի օբյեկտիվ գնահատում, ինչպես նաև դիսկոնտավորման տոկոսադրույքի որոշում, մինչդեռ վերոնշյալ հաշվարկները հնարավոր չէ օբյեկտիվորեն (կամ ապահովելով սխալի գիտականորեն հիմնավորված ցածր մակարդակ) իրականացնել մակրո մակարդակում: Դա պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ օտարերկրյա ներդրումները կատարվում են տաբեր երկրներ ներկայացնող օտարերկրյա ներդրողների կողմից, որոնց համար հնարվոր չէ հաշվարկել ներդրումների առանձին գործիքների եկամտաբերության միջին մակարդակ: Բացի այդ բոլոր օտարերկրյա ներդրողների համար անհնար է հաշվարկել նվազագույն ցանկալի կամ ոչ ռիսկային եկամտաբերության մակարդակը, հետևաբար հնարավոր չէ հաշվարկել դիսկոնտավորման դրույք:

Անդրադառնանք մասնագիտական գրականության մեջ ներդրումների արդյունավետության գնահատման համար առաջարկվող հիմնական մեթոդներին: Միկրոմակարդակում առանձին ներդրումային հիմնադրամի կամ անհատ ներդրողի կողմից կատարված ներդրումների պորտֆելի եկամտաբերությունը, և հետևաբար ներդրումների արդյունավետությունը, կարելի է որոշել հետյալ բանաձևով.

$$r = \frac{V_s - V_b}{V_b} \quad (3.2.1)$$

Որտեղ.

¹⁵⁴ Федорова Е.А., и др., Сравнительный анализ акционерных обществ с прямыми иностранными инвестициями и без прямых иностранных инвестиций // Экономический анализ: теория и практика.- 2014, N27, с. 23

Ve- պորտֆելի վերջնական արժեք

Vb- պորտֆելի սկզբնական արժեք

Մասնագիական գրականության մեջ տարածված են դիսկոնտավորման մեթոդի հիման վրա հաշվարկվող ցուցանիշները, որոնք թույլ են տալիս համեմատել այլընտրանքային ներդրումային նախագծերի ներդրումային արդյունավետությունը և ընտրել լավագույն տարբերակը:

Առավել տարածված ցուցանիշներն են.

1. զուտ ներկա արժեք (Net Present Value NPV)
2. շահութաբերության ինդեքս (Profitability index, PI)
3. եկամտաբերության ներքին նորմա (Internal rate of Return, IRR)
4. հետգնման ժամկետը (Payback Period, PBP)

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+E)^t} - \sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+E)^t} \quad (3.2.2)$$

Որտեղ.

CF_t - Դրամական միջոցների ներհոսք t -րդ ժամանակաշրջանում

K_t - Ներդրումային ծախսերը t -րդ ժամանակաշրջանում

t - ներդրումային նախագծի իրականացման ժամկետը

E -դիսկոնտավորման տոկոսադրույք

Վերոնշյալ ցուցանիշը թույլ է տալիս հաշվարկել ներդրումների զուտ ներկա արժեքը ներդրումային եկամուտների և ծախսերի ամենամյա հոսքերի պայմաններում:

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^T \frac{CF_t}{(1+E)^t}}{\sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+E)^t}} \quad (3.2.3)$$

Ներդրումների շահութաբերության ինդեքսը թույլ է տալիս բացահայտել թե կատարված ներդրումների արդյունքում ստացված դրամական միջոցների գումարի ներկա արժեքը քանի անգամ է գերազանցում ներդրումային ծախսերի գումարի ներկա արժեքին:

$$\frac{\sum CF_t}{(1 + IRR)^t} - K_0 = 0 \quad (3.2.4)$$

Եկամտաբերության ներքին նորման հաշվարկվում է այն դիսկոնտվորման դրույքի բացահայտման համար, որի պարագայում ներդրման արդյունքում ստացված դրամական միջոցների գումարի ներկա արժեքը հավասար կլինի կատարված ներդրումների գումարին, այսինքն ներդրումների արդյունավետությունը զրոյական կլինի:

$$PBP = \frac{\sum \text{դրամական ներհոսք}}{(1 + E)^t} > \frac{\sum \text{դրամական արտահոսք}}{(1 + E)^t} \quad (3.2.5)$$

Կատարված ներդրումների հետգնման ժամկետը ցույց է տալիս այն ժամանակաշրջանը, որը անհրաժեշտ է ներդրումային ծախսերը լիովին փոխհատուցելու համար՝ հաշվի առնելով ժամանակի ընթացքում փողի արժեքի փոփոխության ազդեցությունը:

Նշենք, որ վերոնշյալ ցուցանիշները միասին մտնում են ՄԱԿ-ի արդյունաբերական զարգացման կազմակերպության (UNIDO) կողմից մշակված միասնական մեթոդաբանության մեջ, ըստ որի սահմանվում են ցուցանիշների հետևյալ նորմատիվային արժեքները՝

- զուտ ներկա արժեք (NPV) > 0
- շահութաբերության ինդեքս (PI) ≥ 1
- եկամտաբերության ներքին նորմա (IRR) > դիսկոնտավորման տոկոսադրույք
- Հետգնման ժամկետը (PBP) < Ներդրումային նախագծի ժամկետ¹⁵⁵

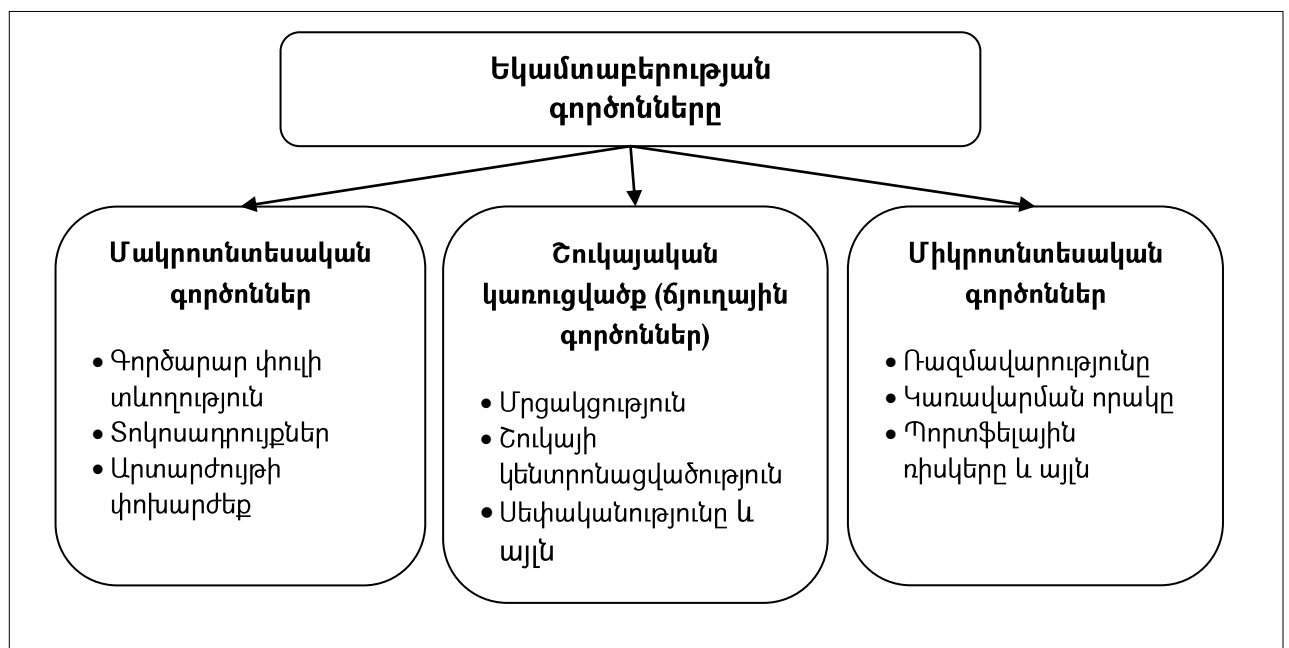
Ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդների ուսումնասիրումը թույլ է տալիս եզրակացնել, որ ներդրումային նախագծի հիմնավորման առավել ունիվերսալ մեթոդը գնահատման մի քանի մեթոդների միաժամանակյա օգտագործումն է:

¹⁵⁵ Сту` Крысанова Н. В., Применение методов оценки эффективности иностранных инвестиций на примере российской экономики // Вестник Гуманитарного Университета, 2013, N3, с. 76

Այդպիսով ներդրողը կկրողանա առավել մեծ հավանականությամբ ճիշտ որոշում կայացնել առավել արդյունավետ ներդրումային նախագծի ընտրության հարցում: ¹⁵⁶

Դրամական միջոցների հոսքերի դիսկոնտավորման միջոցով ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները առաջացել են 1960-ական թվականներին: սկզբնական շրջանում տնտեսագետները վստահ էին, որ այս նոր մեթոդը թույլ կտա ապահովել տնտեսական զարգացման բարձր տեմպեր, սակայն ժամանակի ընթացքում պարզ դարձավ, որ այդ սպասումները անհիմն էին, ինչը պայմանավորված էր 20-րդ դարի վերջին քարոզչությամբ ԱՄՆ տնտեսության աճի տեմպերի և արտադրության արդյունավետության մակարդակի անկմամբ՝ նախորդ երեք քարոզիչների համեմատ: ¹⁵⁷

Շուկայական տնտեսության պայմաններում որպես ներդրումների տնտեսական արդյունավետության գնահատման չափանիշ կարող է հանդես գալ միայն շահույթը: ¹⁵⁸



Գծապատկեր 3.2.1 ¹⁵⁹ Բանկերի եկամտաբերության գործոնները

¹⁵⁶ Տես՝ Глухова М. Г. Варламова О. А Особенности зарубежного опыта экономической оценки инвестиционных проектов // Экономика: вчера, сегодня, завтра, 2016, N7, с. 53

¹⁵⁷ Տես՝ Дасковский В. Б. Киселёв В. Б. Актуальность совершенствования экономического обоснования инвестиций // Инвестиции в России, 2014, N5, с. 5

¹⁵⁸ Տես՝ Ример М. И. и др., Экономическая оценка инвестиций. 2-е изд. СПб.: Питер: 2008.- с. 68

¹⁵⁹ Центр экономических исследований МФПА, Аналитический отчет: Инвестиционная привлекательность банков М.: 2007, с. 4

Արդյունավետությունը բնութագրում է թիրախավորված արդյունքի ձեռքբերման չափը: Շուկայական տնտեսությունը իր բնույթով շահույթի առավելարկմանը ձգտող համակարգ է, հետևաբար շահույթն էլ հանդես է գալիս որպես արդյունավետության ցուցանիշ: Բանկային ոլորտի եկամտաբերության վրա, որից ուղղակիորեն կախված է ներդրումների արդյունավետությունը, ազդում են մի շարք գործոններ, որոնք կարելի է առանձնացնել երեք խմբերում՝ մակրոտնտեսական գործոններ, շուկայական կառուցվածքի գործոններ և միկրոտնտեսական գործոններ (գծապատկեր 3.2.1):

Մասնագիտական գրականության մեջ, առանց դիսկոնտավորման մեթոդի կիրառման, ներդրումների եկամտաբերության հաշվարկման հիմնական ցուցանիշը ներդրումների կատարման արդյունքում ստացված շահույթի և ներդրումների հարաբերությունն է: ¹⁶⁰ Այդ ցուցանիշը ընդունված է համարել նաև ներդրումների արդյունավետության գնահատման ցուցանիշ, որը իր պարզության և անհրաժեշտ վիճակագրական տվյալների ձեռք բերման հնարավորության տեսանկյունից (ի տարբերություն ժամանակի ընթացքում փողի արժեքի փոփոխությունը հաշվի առնող ցուցանիշներ), մեր կարծիքով մակրոմակարդակում օտարերկրյա ներդրումներ արդյունավետության գնահատման ամենահարմար ցուցանիշն է (բանաձև 3.2.6):

$$LU = \frac{\text{Շահույթ}}{\text{Ներդրումային ծախսեր}} \times 100 \quad (3.2.6)$$

ՀՀ բանկային համակարգում օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշի հաշվարկման համար մեր կողմից նախ հաշվարկվել է օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթը, որը հարաբերելով ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների միջին տարեկան արժեքին ստացել ենք պահանջվող ցուցանիշը: Հաշվարկների համար անհրաժեշտ ելակետային տվյալները ներկայացված են աղյուսակ 3.2.1-ում:

¹⁶⁰ Տես՝ Бригхэм Ю.Ф., Эрхард М. С., Финансовый менеджмент. 10-е изд.СПб.: Питер. 2009.- С.279

Աղյուսակ 3.2.1

Ելակետային տվյալներ, ըստ 2002-2015 թթ.¹⁶¹

Ցուցանիշներ	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի շահույթ (մլն դրամ)	4762,6	6515,7	17156,1	11978	16870,5	20848,1	26868,3	8408,4	30204,9	33179,6	42471,2	38134,2	21111,9	-20708,8
Հաշվակված դիվիդենտներ (մլն դրամ)	6,9	2,3	0,0	0,0	580	55	0,0	0,0	152	196,1	196,1	340,5	384,1	0
ՀՀ բանկերի կանոն. Կապիտալ (մլն դրամ)	32735,9	36769	40135	60297,9	80107,6	116486,5	152490,2	188640,8	203799,2	233945,2	244126,8	263029,8	290107,9	364121,4
Դրամ/դոլար փոխարժեք (տարեվերջ)	584,89	566	485,84	450,19	363,5	304,22	306,73	377,89	363,44	385,77	403,58	405,64	474,97	483,75
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար ներդրումներ (տարեվերջ) (մլն ԱՄՆ դոլար)	37,41	30,64	43,71	68,94	108,24	219,6	321,89	353,21	413,25	444,15	455,14	481,35	406,42	482,26

Աղյուսակ 3.2.2

Ելակետային տվյալների հիման վրա հաշվարկված միջանկյալ ցուցանիշներ, ըստ 2002-2015 թթ.

Ցուցանիշներ	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար ներդրումներ (տարեվերջ, մլն դրամ)	21880,7	17342,2	21236,1	31036,1	39345,2	66806,7	98733,3	133474,5	150191,6	171339,7	183685,4	195254,8	193037,3	233293,3
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար ներդրումների միջին արժեքը (մլն դրամ)	-	19611,5	19289,2	26136,1	35190,7	53076	82770	116103,9	141833,1	160765,7	177512,6	189470,1	194146,1	213165,3
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշիռը (%)	66,84	47,17	52,91	51,47	49,12	57,35	64,75	70,76	73,70	73,24	75,24	74,23	66,54	64,07
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտար. ներդրողներին վճարված դիվիդենտներ (մլն դրամ)	4,6	1,1	0	0	284,8	31,5	0	0	112	143,6	147,5	252,8	255,6	0
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտար. ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթը (մլն դրամ)	3183,3	3073,1	9077,5	6165,2	8286	11956,7	17396,5	5949,4	22259,8	24300,5	31956,1	28308,1	14047,81	-13268,2

¹⁶¹ Աղյուսակի N1-4 տվյալները վերցված են ՀՀ ԿԲ 2002-2008թթ., 2010թ., 2012թ., 2014թ., 2015թ. տարեկան տեղեկագրերից, իսկ N5-ը հաշվարկված է հեղինակի կողմից՝ աղյուսակ 2.1.2-ի տվյալների հիման վրա:

Օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթը հաշվարկվել է հետևյալ բանաձևով.

$$\mathcal{C}_{\text{օւնքը}} = \mathcal{C}_F \times S\mathcal{U}_{\text{օւ}} \quad (3.2.7)$$

Որտեղ.

$\mathcal{C}_{\text{օւնքը}}$ – ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթ

$\mathcal{C}_F$ – ՀՀ բանկերի շահույթ

$S\mathcal{U}_{\text{օւ}}$ – ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշիռ:

ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը 2003-2004թթ.-ին անընդհատ աճ է գրանցել, 2004թ.ին հասնելով իր առավելագույն արժեքին՝ 47.1%, ինչը պայմանավորված է ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի և ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության աճով:

Աղյուսակ 3.2.3

Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության ցուցանիշները ՀՀ առևտրային բանկերում, ըստ 2003-2015 թթ. % ¹⁶²

Ցուցանիշներ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտար. ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի հավելածի տեմպ	-3,5	195,4	-32,1	34,4	44,3	45,5	-65,8	274,1	9,2	31,5	-11,4	-50,4	-194,5
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների շահութաբերություն	15,7	47,1	23,6	23,5	22,5	21	5,1	15,7	15,1	18	14,9	7,2	-6,2
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտար. ներդրողների դիվիդենդների վճարման գործակից	0,04	0,00	0,00	3,44	0,26	0,00	0,00	0,50	0,59	0,46	0,89	1,82	0,00

¹⁶² Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

2005 թ.-ին արձանագրված կտրուկ անկումը պայմանավորված է ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի 32.1% նվազումով, ինչպես նաև բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների 57.7% աճով (տես աղյուսակ 3.2.3 և 3.2.4):

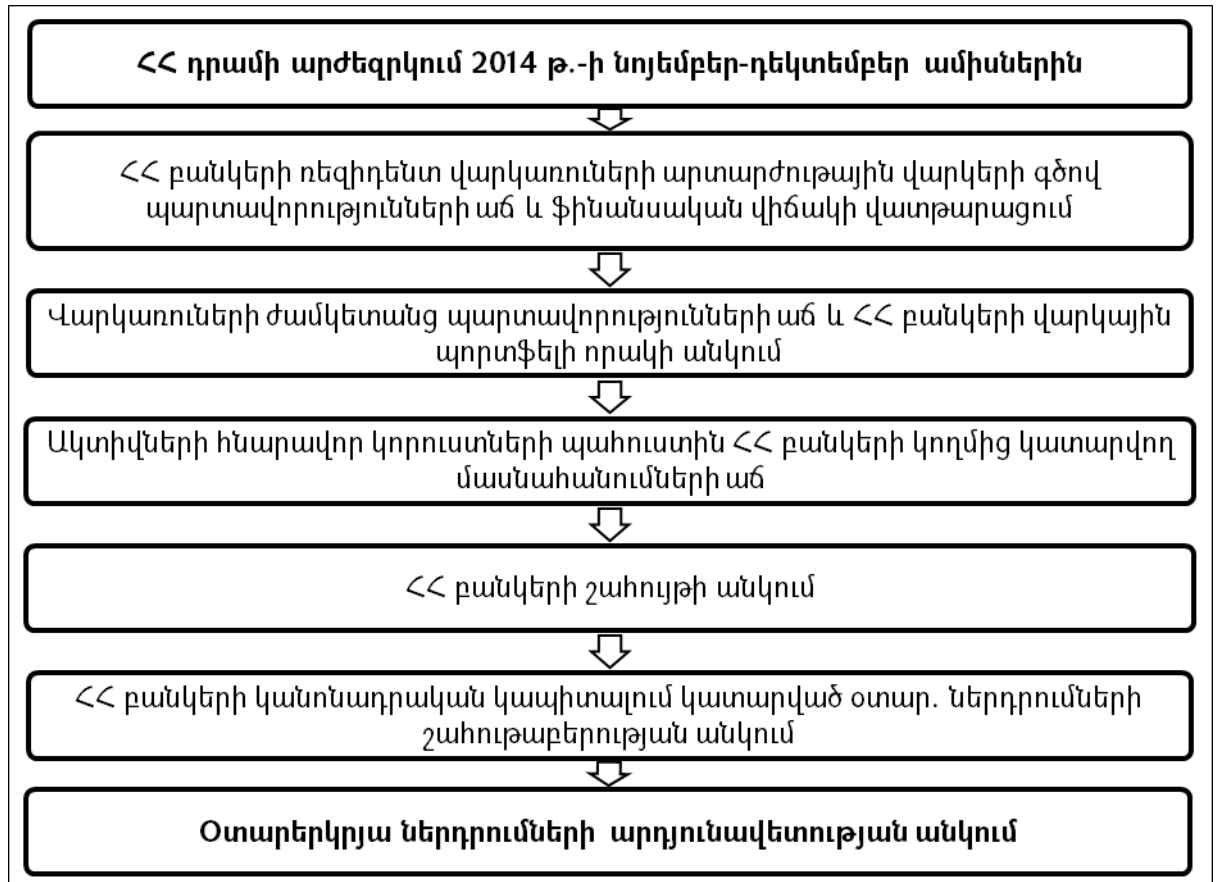
2007-2009 թթ. ընթացքում օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը անընդհատ անկում է արձանագրել՝ նվազագույն դրական արժեքին (5.1%) հասնելով 2009 թ.-ին, որը ֆինանսական ճգնաժամի պատճառով բանկային համակարգի շահույթի անկման հետևանքն է:

Հատկանշական է, որ ճգնաժամային 2009թ.-ին ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումները չեն նվազել, այլ աճել են 9.7%-ով: Նույն ընթացքում աճել է նաև ՀՀ բանկային համակարգում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշիռը 2009թ.-ին հասնելով շուրջ 71 %-ի (տես աղյուսակ 3.2.2): Այս հանգամանքը խոսում է այն մասին, որ ՀՀ բանկային համակարգի նկատմամբ հետաքրքրությունը չի նվազել նույնիսկ ճգնաժամային տարիներին:

ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը սկսել է անկում ապրել 2013թ.-ին և իր պատմական նվազագույնին է հասնել 2015թ.-ին՝ արձանագրելով -6.2% արժեք: Այս անկումը պայմանավորված է 2013-2015թթ.-ին օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի զգալի անկումներով, որն էլ ՀՀ բանկային համակարգի շահույթի կտրուկ անկման հետևանքն է: Պետք է նշել որ, 2015թթ.-ին տվյալ ցուցանիշի անկումը պայմանավորված է ոչ միայն շահույթի անկումով այլև ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների 18.7% հավելաճով: Այդ աճի պատճառը սակայն ներդրումային միջավայրի բարելավումը չէ, այլ ՀՀ բանկերի ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափի՝ 30 մլրդ դրամի ապահովման նպատակով հավելյալ օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը: Նվազագույն սահմանաչափ 5 մլրդ դրամից հասցվել էր 30 մլրդ դրամի 2014թ.-ի ԿԲ որոշմամբ: ¹⁶³ ՀՀ բանկերի օտարերկրյա սեփականատերերը հավելյալ միջոցներ են ուղղել ՀՀ ԿԲ-ի պահանջը

¹⁶³ Տես ՀՀ ԿԲ կանոնակարգ 2

Կատարելու համար, ինչի արդյունքում օտարերկրյա ներդրումների ծավալը զգալի աճել է:



Գծապատկեր 3.2.2: ՀՀ դրամի արժեզրկման և ՀՀ առևտրային բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության անկման փոխկապակցվածությունը¹⁶⁴

2014-2015թթ.-ին ՀՀ բանկերի շահույթի և կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության (արդյունավետության) անկման հիմնական պատճառը 2014թ.-ի նոյեմբեր-դեկտեմբեր ամիսներին ՀՀ դրամի արժեզրկումն է, որը հանգեցրել է բանկերի շահույթի և օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության նվազման: Մասնավորապես, դրամի արժեզրկման արդյունքում տեղի է ունեցել արտարժութային վարկեր ունեցող ՀՀ քաղաքացիների վարկային պարտավորությունների մեծացում, ֆինանսական վիճակի վատթարացում, ինչը հանգեցրել է ժամկետանց վարկերի տեսակարար կշռի մեծացման և ՀՀ առևտրային բանկերի վարկային պորտֆելի որակի անկման (տես գծապակեր 2.3.1): Որպես

¹⁶⁴ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հետազոտությունների հիման վրա

հետևանք կտրուկ մեծացել են ակտիվների հնարավոր կորուստների պահուստներին կատարվող մասնահանումները ՀՀ բանկերի կողմից (տես աղյուսակ 2.3.1), ինչը հանգեցրել է ՀՀ բանկերի շահույթի անկման, օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության և հետևաբար արդյունավետության մակարդակի նվազման: Մեր կողմից կատարված ուսումնասիրության արդյունքում բացահայտվել է դրամի արժեզրկման և ՀՀ առևտրային բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության անկման փոխկապակցվածությունը (տես գծապատկեր 3.2.2):

ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում մասնակցություն ունեցող օտարերկրյա ներդրողների դիվիդենդների վճարման գործակիցը ցույց է տալիս թե օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող զուտ շահույթի որ մասն է շահաբաժինների տեսքով բաշխվել նրանց: ՀՀ բանկերում այս գործակիցը խիստ ցածր է, առավելագույն արժեքը՝ 3.44% (աղյուսակ 3.2.3), արձանագրվել է 2006թ.ին: Շահաբաժինների վճարման ցածր մակարդակը պորտֆելային ներդրումների ներգրավման համար ստեղծում է ոչ գրավիչ պայմաններ, քանի որ դրանց նպատակը ոչ թե կազմակերպության նկատմամբ վերահսկողություն սահմանելն է, այլ առավելագույն շահույթ ստանալը: Այդ է պատճառը, որ ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների կառուցվածքում պորտֆելային ներդրումները փոքր տեսակարար կշիռ ունեն (տես՝ աղյուսակ 2.2.2):

Հետաքրքրական է, որ թեև դիվիդենդների վճարման մակարդակը ցածր է, բայց ներդրումները աճում են, ինչը նշանակում է, որ օտարերկրյա ներդրողները հետապնդում են երկարաժամկետ շահեր: Մեր կողմից հաշվարկվել է ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի կոռելյացիայի գործակիցը, որը թույլ է տալիս պատկերացում կազմել օտարերկրյա ներդրումների և շահույթի դինամիկայի փոխկապակցվածության մասին: Հաշվարկը կատարվել է հետևյալ բանաձևով.

$$r_{xy} = \frac{\sum(X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sqrt{\sum(X - \bar{X})^2 \sum(Y - \bar{Y})^2}} \quad (3.2.8)$$

2002-2015 թթ. կոռելիացիայի գործակիցը ունի **0.29** արժեքը, որը վկայում է թույլ կապի առկայության մասին: Սա ևս մեկ անգամ վկայում է այն մասին, որ ՀՀ բանկային համակարգի օտարերկրյա ներդրողները հետապնդում են երկարաժամկետ ռազմավարական նպատակներ, այլ ոչ թե սպեկուլյատիվ կարճաժամկետ շահեր:

Աղյուսակ 3.2.4

ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների դինամիկան, ըստ 2003-2015 թթ. % ¹⁶⁵

Ցուցանիշ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար ներդրումների հավելածի տեմպ	-18,1	42,7	57,7	57,0	102,9	46,6	9,7	17,0	7,5	2,5	5,8	-15,6	18,7

ՀՀ առևտրային բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը ուսումնասիրվող ժամանակաշրջանում զգալիորեն տատանվում է: Ըստ այդմ ամբողջ ժամանակաշրջանը կարելի է բաժանել երեք մասի՝ 2003-2008թթ, 2010-2012թթ և 2013-2015թթ: Մեր կողմից յուրաքանչյուր ժամանակաշրջանի համար հաշվարկվել է արդյունավետությունը բնութագրող հիմնական ցուցանիշի՝ օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության միջին արժեքը, որը համեմատելով ամբողջ ժամանակաշրջանի (2003-2015թթ) միջին ցուցանիշի հետ հնարավոր է պարզել, թե որ ժամանակաշրջանում են ներդրումները առավել արդյունավետ եղել, ինչպես նաև կատարել կանխատեսում: Միջին ցուցանիշների հաշվարկը կատարվել է միջին երկրաչափականի բանաձևով և ներկայացված է աղյուսակ 3.2.5-ում:

Օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության միջին արժեքը 2003-2015 թթ. կտրվածքով կազմում է 15.14%, ընդ որում հաշվարկում չեն ներառվել 2004թ. և 2015թ. ցուցանիշները: 2004թ.-ի ցուցանիշը արտաքսվել է շարքից, քանի որ գրանցել է շարքի

¹⁶⁵ Հաշվարկը կատարվել է ԱՄՆ դոլարով արտահայտված օտարերկրյա ներդրումների հիման վրա

ընդհանուր տենդենցից կտրուկ շեղվող արժեք և եթե ներառվեր հաշվարկում, ապա բացասաբար կազդեր արդյուքների ճշգրտության վրա, իսկ 2015թ.-ին արձանագրել է բացասական արժեք, ինչի պատճառով անհնար է եղել դրա ներգրավումը հաշվարկի մեջ:

Աղյուսակ 3.2.5¹⁶⁶

Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության միջին ցուցանիշները ՀՀ առևտրային բանկերում, %

ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների միջին շահութաբերություն 2003-2008 թթ. (առանց 2004թ.-ի)	21,03
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների միջին շահութաբերություն 2010-2012 թթ.	16,22
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների միջին շահութաբերություն 2013-2014 թթ.	10,36
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների միջին շահութաբերություն 2003-2014 թթ. (առանց 2004թ.-ի)	15,14

2003-2008 թթ.-ին օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը եղել է զգալիորեն բարձր ամբողջ շարքի միջին արժեքից՝ կազմելով 21.03 %, ինչը պայմանավորված է 2006-2008 թթ.-ին օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի հավելաճի բարձր տեմպերով (տես՝ աղյուսակ 3.2.3): 2009 թ.-ի համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի պատճառով վատթարացել են ՀՀ բանկային համակարգի շահութաբերության ցուցանիշները, որը հանգեցրել է օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության կտրուկ անկման: 2010-2012 թթ.-ին ներդրումների շահութաբերության միջին ցուցանիշը գրանցել է 16.2% արժեքը, որը թեև բարձր է ամբողջ շարքի միջին արժեքից, բայց զգալիորեն փոքր է 2003-2008 թթ. միջին ցուցանիշից: Սա պայմանավորված է 2011-2012 թթ.-ին, 2006-2008 թթ.-ի համեմատ օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի հավելաճի ավելի ցածր տեմպերով:

¹⁶⁶ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

2013-2014 թթ. ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների միջին շահութաբերությունը կազմել է 10.4%, որը դիտարկված երեք ժամանակաշրջանների մեջ ամենացածր արժեքն և զգալիորեն փոքր է ամբողջ ժամանակաշրջանի միջին ցուցանիշից (15.14%), ինչը պայմանավորված է տվյալ ժամանակաշրջանում օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի աննախադեպ նվազումով:

Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության վրա ազդում են մի շարք գործոններ, որոնց ազդեցության ուսումնասիրումը թույլ կտա ճգնաժամային ժամանակաշրջաններում բացահայտել արդյունավետության անկման պատճառները և ուղիներ առաջարկել դրա վերականգնման համար: Ներդրումների արդյունավետության գործոնային վերլուծությունը թույլ է տալիս նաև բացահայտել արդյունավետության բարձրացման չօգտագործված հնարավորությունները և ընդունել ճիշտ կառավարչական որոշումներ:

Սույն ենթագլխում գործոնային վերլուծության է ենթարկվել օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը ՀՀ առևտրային բանկերում և առաջարկվել է գործոնային վերլուծության նոր մեթոդաբանություն:

Ինչպես նշվեց, օտարերկրյա ներդրողների տեսանկյունից ներդրումների արդյունավետության գնահատման հիմնական ցուցանիշ է հանդիսանում ներդրումների շահութաբերությունը, որը հաշվարկվում է հարկումից հետո զուտ շահույթի և դրա ստացման համար կատարված ներդրումների հարաբերությամբ: ՀՀ ԿԲ տեղեկագրերից և ՀՀ ԿԲ-ից մեր դիմումի հիման վրա ստացված տվյալների միջոցով հաշվարկվել է ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը, ինչպես նաև դրա վրա ազդող գործոնների՝ ներդրումների և ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցությանը համապատասխան օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի փոփոխության ազդեցությունը՝ շղթայական տեղադրումների եղանակով (աղյուսակ 3.2.6): Նույն սկզբունքով հաշվարկվել է նաև օտարերկրյա ներդրողներին դիվիդենդների վճարման գործակիցը (աղյուսակ 3.2.7):

Օտարերկրյա ներդրումների և շահույթի փոփոխության ազդեցությունը բացահայտելու նպատակով յուրաքանչյուր տարվա համար հաշվարկվել են երեք

գործակիցներ, որոնցում նախորդ ժամանակաշրջանի տվյալները հերթականությամբ փոխարինվում են տվյալ ժամանակաշրջանի տվյալներով, որից հետո վերոնշյալ գործակիցների տարբերությամբ բացահայտվում է յուրաքանչյուր գործոնի ազդեցության չափը:

Աղյուսակ 3.2.6¹⁶⁷

Օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության գործոնային վերլուծությունը շղթայական տեղադրման եղանակով, ըստ 2004-2015 թթ. %

Գուցանիշներ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների շահութաբերությունը	47,1	23,6	23,5	22,5	21	5,1	15,7	15,1	18	14,9	7,2	-6,2
Հաշվարկ 1՝ ՇՕ/ՆՕ	15,7	47,1	23,6	23,5	22,5	21	5,1	15,7	15,1	18	14,9	7,2
Հաշվարկ 2՝ Շ1/ՆՕ	46,3	32,0	31,7	34,0	32,8	7,2	19,2	17,1	19,9	15,9	7,4	-6,8
Հաշվարկ 3՝ Շ1/Ն1	47,1	23,6	23,5	22,5	21,0	5,1	15,7	15,1	18,0	14,9	7,2	-6,2
Շահույթի փոփոխ. ազդեցութ.	30,6	-15,1	8,1	10,4	10,2	-13,8	14,0	1,4	4,8	-2,1	-7,5	-14,1
Ներդրումների փոփոխ. ազդեց.	0,8	-8,4	-8,2	-11,4	-11,8	-2,1	-3,5	-2,0	-1,9	-1,0	-0,2	0,7
Ընդհանուր շեղում	31,4	-23,5	-0,1	-1,0	-1,5	-15,9	10,6	-0,6	2,9	-3,1	-7,7	-13,4

Շղթայական տեղադրումների եղանակը թույլ է տալիս ազդող գործոնները դասակարգել ըստ դրական և բացասական ազդեցության: Տվյալ դեպքում քանի որ արդյունավետությունը բնութագրվում է հարաբերության տեսքով, որի հայտարարը ներդրումների ծավալն է, հետևաբար ներդրումների աճը կդրսևորվի որպես արդյունավետության վրա բացասաբար ազդող գործոն և աղյուսակում կարտացոլվի «-» նշանով, իսկ շահույթի աճը՝ որպես դրական գործոն և կարտացոլվի դրական թվի տեսքով: Հաշվարկներում օգտագործված ելակետային տվյալները ներկայացված են աղյուսակ 3.2.1-ում և 3.2.2-ում:

Ըստ աղյուսակ 3.2.6-ի, 2004թ.-ին օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը աճել է 31.4 տոկոսային կետով, որից 30.6%-ը շահույթի աճի, իսկ 0.8%-ը ներդրումների անկման հետևանքն է: 2005թ.-ին ուսումնասիրվող ցուցանիշը նվազել է 23.5 տոկոսային կետով, որը շահույթի անկման և ներդրումների ծավալի զգալի աճի հետևանք է, դրա մասին է վկայում ցուցանիշի վրա ինչպես շահույթի այնպես է ներդրումների դինամիկայի բացասական ազդեցությունը: 2007-2009 թթ. օտարերկրյա

¹⁶⁷ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

ներդրումների շահութաբերությունը անընդհատ անկում է արձանագրել՝ նվազագույն դրական արժեքին (5.1%) հասնելով 2009թ.ին, որը ֆինանսական ճգնաժամի պատճառով բանկային համակարգի շահույթի անկման հետևանքն է:

Հետճգնաժամային 2010-2012 թթ.-ին օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը աճել է ի հաշիվ շահույթի ազդեցության գերակայման, սակայն 2013-2015 թթ.-ին ներդրումների արդյունավետությունը շարունակաբար նվազել է, ՀՀ բանկային համակարգի շահույթի աննախադեպ անկման և ներդրումների ծավալների աճի (բացառությամբ 2015 թ.-ի) պատճառով: 2014-2015 թթ.-ին ՀՀ բանկերի շահույթի և կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության (արդյունավետության) անկման հիմնական պատճառը 2014թ.-ի նոյեմբեր-դեկտեմբեր ամիսներին ՀՀ դրամի արժեզրկումն է, որը մեծացնելով արտարժույթով վարկեր ունեցող ՀՀ քաղաքացիների վարկային ծանրաբեռնվածությունը հանգեցրեց ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելի որակի անկման, պարտադիր պահուստավորման ծավալների աճի և արդյունքում շահույթի զգալի նվազեցման: Աղյուսակ 3.2.1-ի տվյալները ցույց են տալիս, որ ուսումնասիրվող ժամանակաշրջանում օտարերկրյա ներդրումները հիմնականում աճման միտում ունեն, ինչով էլ պայմանավորված է նրանց բացասական ազդեցությունը արդյունավետության ցուցանիշի մակարդակի վրա:

Աղյուսակ 3.2.7¹⁶⁸

Օտարերկրյա ներդրողներին դիվիդենտների վճարման գործակցի գործոնային վերլուծությունը շրջայական տեղադրման եղանակով, ըստ 2003-2015 թթ., %

Ցուցանիշներ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում մասնակ. ունեցող օտար. ներդրողների շահաբաժինների վճարման գործակից	0,04	0,00	0,00	3,44	0,26	0,00	0,00	0,50	0,59	0,46	0,89	1,82	0,00
Հաշվարկ 1՝ Դ0/Ը0	0,14	0,04	0,00	0,00	3,44	0,26	0,00	0,00	0,50	0,59	0,46	0,89	1,82
Հաշվարկ 2՝ Դ1/Ը0	0,03	0,00	0,00	4,62	0,38	0,00	0,00	1,88	0,65	0,61	0,79	0,90	0,00
Հաշվարկ 3՝ Դ1/Ը1	0,04	0,00	0,00	3,44	0,26	0,00	0,00	0,50	0,59	0,46	0,89	1,82	0,00
Դիվիդենտների փոփոխ. ազդեցութ.	-0,11	-0,04	0,00	4,62	-3,06	-0,26	0,00	1,88	0,14	0,02	0,33	0,01	-1,82
Շահույթի փոփոխ.ազդեցութ.	0,00	0,00	0,00	-1,18	-0,12	0,00	0,00	-1,38	-0,05	-0,15	0,10	0,92	0,00
Ընդհանուր շեղում	-0,11	-0,04	0,00	3,44	-3,17	-0,26	0,00	0,50	0,09	-0,13	0,43	0,93	-1,82

¹⁶⁸ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

Օտարերկրյա ներդրողներին շահաբաժինների վճարման գործակիցը ցույց է տալիս ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա ներդրողների ունեցած մասնակցությանը համապատասխան բաժին ընկնող շահույթի այն մասը, որը բաշխվել է նրանց շահաբաժինների տեսքով: Աղյուսակ 3.2.7-ի տվյալները ցույց են տալիս, որ ՀՀ բանկերում շահաբաժինների վճարման մակարդակը խիստ ցածր է, իսկ 2004-2005 թթ., 2009-2010 թթ., 2015 թ. շահաբաժիններ ընդհանրապես չեն վճարվել, ինչի արդյունքում շահաբաժինների վճարման գործակիցը զրոյական է:

Շահաբաժինների վճարման ցածր մակարդակը պորտֆելային ներդրումների ներգրավման համար ստեղծում է ոչ գրավիչ պայմաններ, քանի որ դրանց նպատակը ոչ թե կազմակերպության նկատմամբ վերահսկողություն սահմանելն է, այլ առավելագույն շահույթ ստանալը: Այդ է պատճառը, որ ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների կառուցվածքում պորտֆելային ներդրումները փոքր տեսակարար կշիռ ունեն: Դիվիդենտների վճարման գործակցի աճի տենդենցը 2006 թ., 2010-2011 թթ., 2013-2014 թթ. ապահովվել է ի հաշիվ այն բանի, որ վճարված դիվիդենտների աճի դրական ազդեցությունը ավելի մեծ է եղել շահույթի աճի բացասական ազդեցությունից:

Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գործոնային վերլուծության համար մեր կողմից մշակվել է մեթոդական մոտեցում՝ երկգործոն և եռագործոն տարբերակներով, որոնք ներկայացնում ենք ստորև.

$$\text{ՆԱ(երկգործ.)} = \frac{\tau_{OL}}{OL_{\text{գր}}}} = \frac{\tau_{OL}}{\tau_{OL}} \times \frac{\tau_{OL}}{OL_{\text{գր}}}} = \frac{\frac{\tau_{OL}}{OL_{\text{գր}}}}{\frac{\tau_{OL}}{\tau_{OL}}} = \frac{\text{ՆԱ}_{\text{ՀՀ}}}{Q_{\text{ՀՀ}}} \quad (3.2.9)$$

$$\text{ՆԱ(եռագործ.)} = \frac{\tau_{OL}}{OL_{\text{գր}}}} = \frac{\tau_{OL}}{\tau_F} \times \frac{\tau_F}{\tau_{OL}} \times \frac{\tau_{OL}}{OL_{\text{գր}}}} = \frac{\frac{\tau_{OL}}{\tau_F} \times \frac{\tau_{OL}}{OL_{\text{գր}}}}{\frac{\tau_{OL}}{\tau_F}} = \frac{SQ_{OL} \times \text{ՆԱ}_{\text{ՀՀ}}}{Q_{\text{ՀՀ}}} \quad (3.2.10)$$

Որտեղ.

ՆԱ- օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը (երկգործոն և եռագործոն)

τ_{OL} – օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթ

$OL_{\text{գր}}$ – օտարերկրյա ներդրումներ ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում

(միջին)

Դ_{ՕՆ}- Օտարերկրյա ներդրողներին վճարված դիվիդենդներ

ՆԱԸԴ- Ներդրումների արդյունավետությունը ըստ դիվիդենդների

Գ_{ԴՎ}-Դիվիդենդների վճարման գործակից

Շ_Բ- ՀՀ բանկերի զուտ շահույթ հարկումից հետո

ՏԿ_{ՕՄ}- ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշիռը

Գ_{ՇԱ}- Շահույթի արտահոսքի գործակից

Վերոնշյալ մեթոդական մոտեցման մեջ մեր կողմից առաջարկված են հետևյալ ցուցանիշները՝

1. Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը ըստ դիվիդենդների, որը օտարերկրյա ներդրողներին բաշխված շահաբաժինների և հաշվետու ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների միջին արժեքների հարաբերությունն է:

Այս գործակցի առավելությունը ներդրումների շահութաբերության գործակցի նկատմամբ կայանում է նրանում, որ բնութագրում է ներդրումների արդյունավետությունը դիվիդենդների տեսքով ստացված իրական դրամական ներհոսքի հիման վրա: Բաժնետոմսերում կատարվող ներդրումների տարբերությունը պարտքային արժեթղթերում կատարվող ներդրումներից կայանում է նրանում, որ բաժնետոմսին բաժին ընկող շահույթը և դիվիդենդների տեսքով իրական դրամական ներհոսքը հիմնականում չեն համընկնում: Սա նշանակում է, որ կազմակերպության կանոնադրական կապիտալի շահութաբերության բարձր մակարդակի պայմաններում ներդրողի իրական եկամուտները զգալիորեն ցածր կարող են լինել՝ շահաբաժինների վճարման ցածր մակարդակի պատճառով: Առաջարկվող ցուցանիշը թույլ է տալիս գնահատել բաժնետոմսերում կատարված ներդրումների իրական եկամտաբերությունը՝ դիվիդենդների տեսքով ստացվող եկամուտների և կատարված ներդրումների հարաբերության հիման վրա: Նշենք նաև, որ այս ցուցանիշը տարբերվում է շահաբաժնային եկամտաբերության ցուցանիշից, նրանով որ ցույց է տալիս շահաբաժինների հարաբերությունը ոչ թե բաժնետոմսերի շուկայական

արժեքին, այլ կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումներին և հաշվարկվում է ամբողջ ոլորտի մակարդակով :

2. Շահույթի արտահոսքի գործակից, որը օտարերկրյա ներդրողներին վճարված շահաբաժինների և ՀՀ բանկերի շահույթի հարաբերությունն է, մանրամասն ուսումնասիրվել է 2.3 ենթագլխում:

Աղյուսակ 3.2.8¹⁶⁹

Ըստ դիվիդենդների օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գործակիցը ՀՀ առևտրային բանկերում, ըստ 2003-2015 թթ. %

Ցուցանիշ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ներդրումների արդյունավետությունը ըստ դիվիդենդների	0,01	0	0	0,81	0,059	0	0	0,079	0,089	0,083	0,133	0,132	0

Ըստ դիվիդենդների օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը, որը բնութագրում է ներդրումներից սպասվող դրամական հոսքերի մակարդակը, խիստ ցածր մակարդակի վրա է գտնվում ՀՀ բանկերում: Այդ է պատճառը, որ ՀՀ բանկերում խիստ ցածր է օտարերկրյա պորֆեյլային ներդրումների տեսակարար կշիռը օտարերկրյա ներդրումների մեջ: 2013-2014 թթ. տվյալ ցուցանիշի աճը պայմանավորված է վճարված շահաբաժինների աճով (տես աղյուսակ 3.2.8), ինչի արդյունքում զգալիորեն աճել է նաև դիվիդենդների վճարման գործակիցը:

Վերլուծության տեսանկյունից առավել մեծ արժեք ունի եռագործոն մեթոդը, որ կապ է հաստատում մի կողմից ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության, մյուս կողմից ըստ դիվիդենդների ներդրումների արդյունավետության, կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշռի և շահույթի արտահոսքի գործակիցների միջև և թույլ է տալիս գնահատել դրանց դինամիկայի ազդեցությունը օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության մակարդակի վրա:

¹⁶⁹ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

**Օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գնահատման եռագործոն
մեթոդի բաղադրիչները ՀՀ բանկերում, ըստ 2003-2015 թթ. %**

Ցուցանիշներ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ բանկերի կանոն. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների շահութաբեռնությունը	15,67	-	-	23,55	22,53	-	-	15,69	15,12	18	14,94	7,24	-
Ներդրումների արդյունավետությունը ըստ դիվիդենտների	0,0056	0	0	0,809	0,059	0	0	0,08	0,09	0,083	0,13	0,132	0
ՀՀ բանկերի կան. կապիտալում օտար. մասնակցության տես. կշիռը	47,16	52,9	51,47	49,16	57,35	64,75	70,75	73,7	73,24	75,24	74,23	66,54	64,1
Շահույթի արտահոսքի գործակից	0,017	0	0	1,69	0,151	0	0	0,37	0,43	0,35	0,66	1,21	0

Ըստ աղյուսակ 3.2.9-ի տվյալների, 2007 թ.-ին օտարերկրյա ներդրումների շահութաբեռնության անկումը պայմանավորված է ըստ դիվիդենտների արդյունավետության զգալի անկումով, որի ազդեցությունը գերազանցել է ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության աճի և շահույթի արտահոսքի գործակցի անկման դրական ազդեցությանը: Հետզհետե 2012 թ.-ին տվյալ ցուցանիշի աճի վրա վճռորոշ ազդեցություն է թողել շահույթի արտահոսքի գործակցի անկումը շուրջ 0.8 տոկոսային կետով: 2013-2014 թթ. անկումային դինամիկան պայմանավորված է շահույթի արտահոսքի գործակցի զգալի աճով, ինչպես նաև ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնակցության անկումով, որը շարունակվել է մինչև 2015 թ.-ը ներառյալ:

Այսպիսով կարող ենք եզրակացնել, որ ուսումնասիրվող 2003-2015 թթ. ժամակաշրջանում ՀՀ բանկային համակարգում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը փուլային անկում է արձանագրել, առավելագույն մակարդակ գրանցելով 2003-2008 թթ.-ին, իսկ նվազագույն մակարդակ՝ 2014-2015 թթ.-ին: 2003-2008 թթ. ՀՀ բանկային համակարգի շահութաբեռնության բարձր մակարդակը նպաստել է ՀՀ բանկերի նկատմամբ վստահության ձևավորմանը, ինչը հանգեցրել է օտարերկրյա ներդրումների մեծ ներհոսքի:

¹⁷⁰ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

ՀՀ բանկային համակարգում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության անկումը 2014-2015 թթ.-ին պայմանավորված է 2014 թ.-ի տարեվերջին ՀՀ դրամի արժեզրկմամբ, որը հանգեցրել է բանկերի շահութաբերության և հետևաբար օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության անկման:

ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի կոռելյացիոն կապը թույլ է, դա նշանակում է որ շահույթի անկումը անմիջապես չի հանգեցնում ներդրումների արտահոսքի, ինչը վկայում է այն մասին, որ օտարերկրյա ներդրողները հետապնդում են երկարաժամկետ նպատակներ այլ ոչ թե կարճաժամկետ սպեկուլյատիվ շահեր: Դրա մասին է կայում նաև ընդհանուր ներդրումների մեջ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների մեծ տեսակարար կշիռը:

ՀՀ բանկային ոլորտում օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների փոքր տեսակարար կշիռը պայմանավորված է դիվիդենդների վճարման գործակցի և ըստ դիվիդենդների ներդրումների արդյունավետության ցածր մակարակով, քանի որ պորտֆելային ներդրողի հիմնական նպատակը շահույթի առավելարկումն է: Վերոնշյալ ցուցանիշի մակարդակի վրա բացասական ազդեցություն ունի նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությունը, ինչը օտարերկրյա պորտֆելային ներդրողի համար դժվար հասանելի է դարձնում ՀՀ բանկային համակարգը:

ՀՀ բանկային համակարգի զարգացման տեսանկյունից օտարերկրյա ներդրումները արդյունավետ են, քանի որ շատ ցածր է բանկերից շահույթի արտահոսքի գործակիցը: Սա նշանակում է, որ շահույթի չնչին մասն է դուրս բերվում երկրից դիվիդենդների տեսքով, իսկ հիմնական մասը վերաներդրում է՝ նպաստելով ոլորտի հետագա զարգացմանը:

1.3 Օտարերկրյա ներդրումների ռիսկի գնահատումը ՀՀ առևտրային բանկերում

Ներդրումային ռիսկը ստացվող փաստացի եկամուտների մակարդակի շեղման հավանականությունն է ներդրումային որոշումների կայացման ժամանակ

կանխատեսված մակարդակից: Ընդ որում ներդրումային ռիսկը կարող է հանգեցնել ինչպես կորուստների, այնպես է հավելյալ եկամուտների ստացման: ¹⁷¹

Ներդրումային ռիսկը ամբողջությամբ վերացնել հնարավոր չէ, քանի որ միշտ էլ կարող են առաջանալ ներդրումների եկամտաբերության վրա ազդող անկանխատեսելի հանգամանքներ: Սակայն ճիշտ ֆինանսական կառավարման պարագայում հնարավոր է բացահայտել հիմնական ռիսկերը և քայլեր ձեռնարկել դրանց մեղմման ուղղությամբ: Դրա համար կառավարիչները պետք է լիաժեք տեղեկատվության տիրապետեն ներդրումային նախագծին առնչվող հանգամանքների, ներդրման միջավայրի, օրենսդրական, հարկային, մաքսային, տնտեսական, սոցիալական, մշակութային միջավայրի վերաբերյալ:

Մասնագիտական գրականության մեջ առկա են նաև ռիսկի ավելի լայն սահմանումներ, համաձայն որոնց ռիսկը ներդրումային նախագծի իրականացման ընթացքում անբարենպաստ իրավիճակների և հետևանքների առաջացման հավանականության հետ կապված անորոշությունն է: ¹⁷²

Մասնագիտական գրականության մեջ առկա են օտարերկրյա ներդրումների հետ կապված ռիսկերի տարբեր դասակարգումներ, սակայն դրանք բոլորն էլ ներառում են **առևտրային, գնաճային, արտադրական, արտարժույթային, շուկայական, օրենսդրական, քաղաքական և վարկային** ռիսկերը:

Առևտրային ռիսկը կապված է գործընկեր կազմակերպությունների կողմից իրենց պարտավորությունների անբարեխիղճ իրականացման կամ նրանց անվճարունակության հետ, իսկ ինֆլյացիոն ռիսկը՝ գների ընդհանուր մակարդակի բարձրացման արդյունքում հումքի, նյութերի գների աճի բացասական ազդեցության ի հայտ գալու հավանականությունն է, որը կարող է կորուստների պատճառ դառնալ կազմակերպության համար: ¹⁷³

Արտադրական ռիսկը պլանավորված աշխատանքների թերակատարման, ծախսերի աճի, պլանավորման թերությունների հետ կապված ռիսկն է, իսկ արժույթային ռիսկը

¹⁷¹ Келешян А.А. Инвестиционные риски и пути их снижения // Проблемы современной экономики .- Новосибирск, 2016, N 29, с. 12

¹⁷² Տես՝ Кузнецов Б. Т., Инвестиции, 2-е изд, М.: ЮНИТИ, 2010.- с285

¹⁷³ Տես՝ Зубченко Л.А. Иностранные инвестиции: Учеб. пособие, М.: 2006. с. 125

արտարժույթի փոխարժեքների փոփոխության պատճառով վնասներ կրելու հավանականությունը:¹⁷⁴

Շուկայական ռիսկերը կապված են շուկայական պայմանների փոփոխության, գների և տոկոսադրույքների տատանումների, շուկայական դիրքի կորստի պատճառով վնասների ստացման հետ:¹⁷⁵

Ներդրումային ռիսկի օրենսդրաիրավական խումբը ներառում է օրենսդրության փոփոխության հետ կապված անորոշությունը, օրենսդրական բազայի անկատարությունը, արդարադատ դատական համակազմի բացակայությունը, հասարակության առանձին խմբերի շահերի գիակցված արհամարհումը և այլն:¹⁷⁶

Վարկային ռիսկի գնահատման կարևորությունը առավել մեծ է բանկային ոլորտում և իրենից ներկայացնում է վարկառուների կողմից ստանձնած պարավորությունների անպարտաճանաչ կատարման արդյունքում վարկատուի վարկային պորտֆելի վատթարացման հետևանքով վնասների ստացման հավանականությունը: Դոլարացման բարձր մակարդակ ունեցող տնտեսություններում բանկերի վարկային ռիսկը խիստ կախվածություն ունի արտարժույթի փոխարժեքից: Դոլարացման բարձր մակարդակը կապված է բանկերի կողմից տրամադրվող արտարժույթային վարկերի մեծ տեսակակար կշռի հետ: Ազգային արժույթի արժեզրկումը հանգեցնում է վարկառուների պարտավորությունների աճին, նրանց ֆինանսական վիճակի վատնարացմանը, որը մեծացնում է վարկային ռիսկը:

Քաղաքական ռիսկերին են վերաբերում պետության կողմից օտարերկրյա կապիալով գործող կազմակերպությունների գործունեության մեջ ուղղակի միջամտությունը, վարկաբեկման, կազմակերպության պետականացման և բռնագրավման միջոցով:¹⁷⁷

Ներդրումների ռիսկայնությունը ինչպես նշեցինք անբարենպաստ հանգամանքների ի հայտ գալու հավանականությունն է, որի հաշվարկի համար գործնականում լայնորեն

¹⁷⁴ Stu' Кузнецов Б. Т., Инвестиции, 2-е изд, М.: ЮНИТИ, 2010.- с. 286

¹⁷⁵ Stu' Izmamбетова М. М. Financial risks of investment projects // Архивариус, 2015, Том 1, N3, с. 53

¹⁷⁶ Stu' Коновалова Т. В. Надирян С. Л. К вопросу оценки и управления инвестиционными рисками // Наука. техника. технологии (политехнический вестник), 2014, N 2, с. 62

¹⁷⁷ Stu' Петросян С. А. Особенности рисков при осуществлении иностранных инвестиций в Армению и пути их снижения // Вестник Университета (Государственный университет управления), 2013, N5, с. 81

օգտագործվում են մաթեմատիկական սպասումը, միջին քառակուսային շեղումը, վարիացիայի և ասիմետրիայի գործակիցները:¹⁷⁸

Վերոնշյալ ցուցանիշներից առավել նպատակահարմար է վարիացիայի գործակցի կիրառումը, քանի որ այն թույլ է տալիս լիարժեք պատկերացում կազմել թվային շարքի տատանողականության վերաբերյալ, ինչպես նաև համեմատել տարբեր ցուցանիշների շարքերի տատանողականությունը: Այն հաշվարկվում է հետյալ բանաձևով.

$$V = \frac{\sigma}{X_{միջ}} \times 100\% \quad (3.3.1)$$

Որտեղ՝

σ – միջին քառակուսային շեղում

$X_{միջ}$ – թվաբանական միջին

Վարիացիայի գործակիցը ընդունում է 0-100% արժեքները: Որքան մեծ է այս գործակիցը, այնքան մեծ է ներդրման ռիսկայնությունը: Ընդունված է վարիացիայի տարբեր գործակիցների հետևյալ որակական գնահատումը՝

- մինչև 10%՝ ցածր ռիսկ,
- 10-25%՝ միջին ռիսկ,
- 25%-ից մեծ՝ բարձր ռիսկ: ¹⁷⁹

Մասնագիտական գրականության մեջ առաջարկվում է օտարերկրյա ներդրումների հետ կապված անբարենպաստ հանգամանքների ի հայտ գալու հավանականությունը գնահատել տատանողականության վերլուծության միջոցով: Սակայն մեր կարծիքով միայն տատանողականության գնահատումը բավարար չէ հնարավոր անբարենպաստ իրավիճակների առաջացման հավանականությունը գնահատելու համար, քանի որ այն կարող է նաև դրական լինել: Օրինակ եթե շահութաբերությունը կայուն և բարձր տեմպերով աճում է, ապա նրա վարիացիայի գործակիցը մեծ կլինի, սակայն սա դեռ չի նշանակում, որ առկա է ռիսկի բարձր մակարդակ: Այդ պատճառով մենք առաջարկում ենք օտարերկրյա ներդրումների ռիսկայնությունը գնահատել օտարերկրյա

¹⁷⁸ Stu՝ Харламенко Е.В. Инвестиции: оценка риска. количественный анализ рисков инвестиционного проекта // Российское предпринимательство, 2009, N 5-1, с. 59-60

¹⁷⁹ Stu՝ Ивасенко А. Г. Инвестиции: источники и методы финансирования. 3-е изд. М.: ОМЕГА-Л, 2009. С. 167

ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշի տատանողականության և ցուցանիշի տենդենցի համատեղ վերլուծության միջոցով:

Աղյուսակ 3.3.1¹⁸⁰

ՀՀ բանկերի և դրանցում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշների տատանողականության վերլուծությունը, %

Ցուցանիշներ	Ժամանակաշրջան	Սանդարտ շեղում	Թվաբան. միջին	Վարիացիայի գործակից
ՀՀ առևտրային բանկերի ROA	2003-2008 թթ., առանց 2004թ	0,31	3,1	10,2
	2010-2013 թթ.	0,25	1,8	13,7
	2014-2015 թթ.	0,63	0,63	100
ՀՀ առևտրային բանկերի ROE	2003-2008 թթ. առանց 2004թ	0,85	14,5	5,8
	2010-2013 թթ.	0,84	10,1	8,4
	2014-2015 թթ.	4,39	4,4	100
ՀՀ առևտրային բանկերի կան. կապիտալում կատարված օտար. ներդրումների շահութաբերություն	2003-2008 թթ. առանց 2004թ	2,93	21,26	14
	2010-2013 թթ.	1,23	15,925	8
	2014-2015 թթ.	6,7	6,7	100

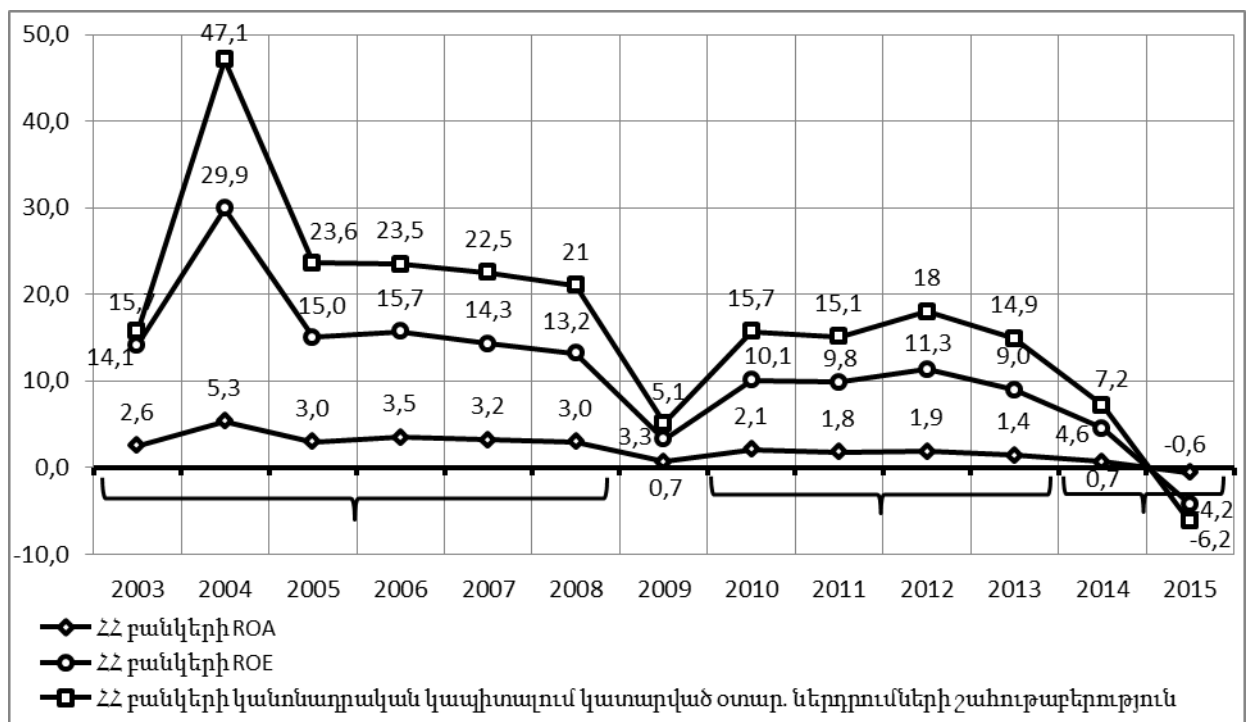
Վերլուծության համար օգտագործված տվյալները ներկայացված են աղյուսակներ 2.3.2-ում, 3.2.2-ում և 3.2.3-ում:

2003-2015 թթ. ՀՀ բանկերի և դրանցում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշների տատանողականության և տենդենցի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ օտարերկրյա ներդրումների իրականացման արդյունքում անբարենպաստ հանգամանքների ի հայտ գալու հավանականության տեսանկյունից ամբողջ ժամանակաշրջանը բաժանվում է երեք մասի՝ 2003-2008 թթ., 2010-2013 թթ. և 2014-2015 թթ.:

Առաջին ժամանակաշրջանում ՀՀ բանկերի ROA-ի և ROE-ի շարքերը ունեն ցածր տատանողականությունը (տես աղյուսակ 3.3.1) իսկ ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը՝ միջին տատանողականություն և շատ բարձր մակարդակ, ընդ որում 2003-2005թթ. ընթացքում առկա է աճի տենդենց,

¹⁸⁰ Աղյուսակը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

իսկ 2006-2008 թթ. ցածր տեմպերով աստիճանական անկում, սակայն ցուցանիշների բարձր մակարդակի պատճառով ցածր տեմպերով անկումը բացասական ազդեցություն չի թողնում ռիսկայնության մակարդակի վրա: Ժամանակաշրջանը բնորոշվում է շահութաբերության կայուն բարձր ցուցանիշներով և օտարերկրյա ներդրումների իրականացման արդյունքում անբարենպաստ հանգամանքների առաջացման ցածր հավանականությամբ, ինչի պատճառով փոքր է ներդրումների իրականացման ռիսկայնությունը: Դրա շնորհիվ բարձր տեմպերով աճում են ՀՀ բանկերում կատարվող օտարերկրյա ներդրումները՝ 2007 թ.-ին գրանցելով դիտարկվող ամբողջ ժամանակաշրջանի ամենաբարձր հավելվածի տեմպը՝ 128.5% (տես աղյուսակ 2.2.1):



Գծապատկեր 3.3.1: ՀՀ բանկերի և դրանցում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշները, ըստ 2003-2015 թթ., %¹⁸¹

2009 թ.-ին համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի պատճառով կտրուկ կրճատվում են ՀՀ բանկերի և դրանցում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշները, սակայն արդեն 2010 թ.-ին հաջողվում է հաղթահարել ճգնաժամի բացասական ազդեցությունը և ապահովել զգալի աճ: 2010-

¹⁸¹ Գծապատկերը կազմված է հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրա

2012 թթ. ընթացքում տեղի է ունենում շահութաբերության ցուցանիշների մակարդակի աճ, ինչը նպաստում է ոլորտի կայունության վերականգնմանը և օտարերկրյա ներդրումների աճին, որը անկում էր գրանցել 2009 թ.-ին:

2013 թ.-ին գրանցվում է վերոնշյալ ցուցանիշների անկում, սակայն ընդհանուր մակարդակը կարելի է համարել բավարար, ինչի շնորհիվ օտարերկրյա ներդրումների հավելաճի տեմպերի անկում չի նկատվում: 2010-2013 թթ.-ի ընթացքում ՀՀ բանկերի ROE-ն և ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերությունը ունեն ցածր տատանողականություն, իսկ ROA-ն՝ միջին, ինչի շնորհիվ ժամանակաշրջանը բնորոշվում է օտարերկրյա ներդրումների իրականացման արդյունքում անբարենպաստ հանգամանքների առաջացման ցածր հավանականությամբ և հետևաբար ցածր ռիսկայնությամբ:

Պետք է նշել, որ թեև ՀՀ բանկային համակարգը կարողանում է արագ հաղթահարել ֆինանսական ճգնաժամը, սակայն հետճգնաժամային ժամանակաշրջանում հնարավոր չի լինում վերականգնել բանկերի և դրանցում կատարված օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության ցուցանիշների նախաճգնաժամային մակարդակը:

2014-2015 թթ. ընթացքում գրանցվում է շահութաբերության ցուցանիշների կտրուկ անկում, իսկ վարիացիայի գործակիցը գրանցում է առավելագույն 100% արժեքը, ինչը վկայում է օտարերկրյա ներդրումների իրականացման ռիսկայնության խիստ բարձր և ներդրումների արդյունավետության խիստ ցածր մակարդակի մասին: Այս անկայունությունը 2014-2015 թթ.-ին հանգեցնում է ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների ծավալների անկման՝ համապատասխանաբար 11.3%-ով և 7.2%-ով:

Այսպիսով կարող ենք եզրակացնել, որ ՀՀ բանկային համակարգում օտարերկրյա ներդրումների իրականացման ռիսկայնության տեսանկյունից 2003-2015թթ ժամանակաշրջանը բաժանվում է երեք մասի 2003-2008 թթ., 2010-2013 թթ. և 2014-2015 թթ.: 2003-2008 թթ. բնութագրվում է ռիսկայնության ցածր և շահութաբերության ցուցանիշների խիստ բարձր մակարդակով, ինչի շնորհիվ բարձր տեմպերով աճում են օտարերկրյա ներդրումները: 2010-2013 թթ. բնորոշվում է հետճգնաժամային վերականգնմամբ և կայունացմամբ, ինչպես նաև ներդրումների իրականացման

ռիսկայնության ցածր մակարդակով: 2014-2015թ.ին ՀՀ բանկերի շահույթի կտրուկ անկման պատճառով աննախադեպ անկում են գրանցում շահութաբերության բոլոր ցուցանիշները, ինչի հետևանքով ժամանակաշրջանը բնորոշվում է օտարերկրյա ներդրումների իրականացման խիստ բարձր ռիսկայնությամ, որը հանգեցնում է օտարերկրյա ներդրումները ծավալների անկման:

ՀՀ բանկերի վարկային ռիսկը սերտորեն փոխկապակցված է ՀՀ դրամ/դոլար փոխարժեքի հետ՝ բանկերի վարկային պորտֆելի դոլարացման բարձր մակարդակի պատճառով: Ազգային արժույթի արժեզրկումը հանգեցնում է վարկառուների պարտավորությունների աճին, նրանց ֆինանսական վիճակի վատթարացմանը, որը մեծացնում է վարկային ռիսկը: Հետևաբար որքան ամուր է ՀՀ դրամը, այնքան ցածր է վարկային ռիսկը և հակառակը:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Ատենախոսության շրջանակներում իրականացված ուսումնասիրությունների արդյունքները թույլ են տալիս կատարել հետևյալ եզրակացությունները.

1. ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավվող ավանդների անբավարար ծավալների պատճառով (2007-2015թթ ժամանակաշրջանում) ՀՀ բանկերը ստիպված են լինում միջոցներ ներգրավել արտերկրից, ինչի արդյունքում ՀՀ բանկային համակարգը խիստ կախվածության մեջ է հայտնվել օտարերկրյա ֆինանսական հոսքերից: Սա հանգեցնում է տնտեսության և ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելի դոլարացման մակարդակի բարձրացմանը և խոցելի դարձնում ՀՀ վարկառուներին փոխարժեքային տատանումների ժամանակ: Մեր կողմից բացահայտվել է ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավվող ավանդների անբավարար մակարդակի և ՀՀ տնտեսության դոլարացման աճի միջև առկա կապը և ներկայացվել դոլարացման պարույրի տեսքով:

Ավանդների (մասնավորապես երկարաժամկետ ավանդների) անբավարար ծավալները պայմանավորված են ՀՀ բնակչության խնայողությունների ցածր մակարդակով, ինչը աղքատության բարձր մակարդակի հետևանքն է: Ավանդների ծավալների մեծացման և երկարաժամկետ ավանդների տեսակարար կշիռը ավելացնելու նպատակով մե կարծիքով անհրաժեշտ է ավանդների հատուցման երաշխավորումը իրականացնել դիֆերենցիալության սկզբունքով, այսինքն հատուցման սահմանաչափը պետք է աճի կամ նվազի կախված ավանդի ներդրման ժամկետից: Որքան երկար ժամկետով է ներդրվում գումարը, այնքան մեծ է հատուցման սահմանաչափը և հակառակը: Ներկայումս ՀՀ բանկերում ավանդներից ստացվող տոկոսագումարներից գանձվում է 10% եկամտահարկ՝ անկախ ավանդի ժամկետից: Խրախուսելու համար երկարաժամկետ ավանդների ներդրումը, կարելի է նվազեցնել դրանց հարկման դրույքաչափերը:

2. ՀՀ բանկերի համար առավել շահավետ է էժան վարկային միջոցների ներգրավումը արտերկրից, քան ավանդներ ներգրավումը ՀՀ ռեզիդենտներից, ինչը պայմանավորված է օտարերկրյա վարկային միջոցների մատչելիությամբ, տեղական ավանդների ծավալների սահմանափակությամբ և այն հանգամանքով, որ

օտարերկրյա վարկերի ներգրավումը չի պահանջում մասնաճյուղերի ցանցի ստեղծում, միջդեռ ավանդների ներգրավումը առանց դրա հնարավոր չէ:

3. Մինչճգնաժամային տարիներին ՀՀ բանկային համակարգում կատարված օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների կառուցվածքում պարտքային գործիքները ունեին չնչին տեսակարար կշիռ, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ մինչև 2006թ.-ը ներառյալ ՀՀ ռեզիդենտներից ներգրավված ավանդների ծավալը լիովին ծածկում էր վարկավորման համար անհրաժեշտ միջոցների պահանջը: Հաջորդ տարիներին վարկավորման ծավալների աճի պատճառով բանկերը ձեռնամուխ եղան արտերկրից ֆինանսական միջոցների ներգրավմանը, ինչի արդյունքում մեծացան նաև պարտքի գործիքների միջոցով ներգրավվող միջոցները: Դա հանգեցրեց միջազգային ֆինանսական շուկաներին ՀՀ բանկերի առավել սերտ ինտեգրմանը:

4. 2002-2015 թթ. ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ընհամենը, ուղղակի և այլ ներդրումների աճի միջին տեմպերի տարբերությունները մեծ չեն, ինչը վկայում է այն մասին, որ ՀՀ բանկային համակարգում առկա է օտարերկրյա կապիտալի ներհոսքի գործիքակազմի դիվերսիֆիկացիա, այսինքն ներդրումները իրականացվում են տարբեր ֆինանսական գործիքների օգտագործմամբ և նպաստում միջազգային ֆինանսական շուկաներին ՀՀ բանկային համակարգի առավել սերտ ինտեգրմանը:

5. Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամից հետո ՀՀ բանկային համակարգը սկսեց վերականգնվել, ինչի արդյունքում արձանագրվեց օտարերկրյա ներդրումների աճ, սակայն դրանց հավելածի տեմպերը զգալիորեն զիջում են նախաճգնաժամային տարիներին, ինչը պայմանավորված է հետճգնաժամային տարիներին ՀՀ բանկային համակարգի շահութաբերության ցուցանիշների ավելի ցածր մակարդակով:

6. ՀՀ բանկային համակարգի շահութաբերության ցուցանիշները 2003-2013թթ ընթացքում (բացառությամբ 2009թ) զգալիորեն բարձր են մասնագիտական գրականության մեջ ընդունված նվազագույն ընդունելի մակարդակներից, մյուս կողմից բարձր մակարդակի վրա են գտնվում նաև կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության ցուցանիշները, ինչը վկայում է ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական կայունության մասին: Շահութաբերության բարձր մակարդակ հնարավոր է լինում ապահովել օտարերկրյա մատչելի վարկերի ներգրավման և ՀՀ-ում

բարձր տոկոսադրույքներով տեղաբաշխելու շնորհիվ, ինչի արդյունքում ապահովվում է զուտ տոկոսային մարժայի բարձր մակարդակ: 2014-2015 թթ. թեև կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության ցուցանիշները պահպանում են բարձր մակարդակը, սակայն նկատվում է շահութաբերության ցուցանիշների կտրուկ անկում, ինչը հանգեցնում է ֆինանսական կայունության վատթարացման:

7. 2002-2014 թթ. ընթացքում ՀՀ բանկային համակարգի ընդհանուր զարգացման մասին է վկայում ՀՀ բանկերի աշխատակիցների, մասնաճյուղերի թվի, ինչպես նաև դրանց աշխատանքի արտադրողականության անընդհատ աճը, որը սակայն ընդհատվում է 2015թ.ին՝ ՀՀ բանկային համակարգի շահութաբերության աննախադեպ անկման պատճառով:

8. 2014-2015թթ. ընթացքում ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական վիճակը կտրուկ վատթարացավ, ինչի հիմնական պատճառը 2014թ.-ի տարեվերջին ՀՀ դրամի արժեզրկումն էր, որը հանգեցրեց ՀՀ վարկառուների վարկային պարտավորությունների մեծացման, նրանց ֆինանսական վիճակի վատթարացման, ժամկետանց պարտավորությունների աճի, ՀՀ բանկերի կողմից ակտիվների հնարավոր կորուստների պահուստներին կատարվող մասնահանումների կտրուկ մեծացման և որպես հետևանք՝ շահույթի աննախադեպ կրճատման: ՀՀ Բանկերի շահութաբերության ցածր տեմպերի պահպանումը կարող է հանգեցնել օտարերկրյա կապիտալի արտահոսքի: Եթե հնարավոր չէ արագ քայլեր ձեռնարկել դրամի արժևորման ուղղությամբ (հաշվի առնելով ՀՀ մակրոտնտեսական ներկայիս վիճակը), ապա մեր կարծիքով ՀՀ ԿԲ-ն պետք է ժամանակավորապես նվազեցնի արտարժույթային ժամկետանց վարկերի գծով ակտիվների հնարավոր կորուստների պահուստին կատարվող մասնահանումների դրույքաչափերը, ինչը կնպաստի այդ մասնահանումների նվազեցմանը և բանկերի շահույթի ավելացմանը:

ՀՀ դրամի արժեզրկման հետևանքով որակագրկված ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելի որակը բարձրացնելու նպատակով մեր կարծիքով բանկերը պետք է ընտրողաբար նվազեցնեն արտարժույթային վարկերի տոկոսադրույքները այնքան, որ չեզոքացվի դրամի արժեզրկման ազդեցությունը վարկառուների վրա: Դա կնվազեցնի վարկառուների ֆինանսական ծանրաբեռնվածությունը և ժամկետանց վարկերի

ծավալը, կբարձրանա վարկային պորտֆելի որակը: Պետք է նշել, որ այս մեթոդը առավել արդյունավետ կլիներ, եթե կիրառվեր դրամի արժեզրկումից անմիջապես հետո՝ որպես պորտֆելի որակազրկումը կանխարգելող միջոց:

9. ՀՀ բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և ՀՀ բանկերի գուտ շահույթի, ՀՀ բանկերի կողմից վճարված շահութահարկի, տեղաբաշխված վարկերի, մասնաճյուղերի թվի, աշխատողների թվի կոռելյացիոն կապի ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս եզրակացնել, որ օտարերկրյա ներդրումները արդյունավետ են ՀՀ առևտրային բանկերի տեսանկյունից և նպաստում են ՀՀ առևտրային բանկերի հարկումից հետո գուտ շահույթի մեծացմանը, ՀՀ առևտրային բանկերի ֆինանսական կայունության ամրապնդմանը, պետական բյուջե վճարվող հարկերի ավելացմանը, ՀՀ գործազրկության, սոցիալական լարվածության մակարդակի նվազեցմանը և բարձր որակավորում պահանջող աշխատատեղերի ստեղծմանը, բնակչության համար բանկային ծառայությունների հասանելիության մակարդակի բարձրացմանը, ՀՀ-ում ավանդների ներգրավման համար անհրաժեշտ ենթակառուցվածքների զարգացմանը, տնտեսությունը վարկային ներդրումներով ապահովելու համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցների բավարար ծավալների ապահովմանը և այլն:

ՀՀ առևտրային բանկերի տեսանկյունից օտարերկրյա ներդրումները արդյունավետ են, քանի որ շատ ցածր է բանկերից շահույթի արտահոսքի գործակիցը: Սա նշանակում է, որ շահույթի չնչին մասն է դուրս բերվում երկրից դիվիդենդների տեսքով, իսկ հիմնական մասը վերաներդրում է՝ նպաստելով ոլորտի հետագա զարգացմանը:

Վերոնշյալ դրական ազդեցությունով հանդերձ օտարերկրյա ներդրումները թողնում են նաև որոշակի բացասական ազդեցություն, մասնավորապես դրանց մեծ տեսակարար կշիռը ՀՀ բանկային համակարգում հանգեցնում է օտարերկրյա կապիտալից ՀՀ բանկային համակարգի կախվածության մեծացման, ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելի և ՀՀ տնտեսության դոլարացման մակարդակի աճի:

10. Օտարերկրյա ներդրողների տեսանկյունից ՀՀ բանկային համակարգում կատարված օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս եզրակացնել, ներդրումների արդյունավետությունը 2003-2015 թթ.

փուլային անկում է արձանագրել, առավելագույն մակարդակ գրանցելով 2003-2008թթ.-ին, իսկ նվազագույն մակարդակ՝ 2014-2015թթ.-ին: ՀՀ բանկային համակարգի նկատմամբ վստահությունը օտարերկրյա ներդրողների մոտ ձևավորվել է 2003-2008թթ. ՀՀ բանկերի և օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության կայուն բարձր մակարդակի ապահովման շնորհիվ: Դրա արդյունքում մեծացել է ներդրումների ծավալը և ՀՀ բանկերում օտարերկրյա մասնակցության տեսակարար կշիռը: Օտարերկրյա ներդրումների միջին շահութաբերությունը աստիճանաբար նվազել է՝ 2003-2008թթ., 2010-2012թթ., 2013-2014թթ. ժամանակաշրջաններում կազմելով համապատասխանաբար 21.03%, 16.2% և 10.4%, ընդ որում 2003-2014թթ. միջին շահութաբերությունը եղել է 15.14%: 2014-2015թթ.-ին արդյունավետության անկումը պայմանավորված է 2014թ.-ի տարեվերջին ՀՀ դրամի արժեզրկմամբ, որը ազդեցության փոխանցման մեխանիզմի միջոցով հանգեցրել է բանկերի շահութաբերության և հետևաբար օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության անկման: Մեր կողմից բացահայտվել և լուսաբանվել են այդ մեխանիզմի հիմնական օղակները, ինչը թույլ կտա հետագայում խուսափել նմանատիպ անկումներից:

11. Առկա է թույլ կոռելյացիոն կապ ՀՀ բանկերի կանոնադրական կապիտալում կատարված օտարերկրյա ներդրումների և օտարերկրյա ներդրողներին բաժին ընկնող շահույթի միջև, այսինքն շահույթի անկումը անմիջապես չի հանգեցնում ներդրումների արտահոսքի, ինչը վկայում է այն մասին, որ օտարերկրյա ներդրողները հետապնդում են երկարաժամկետ նպատակներ այլ ոչ թե կարճաժամկետ սպեկուլյատիվ շահեր: Դրա մասին է կայում նաև օտարերկրյա ընդհանուր ներդրումների մեջ ուղղակի ներդրումների մեծ տեսակարար կշիռը:

12. Մեր կողմից առաջարկվել է օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության գործոնային վերլուծության մեթոդական մոտեցում՝ երկգործոն և եռագործոն տարբերակներով, որը թույլ է տալիս բացահայտել դիվիդենտների վճարման գործակցի, ըստ դիվիդենտների օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության, շահույթի արտահոսքի գործակցի և ՀՀ բանկային համակարգի կանոնադրական կապիտալում օտարերկրյա մասնացկության չափի ազդեցությունը օտարերկրյա ներդրումների շահութաբերության մակարդակի վրա: Վերոնշյալ ցուցանիշներից

երկուսը՝ ըստ դիվիդենտների օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետության և շահույթի արտահոսքի գործակցիները մշակվել են մեր կողմից և թույլ են տալիս գնահատել օտարերկրյա ներդրումների արդյունավետությունը օտարերկրյա պորտֆելային ներդրողի և ներդրման ոլորտի տեսանկյունից:

13. ՀՀ բանկային ոլորտում օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների փոքր տեսակարար կշիռը պայմանավորված է դիվիդենտների վճարման գործակցի և ըստ դիվիդենտների ներդրումների արդյունավետության ցածր մակարակով, քանի որ պորտֆելային ներդրողի հիմնական նպատակը շահույթի առավելարկումն է: Վերոնշյալ ցուցանիշի մակարդակի վրա բացասական ազդեցություն ունի նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությունը, ինչը օտարերկրյա պորտֆելային ներդրողի համար դժվար հասանելի է դարձնում ՀՀ բանկային համակարգը:

14. 2003-2015թթ ժամանակաշրջանը ՀՀ բանկային համակարգում օտարերկրյա ներդրումների իրականացման ռիսկայնության տեսանկյունից կարելի է բաժանել երեք մասի՝ 2003-2008 թթ., 2010-2013 թթ. և 2014-2015 թթ.: 2003-2008թթ բնութագրվում է ռիսկայնության ցածր և շահութաբերության ցուցանիշների խիստ բարձր մակարդակով, ինչի շնորհիվ բարձր տեմպերով աճում են օտարերկրյա ներդրումները: 2010-2013թթ բնորոշվում է հետճգնաժամային վերականգնմամբ և կայունացմամբ, ինչպես նաև ներդրումների իրականացման ռիսկայնության ցածր մակարդակով: 2014-2015թ.ին ՀՀ բանկերի շահույթի կտրուկ անկման պատճառով աննախադեպ անկում են գրանցում շահութաբերության բոլոր ցուցանիշները, ինչը հետևանքով ժամանակաշրջանը բնորոշվում է օտարերկրյա ներդրումների իրականացման խիստ բարձր ռիսկայնությամ, որը հանգեցնում է օտարերկրյա ներդրումները ծավալների անկման:

15. ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելի դոլարացման բարձր մակարդակը հանգեցրել է բանկերի վարկային ռիսկի և դրամ/դոլար փոխարժեքի միջև սերտ կապի առաջացմանը: Դրամի արժեզրկումը հանգեցնում է արտարժույթային վարկեր ունեցող վարկառուների պարավորությունների աճին, ֆինանսական վիճակի վատթարացմանը, ինչի արդյունքում մեծանում է վարկային պարտավորությունների չկատարման հավանականություն և հետևաբար վարկային ռիսկը:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. Բադանյան Լ. և ուրիշներ, Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ. Եր.: Զանգակ-97, 2007.- 664 էջ,
2. Բայադյան Ա. Հ., Ֆինանսա-վիճակագրական բացատրական բառարան. Ե.: Լիմուշ, 2008.- 514 էջ,
3. Կյուրեղյան Է. Ա., Փիլիսոփայություն, ուսումնական ձեռնարկ, Ե.: Ճարտարագետ, 2004.- 252 էջ,
4. ՀՀ վիճակագրական տարեգիրք 2016,
5. ՀՀ ԿԲ տարեկան տեղեկագիր՝ 2002-2008թթ., 2010թ., 2012թ., 2014թ., 2015թ.
6. ՀՀ ԿԲ «Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն», 2013թ.,
7. ՀՀ ԿԲ կանոնակարգ 2՝ Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները,
8. ՀՀ ԿԲ, Համաշխարհային բանկի և միջազգային ֆինանսական կորպորացիայի Գործարարությամբ զբաղվելու դյուրինությունը ինդեքս հետազոտություն՝ 2012-2016 թթ.,
9. ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ֆինանսական համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2010-2015 թթ.,
10. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, ընդունված 1998թ.,
11. ՀՀ օրենքը օտարերկրյա ներդրումների մասին, ընդունված 31.07.1994թ.,
12. ՀՀ ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգ, ընդունված 08.10.2015թ.,
13. Օտարերկրյա ներդրումների մասին ձև 9-ներդրում (եռամսյակային) պետական վիճակագրական հաշվետվության լրացման հրահանգ.- ընդունված 07.08.2013 թ.,
14. Абалкина А.А. Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // Финансы и кредит, 2010, N 28, с. 22-29,
15. Агрба З. Т. Особенности и механизмы государственного регулирования прямых иностранных инвестиций // Горизонты экономики, 2016, N 3, с. 73-78,
16. Басовский Л.Е., Басовская Е. Н., Экономическая оценка инвестиций: Учеб. Пособие. М.: ИНФРА-М, 2007.- 241 էջ,

17. Бланк И. А., Инвестиционный менеджмент. Учебный курс. К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001.- 448 с.,
18. Блауг М., Экономическая мысль в ретроспективе. М.: Дело Лтд, 1994.- 720 с.,
19. Бочаров В. В., Инвестиции. Учебник для вузов. 2-е изд., СПб.: Питер, 2009.- 384с.,
20. Бригхэм Ю.Ф., Эрхард М. С., Финансовый менеджмент. 10-е изд. СПб.: Питер. 2009.- 960 с.,
21. Вершинина А.А. Теоретико-методологические основы статистического анализа прямых иностранных инвестиций в России // Транспортное дело России, 2010, N 5, с. 103-106,
22. Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: Учебник. М.: Финансы и статистика.- 2002.- 463 с.,
23. Гитман Дж. Л. Основы инвестирования. Пер. с англ. М.: Дело, 1997.- 1008 с.,
24. Глухова М. Г. Варламова О. А Особенности зарубежного опыта экономической оценки инвестиционных проектов // Экономика: вчера, сегодня, завтра, 2016, N7, с. 47-57,
25. Данилкина Н. А. Влияние иностранных инвестиций на социально-экономическое развитие стран мира // Академический вестник, 2015, N2, с. 259-265,
26. Дасковский В.Б. Киселёв В.Б. Актуальность совершенствования экономического обоснования инвестиций // Инвестиции в России, 2014, N5, с. 3-16,
27. Долан Дж. Э., и др., Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Пер. с англ. В. Лукашевича и др., М.: 1996.- 448 с.,,
28. Елисеева И.И., Эконометрика: 2-е изд.- М.: Финансы и статистика, 2007.- 576 с.,
29. Еремина С. Л. Калашникова Т. В. Прямые иностранные инвестиции: эффекты регулирования // Вестник Томского Государственного Университета, 2003, N 279, с. 133-138,

30. Задохина Н.В. Милевская Ю.С. Слесарева Е.А. Зарубежный опыт привлечения иностранных капиталовложений // Вестник Московского Университета МВД России, 2014, N 3, с. 178-181,
31. Захаров В.К. Какие инвестиции служат развитию России // Финансы и кредит.- 2012, N8, с. 11-20,
32. Зубченко Л.А., Иностранные инвестиции: Учеб. пособие, М.: ООО Книгодел, 2006.- 160 с.,
33. Иванов В.А. и др., Иностранные инвестиции. курс лекций. Ижевск: Институт экономики и управления ГОУ ВПО УдГУ, 2009.- 159 с.,
34. Ивасенко А. Г. Инвестиции: источники и методы финансирования. 3-е изд. М.: ОМЕГА-Л, 2009. 261с.,
35. Игонина Л.Л. Инвестиции: учеб. Пособие. М.: Экономист, 2005.- 478 с.,
36. Кейнс Дж. М., Избранные произведения. М.: Экономика, 1993.- 543с.,
37. Келешян А.А. Инвестиционные риски и пути их снижения // Проблемы современной экономики, 2016, N 29, с. 11-16,
38. Киселева Н.В. Инвестиционная деятельность. учеб. Пособие. 2-е изд. М.: КНОРУС, 2006.-432 с.,
39. Клевцов В.В., Иностранные инвестиции: международный рынок акций и его диагностирование // Ido science, Центр развития современных образовательных технологий, 2011, N 1, с. 48-61,
40. Ковалев В.В., Иванов В. В., Инвестиции. Учебник. М.: ООО ТК Велби, 2003.- 440 с.,
41. Кокушкина И. В. Мисакян М. Н. Прямые иностранные инвестиции в странах СНГ: современные проблемы // Вестник Санкт-Петербургского университета, серия 5. Экономика, 2006, N4, с. 102-107,
42. Коновалова Т. В. Надирян С. Л. К вопросу оценки и управления инвестиционными рисками // Наука. техника. технологии (политехнический вестник), 2014г, N 2, с. 61-63,

43. Копосова А. С. Развитие системы государственного финансового регулирования иностранных инвестиций в России // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, 08.00.10 М.: 2014, 210с.,
44. Корнейко О. В. Линь Цян Оценка инвестиционной привлекательности Приморского края для иностранного инвестора // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. серия: экономика и управление, 2016, N2, с. 28-34,
45. Круглов В.Н. Иностранные инвестиции: проблемы и решения // Финансы и кредит, 2008, N23, с. 52-57,,
46. Крысанова Н. В., Применение методов оценки эффективности иностранных инвестиций на примере российской экономики // Вестник Гуманитарного Университета, 2013, N 3, с. 74-78,
47. Кузнецов Б. Т., Инвестиции, 2-е изд, М.: ЮНИТИ, 2010.- 624с.,
48. Лебедев Д. С. Международные Валютно-кредитные и финансовые отношения. Учебное пособие. Ярославль: ЯрГУ, 2006.- 164 с.,
49. Ливенцев Н. Н. Международное движение капитала: учебник для вузов.- М.: Экономист, 2004.- 367 с.,
50. Лотобаева Г.Г. Насонова А.А. Система ключевых показателей устойчивости коммерческого банка // Сибирская финансовая школа, 2006, N3(36), с. 76-80,
51. Макконнелл К.Р., Брю С.Л., Экономикс: Принципы, проблемы и политика: Пер. с 14-го англ. Изд., М.: ИНФРА-М, 2003.- 972 с. ,
52. Малиновская О. В., Инвестиции: Уч. Пособие. СПб.: СПГУВК, 2009.- 186 с.,
53. МВФ, Международная инвестиционная позиция: пособие по источникам данных, Вашингтон, 2002, русский перевод 2004,
54. МВФ, Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, 6-е изд, Вашингтон, 2009, перевод на русский 2012
55. Медведь А. А., Иностранные инвестиции и страновой риск // Известия Санкт-Петербургского Государственного Экономического Университета, 2013, N 3, с. 24-29,

56. Милль Дж. С. Основы политической экономии и некоторые аспекты их приложения к социальной философии: в 3 т, М, 1980, Книга 3,
57. Михайлова А. А. Роль прямых иностранных инвестиций в экономике стран-реципиентов // Экономическая наука современной России, 2009, N3, с. 84-93,
58. Нарышкин с. Оценка социально-экономической эффективности иностранных инвестиций на уровне территорий // Вестник института экономики российской академии наук, 2008, N1, с. 203-214,
59. Носова О. В. Влияние притока прямых иностранных инвестиций на экономический рост // Север и рынок: формирование экономического порядка, 2016, N 1, с. 13-20,
60. Орлова Е. Р., Иностранные инвестиции в России. Учеб. Пособие. 2-е изд, М.: Омега-Л, 2009.- 203 с.,
61. Орлова Е. Р. Инвестиции. Курс лекций. 3-е изд. М.: ОМЕГА-Л, 2006.- 207 с.,
62. Петросян С. А. Особенности рисков при осуществлении иностранных инвестиций в Армению и пути их снижения // Вестник Университета (Государственный университет управления), 2013, N5, с. 81-84,
63. Петросян С.А. Эффективность иностранных инвестиций в Республике Армения // Вестник университета (Государственный университет управления), 2013, N11, с. 104-108,
64. Ример М. И. и др., Экономическая оценка инвестиций. 2-е изд. СПб.: Питер: 2008.- 480с.,
65. Савельев А.А. Эволюция теорий прямых иностранных инвестиций // Перспективы науки, 2015, N 4, с. 82-87,
66. Смит А., Исследование о природе и причинах богатства народов. Серия: Антология экономической мысли. М.: Эксмо, 2007.- 960 с.,
67. Соломатина М.И. Проблемы и факторы повышения инвестиционной привлекательности банковского сектора // Terra economicus, 2008, том 6, N4-4, с. 77-80,

68. Суворов А.В. Опыт иностранных банков по освоению финансовых рынков стран с переходной экономикой // Финансовая аналитика: проблемы и решения, 2008, N3, с. 41-52,
69. Тихонова В.Г. К вопросу об эффективности прямых иностранных инвестиций в России // Вестник Московского Университета. серия 6: экономика, 2005, N 2, с. 13-27,
70. Ткаченко И. Ю., Инвестиции. Учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений. М.: изд. Центр Академия, 2009.- 240 С.,
71. Токмачева Н. В. Государственное регулирование инвестиционной деятельности: сравнительная характеристика налоговых инструментов регионов южного федерального округа // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки СКАГС, 2016, N 1, с. 30-36,
72. Федорова Е. А. и др., Оценка эффективности компаний с прямыми иностранными инвестициями: отраслевые особенности В РФ // Пространственная экономика, 2015, N 2, с. 47-63,
73. Федорова Е.А. и другие Сравнительный анализ акционерных обществ с прямыми иностранными инвестициями и без прямых иностранных инвестиций // Экономический анализ: теория и практика, 2014, N 27(378), с. 19-26,
74. Хазанович Э. С., Иностранные инвестиции: учеб. Пособие, 2-е изд., М.: КНОРУС, 2011.- 312 с.,
75. Хамаганова Л. Д. Проникновение иностранного капитала в Российский банковский сектор // Известия Байкальского Государственного Университета.- 2008, N 2, с. 83-87,
76. Харламенко Е.В. Инвестиции: оценка риска. количественный анализ рисков инвестиционного проекта // Российское предпринимательство, 2009, N 5-1, с. 58-63 ,
77. Центр экономических исследований МФПА, Аналитический отчет: Инвестиционная привлекательность банков, 2007, М.: 15 с.,

78. Чернов В. А. Инвестиционная стратегия: уч. пособие для вузов, М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003.- 158 с.,
79. Чернов В. А., Инвестиционный анализ. Учеб. пособие для студ. Вузов. 2-е из. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009.- 159 с.,
80. Шарп У. Ф., Гордон Дж. А. Инвестиции, пер с англ., М.: ИНФРА-М, 2001.- 1028с.,
81. Юнусов Л. А. Методология оценки эффективности прямых иностранных инвестиций // Аудит и финансовый анализ, 2009, N3, с. 290-298,
82. Akamatsu K. A. Historical pattern of economic growth in developing countries // Journal of developing economies, 1962, V. 1, p. 3-25,
83. Buckley P. J. The Limits of Explanation: Testing the Internalization Theory of the Multinational Enterprise // Journal of international Business Studies, 1988, N 19(2), p.181-193,
84. Collon P.H., Dictionary of banking and finance. 3th ed. London: A&C Black, Bloomsbury, 2005.- 400 p.,
85. Dunn O. J. Clark V. A., Basic statistics. 4th ed. New Jersey: Wiley & sons, 2009.- 272 p.,
86. Elena Chirila Donciu, Promoting and attracting foreign direct investment // CES working papers: University of Iasi (Romania), V. VI, issue 3, p. 17-28,
87. Froot A. K. Stein C. J. Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach // The Quarterly Journal of Economics, 1991, V. 106, Issue 4, p. 1191-1217,
88. Hymer H. S. The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, Massachusetts institute of technology. 1960.- 198 p.,
89. Izmambetova M. M. Financial risks of investment projects // Архивариус, 2015, Том 1, N3, с 52-55,
90. Kojima K., T. Ozava, Micro- and Macro-economic Models of foreign investment: toward a Synthesis // Hitotsubashi journal of economics, 1984, Vol 25, p. 1-20,

91. Miller M. Modigliani F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // The American economic review, 1958, V. 48, N3, p. 261-297,
92. Mundell R. A. international Trade and Factor Mobility // The American Economic review, 1957, V. 47, N3, p. 321-335,
93. Shim J. K. Constatas M., Encyclopedic Dictionary of International Finance and Banking. New York: St. Lucie Press, 2001, 336 p.,
94. Tkacheva E.S. Domnitskaya E.E. Foreign direct investments in Russia // Электронный вестник Ростовского Социально-экономического Института, 2014, N4, с. 442-449,
95. Tolstyh A.V. Legal peculiarities of the state-legal regulation of foreign investments in foreign countries // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук, 2013, N3, с. 211-215,
96. Vernon R. International investment and international trade in the product cycle // Quarterly Journal of Economics, 1966, N 80(2), p. 190-207,
97. World bank group // Doing business, economy profile 2016, Armenia. 105 p.,

ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ

Հավելված 1: Դիմում ՀՀ ԿԲ-ին

ՀՀ ԿԲ նախագահ

Ա. Ջավադյանին

ՀԱԱՀ ասպիրանտ

Տարոն Տիգրանի Սիմոնյանից

ԴԻՄՈՒՄ

Հարգելի պարոն Ջավադյան,

սովորում եմ Հայաստանի Ազգային Ագրարային Համալսարանի ասպիրանտուրայում և գրում եմ թեկնածուական ատենախոսություն «Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման և արդյունավետության գնահատման հիմնախնդրները ՀՀ առևտրային բանկերում» թեմայով: Ատենախոսության պատրաստման համար անհրաժեշտ են տվյալներ, որոնք ներկայացված չեն ԿԲ պաշտոնական կայքում: Խնդրում եմ Ձեզ հանձնարարել ԿԲ համապատասխան ստորաբաժանմանը ինձ տրամադրել տվյալներ ՀՀ առևտրային բանկերում կատարված օտարերկրյա ներդրումների վերաբերյալ 2002-2014թթ կտրվածքով, մասնավորապես՝ ուղղակի, պորտֆելային և այլ ներդրումների գծով, հնարավորինս բացված տեսքով:

Կից ներկայացնում եմ.

- բաղվածք ՀԱԱՀ գիտ. խորհրդի արձանագրությունից,
- անձնագրի և ստուգման գրքույկի պատճեններ,
- անհրաժեշտ տվյալների ցանկը ներկայացնող աղյուսակներ:

Նախապես շնորհակալություն

Հարգանքով՝ Տ. Սիմոնյան



16.11.2015թ.

Կոնտակտային տվյալներ

Բջջ՝ [REDACTED]

Քաղ. հեռ. [REDACTED]

Էլ. հասցե՝ [REDACTED]

Հասցե՝ [REDACTED]

Հավելված 2: ԿԲ-ից ստացված պատասխան նամակը և վիճակագրական տվյալները

CENTRAL BANK
OF THE REPUBLIC OF ARMENIA



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК
РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

**ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ
ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ ԲԱՆԿ**

6, Vazgen Sargsyan str., 0010, Yerevan
Tel.: (374 10) 561 554
Fax: (374 10) 565 496

0010, Երևան, Վազգեն Սարգսյան 6
Հեռ.՝ (37410) 561 554
Ֆաքս՝ (37410) 565 496

0010, Ереван, Вазгена Саркисяна, 6
Тел.: (37410) 561 554
Факс: (37410) 565 496

19. 01. 2016թ. N 10.4-15/000/08-16
16. 11. 2015թ. Ձեռք N 17/մարտի

Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացի

պարոն Տարոն Սիմոնյանին

(ք. Երևան, Նոր Նորքի 7-րդ զ/ձ, 35 շ., 34 բն)

Հարգելի պարոն Սիմոնյան

Հայտնում ենք, որ համաձայն վճարային հաշվեկշռի կազմման մեթոդաբանության որպես առանձին հատված դիտարկվում են այլ ավանդային կազմակերպությունները, որոնք սովորաբար իրենց մեջ ընդգրկում են այն բոլոր ռեզիդենտ ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունները, որոնց պարտավորությունները հիմնականում բաղկացած են ավանդներից (դեպոզիտներից) կամ ավանդներին բնույթով շատ մոտ ֆինանսական գործիքներից և ընդգրկվում են տվյալ տնտեսության <<փող>> հասկացության կամ սահմանման մեջ: ՀՀ դեպքում այլ ավանդային կազմակերպությունների մեջ ներառվում են առևտրային բանկերը և վարկային կազմակերպությունները, որոնց տվյալները ամփոփվում և միասնական տեսքով ներկայացվում են արտաքին հաշիվների վիճակագրության մեջ: Այդ պատճառով բացակայում է միայն բանկային համակարգի համար կազմված արտաքին հաշիվների վիճակագրություն, ուստի տրամադրում ենք ավանդային կազմակերպությունների արտաքին հաշիվները 2001-2014 թվականներին:

Նշենք, որ միայն առևտրային բանկերի համար արտաքին հաշիվների վիճակագրության կազմումը կպահանջի էական աշխատանքային ռեսուրսների ծախս: Մյուս կողմից, հաշվի առնելով այն, որ վարկային կազմակերպությունների տվյալները սկսվել են ներառվել արտաքին հաշիվների վիճակագրության մեջ 2003 թվականից և այն, որ այլ ավանդային կազմակերպությունների ցուցանիշներում գերակշռող մասը պատկանում է առևտրային բանկերին, ապա կարելի է կից ներկայացվող տեղեկատվության հիման վրա (այլ ավանդային կազմակերպությունների ընդհանուր և առանձին՝ բանկերի միջազգային ներդրումային դիրքերը 2005 և 2010-2014 թվականներին) հաշվարկել գործակիցներ ներկայացված տարիների համար և դրանք տարածել այլ տարիների վրա:

Կից 3 էջ:

Հարգանքով՝

Վիճակագրության վարչության պետ

Գագիկ Աղաջանյան

ՀՀ ավանդային կազմակերպությունների միջազգային ներդրումային դիրքը (մլն ԱՄՆ դոլար)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ԱԿՏԻՎՆԵՐ	104.34	132.26	181.60	249.13	211.88	227.97	251.83	313.33	514.60	513.74	530.47	534.44	615.05	600.61	753.49
Ուղղակի ներդրումներ արտերկրում	0.38	0.36	0.39	0.00	6.95	10.19	5.70	6.85	5.33	5.58	5.74	0.00	9.23	7.42	7.30
Պորտֆելային ներդրումներ	5.44	0.57	0.53	0.61	3.23	3.45	2.98	0.43	1.67	1.78	1.40	2.36	7.75	9.25	12.11
Ֆինանսական ածանցյալներ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	4.18	1.48
Այլ ներդրումներ	98.52	131.32	180.67	248.52	201.70	214.33	243.14	306.05	507.60	506.38	523.33	532.09	597.58	579.76	732.60
Վարկեր	1.29	13.86	9.63	10.93	18.79	15.93	10.40	21.48	124.01	182.97	162.35	113.90	127.44	202.12	269.28
Երկարաժամկետ	0.00	0.23	4.06	3.96	3.25	3.98	4.42	8.35	6.57	14.56	33.51	35.09	71.83	68.16	148.05
Կարճաժամկետ	1.29	13.63	5.57	6.97	15.55	11.96	5.98	13.13	117.43	168.40	128.85	78.81	55.61	133.96	121.23
Կանխիկ դրամական միջոցներ և ավանդներ	97.13	115.71	169.82	234.63	177.92	194.95	215.15	278.44	346.79	285.60	313.64	368.98	437.09	345.84	432.28
Երկարաժամկետ	97.13	0.30	0.36	0.59	1.51	3.21	3.56	1.66	1.96	17.63	16.40	14.28	4.05	3.85	3.91
Կարճաժամկետ	0.00	115.41	169.46	234.04	176.42	191.74	211.59	276.77	344.83	267.97	297.25	354.70	433.04	341.99	428.37
Այլ ակտիվներ	0.09	1.75	1.23	2.96	4.99	3.45	17.59	6.14	36.80	37.81	47.34	49.21	33.04	31.79	31.04
Երկարաժամկետ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Կարճաժամկետ	0.09	1.75	1.23	2.96	4.99	3.45	17.59	6.14	36.80	37.81	47.34	49.21	33.04	31.79	31.04
ՊԱՐՏԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	143.78	114.60	110.66	170.96	265.11	388.18	895.33	1433.31	1374.05	1764.55	2289.62	2630.69	3184.75	3013.73	2833.65
Ուղղակի ներդրումներ ՀՀ-ում	27.31	17.03	13.23	36.94	108.59	174.94	343.59	508.57	500.34	618.84	662.63	686.14	839.71	754.92	740.71
Բաժնետիրական կապիտալ	31.78	34.67	30.34	42.53	71.30	113.02	230.31	346.12	375.76	437.20	467.07	475.32	511.22	432.14	515.08
Վերաներդրված շահույթ	-4.48	-17.64	-17.10	-12.60	26.64	51.33	96.31	148.43	117.39	174.12	188.78	205.34	250.63	218.06	132.86
Այլ կապիտալ	0.00	0.00	0.00	7.01	10.65	10.59	16.97	14.02	7.19	7.52	6.78	5.48	77.85	104.73	92.77
Պորտֆելային ներդրումներ	1.52	2.74	2.79	4.68	4.13	14.39	8.12	16.50	21.81	40.94	25.44	33.64	23.82	25.14	29.74
Բաժնետոմսեր	1.36	2.74	2.75	4.68	4.13	4.39	8.04	9.91	9.23	17.85	19.65	21.05	13.29	12.70	18.69
Պարտքային պարտավորություններ	0.15	0.00	0.04	0.00	0.00	10.00	0.08	6.59	12.57	23.09	12.57	12.59	10.53	12.44	11.05
Ֆինանսական ածանցյալներ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.65	3.25	2.20
Այլ ներդրումներ	114.95	94.83	94.63	129.34	152.39	198.86	543.63	908.23	851.90	1104.76	1601.56	1910.91	2320.58	2230.42	2061.00
Վարկեր	30.72	19.36	14.59	22.22	37.88	87.87	333.90	561.04	464.20	654.20	942.79	1248.61	1189.77	1388.28	1190.24
Երկարաժամկետ	0.00	13.46	10.22	19.14	36.21	58.32	196.45	489.54	431.40	581.12	808.19	1128.71	1066.56	1099.36	1110.77
Կարճաժամկետ	30.72	5.90	4.36	3.09	1.67	29.55	137.45	71.50	32.80	73.09	134.60	119.90	123.22	288.93	79.47
Կանխիկ դրամական միջոցներ և ավանդներ	83.43	73.90	78.57	98.25	108.43	107.48	193.72	336.05	382.22	432.70	644.72	627.41	1078.37	772.38	809.99
Երկարաժամկետ	0.00	6.34	1.93	3.12	9.34	8.45	26.08	70.48	74.54	94.16	184.63	164.65	304.74	359.69	434.62
Կարճաժամկետ	83.43	67.56	76.63	95.13	99.08	99.02	167.63	265.58	307.68	338.54	460.09	462.76	773.63	412.68	375.37
Այլ պարտավորություններ	0.80	1.57	1.48	8.87	6.08	3.51	16.01	11.14	5.48	17.86	14.04	34.88	51.04	68.57	60.77
Երկարաժամկետ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.16
Կարճաժամկետ	0.80	1.57	1.48	8.87	6.08	3.51	16.01	11.14	5.48	17.86	14.04	34.88	51.04	68.57	59.61
Զուտ միջազգային ներդրումային դիրքը	-39.45	17.66	70.94	78.17	-53.23	-160.21	-643.50	-1119.97	-859.46	-1250.81	-1759.15	-2096.25	-2569.70	-2413.12	-2080.16

ՀՀ առևտրային բանկերի միջազգային ներդրումային դիրքը (մլն ԱՄՆ դոլար)

	2005	2010	2011	2012	2013	2014
ԱԿՏԻՎՆԵՐ	206.43	498.47	527.65	529.13	605.83	590.33
Ուղղակի ներդրումներ արտերկրում	6.95	5.58	5.74	0.00	9.17	7.42
Պորտֆելային ներդրումներ	0.00	0.00	0.00	0.00	7.75	9.17
Ֆինանսական ածանցյալներ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	4.18
Այլ ներդրումներ	199.48	492.90	521.92	529.13	588.41	569.55
Վարկեր	18.77	177.52	162.19	113.73	118.35	194.45
երկարաժամկետ	3.22	12.78	33.34	34.92	70.74	67.67
կարճաժամկետ	15.55	164.74	128.85	78.81	47.61	126.78
Կանխիկ դրամական միջոցներ և ավանդներ	175.96	281.99	313.56	368.84	437.09	344.28
երկարաժամկետ	1.51	17.63	16.40	14.28	4.05	3.85
կարճաժամկետ	174.46	264.36	297.16	354.56	433.04	340.43
Այլ ակտիվներ	4.75	33.38	46.17	46.56	32.97	30.81
երկարաժամկետ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
կարճաժամկետ	4.75	33.38	46.17	46.56	32.97	30.81
ՊԱՐՏԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	252.63	1577.51	2136.82	2452.79	3045.92	2701.91
Ուղղակի ներդրումներ ՀՀ-ում	102.19	568.04	610.10	626.11	770.87	683.26
Բաժնետիրական կապիտալ	64.90	413.25	433.26	434.09	468.06	393.72
Վերաներդրված շահույթ	26.64	154.80	176.84	192.02	232.81	192.02
Այլ կապիտալ	10.65	0.00	0.00	0.00	70.00	97.52
Պորտֆելային ներդրումներ	4.04	0.00	23.46	33.64	23.82	25.14
Բաժնետոմսեր	4.04	0.00	10.89	21.05	13.29	12.70
Պարտքային պարտավորություններ	0.00	0.00	12.57	12.59	10.53	12.44
Ֆինանսական ածանցյալներ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.65	3.25
Այլ ներդրումներ	146.40	1009.47	1503.25	1793.03	2250.58	1990.25
Վարկեր	35.85	591.83	860.66	1152.59	1189.77	1281.38
երկարաժամկետ	34.18	526.33	727.05	1035.72	1066.56	997.16
կարճաժամկետ	1.67	65.50	133.61	116.87	123.22	284.21
Կանխիկ դրամական միջոցներ և ավանդներ	104.68	401.07	629.10	606.42	1008.37	639.43
երկարաժամկետ	7.29	65.67	170.54	146.10	257.55	255.35
կարճաժամկետ	97.39	335.40	458.56	460.32	750.82	384.09
Այլ պարտավորություններ	5.88	16.56	13.50	34.02	51.04	68.25
երկարաժամկետ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
կարճաժամկետ	5.88	16.56	13.50	34.02	51.04	68.25
Զուտ միջազգային ներդրումային դիրքը	-46.20	-1079.04	-1609.17	-1923.66	-2440.09	-2111.58

Օտարերկրյա ներդրումների հոսքերը ՀՀ ավանդային կազմակերպություններում (մլն ԱՄՆ դոլար)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ուղղակի ներդրումներ	-7,48	5,07	-64,69	-19,42	-40,51	-42,19	-124,07	-176,60	-122,90	-118,19	-81,31	-76,89	-81,33	-10,65	-3,1
Զուտ ֆին.ակտիվների ձեռքբերում	0,00	0,00	-0,01	0,40	-4,90	-1,46	5,42	-1,20	0,26	-0,07	0,50	-5,44	7,92	-1,80	-0,1
Զուտ պարտավորությունների ստանձնում	7,48	-5,07	64,68	19,82	35,62	40,73	129,50	175,40	123,16	118,12	81,80	71,45	89,25	8,85	3,0
Բաժնետիրական կապիտալին և ներդրումային ֆոնդերին մասնակցություն	7,48	-5,07	64,68	12,81	31,98	31,63	125,51	178,22	127,37	118,03	80,77	72,49	70,48	-18,02	10,1
Բաժնետիրական կապիտալ առանց վերաներդրված եկամտի	11,89	8,62	63,53	6,12	22,01	15,19	92,50	125,59	101,51	54,67	38,27	5,74	33,48	-16,51	91,8
Վերաներդրված եկամուտ	-4,42	-13,69	1,15	6,69	9,97	16,44	33,01	52,63	25,86	63,37	42,50	66,75	37,01	-1,52	-81,6
Պարտքի գործիքներ	0,00	0,00	0,00	7,01	3,64	9,10	3,99	-2,82	-4,21	0,09	1,03	-1,04	18,76	26,87	-7,1
Պորտֆելային ներդրումներ	4,53	-3,39	0,11	-1,07	2,49	-9,35	8,11	-11,96	-6,32	-17,84	7,80	-1,89	9,15	-0,83	-13,4
Զուտ ֆին.ակտիվների ձեռքբերում	5,01	-3,98	-0,06	0,26	2,62	0,18	-0,55	-2,58	0,79	0,09	-0,09	0,43	5,39	3,11	3,1
Զուտ պարտավորությունների ստանձնում	0,49	-0,59	-0,16	1,33	0,13	9,53	-8,66	9,38	7,11	17,93	-7,89	2,32	-3,76	3,95	16,5
Բաժնետիրական կապիտալում և ներդրումային ֆոնդերում մասնակցություն	0,49	-0,43	0,05	1,38	0,13	-0,47	1,27	2,87	0,92	7,41	2,62	2,30	-1,69	0,68	5,1
Պարտքի գործիքներ	0,00	-0,16	-0,21	-0,04	0,00	10,00	-9,93	6,51	6,19	10,52	-10,51	0,02	-2,07	3,26	11,4
Այլ ներդրումներ	23,39	35,24	41,59	30,03	-66,00	-24,39	-310,78	-302,80	245,43	-252,59	-476,67	-301,35	-539,76	40,15	326,6
Զուտ ֆին.ակտիվների ձեռքբերում	19,69	37,94	51,70	62,74	-42,01	8,67	18,15	63,75	202,99	4,70	25,57	7,24	70,98	30,16	175,9
Զուտ պարտավորությունների ստանձնում	-3,70	2,70	10,11	32,70	24,00	33,06	328,93	366,55	-42,44	257,30	502,24	308,58	610,75	-9,99	-150,7
Դրամական միջոցներ և ավանդներ	7,71	9,75	11,56	17,52	11,06	-2,34	73,77	142,96	52,67	54,34	213,96	-14,69	440,61	-257,00	53,0
Երկարաժամկետ	0,00	0,95	0,79	1,01	6,17	-0,01	16,42	41,00	6,05	20,40	89,67	-14,87	105,93	62,04	79,1
Կարճաժամկետ	7,71	8,80	10,77	16,51	4,89	-2,33	57,35	101,96	46,62	33,95	124,29	0,19	334,68	-319,05	-26,1
Վարկեր	-11,27	-8,39	-1,11	7,78	15,66	38,16	242,92	228,06	-89,79	190,60	291,46	302,58	156,21	224,65	-198,0
Երկարաժամկետ	0,00	-8,54	-3,23	8,90	17,08	20,38	135,63	292,55	-51,35	150,34	227,01	319,17	146,50	55,57	10,0
Կարճաժամկետ	-11,27	0,15	2,12	-1,12	-1,41	17,78	107,29	-64,50	-38,43	40,26	64,45	-16,59	9,71	169,08	-208,0
Այլ	-0,13	1,34	-0,34	7,41	-2,73	-2,76	12,24	-4,47	-5,32	12,35	-3,18	20,69	13,93	22,36	-5,8