

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԼԵՎՈՆ ԱՇՈՏԻ ՀՈՎՆԱՆՅԱՆ

**ՀՀ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԱՐԴԻ
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ**

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

Ս Ե Ղ Մ Ա Գ Ի Ր

Երևան 2022

Ատենախոսության թեման հաստատվել է ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան տնտեսագիտության
ինստիտուտում:

Գիտական ղեկավար՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Ջոյա Աղվանի Թադևոսյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Սամսոն Աշոտի Դավոյան

տնտեսագիտության թեկնածու
Արա Ռուդիկի Նռանյան

Առաջատար կազմակերպություն՝

**Հայաստանի ազգային պոլիտեխնիկական
համալսարան**

Ատենախոսության հրապարակային պաշտպանությունը կայանալու է 2022 թվականի հուլիսի 12-ին,
ժամը 15⁰⁰-ին Երևանի պետական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի Տնտեսագիտության թիվ 015
մասնագիտական խորհրդի նիստում:

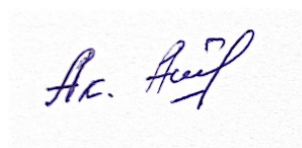
Հասցեն՝ 0009, ք.Երևան, Խ. Աբովյան 52

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Երևանի պետական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2022 թվականի մայիսի 30-ին:

**015 Մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար՝**

**տ. գ. թ., դոցենտ
Ա. Հ. Հակոբջանյան**



ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Հեղազոտության թեմայի արդիականությունը: Ժամանակակից շուկայական տնտեսակարգի պայմաններում տնտեսության և հասարակության զարգացումը մեծապես կախված է մասնավոր ներդրումների ներգրավման հնարավորություններից: Ցանկացած երկրում, ներդրումների մակարդակն էական ազդեցություն է գործում սոցիալ-տնտեսական գործընթացների վրա և այն դրսևորվում է հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների համապատասխան փոփոխությամբ: Մակրոմակարդակում ներդրումներն ապահովում են երկրի մրցունակությունը, կայուն տնտեսական աճը և ազգաբնակչության կենսամակարդակի բարձրացումը, ինչպես նաև տնտեսության առանձին ճյուղերի և հատվածների կայուն զարգացումը՝ արտադրության շարունակական արդիականացման և նոր տեխնոլոգիաների ներդրման շնորհիվ:

Ներդրումների խթանման համար կարևոր նախապայման է զարգացած ներդրումային շուկայի առկայությունը, բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորումը և ներդրողների շահերի պաշտպանության պատշաճ մակարդակի ապահովումը, ինչը նպաստում է օտարերկրյա և տեղական ներդրողների տեսանկյունից տնտեսության գրավչության բարձրացմանը:

ՀՀ-ում ներդրումային հոսքերի դինամիկայի վերլուծությունը վկայում է, որ վերջին տասնամյակի ընթացքում դրանք դրսևորել են նվազման միտում, ինչը պայմանավորված է մեր երկրի ներդրումային շուկայի ոչ բավարար զարգացվածությամբ, ներդրումային միջավայրի ցածր գրավչությամբ և պետական ներդրումային քաղաքականության ոչ բավարար արդյունավետությամբ: Ներդրումային շուկայի զարգացման ուղիների պարզաբանման համար, առաջնահերթ կարևորություն ունի ոլորտի զարգացման հիմնական խոչընդոտների և դրանց առանձնահատկությունների բացահայտումը և վերլուծությունը, ինչպես նաև ներդրումային շուկայի բարելավմանը միտված պետական ներդրումային քաղաքականության մշակումը՝ հստակ սահմանված առաջնահերթություններով:

Միևնույն ժամանակ, հատկապես անցումային տնտեսություն ունեցող ՀՀ-ում, ներդրումային արդյունավետ քաղաքականության մշակումը և դրա հետևողական կիրառումը՝ հաշվի առնելով նաև համաշխարհային տնտեսության արդի պահանջմունքներին համապատասխանող նյութական բարիքների արտադրության հրամայականը, չի կարող իրացվել մեկուսացված ներկա գլոբալ քաղաքական և տնտեսական գործընթացներից: Արդի դարաշրջանում աշխարհի և ոչ մի երկիր չի կարող գոյատևել մեկուսացված, և, անկախ այն իրողությունից թե երկիրը տնտեսական զարգացման ինչ մակարդակ ունի, ինչ ռեսուրսների է տնօրինում, որքանով է ինտեգրված գլոբալ տնտեսական համակարգին, ներքին տնտեսության զարգացման ցանկացած հիմնախնդրի լուծումը դիտարկում է համաշխարհային գործընթացների տրամաբանության մեջ: Ուստի ներդրումային քաղաքականության համապատասխանեցումը համաշխարհային շուկայի անընդհատ փոփոխվող պահանջներին՝ աներկբա է: Նշվածը չափազանց կարևոր դերակատարություն ունի երկրի միջազգային մրցունակության բարձրացման, համաշխարհային տնտեսությանն ինտեգրվելու և տնտեսությունն արդիականացնելու դիտանկյունից: ՀՀ տնտեսության արդիականացման գործընթացն անհնար է՝ մեկուսանալով տարածաշրջանային ներդրումային գործընթացներից: Արձանագրենք, նաև, որ ԵԱՏՄ շրջանակներում անդամ երկրների միասնական ներդրումային քաղաքականության ձևավորումը օրակարգային խնդիր է, որտեղ «գիտություն – ձեռնարկատիրական գործունեություն - պետություն» եռանկյունու արդյունավետ փոխազդեցությունը, երկրների գիտատեխնիկական, տնտեսական, ֆինանսական և կազմակերպչական հնարավորությունների ինտեգրումը՝ համագործակցությանը կհաղորդի նոր բովանդակություն:

Այնուհանդերձ, ՀՀ տարածաշրջանային համագործակցության առաջնահերթությունը պետք է լինի ազգային ներդրումային շուկայի զարգացումը, ներդրումների բազմակողմանի խթանումը, հետևաբար նաև ներդրումային երաշխիքների սահմանումն ու ներդրումների պաշտպանվածության մեխանիզմների ամրագրումը: ՀՀ ներքին շուկայում ներդրումների խթանման, դրանց արդյունավետության բարձրացման, ներդրումային նախաձեռնությունների խրախուսման հիմնախնդիրները իրենց արդիականությունը չեն կորցնում, իսկ ներկա իրավիճակում, երբ մեր երկիրը բախվել է անվտանգային հիմնախնդրին, ներդրումային գործունեության ակտիվացումը դառնում է օրակարգային: Դրանով էլ պայմանավորված է սույն ատենախոսության թեմայի **արդիականությունն ու կարևորությունը:**

Արենախոսության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը՝ ՀՀ ներդրումային շուկայի զարգացման հիմնախնդիրների բացահայտումն ու դրանց լուծման ուղիների մշակումն է: Նշված նպատակի իրականացումը ենթադրում է որոշակի խնդիրների և դրանց լուծումների առաջադրում, մասնավորապես.

- դիտարկել ներդրումների տնտեսական բովանդակությունը և ներդրումային գործընթացի կառուցվածքային առանձնահատկությունները ժամանակակից պայմաններում,
- ուսումնասիրել ներդրումային շուկայի կառուցվածքը, կազմակերպչական առանձնահատկությունները և գործունեության մեխանիզմները,
- պարզաբանել պետական ներդրումային քաղաքականության դերը ներդրումային շուկայի ձևավորման և կարգավորման գործում,
- ուսումնասիրել ներդրումային շուկայի կարգավորման արտերկրյա առաջավոր փորձը և բացահայտել ներդրումային շուկայի կառուցվածքային առանձնահատկությունները ՀՀ-ում,
- վերլուծել ներդրումային հոսքերը բնութագրող հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների շարժընթացը և դրանց փոխառնչությունները ՀՀ-ում,
- ուսումնասիրել Հայաստանի ներդրումային շուկայի զարգացմանը խոչնդոտող գործոնները և վերլուծել այդ ոլորտում առկա հիմնախնդիրները,
- բացահայտել ներդրումային շուկայի զարգացմանը միտված պետական ներդրումային քաղաքականության հիմնական ուղղությունները:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը Հայաստանի Հանրապետության ներդրումային շուկան է, իսկ առարկան՝ վերջինիս զարգացման հիմնախնդիրները և դրանց լուծման ուղիները:

Հետազոտության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Ատենախոսության համար հիմք են հանդիսացել տնտեսագիտության տեսության դասական աշխատությունները, հայրենական և արտասահմանյան հեղինակների ներդրումային շուկայի և դրա ձևավորման և զարգացման առանձնահատկությունների հետազոտությանը նվիրված ուսումնասիրությունները, բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորմանն ուղղված բարեփոխումների մշակման և իրականացման տարբեր հարցերին վերաբերող հայրենական և արտասահմանյան գրականությունը: Հետազոտության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ Ազգային վիճակագրական կոմիտեի, ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ ֆինանսների նախարարության, Համաշխարհային բանկի և այլ կառույցների պաշտոնական նյութերն ու վիճակագրական տվյալները: Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են տնտեսավիճակագրական, էկոնոմետրիկ, համակարգային, համեմատական և գործոնային վերլուծության մեթոդները:

Արենախոսության գիտական արդյունքները և նորույթը: Ատենախոսության գիտական արդյունքները, որոնք պայմանավորված են հետազոտությունում առաջադրված խնդիրների լուծմամբ, հանգում են հետևյալին.

- Հստակեցվել և համակարգված ներկայացվել են ՀՀ ներդրումային շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող գործոնները, որոշակիացվել է ներդրումային արտոնությունների հասցեականությունը, ներդրումների արդյունավետությունը բարձրացնելու նկատառումներով՝ ներդրումային գործունեության մակարդակի և որակի կարևորագույն չափորոշիչները և դրանց առանձնահատկությունները:
- Ներդրումների արդյունավետությունը գնահատելու նպատակով կոռելյացիոն-ռեգրեսիոն վերլուծության հիման վրա պարզաբանվել է համախառն ներքին ներդրումների (ՀՆՆ) ազդեցությունը ՀՀ համախառն ներքին արդյունքի, ապրանքաշրջանառության և արտահանման վրա և բացահայտվել է, որ եթե ՀՆԱ-ՀՆՆ, առևտրաշրջանառություն - ՀՆՆ կապի դեպքում էլաստիկության գործակցի արժեքը կիրառելի է, ապա արտահանում - ՀՆՆ կապի դեպքում՝ կիրառելի է վերապահումով:
- Պարզաբանվել են պետական ներդրումային քաղաքականության հիմնական հատկանիշները, որոնք հանգում են հանրային շահին պետական ներդրումային քաղաքականության ուղղվածությանը, ներդրումային պայմանների և նախադրյալների համակարգի ձևավորմանը, պետության ներդրումային գործունեության հստակ դիրքորոշմանը, կանխատեսվող ներդրումային

քաղաքականության և կապիտալ ներդրումների ոլորտային առաջնահերթությունների սահմանմանը:

- Միջազգային վարկանիշավորող կազմակերպությունների գնահատականների և փորձագիտական հարցումների հիման վրա տրվել է ՀՀ ներդրումային միջավայրի գրավչության գնահատականը, համակարգվել և ներկայացվել են պետական ներդրումային քաղաքականության բարելավման հիմնական ուղղությունները, դրանց շրջանակում իրականացվելիք միջոցառումները՝ ներդրումների ներգրավման, սպասարկման և աջակցման ինստիտուցիոնալ մեխանիզմների կատարելագործման հենքի վրա:

Արենախոսության գործնական նշանակությունը: ՀՀ ներդրումային շուկայի առանձնահատկությունների, այդ ոլորտում առկա հիմնախնդիրների բացահայտման, հանրապետությունում ներդրումային քաղաքականության բարելավման ուղղությամբ բարեփոխումների վերաբերյալ ատենախոսությունում կատարված վերլուծություններն ու ներդրումային շուկայի բարելավմանն ուղղված առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ օրենսդիր և գործադիր մարմինների կողմից՝ հանրապետությունում ներդրումային միջավայրի բարելավման և ներդրումների խթանման ուղղված տնտեսական քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման ուղղված միջոցառումների համալիրի մշակման ու իրականացման ուղղությամբ:

Արենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները քննարկվել են ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան տնտեսագիտության ինստիտուտում: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրատարակված են հեղինակի 7 հոդվածներում:

Արենախոսության ծավալը և կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և չորս հավելվածից: Ատենախոսության տեքստը կազմում է 147 էջ:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության **ներածությունում** հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, ներկայացվել են հետազոտության նպատակները և խնդիրները, ուսումնասիրության տեսական, տեղեկատվական և մեթոդական հիմքերը, ձևակերպվել են ստացված գիտական արդյունքները և նորոյթը, ինչպես նաև արդյունքների գիտագործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության առաջին՝ **«Ներդրումային շուկայի էությունը և գործունեության առանձնահատկությունները»** գլխում քննական վերլուծության հիման վրա ուսումնասիրվել են «ներդրումներ» հասկացության տնտեսագիտական բնորոշման տարբեր մոտեցումները, անդրադարձ է կատարվել ներդրումային գործընթացի առանձնահատկություններին և մասնակիցներին, քննարկվել են ներդրումային շուկայի մեխանիզմը և կառուցվածքը:

Տնտեսության և հասարակության զարգացումը, ինչպես ընդհանուր, այնպես էլ առանձին տնտեսավարող սուբյեկտների տեսնակյունից՝ մեծապես կախված է ներդրումների ներգրավման հնարավորություններից: Անվիճելի է, որ ցանկացած երկրում ներդրումների ներգրավման մակարդակն էական ազդեցություն է գործում սոցիալ-տնտեսական իրավիճակի, այդ թվում՝ հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների՝ տնտեսական աճի, ազգային եկամտի և զբաղվածության մակարդակների վրա: Ժամանակակից տնտեսագիտական հետազոտություններում «ներդրում» եզրույթի վերաբերյալ առկա են բազմաթիվ սահմանումներ և մոտեցումներ՝ սկսած «կապիտալ ծախսեր» և «ներդրումներ» հասկացությունների նույնականացումից՝ վերջացրած «ներդրումներ» եզրույթի նեղ իմաստով դիտարկմամբ:

Ներդրումների հայեցակարգային ըմբռնման առումով ուշագրավ է ամերիկացի հայտնի հետազոտող Նոբելյան մրցանակակիր Վ. Շարփի բնորոշումը: Ըստ Շարփի՝ ներդրում է համարվում «հրաժարումը որոշակի արժեքից ներկա պահին՝ այդ արժեքը (հնարավոր է, անորոշ) ապագայում տնօրինելու համար»¹: Հիմնվելով ներդրումների տվյալ մեկնաբանության վրա՝ կարելի է առանձնացնել ներդրումներին բնորոշ հատկությունների երկու առանցքային դրվագ. նախ, այս գործընթացը

¹ Шарп У., Александер Г., Бэйлли Дж. Инвестиции - М.: ИНФРА-М, 2001, с. 187.

սովորաբար կապված է որոշակի ռիսկերի հետ, և երկրորդ՝ ժամանակային առումով այն որոշակիորեն երկարաձգված բնույթ ունի:

Անգլիացի տնտեսագետ Ջ. Քեյնսը գտնում է, որ ներդրումներն իրենցից ներկայացնում են «կապիտալ գույքի արժեքի ընթացիկ աճ՝ տվյալ ժամանակահատվածի արտադրական գործունեության արդյունքում»: Սա տվյալ ժամանակահատվածի ընթացքում ստացված եկամտի այն մասն է, որը չի օգտագործվել սպառման նպատակով»²: Նշված սահմանման մեջ հստակ բացահայտված են ներդրումների բուն էությունը և վերջինիս երկակիությունը: Մի կողմից, դրանք արտացոլում են ներդրման նպատակով հավաքագրված միջոցների մեծությունը կամ այլ կերպ ասած պոտենցիալ ներդրումային պահանջարկը, իսկ մյուս կողմից՝ ներդրումները հանդես են գալիս արտադրական ծախսերի ձևով, որոնք կանխորոշում են ներդրումային գործունեության արդյունքում կապիտալ գույքի արժեքի հավելվածը: Կ. Ռ. Մաքքոնելի և Ս. Լ. Բրյուի կողմից ներդրումները բնորոշվել են որպես՝ «արտադրության ծախսեր, արտադրության միջոցների կուտակում և նյութական պաշարների ավելացում»³: Նշվածից հետևում է, որ ներդրումները տնտեսական ռեսուրսներ են՝ հիմնականում դրամական ձևով, որոնք ուղղվում են ձեռնարկությունների իրական կապիտալի ավելացմանը, արտադրության նյութատեխնիկական բազայի և կադրային ներուժի (մարդկային կապիտալի) ընդլայնմանն ու արդիականացմանը:

Համաշխարհային բանկի կողմից տրված սահմանման համաձայն ներդրումները դիտարկվում են որպես «երկարաժամկետ օգտագործման միջոցների ներդրում, ներառյալ՝ արժեթղթերում կատարվող ներդրումներ՝ շահույթ ստանալու նպատակով»⁴: Ռուս հետազոտողներ Ա. Յու. Անդրիանովը և Ս. Վ. Վալդայցևը ներդրումների տակ հասկանում են որոշակի ժամկետով, իր բոլոր ձևերով հանդերձ, կապիտալի նպատակաուղղված ներդրումներ տարբեր օբյեկտներում՝ ներդրողների անհատական նպատակներին հասնելու համար⁵: Ի. Ա. Բլանկը գտնում է, որ ներդրումները առավելապես տնտեսական բնութագրիչների և տնտեսական շահերի կրողներ են, և կարող են իրենցից ներկայացնել տնտեսական կառավարման օբյեկտներ՝ ցանկացած տնտեսական համակարգերի ինչպես միկրո -, այնպես էլ մակրոմակարդակներում⁶:

Ակնհայտ է, որ հիշյալ սահմանումներն արտացոլում են ներդրումներին բնորոշ տարբեր գծեր, որոնք այս կամ այն չափով արտահայտում են վերջինիս տնտեսական նշանակությունը:

Ներդրումների կարևոր առանձնահատկություններից մեկը դրանք ինչպես միկրո, այնպես էլ մակրոմակարդակում դիտարկելու հնարավորությունն է: Միկրոմակարդակում ներդրումները ենթադրում են տնտեսական գործունեության մեջ միջոցների ցանկացած ներդրում՝ ապագայում շահույթ ստանալու նպատակով: Վերջիններս կապված են ձեռնարկությունների կառուցվածքային, կազմակերպչական, կառավարչական և այլ գործառույթների իրականացման հետ և պայմանավորված է շուկայական իրավիճակով: Միկրոմակարդակում ներդրումներն անհրաժեշտ են արտադրության ընդլայնման և զարգացման, հիմնական միջոցների հիմնանորոգման, համալրման և արդիականացման, արտադրանքի մրցունակության բարձրացման, ռեսուրսախնայող և բնապահպանական միջոցառումների իրականացման նպատակով և այլն: Մակրոմակարդակում ներդրումներն ապահովում են երկրի մրցունակությունը, կայուն տնտեսական աճը և դրա հիման վրա ազգաբնակչության կենսամակարդակի բարձրացումը:

Մակրոտնտեսական մակարդակում ներդրումները հաճախ նույնացվում են «հիմնական կապիտալում ներդրումներ» հասկացության հետ: Մեկ այլ սահմանման համաձայն՝ «Ներդրումները (կապիտալ ներդրումները) երկրի մասշտաբով վերագրվում են ընդլայնված վերարտադրության գործընթացին: Նոր ձեռնարկությունների կառուցումը, բնակելի տների շինարարությունը, ճանապարհների կառուցումը, ինչպես նաև նոր աշխատատեղերի ստեղծումը կախված է

² Кейнс, Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс. – Петрозаводск, 1993. – С. 50.

³ Макконнелл, К.Р. Экономикс. Принципы, проблемы и политика: пер. с англ. / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. – М.: Республика, 1992. – Т. 1. – С. 338

⁴ Сокращение роли государства. Государственное управление и устойчивое человеческое развитие. Региональное бюро для Европы и СНГ. – М., июль, 1997. – С. 16.

⁵ Андрианов А.Ю., Валдаицев С.В., Воробьев П.В. Инвестиции. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. – С. 22.

⁶ Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. – К. Эльга – Н, Ника-Центр, 2001. – С. 11.

ներդրումային գործընթացից կամ կապիտալի ձևավորումից»⁷: Նշված սահմանման մեջ «կապիտալ ներդրումներ» հասկացությունը նույնացվում է կապիտալ շինարարության հետ՝ բնութագրելով տնտեսության մասշտաբով տարբեր համալիրների շինարարական գործունեությունը: Իրականում՝ կապիտալ ներդրումները և ներդրումները քանակապես չեն համընկնում և, բացի այդ, վերջիններս տարբերվում են նաև որակապես: Ավելին, կապիտալ ներդրումներն իրականացվում են իրական տնտեսության ոլորտում, իսկ ներդրումները կարող են իրականացվել ինչպես տնտեսության իրական հատվածում, այդպես էլ ոչ նյութական ապրանքների և ծառայությունների արտադրության ու ֆինանսական ոլորտներում: Մյուս տարբերությունն էլ այն է, որ ներդրումներն ու կուտակումներն իրականացվում են ապրանքային և դրամական ձևերով, իսկ կապիտալ ներդրումները դիտարկվում են հիմնական արտադրական ֆոնդերի կուտակման, ընդլայնման գործընթացի շրջակում, այսինքն՝ հաշվի չառնելով ներդրումներին բնորոշ դրամական հարաբերությունների դերը: Ներդրումների և կապիտալ ներդրումների տարբերությունը կարելի է պայմանավորել կապիտալի երկու հիմնական՝ բնահրեղեն և դրամա-արժեքային ձևերի միջև առկա տարբերությամբ. «ներդրում» եզրույթը հիմնվում է կապիտալի դրամաարժեքային ձևի վրա, իսկ «կապիտալ ներդրումը»՝ ավելի մոտ է դրա բնահրային ձևին:

Տնտեսության զարգացմանը և վերափոխմանը զուգընթաց ձևավորվել է ներդրումների հայեցակարգի նոր բովանդակությունը, որը որոշակիորեն տարբերվում է ավանդաբար ձևավորված «կապիտալ ներդրումների» բովանդակությունից և ներկայում, «ներդրում» հասկացությունն ունի ավելի լայն մեկնաբանություն. վերջինս ընդգրկում է, ինչպես իրական ներդրումները, որոնք իրենց բովանդակությամբ մոտ են «կապիտալ ներդրումներ» հասկացությանը, այնպես էլ ֆինանսական ներդրումները (ներդրումներ բաժնետոմսերում, պարտատոմսերում և այլ արժեթղթերում), և ոչ նյութական ակտիվներում կատարվող ներդրումները (ոչ նյութական ներդրումներ):

Ներդրումային գործընթացը սերտ կապված է երկրի տնտեսական համակարգի հետ, և այդ կապը խիստ փոխադարձ է. ներդրումային գործունեության ակտիվացումը կարևոր նշանակություն ունի տնտեսական հարաբերությունների բնականոն ընթացքի, ինչպես նաև կայուն տնտեսական աճի ապահովման տեսանկյունից, և միևնույն ժամանակ, բնականոն ներդրումային գործընթացն անհնար է առանց պետության տնտեսական, սոցիալական և իրավական աջակցության:

Միկրոմակարդակում ներդրումային գործընթացը ներդրումային գործունեության իրականացման փուլերի, գործողությունների և գործառնությունների հաջորդականություն է: Որպես ներդրումային գործընթացի հիմնական փուլեր՝ կարելի է առանձնացնել ներդրումային որոշման ընդունումը, ներդրումների իրականացումը և ներդրումային օբյեկտի շահագործումը: Մակրոմակարդակում ներդրումային գործընթացը կարելի է բաժանել մի շարք ընթացակարգային և տրամաբանական բաղադրիչների, մասնավորապես, տարբեր տնտեսվարող սուբյեկտների կողմից կատարվող միջոցների խնայողություն, դրանց հավաքագրում միջնորդ կազմակերպությունների կողմից, հավաքագրված խնայողությունների ներդրում տարբեր ներդրումային նախագծերում, ներդրողների վերահսկողության ներքո ներդրումային նախագծերի իրականացում և այլն:

Այսպիսով, ներդրումների իրականացման փուլերի, գործողությունների և գործառնությունների տրամաբանական հաջորդականությունը ձևավորում է ներդրումային գործընթացը, որի փաստացի ընթացքը կախված է ներդրումային օբյեկտի առանձնահատկություններից, իսկ փուլերի տարանջատումը բնորոշվում է ներդրումների տեսակներով: Երկրի ներդրումային գրավչությունը և ներդրումային միջավայրը բնորոշվում են գործոնների համախմբով, որոնք արտացոլում են ներդրումային հնարավորությունները և ներդրումային հոսքերն ակտիվացնելու և ներդրողների գործունեության մասշտաբներն ընդլայնելու խթանները՝ արդյունավետ ներդրումներ իրականացնելու և նոր աշխատատեղեր ստեղծելու նկատառումներով: Ցանկացած տիպի տնտեսության մեջ ներդրումային գործընթացի իրականացումը ենթադրում է համապատասխան ինստիտուտների առկայություն, որոնք ունակ են ապահովելու այդ գործընթացի անխափան ընթացքը և ներդրումային ոլորտի գործունեության համար բավարար ռեսուրսային ներուժ, ինչպես նաև ձևավորելու ներդրումային ռեսուրսները: Ինստիտուցիոնալ առումով ներդրումային գործընթացն ընդգրկում է ֆինանսական շուկան, մասնագիտացված միջնորդ

⁷ Курс экономической теории / под общей ред. М.Н. Чепурина, Е.А. Киселевой. – Киров. : АСА, 1995. – С. 314.

Ֆինանսական կազմակերպություններին, ներդրումների սպառողներին և ներդրումների մատակարարներին: Ներդրումային ոլորտը ներառում է ներդրումային սուբյեկտների և օբյեկտների համախումբը, ներդրումային գործընթացը և դրա ենթակառուցվածքը: Ներդրումային գործընթացի շրջանակում ներդրումային գործունեության մակարդակի և որակի կարևորագույն չափորոշիչ է ներդրումային ակտիվությունը, որով բնութագրվում է ներդրումային շուկայում ներդրումային գործունեության սուբյեկտների ընդհանուր վարքագիծը: Ընդհանրացնելով ներդրումային ակտիվությունը բնութագրող տարբեր մոտեցումները, հեղինակը այն բնորոշել է որպես **ներդրումային գործունեությունը բնութագրող չափանիշ, որն արտացոլում է ներդրումների ծավալը և դրա աճի (նվազման) տեմպերը:**

Շուկայական տնտեսության պայմաններում ներդրումային գործընթացն իրականացվում է ներդրումային շուկայի միջոցով, որ բարդ և բազմաշերտ տնտեսական կատեգորիա է: Ներդրումային շուկայում ընթանում է ներդրումային պարբերաշրջան, այն է՝ ներդրումային ռեսուրսների վերափոխումը ներդրումային ակտիվների: Վերջինս բաղկացած է **վերելքի, գերտաքացման, կոնյունկտուրայի թուլացման և անկման** փուլերից: «Ներդրումային շուկա» եզրույթը թեև վաղուց լայնորեն կիրառվում է մասնագիտական գրականության մեջ, այնուամենայնիվ, վերջինիս մեկնաբանման, տնտեսական էության և բնույթի վերաբերյալ դեռևս միասնական մոտեցում չի ձևավորվել: Ներդրումային շուկան կարող է դիտարկվել որպես ներդրումային գործունեության սուբյեկտների փոխազդեցության յուրահատուկ ձև, որը բնութագրվում է առաջարկի և պահանջարկի, գների մակարդակի, մրցակցության և վաճառքի ծավալների որոշակի հարաբերակցությամբ:

Ատենախոսության երկրորդ՝ **«Ներդրումային շուկայի կարգավորման առանձնահատկությունները արտերկրում և ՀՀ-ում»** գլխում ներկայացվել է պետական ներդրումային քաղաքականության դերը ներդրումային շուկայի ձևավորման և կարգավորման գործում, ուսումնասիրվել և վերլուծվել են համաշխարհային տնտեսության տարբեր օղակներում ներդրումային շուկայի կարգավորման և ՀՀ ներդրումային շուկայի առանձնահատկությունները և կառուցվածքը:

Ներդրումների շուկայի պետական կարգավորման շրջանակներում պետական ներդրումային քաղաքականության առանցքային դերակատարումը շուկայում մասնավոր ու հասարակական շահերի հավասարակշռության ապահովումն է՝ հաշվի առնելով, որ մասնավոր շահը դրսևորվում է առավելագույն շահույթ ստանալուն ուղղված ներդրումային գործունեության միջոցով, իսկ հասարակական շահը արտացոլում է սոցիալական արդյունավետության ապահովումը: Պետական ներդրումային քաղաքականությունն ապահովում է հավասարակշռված մոտեցում՝ հաշվի առնելով ոլորտների կարգավորման ինչպես մակրոտնտեսական, այնպես էլ միկրոտնտեսական առանձնահատկությունները:

Ներդրումային շուկայի ձևավորման և կարգավորման ոլորտում պետական ներդրումային քաղաքականության առանձնահատկությունները վերհանելու համար բացահայտվել են պետական ներդրումային քաղաքականության այն առանցքային հատկանիշները, որոնք դրված են տվյալ եզրույթի բովանդակության հիմքում: Որպես պետական ներդրումային քաղաքականության **առաջին էական հատկանիշ** առանձնացվել է վերջինիս ուղղվածությունը դեպի հանրային շահը՝ ներդրումներից ակնկալվող տնտեսական, ինչպես նաև հասարակական, և այլ օգտակար ազդեցությունների տեսանկյունից: Պետական ներդրումային քաղաքականության **երկրորդ հատկանիշը** վերջինիս ընկալումն իբրև մի գործունեություն, որն ուղղված է ներդրումային ակտիվության համար անհրաժեշտ պայմանների ու նախադրյալների համակարգի ձևավորմանը: **Երրորդ հատկանիշը** պետական ներդրումային քաղաքականությունն արտացոլումն է պետության հստակ ներդրումային գործունեության դիրքորոշման առնչությամբ՝ դրա իրականացման նպատակների և սկզբունքների, ինչպես նաև ներդրումային շուկայում կառավարման ուղղությունների և ձևերի համախումբը՝ ներդրողի տնտեսական և սոցիալական խնդիրների առավել արդյունավետ լուծում ապահովելու միջոցով: Ներդրումային քաղաքականության **չորրորդ հատկանիշը** այն է, որ պետական ներդրումային քաղաքականությունը սահմանվում է կանխատեսվող ժամանակաշրջանի համար, որը սովորաբար լինում է երկարաժամկետ: Ըստ էության, ներդրումային քաղաքականությունը չի կարող լինել կայուն, քանի որ վերջինս տնտեսական պարբերաշրջանի յուրաքանչյուր փուլում ենթակա է փոփոխությունների և էապես տարբերվում է, օրինակ, ճգնաժամի

տարբեր փուլերում՝ անկման և աշխուժացման ժամանակահատվածում: Յանկացած քաղաքականություն արդյունավետ է գործում միայն տվյալ ժամանակահատվածի հատուկ պայմանների համար, և պատմական փորձը վկայում է, որ այն մոտեցումները, որոնք հնարավորություն են տալիս արդյունավետորեն դուրս գալ ճգնաժամից պատմական զարգացման մի փուլում, հետագայում կարող են հանգեցնել նոր ճգնաժամի առաջացմանն արդեն փոփոխված տնտեսական իրավիճակում: Պետական ներդրումային քաղաքականության **հինգերորդ հատկանիշը** սահմանում է կապիտալ ներդրումների առաջնահերթ ոլորտները, ներդրումների ծավալը, կառուցվածքը և մասշտաբները, ինչպես նաև դրանց ստացման աղբյուրները:

Պետական ներդրումային քաղաքականության գործիքները կարելի է դասակարգել երեք խմբերում՝ մակրոտնտեսական, միկրոտնտեսական և ինստիտուցիոնալ: Առաջին խմբին են դասվում այն գործիքները, որոնք ապահովում են ներդրումների համար ընդհանուր տնտեսական միջավայր, մասնավորապես, ազդում են տոկոսադրույքի մակարդակի, տնտեսական աճի դինամիկայի և արտաքին տնտեսական հարաբերությունների վրա: Միկրոտնտեսական գործիքների շարքում առավել արդյունավետ են համարվում այն միջոցառումները, որոնք անմիջականորեն ազդեցություն են գործում կազմակերպությունների տրամադրության տակ առկա ֆինանսական ռեսուրսների ծավալների վրա: Ներդրումային քաղաքականության ինստիտուցիոնալ գործիքները պետական ներդրումային ծրագրերի, ներդրումային որոշումների համակարգման մեխանիզմների, ինչպես նաև ներդրումային գործընթացի ենթակառուցվածքների և մասնագիտացված ինստիտուտների ձևավորումն է:

Ներդրումների շուկան ներառում է ներդրումային ծառայությունների և ներդրումային կապիտալի (ներդրումային ապրանքների) շուկաները, որոնցում իրավական կարգավորումը և այդ կարգավորման գործում պետության միջամտության սահմանները նույնպես որոշակիորեն տարբերվում են: Ներդրումային կապիտալի շուկան, ըստ հեղինակի, դառնում է պետական կարգավորման օբյեկտ բացառիկ դեպքերում՝ պայմանավորված տնտեսության զարգացման առաջնահերթ ուղղություններով մասնավոր ներդրումների ներգրավման կամ երկրի անվտանգության ու պետության պաշտպանողականության համար ռազմավարական նշանակություն ունեցող ճյուղերում օտարերկրյա ներդրումների սահմանափակման անհրաժեշտությամբ: Ինչ վերաբերվում է ներդրումային ծառայությունների շուկային, որը ֆինանսական շուկայի կապող տարր է, ընդհակառակը, ենթակա է համալիր իրավական կարգավորման:

Ելնելով ֆինանսական շուկայում պետական կարգավորման առանձնահատկությունից՝ այդ շուկայի շրջանակներում կարող է առանձնացվել դրա կարգավորող ու չկարգավորող հատվածները: Նման դասակարգումը թույլ է տալիս պետական ներդրումային քաղաքականության իրականացման տեսանկյունից բացահայտել այդ շուկայի հիմնական առանձնահատկությունները: Մեզակարգավորման ոլորտում միջազգային փորձի վերլուծությունը թույլ է տալիս այնդե, որ վերջինիս դրական ազդեցությունը, առաջին հերթին, բոլոր ֆինանսական հատվածների առնչությամբ վերահսկողության միասնական ստանդարտների և կառավարման տեխնոլոգիաների մշակման և կիրառման մեջ է, ինչը սահմանափակում է տարբեր վերահսկողական մարմինների կողմից միևնույն հատվածների նկատմամբ տարաբնույթ ստանդարտների կիրառման հնարավորությունները: Սակայն, միևնույն ժամանակ, չնայած նշված դրականին, կարգավորման նույնականացումը կարող է հանգեցնել ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածների սահմանների աղավաղմանը, քանի որ կարգավորման գործիքներից յուրաքանչյուրի ազդեցությունն այդպիսի շուկայի ու տնտեսության վրա, ըստ էության, տարբեր բնույթ ունի: Այսպես, օրինակ, բանկային հատվածը սերտորեն կապված է մակրոտնտեսական և ֆինանսական համակարգի կայունության հետ, իսկ ապահովագրական հատվածը համեմատաբար ավելի քիչ է ենթակա այդ ազդեցությանը: Այլ ֆինանսական ծառայությունների հատվածը բավականաչափ ընդարձակ է և ներառում է արժեթղթերի շուկայի, բորսաների և այլ հարթակների արհեստավարժ մասնակիցների ծառայությունները, կոլեկտիվ ներդրման ինստիտուտները, որոնց գործունեության համար կարևոր դեր է խաղում տեղեկատվության պատշաճ բացահայտումն ու շուկայական կանոնակարգումը: Ավելին, ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածներում պետության կարգավորիչ միջամտության աստիճանը չի կարող նույնը լինել, ինչի հետ կապված կարգավորող մեկ սուբյեկտին՝ որպես մեզակարգավորիչ ֆինանսական շուկայի բոլոր հատվածների կարգավորման գծով լիազորությունների փոխանցման նպատակահարմարությունը

որոշ դեպքերում վիճարկելի է դարձնում: Ֆինանսական շուկան՝ կարգավորվող հատվածների հետ մեկտեղ, ներառում է նաև չկարգավորվող հատվածներ, որոնք հիմնականում մնում են մասնավոր իրավունքի կարգավորման ոլորտում: Շուկայի մասնակիցների միջև ծագող ցանկացած հարաբերություն դասվում է քաղաքացիական-իրավական իրավահարաբերությունների շարքին և դրանց նկատմամբ այս կամ այն չափով կիրառելի են Քաղաքացիական օրենսգրքի իրավական նորմերը:

Այսպիսով, պետական ներդրումային քաղաքականությունը ներդրումային շուկայի վրա ներազդելու և կապիտալի հոսքերը վերաբաշխելու ուղղությամբ պետական մարմինների և հաստատությունների նպատակաուղղված գործունեությունն է՝ ի նպաստ հասարակական նշանակության խնդիրների լուծմանը, ինչպես նաև ներդրումների ներգրավմանը դեպի տնտեսական զարգացման գերակա ոլորտներ: Ինչ վերաբերվում է ներդրումային շուկայի կարգավորման առանձնահատկություններին, ապա դրանք պայմանավորված են հիմնականում այդ շուկայի կառուցվածքով, զարգացվածության աստիճանով և ֆինանսական շուկայի այլ հատվածերի հետ առկա փոխկապակցվածությամբ:

Վերջին 20 տարիներին համաշխարհային տնտեսությունում արձանագրված միտումները վկայում են այն մասին, որ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավումը շարունակում է աշխարհի բազմաթիվ երկրների համար հանդիսանալ որպես կարևոր քաղաքական նպատակ, իսկ ներդրումների համաշխարհային հոսքերի շարժի վրա, բացի աշխարհաքաղաքական և հումքային գործոններից՝ առավելագույն ազդեցություն է ունենում ներդրումային գործունեության պետական կարգավորումը: Ընդհանուր առմամբ, 2020 թ.-ին աշխարհի 67 երկրների կողմից ընդունվել են ներդրումային ոլորտը կանոնակազմող 152 կարգավորող միջոցառումներ, որոնք այս կամ այն կերպ ազդել են օտարերկրյա ներդրումների վրա: Միջոցառումների նշված քանակը մոտ 42%-ով գերազանցում է նախորդ տարվա ցուցանիշը: Ընդ որում, աճել է սահմանափակող միջոցառումների տեսակարար կշիռը. վերջիններս կազմել են ընդհանուր միջոցառումների 41%-ը⁸: Ներդրումները սահմանափակող կանոնակազմերը հիմնականում ընդունվել են զարգացած երկրների կողմից և դրանց թվաքանակը նախորդ տարվա նկատմամբ ավելի քան կրկնապատկվել է՝ հասնելով 50-ի, քանի որ մի շարք երկրներ դիմել են օտարերկրյա ներդրումները սահմանափակող միջոցների՝ ի պատասխան COVID-19 համավարակի տնտեսական ազդեցությունների: Ընդհակառակը, ներդրումները ազատականացնող և դյուրին դարձնող նոր կարգավորումների հիմնական մասն ընդունվել են զարգացող տնտեսություններում և դրանց ընդհանուր քանակը մնացել է համեմատաբար կայուն՝ ընդամենը 72: Մնացած 30 միջոցառումները կրել են չեզոք կամ անորոշ բնույթ:

Աշխարհի տարբեր երկրների կողմից ներդրումները խթանող և սահմանափակող միջոցառումների շարժընթացի ուսումնասիրությունը՝ 2008-2020 թթ. ժամանակահատվածում, ցույց է տալիս, որ խթանման միջոցառումների քանակը 2008-2010 թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հաղթահարմանն ուղղված քաղաքականության շրջանակում աճի միտումից հետո հիմնականում նվազման միտում են ունեցել ընդհուպ մինչև 2015 թվականը՝ չնայած 2012 թվականին տեղ գտած չնչին աճին⁹:

Բազմաթիվ երկրների կողմից պարզեցվել են ներդրումային ոլորտին առնչվող վարչական ընթացակարգերը, իսկ մի քանիսն էլ ընդլայնել են գործող ներդրումների խրախուսման ռեժիմները՝ ավելի շատ օտարերկրյա ներդրումներ ներգրավելու նպատակով: Ազատականացմանն ուղղված միջոցառումներն առնչվել են հիմնականում գյուղատնտեսությանը, հանքարդյունաբերությանը, պաշտպանությանը, ֆինանսական ծառայություններին, տրանսպորտին, դեղագործությանը և թվային տեխնոլոգիաներին:

2020 թ. համաշխարհային ներդրումային շուկաներում առկա զարգացումները՝ պայմանավորված COVID-19 համավարակի տնտեսական ազդեցություններով և վերջիններիս հաղթահարմանն ուղղված տարբեր պետությունների կողմից իրականացված միջոցառումները ներդրումային քաղաքականության կարևոր բաղադրիչներից են: Աշխարհի ավելի քան 70 երկրներ միջոցներ են ձեռնարկել ՕՈՒՆ-երի վրա համավարակի բացասական ազդեցությունները մեղմելու,

⁸ https://unctad.org/system/files/official-document/wir2021_en.pdf

⁹ https://unctad.org/system/files/official-document/wir2020_overview_ru.pdf

ինչպես նաև ներքին արդյունաբերությունը պաշտպանելու ուղղությամբ: Մասնավորապես, ճգնաժամի պայմաններում նոր քաղաքականություններ են որդեգրվել՝ ներդրումների պարզեցման և խրախուսելու ուղղությամբ: Մի շարք երկրներ քայլեր են ձեռնարկել ձեռնարկությունների վարչական բեռը մեղմելու և բյուրոկրատական արգելքները նվազեցնելու ուղղությամբ՝ համավարակի ընթացքում ապրանքների արտադրությունը կամ առաքումը խթանելու համար: Որոշ երկրներ էլ իրենց կառավարության աջակցության ծրագրերում ներառել են դեղամիջոցների և պատվաստանյութերի մշակումների խթանման համապատասխան միջոցառումներ: Խթանման այլ միջոցառումները ներառել են արտադրությունների ընդլայնումը կամ վերափոխումը՝ բժշկական ապրանքների մատակարարումը ավելացնելու համար: Վերջապես, պետական աջակցության ծրագրերի մեծ մասը ՓՄՁ-ների համար հարկային արտոնություններ կամ ֆինանսական օժանդակություն են նախատեսել՝ մատակարարման շղթաների անխափան գործունեության պահպանման համար: Համավարակը հանգեցրել է նաև վերահսկողության խստացմանը առողջապահական և այլ ռազմավարական ոլորտներում իրականացվող ներդրումների նկատմամբ: Աշխարհի առնվազն ինը երկրներում ընդունվել են առողջապահական, դեղագործական և բժշկական նշանակության արտադրանքի և սարքավորումների ոլորտներում ներքին արտադրական ներուժի պաշտպանության գծով միջոցառումներ:

Դիտարկումները ցույց են տալիս, որ զարգացող երկրները համեմատաբար ավելի լավ են դիմակայել համավարակի ճգնաժամի ազդեցություններին, քան զարգացած երկրները: Այնուամենայնիվ, զարգացող տարածաշրջաններում և անցումային տնտեսություններ ունեցող երկրներում ՕՌԻՆ ներհոսքերը համեմատաբար ավելի շատ են տուժել համավարակի ազդեցությունից հատկապես համաշխարհային արժեքային շղթաներից կախված արտադրություններում, զբոսաշրջության և արդյունահանող արդյունաբերության ոլորտներում: Զարգացող տարածաշրջաններում ՕՌԻՆ ներհոսքի անկումը 2020 թ.-ին եղել է անհավասար՝ Լատինական Ամերիկայում և Կարիբյան ավազանում այն կազմել է 45%, իսկ Աֆրիկայում՝ 16%: Ի հակադրություն դրա, Ասիայում ներհոսքն աճել է 4%-ով, ինչի արդյունքում 2020 թ. այս տարածաշրջանին բաժին է ընկել համաշխարհային ՕՌԻՆ-ի շուրջ կեսը¹⁰:

Համավարակն էլ ավելի է կրճատել ՕՌԻՆ-երի ներհոսքը կառուցվածքային թույլ և խոցելի տնտեսություններում, մինչդեռ առավել թույլ զարգացած երկրներում դրանք մնացել են համեմատաբար կայուն, կրկնակի անգամ նվազել է նորաստեղծ ձեռնարկությունների թիվը, իսկ միջազգային նախագծերի ֆինանսավորման գործարքների թիվը կրճատվել է մեկ երրորդով: 2020 թ. նաև ՕՌԻՆ-ի ներհոսքը փոքր կղզյա պետություններում նվազել է 40%-ով, իսկ դեպի ծով ելք չունեցող զարգացող երկրներում՝ 31%-ով: Ինչ վերաբերվում է անցումային տնտեսություններին, ապա այստեղ ՕՌԻՆ-երի ներհոսքը կրճատվել է 58%-ով՝ հասնելով մինչև 24 միլիարդ ԱՄՆ դոլարի, ինչը բոլոր տարածաշրջանների համեմատությամբ ամենամեծ անկումն է, բացառությամբ Եվրոպայի: Հարավարևելյան Եվրոպայում անկումն ավելի պակաս է եղել՝ 14%, քան ԱՊՀ տարածաշրջանի երկրներում, որտեղ ներդրումների զգալի մասը կապված է հանքարդյունաբերության ոլորտի հետ:

Կորոնավիրուսային համավարակն էլ ավելի է վատթարացրել անցումային տնտեսություններում առկա երկարամյա խնդիրները՝ սրելով տնտեսության խոցելիության գործոնները, ինչպիսիք են արդյունահանման ոլորտի մեծ կախվածությունը ներդրումների հոսքերից: Ներդրումների ամենամեծ ստացողներին (Ռուսաստանի Դաշնություն, Ղազախստան, Ուզբեկստան և Բելառուս) բաժին է ընկել տարածաշրջանի ՕՌԻՆ-երի ընդհանուր ծավալի 83%-ը: Ռուսաստանի Դաշնությունում, որին բաժին է ընկել ՕՌԻՆ-երի ներհոսքերի ավելի քան 40%-ը, գրանցվել է դրանց 70%-ի չափով անկում, ինչը կազմում է շուրջ 10 միլիարդ ԱՄՆ դոլար:

Եվրոպայում ՕՌԻՆ-ի ներհոսքը 2020 թ. նվազել է 80%-ով, մինչդեռ Հյուսիսային Ամերիկայում դրա անկումն անհամեմատ ավելի փոքր է եղել՝ 42%: Ընդ որում, Միացյալ Նահանգները մնացել է ՕՌԻՆ-ի խոշորագույն ընդունող երկիրը, որին հաջորդում է Չինաստանը:

Հաշվի առնելով այն իրողությունը, որ Հայաստանի Հանրապետությունը 2015 թ.-ից անդամակցում է Եվրասիական տնտեսական միությանը (ԵԱՏՄ), ատենախոսությունում անդրադարձ է կատարվել նաև ինտեգրացիոն այդ կառույցի շրջանակներում կապիտալի շուկայի

¹⁰ Վերլուծությունները կատարվել են UNCTAD, World Investment Report 2021, United Nations 2021, pp. 9-84 տվյալների հիման վրա:

կարգավորումներին: ԵԱՏՄ շրջանակում ակտիվ քննարկվում են նաև Եվրասիական տնտեսական միության երկրների ներդրումային հնարավորությունները, բարենպաստ բիզնես միջավայրի ստեղծումը և ներդրումային համագործակցության հեռանկարները, ինչպես նաև մշակվել են առաջարկություններ տվյալ ոլորտում ԵԱՏՄ պետությունների համագործակցության զարգացման, ճգնաժամերի բացասական հետևանքների հաղթահարման և այս կառույցի շրջանակում ինտեգրացիոն փոխգործակցության խորացման ուղղությամբ: Միության անդամ-երկրները պարտավորվել են չվատթարացնել գործարարությամբ զբաղվելու պայմանները և ներդրումների համար ապահովել լրացուցիչ երաշխիքներ: Միության մեկ այլ կարևոր առավելությունը ԵԱՏՄ երկրների ներդրողների համար ազգային ռեժիմի կամ առավել բարենպաստության պայմանների կիրառումն է, ինչպես նաև ներդրումների համար քանակական և այլ սահմանափակումների վերացումը: Ավելին, ԵԱՏՄ ծառայությունների միասնական շուկայի գործունեությունը ևս խթանող գործոն է հանդիսանում ԵԱՏՄ անդամ-երկրների տնտեսություններում ներդրումների հոսքերի ակտիվացման համար:

Ուսումնասիրվել են ԱՄՆ, Չինաստանի, Ճապոնիայի, Իռլանդիայի, Գերմանիայի, Չեխիայի, Լեհաստանի պետական ներդրումային քաղաքականությունների առանձնահատկությունները և ներդրումային շուկայի կարգավորման և գրավչության բարձրացման գործոնները:

«Կապիտալի շուկայի կառուցվածքի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ 2020 թ. հունվարի 31-ի դրությամբ շուկայի հիմնական մասը զբաղեցրել են պետական պարտատոմսերը՝ կազմելով ՀՆԱ-ի 11%-ը, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի շրջանառվող ծավալը և բաժնային արժեթղթերի կապիտալիզացիան կազմել են ՀՆԱ-ի համապատասխանաբար 3,4% և 2,3 %-ը¹¹: 2019 թ. ընթացքում ֆոնդային բորսայում (ՀՖԲ) կորպորատիվ արժեթղթերով և «պետական պարտատոմսերով առավաճառքի գործարքների ծավալը կազմել է 100 մլրդ դրամ, իսկ բորսայից դուրս՝ մոտ 900 մլրդ դրամ: Երկրորդային շրջանառության գերակշիռ մասը կազմել է «պետական արժեթղթերով առևտուրը: Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան շարունակում է մնալ բավական փոքր՝ չնայած բարենպաստ կարգավորման դաշտի առկայությանը և այս ոլորտում իրականացված մի շարք բարեփոխումներին: 2020 թ. հունվարի 31-ի դրությամբ թողարկողները 19-ն էին, այդ թվում՝ 11-ը առևտրային բանկ, 4 վարկային կազմակերպություն, 3 իրական հատվածի ընկերություն և 1 միջազգային կազմակերպություն: Շրջանառվող կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման ընդհանուր ծավալը կազմել է մոտ 220 մլրդ ՀՀ դրամ, որի մոտ 78 %-ն արտահայտված էր արտարժույթով (171 մլրդ ՀՀ դրամ), 22%-ը՝ ՀՀ դրամով (49 մլրդ ՀՀ դրամ)¹²:

«ՀՀ-ում բաժնային արժեթղթերի թողարկումները գրեթե բացակայում են: 2019 թ.-ին ընդամենը մեկ թողարկում է իրականացվել 320.320.000 ՀՀ դրամ ծավալով, իսկ 2018 թ.՝ արտոնյալ բաժնետոմսերի 2 թողարկում՝ 6.369.000.000 անվանական արժեքով¹³: 2019 թ. սեպտեմբերին իրականացվեց Եվրոպարտատոմսերի 3-րդ թողարկումը՝ 500 մլն ԱՄՆ դոլար ընդհանուր ծավալով, 10 տարի մարման ժամկետով և 3,95% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ, իսկ 2021 թվականին՝ 4-րդ թողարկումը՝ 750 միլիոն դոլար ծավալով, 10 տարի մարման ժամկետով, 3.6% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ: Ակնհայտորեն, սուվերեն Եվրոպարտատոմսերի թողարկումները կարևոր քայլ էին պետության կողմից միջազգային ֆինանսական շուկայում Հայաստանը դրական տեսանկյունից ներկայացնելու և տեղական այլ ֆինանսական գործիքների նկատմամբ օտարերկրյա ներդրողների պահանջարկը մեծացնելու համար:

«ՀՀ-ում կենսաթոշակային բարեփոխումների արդյունքում հանրության լայնածավալ խնայողությունները կուտակվում են գործող երկու կենսաթոշակային ֆոնդերում, սակայն տնտեսության մեջ դրանց ներդրման հնարավորությունները ներկայումս բավական սահմանափակ են: 2019 թ. վերջի դրությամբ կենսաթոշակային ֆոնդերի զուտ ակտիվների արժեքը կազմում է 251.2 մլրդ դրամ (ՀՆԱ-ի 3.8%), իսկ 2019 թ. ընթացքում պետության և մասնակիցների կողմից կատարվել է ավելի քան 69 մլրդ դրամի կուտակային հատկացում, ինչը տարեցտարի աճելու է: Արդյունքում ֆոնդերի զուտ ակտիվների արժեքը 2037 թ.-ին կանխատեսվում է հասցնել 6,5 տրիլիոն ՀՀ դրամի

¹¹ ՀՀ կառավարության 2020 թվականի հուլիսի 16-ի N 1202-L որոշման հավելված

¹² ՀՀ կառավարության 2020 թվականի հուլիսի 16-ի N 1202-L որոշման հավելված

¹³ Աղբյուրը՝ www.cba.am

կամ ՀՆԱ-ի մոտ 25%-ին¹⁴: Սակայն, չնայած ներդրումային այդքան մեծ ներուժին՝ կապիտալի շուկայի որակյալ գործիքների փոքր ծավալը հանգեցնում է նրան, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը այս պահին զգուշավորություն են ցուցաբերում մասնավոր հատվածի ֆինանսավորման հարցում:

Պարտքային արժեթղթերում ներդրողների կառուցվածքի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ այս շուկայում իրական ակտիվություն ցուցաբերող ներդրողների թիվը ավելի մեծ է: 2020 թ. հունվարի 31-ի դրությամբ կորպորատիվ պարտատոմսերում ներդրողների թիվը կազմել է 2705, իսկ պետական պարտատոմսերում և եվրոպարտատոմսերում՝ համապատասխանաբար 739 և 21: 2020 թ. սկզբի դրությամբ ՀՀ-ում գործել է ընդամենը 2 հրապարակային ներդրումային ֆոնդ և 23 ոչ հրապարակային ֆոնդ: Բոլոր ֆոնդերի ակտիվների մեծությունը նույն պահի դրությամբ կազմել է ընդամենը 23.3 մլրդ դրամ, որի 60%-ից ավելին ներդրված է եղել ՀՀ պետական արժեթղթերում: Ակնհայտ է, ներդրումային ֆոնդերի ինդուստրիան մեր երկրում գտնվում է զարգացման սաղմնային փուլում և կապիտալի շուկայում որպես ներդրող դեռևս մեծ նշանակություն չունի:

Ներդրումային ընկերությունները շուկայի փոքր հատվածն են զբաղեցնում (0.9%) և կապիտալի շուկայում ներդրումային պահանջարկի ձևավորման վրա էական ազդեցություն չունեն: 15.02.2020 թ. դրությամբ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործում են 12 ներդրումային ընկերություն, որոնց ընդհանուր ակտիվները կազմում են 63 մլրդ դրամ: Ոլորտի կողմից բաժնային արժեթղթերում ներդրումները աննշան են, իսկ պարտքային գործիքներում ներդրումները կազմում են ակտիվների 12 %-ը, որից 7%-ը բաժին է ընկնում պետական արժեթղթերում ներդրումներին:

Վարկային կազմակերպությունները ակտիվների մեծությամբ երկրորդն են՝ տնօրինելով ֆինանսական համակարգի ակտիվների մոտ 10%-ը¹⁵: Ապահովագրական ընկերությունները՝ որպես կապիտալի շուկայի ներդրող, 2019 թ. ընթացքում սկսել են ակտիվություն դրսևորել, սակայն, հաշվի առնելով ապահովագրական շուկայի փոքր ծավալը՝ ոլորտի ազդեցությունը կապիտալի շուկայի ակտիվացման վրա բավական թույլ է: Ոչ կյանքի ապահովագրական շուկայի ոլորտում գործում են 7 ընկերություն: 01.01.2020 թ. դրությամբ շուկայի ծավալը (հաշվեգրված ապահովագրական վճարները) կազմել է 49,3 մլրդ դրամ (ՀՆԱ-ի 0,75%-ը): Ոլորտի ակտիվները կազմել են 66,9 մլրդ դրամ, որը ֆինանսական հատվածի ընդամենը 1%-ն է:

Ներդրումային շուկայի մասնակիցների կառուցվածքի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ 2020 թ. հուլիսի 31-ի դրությամբ բոլոր պարտքային (այդ թվում՝ պետական) և բաժնային արժեթղթերի ներդրողների հաշիվները կազմում են 114876, որից ընդամենը 13%-ն (15181) է համարվում ակտիվ հաշիվ: Ընդ որում, նույն պահի դրությամբ անհատ ներդրողների արժեթղթերի հաշիվների քանակը կազմել է 111439, որից ընդամենը 13%-ն (13815) է հանդիսացել ակտիվ ներդրողի հաշիվ: Հաշիվների հիմնական մասը բաժնային արժեթղթերի հաշիվներ են՝ հաշվի առնելով 1990-ականների մասնավորեցման արդյունքում մի շարք հաշիվների ստեղծման անհրաժեշտությունը:

Հայաստանի ներդրումային շուկայում օտարերկրյա ակտիվ ներդրողների ներգրավվածությունը փոքր է: 31.01.2020 թ. դրությամբ պահառուական համակարգում առկա է եղել մոտ 1418 օտարերկրյա ներդրողի հաշիվ, սակայն դրանց առնվազն 30%-ի մնացորդը զրոյական է: Օտարերկրյա ներդրողների կողմից ներդրումների կազմում 90%-ը կազմել են բաժնային արժեթղթերը¹⁶: Բաժնային արժեթղթերում ներդրումների նման բարձր ցուցանիշը պայմանավորված է նրանով, որ մի շարք խոշոր ընկերությունների բաժնետերեր օտարերկրյա անձինք են, և պետք է հաշվի առնել, որ այս անձինք ոչ հրապարակային կապիտալի շուկայում են գործել և հրապարակային շուկայի պահանջարկի վրա մեծ ազդեցություն չեն ունեցել:

Դատելով ներկայացված տվյալների վերլուծությունից, ՀՀ-ում կապիտալի շուկան դեռևս գտնվում է զարգացման փուլում և փաստացի լիարժեքորեն չի գործում: Ավելին, կորպորատիվ արժեթղթերի թե՛ առաջնային և թե՛ երկրորդային շուկաները ներկայումս թերզագացած են:

Ատենախոսության երրորդ՝ **«Ներդրումային շուկայի զարգացման ուղիները ՀՀ-ում»** գլխում վերլուծվել են ՀՀ ներդրումային հոսքերը բնութագրող մակրոտնտեսական ցուցանիշները, բացահայտվել են ներդրումային շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող գործոնները և առկա

¹⁴ ՀՀ կառավարության 2020 թ. հուլիսի 16-ի N 1202-Լ որոշման հավելված «Կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագիր»

¹⁵ Աղբյուրը՝ www.cba.am

¹⁶ Աղբյուրը՝ www.cba.am

հիմնախնդիրները, ներդրումային շուկայի զարգացման համատեքստում մատնանշվել են ներդրումային քաղաքականության բարելավման ուղիները:

2000-2020 թթ.-ին ՀՀ ներդրումային ակտիվությունը բնութագրող ցուցանիշներից մեկի՝ ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցության ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ եթե 2000-2008 թթ.-ին այն սահուն աճել է, ապա համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամին հաջորդող ժամանակահատվածում ցուցադրել է նվազման միտում¹⁷: Եթե 2009 թ.-ին ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը դեռևս համեմատաբար բարձ է եղել և կազմել է 42.88%, ապա 2019 թ.-ին դրա մակարդակը հասել է 15.80%-ի: 2021 թ. հունիսին ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 15.3 %՝ նախորդ եռամսյակում արձանագրված 9.6%-ի համեմատ: Համեմատության համար նշենք, որ այս ցուցանիշը Ռուսաստանում 2021 թ. հունիսին կազմել է՝ 24%, Վրաստանում՝ 26.2%, Արգենտինում՝ 24.3%: ՀՀ-ում համախառն ներքին ներդրումները սկսած 2000 թ.-ից կայուն աճի միտումներ են դրսևորել՝ 2008 թվականին՝ հասնելով առավելագույն 5591.1 մլն դոլար ցուցանիշին: Ֆինանսական ճգնաժամը այստեղ ևս թողել է իր ազդեցությունը, դարձյալ գրանցվել է համախառն ներքին ներդրումների անկում, որը 2020 թ.-ին կազմել է 2178.1 մլն դոլար: Օտարերկրյա ուղղակի զուտ ներդրումների առումով նույն պատկերն է. 2008 թ.-ին գրանցվել է ներքին ներդրումների առավելագույն ցուցանիշի՝ 943.7 մլն դոլար, իսկ 2020 թ.-ին այն կազմել է 113.7 մլն դոլար:

Կոռելյացիոն-ռեգրեսիոն վերլուծություն: Վերլուծության համար ընտրված ցուցանիշներն են՝ համախառն ներքին ներդրումներ (ՀՆՆ, GDI), համախառն ներքին արդյունք, (ՀՆԱ, GDP), օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներ (ՕՈՒՆ, FDI), արտաքին առևտրաշրջանառությունը (turnover) և արտահանումը (export): Դիտարկենք հետևյալ փոխկախվածությունները՝

- ՀՆԱ -ՀՆՆ,
- ՀՆԱ-ՕՈՒՆ,
- Առևտրաշրջանառություն-ՀՆՆ,
- Առևտրաշրջանառություն-ՕՈՒՆ,
- Արտահանում-ՀՆՆ,
- Արտահանում-ՕՈՒՆ:

Ստացիոնար շարքեր ունենալու համար անցում է կատարվել լոգարիթմած շարքերի: Նախ հաշվարկվել է ընտրված ցուցանիշների միջև կոռելյացիոն մատրիցը՝ (Աղյուսակ 1):

Քրոսս-կոռելյացիոն մատրիցից երևում է, որ միայն արտահանում-ՕՈՒՆ կապն է թույլ և չափավոր՝ ՀՆԱ-ՕՈՒՆ, առևտրաշրջանառություն-ՕՈՒՆ կապը: Այդ պատճառով սահմանափակվել ենք ընդամենը կապի բնույթի և ուժգնության նկարագրությամբ: Մասնավորապես՝ կապն ուղիղ է, այն է՝ մի ցուցանիշի աճը բերում է մյուս ցուցանիշի աճին: Նկատենք նաև, որ ՀՆՆ և ՕՈՒՆ ցուցանիշներու հետազոտվող ժամանակահատվածում դրսևորել են համընթաց միտում 76% դեպքերում:

Այնուհետև դիտարկվել են համապատասխան զույգերի ռեգրեսիոն մոդելները:

Կառուցվել է հետևյալ տեսքի գծային ռեգրեսիոն մոդելներ՝

$$(3.1.1) \begin{cases} \ln(GDP) = c_1 + c_2 \times \ln(GDI) + \varepsilon_1 \\ \ln(Turnover) = c_3 + c_4 \times \ln(GDI) + \varepsilon_2 \\ \ln(Export) = c_5 + c_6 \times \ln(GDI) + \varepsilon_3 \end{cases}$$

Աղյուսակ 1

Ցուցանիշների քրոսս-կոռելյացիոն մատրից

Կոռել. մատրից	ՀՆՆ	ՀՆԱ	ՕՈՒՆ	Առևտր.	Արտահանում
ՀՆՆ	1	0.81	0.87	0.84	0.67
ՀՆԱ	0.81	1	0.51	0.98	0.96
ՕՈՒՆ	0.87	0.51	1	0.56	0.34
Առևտր.	0.84	0.98	0.56	1	0.94
Արտահանում	0.67	0.96	0.34	0.94	1

¹⁷ Վերլուծությունները կատարվել են <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> կայքէջում բերված տվյալների հիան վրա:

ՀՆԱ-ն, առևտրաշրջանառությունը և արտահանումը բացատրվող փոփոխականներն են, իսկ ռեգրեսորը՝ ՀՆՆ-ն է: $c_1, c_2, c_3, c_4, c_5, c_6$ մոդելների անհայտ պարամետրերն են, իսկ $\varepsilon_1, \varepsilon_2, \varepsilon_3$ մոդելների սխալն արտահայտող պատահական մեծությունները:

Գնահատման արդյունքները հետևյալն են՝

$$(3.1.2) \begin{cases} \ln(GDP) = 6.15 + 0.39 \times \ln(GDI) \\ \ln(Turnover) = 2.89 + 0.71 \times \ln(GDI) \\ \ln(Export) = 2.60 + 0.58 \times \ln(GDI) \end{cases}$$

Ստացված արդյունքների մեկնաբանությունը:

ՀՆԱ-ՀՆՆ: Կապն ուղիղ, ինչպես և փաստում էր վերևում հաշվարկված կոռելյացիայի գործակիցը: Էլաստիկության գործակիցը հավասար է 1.003, ինչը նշանակում է, որ 1%-ով ՀՆՆ աճը հանգեցնում է 1.003% ՀՆԱ աճին: Մոտարկման սխալը կազմում է 1.88%, ինչը փաստում է մոտարկման լավ որակի մասին: Նշանակում է փաստացի և մոտարկված արժեքների միջև շեղումը միջինում 1.88% է: Դետերմինացիայի գործակիցը կազմում է 0.66, նշանակում է ՀՆԱ վարիացիան 66%-ով բացատրվում է ՀՆՆ-ով: Մոդելի ռեգրեսորը նշանակալի է՝ համաձայն Ստյուդենտի թեստի՝ t վիճակագրությունը կազմում է 6.08, իսկ համապատասխան աղյուսակային արժեքը՝ 2.43, դիտված արժեքը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար նշանակալի է, իսկ նշանակալիության մակարդակը՝ P-value կազմում է 0.000132, հետևաբար ունենք 99 տոկոսանոց վստահելիության մակարդակ: Ըստ Ֆիշերի թեստի՝ F վիճակագրությունը կազմում է 37.03, իսկ աղյուսակային արժեքը՝ 4.38, դիտվածը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար մոդելը նշանակալի է: Ավտոկոռելյացիոն թեստի համար օգտագործենք Դարբին-Ուաթսոնի վիճակագրությունը, այն կազմում է 1.65, հետևաբար ավտոկոռելյացիա չկա: Հետերոսկեդաստիկության մասին հիպոթեզը ստուգենք Սպիռմենի ռանգային կոռելյացիայի գործակցի միջոցով: Սպիռմենի ռանգային կոռելյացիայի գործակիցը կազմում է 0.35, դնենք հիպոթեզ գործակցի զրոյի հավասար լինելու մասին, մրցակցողը՝ հակառակը: Կրիտիկական արժեքը կազմում է 0.52, իսկ աղյուսակայինը 2.44, աղյուսակայինը մեծ է կրիտիկականից, հետևաբար ոչ նշանակալի է գործակիցը, այսինքն՝ հետերոսկեդաստիկության բացակայության մասին հիպոթեզն ընդունվում է: Մնացորդների նորմալ բաշխվածության հիպոթեզը ստուգվել է RS վիճակագրության միջոցով, RS-ը կազմում է 3.1, միջակայքը նորմալ բաշխվածության մասին հիպոթեզն ընդունելու համար (2.7-3.7), մտնում է միջակայքի մեջ, հետևաբար մնացորդները նորմալ են բաշխված: **Այսպիսով, ՀՆԱ-ՀՆՆ կապն ուղիղ է, նշանակալի է, մոդելի մոտարկման որակը բարձր է, ստացված գնահատականը՝ էլաստիկության գործակցի արժեքը կիրառելի:**

Առևտրաշրջանառություն-ՀՆՆ: Կապն ուղիղ, ինչպես և փաստում էր վերևում հաշվարկված կոռելյացիայի գործակիցը: Գործակիցը նշանակալիության ստուգման արդյունքները հետևյալն են՝ t վիճակագրությունը 6.80, t աղյուսակայինը՝ 2.44, դիտվածը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար կոռելյացիայի գործակիցը նշանակալի է: Էլաստիկության գործակիցը հավասար է 1.01, ինչը նշանակում է, որ 1%-ով ՀՆՆ աճը բերում է 1.01% առևտրաշրջանառության աճին: Մոտարկման սխալը կազմում է 1.88%, ինչը փաստում է մոտարկման լավ որակի մասին: Նշանակում է փաստացի և մոտարկված արժեքների միջև շեղումը միջինում 3.28% է: Դետերմինացիայի գործակիցը կազմում է 0.71, նշանակում է առևտրաշրջանառության վարիացիան 71%-ով բացատրվում է ՀՆՆ-ով: Մոդելի ռեգրեսորը նշանակալի է՝ համաձայն Ստյուդենտի թեստի՝ t վիճակագրությունը կազմում է 6.80, իսկ համապատասխան աղյուսակային արժեքը՝ 2.43, դիտված արժեքը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար նշանակալի է, իսկ նշանակալիության մակարդակը՝ P-value կազմում է 0.0000017, հետևաբար ունենք 99 տոկոսանոց վստահելիության մակարդակ: Ըստ Ֆիշերի թեստի՝ F վիճակագրությունը կազմում է 46.19, իսկ աղյուսակային արժեքը՝ 4.38, դիտվածը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար մոդելը նշանակալի է: Ավտոկոռելյացիոն թեստի համար օգտագործենք Դարբին-Ուաթսոնի վիճակագրությունը, այն կազմում է 1.69, հետևաբար ավտոկոռելյացիա չկա: Հետերոսկեդաստիկության մասին հիպոթեզը ստուգենք Սպիռմենի ռանգային կոռելյացիայի գործակցի միջոցով: Սպիռմենի ռանգային կոռելյացիայի գործակիցը կազմում է 0.39, դնենք հիպոթեզ գործակցի զրոյի հավասար լինելու մասին, մրցակցողը՝ հակառակը: Կրիտիկական արժեքը կազմում է 0.51, իսկ աղյուսակայինը 2.44, աղյուսակայինը մեծ է կրիտիկականից, հետևաբար ոչ նշանակալի է գործակիցը, այսինքն՝ հետերոսկեդաստիկության բացակայության մասին հիպոթեզն ընդունվում է: Մնացորդների նորմալ բաշխվածության հիպոթեզը ստուգվել է RS վիճակագրության միջոցով, RS-ը կազմում է 3.2,

միջակայքը նորմալ բաշխվածության մասին հիպոթեզն ընդունելու համար (2.7-3.7), մտնում է միջակայքի մեջ, հետևաբար մնացորդները նորմալ են բաշխված: **Այսպիսով, Առևտրաշրջանառություն-ՀՆՆ կապն ուղիղ է, նշանակալի է, մոդելի մոտարկման որակը բարձր է, ստացված գնահատականը՝ էլաստիկության գործակցի արժեքը կիրառելի:**

Արտահանում-ՀՆՆ: Կապն ուղիղ, ինչպես և փաստում էր վերևում հաշվարկված կոռելյացիայի գործակիցը: Գործակիցը նշանակալիության ստուգման արդյունքները հետևյալն են՝ t վիճակագրությունը 3.98, t աղյուսակայինը՝ 2.44, դիտվածը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար կոռելյացիայի գործակիցը նշանակալի է: Էլաստիկության գործակիցը հավասար է 1.01, ինչը նշանակում է, որ 1%-ով ՀՆՆ աճը բերում է 1.01% արտահանման աճին: Մոտարկման սխալը կազմում է 4.11%, ինչը փաստում է մոտարկման լավ որակի մասին: Նշանակում է փաստացի և մոտարկված արժեքների միջև շեղումը միջինում 4.11% է: Դետերմինացիայի գործակիցը կազմում է 0.45, նշանակում է արտահանման վարիացիան 45%-ով բացատրվում է ՀՆՆ-ով: Մոդելի ռեգրեսորը նշանակալի է՝ համաձայն Ստյուդենտի թեստի՝ t վիճակագրությունը կազմում է 3.98, իսկ համապատասխան աղյուսակային արժեքը՝ 2.43, դիտված արժեքը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար նշանակալի է, իսկ նշանակալիության մակարդակը՝ P-value կազմում է 0.000804, հետևաբար ունենք 99 տոկոսանոց վստահելիության մակարդակ: Ըստ Ֆիշերի թեստի՝ F վիճակագրությունը կազմում է 15.83, իսկ աղյուսակային արժեքը՝ 4.38, դիտվածը մեծ է աղյուսակայինից, հետևաբար մոդելը նշանակալի է: Հետերոսկեդաստիկության մասին հիպոթեզը ստուգենք Սպիռմենի ռանգային կոռելյացիայի գործակցի միջոցով: Սպիռմենի ռանգային կոռելյացիայի գործակիցը կազմում է 0.34, դնենք հիպոթեզ գործակցի զրոյի հավասար լինելու մասին, մրցակցորդ՝ հակառակը: Կրիտիկական արժեքը կազմում է 0.53, իսկ աղյուսակայինը 2.44, աղյուսակայինը մեծ է կրիտիկականից, հետևաբար ոչ նշանակալի է գործակիցը, այսինքն՝ հետերոսկեդաստիկության բացակայության մասին հիպոթեզն ընդունվում է: Մնացորդների նորմալ բաշխվածության հիպոթեզը ստուգվել է RS վիճակագրության միջոցով, RS-ը կազմում է 3.4, միջակայքը նորմալ բաշխվածության մասին հիպոթեզն ընդունելու համար (2.7-3.7), մտնում է միջակայքի մեջ, հետևաբար մնացորդները նորմալ են բաշխված: **Այսպիսով, Արտահանում-ՀՆՆ կապն ուղիղ է, նշանակալի է, մոդելի բացատրողականությունը ցածր է, կապի գնահատականը՝ էլաստիկության գործակիցը՝ ընդունելի է վերապահումով:**

Ներդրումային շուկայի զարգացման վրա հատկապես մեծ ազդեցություն են գործում քաղաքական գործոնները, ինչի մասին վկայում են միջազգային փորձագիտական գնահատականներում վերջիններիս հատկացվող բավական մեծ ուշադրությունը: Օտարերկրյա ներդրողները առաջնային կարևորություն են տալիս հենց այս գործոններին, քանի որ վերջիններիս համար առաջնահերթ կարևորություն ունի ներդրումային երկրի քաղաքական կայունությունը, տարածաշրջանի աշխարհաքաղաքական իրավիճակը, միջպետական հարաբերությունների մակարդակը և այլն:

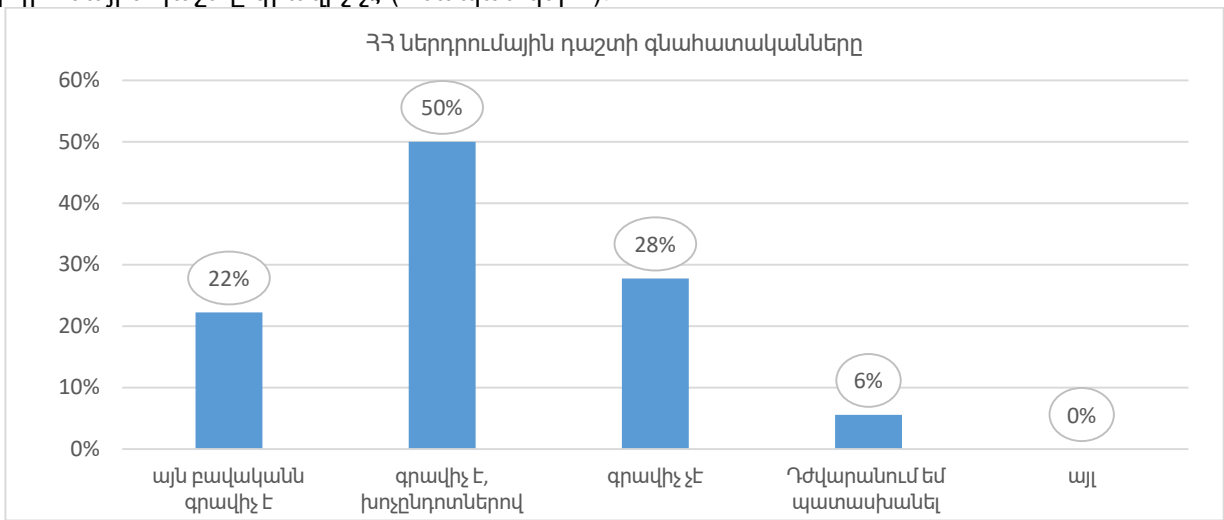
ՀՀ-ն ներկայումս բնորոշվում է քաղաքական բարձր ռիսկերով՝ պայմանավորված դեռևս վերջնական հանգուցալուծում չստացած Արցախյան հակամարտությամբ, Թուրքիայի և Ադրբեյջանի կողմից տնտեսական շրջափակմամբ, 44-օրյա պատերազմից հետո սահմանազատման և սահմանազաման սպասվող գործընթացներով և ՀՀ սահմանամերձ հատվածներում պարբերաբար ստեղծվող լարված իրավիճակով: Վերոգրյալի արդյունքում, միջազգային տարբեր կառույցների գնահատականներում ՀՀ քաղաքական ռիսկը գնահատվում է բավական բարձր: Բարձր են նաև քաղաքական բռնությունների և բռնազավթման ռիսկերը, ինչը մեծապես պայմանավորված է ներդրումային օրենսդրության անկատարությամբ և ներդրողների շահերի պաշտպանության գործունե երաշխիքների և դրանց ապահովման արդյունավետ մեխանիզմների բացակայությամբ:

ՀՀ միջազգային սուվերեն վարկանիշը աշխարհի հայտնի վարկանիշային գործակալությունների կողմից վերադասարակվել է դեպի նվազեցում: ՀՀ վերաբերյալ միջազգային ամենավերջին վարկանիշը՝ Fitch վարկանիշային գործակալության կողմից 2021 թ. հոկտեմբերի 12-ին շնորհված սուվերեն վարկանիշն է՝ B+, որը բավական ռիսկային սպեկուլյատիվ վարկանիշ է: Իսկ Moody's վարկանիշային գործակալության 2021 թ. օգոստոսյան զեկույցում ՀՀ սուվերեն վարկանիշը մնացել էր անփոփոխ՝ «Ba3» «կայուն» հեռանկարով՝ միաժամանակ նշելով, որ թեև հիմնական տնտեսական ցուցանիշները էապես չեն փոխվել, սակայն Հայաստանը դառնում է ավելի ենթակա կողմնակի ռիսկերի ազդեցությանը: Նշվածը ակնհայտորեն բացասական ազդակ է հավանական ներդրողների համար՝ հատկապես երկարաժամկետ ներդրումներ իրականացնելու տեսանկյունից:

«Ներդրումային դաշտի գրավչության մասին միջազգային կառույցների գնահատականների վերլուծությանը զուգահեռ, որոնք մասնավորապես վերաբերում են քաղաքական ռիսկի գնահատմանը, կարևորվել է նաև «Ներդրումային միջավայրի գնահատումը՝ փորձագիտական հարցումների հիման վրա: Հեղինակի կողմից առաջարկված հարցաթերթի հիման վրա փորձագիտական հարցումներ են անցկացվել ներդրումային միջավայրի մասին հստակ կարծիք, դիրքորոշում ունեցող թվով 19 փորձագետների շրջանակներում: Որպես փորձագետներ հարցմանը ներգրավվել են «Ն առաջատար բանկերի, ապահովագրական ընկերությունների, արդյունաբերության ոլորտի առաջատար ֆիրմաների պատասխանատուներ, ինչպես նաև ակադեմիական ոլորտի փորձառու գիտնականներ: Հարցումների արդյունքները ներկայացվել են ըստ հարցաթերթի հարցերի հաջորդականության:

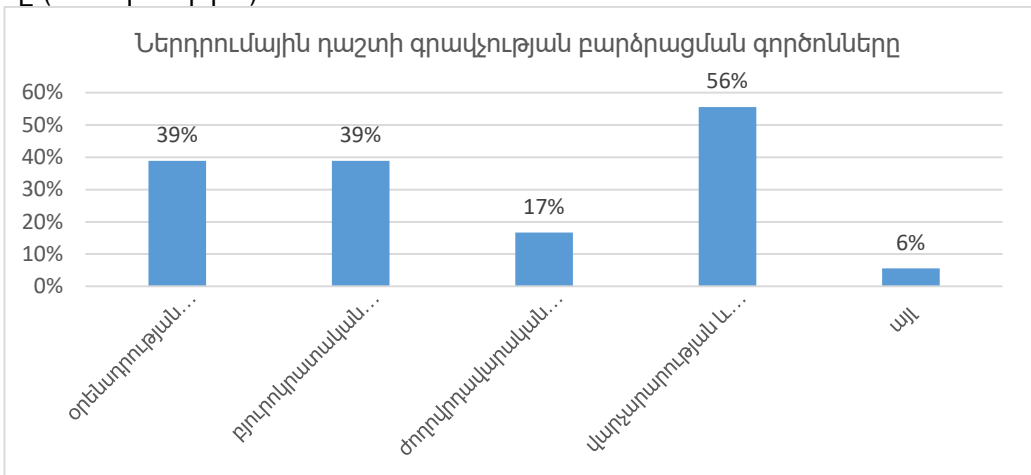
1 Փորձագետներին առաջարկվել է գնահատել «Ներդրումային դաշտը, հարցաթերթում ներկայացված տարբերակների շրջանակներում:

Փորձագետների 50%-ը գտնում է, որ «Ն ներքին շուկան ներդրումային գրավչություն ունի, սակայն որոշ խոչընդոտներ առկա են, 22%-ը այն համարում է բավականաչափ գրավիչ, մեկ փորձագետ դժվարացել է պատասխանել, իսկ 28%-ը կամ հինգ հարցվող գտնում են, որ «Ն ներդրումային դաշտը գրավիչ չէ (Գծապատկեր 1):



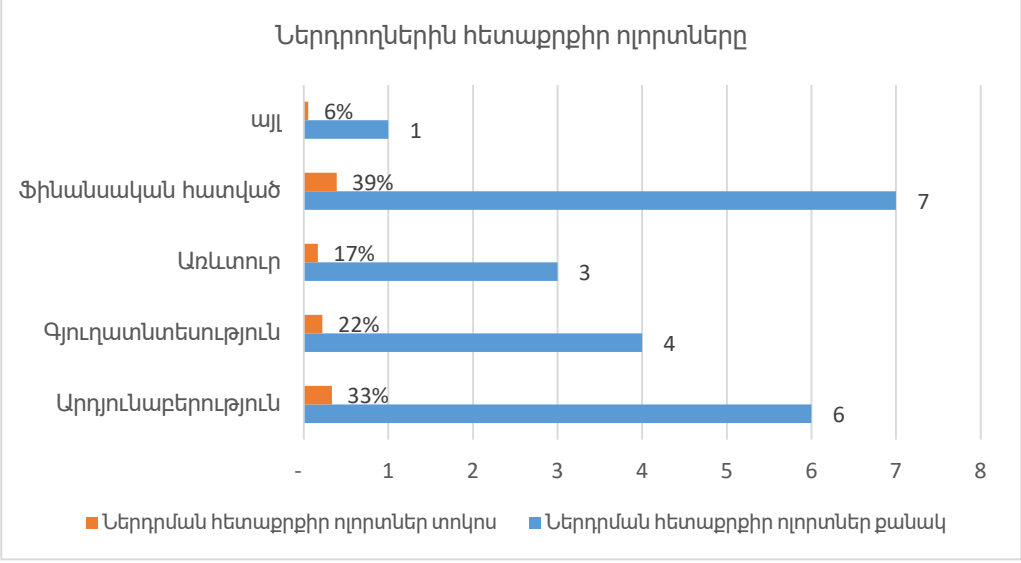
Գծապատկեր 1. «Ն ներդրումային դաշտի փորձագիտական գնահատականները

2. Ներդրումային դաշտի գրավչության բարձրացման կարևորագույն գործոնը փորձագետների 56%-ը համարում է վարչարարության և կառավարման ինտիտուտների արդիականացումը, օրենսդրության կատարելագործումը և բյուրոկրատական քաշքուկների բացառումը մատնանշել են փորձագետների 39-ական տոկոսը, իսկ 17%-ը կարևորել է ժողովրդավարական ինստիտուտների ամրագրումը (Գծապատկեր 2):



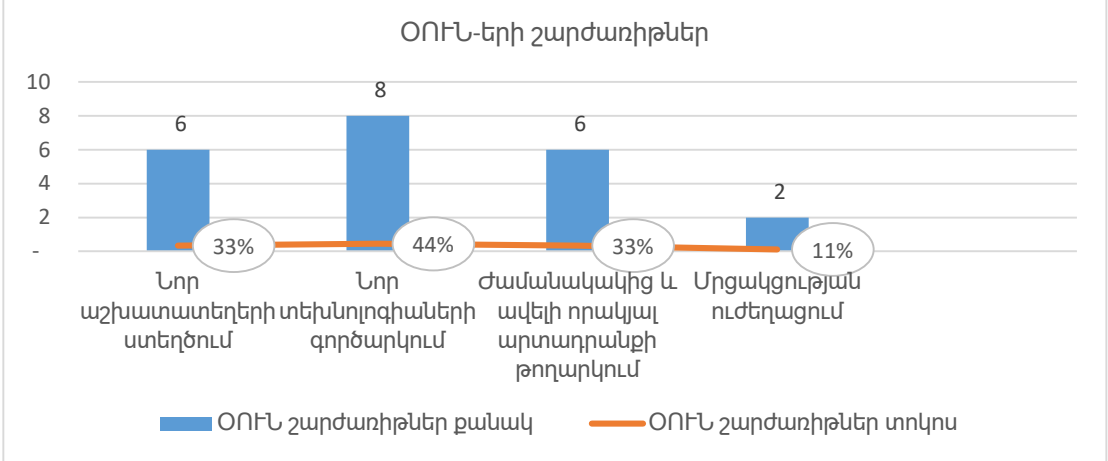
Գծապատկեր 2. Ներդրումային միջավայրի գրավչության բարձրացման կարևորագույն գործոնները

3. Այն հարցին, թե ՀՀ-ում ներդրումային միջավայրի գրավչության առումով, որ ոլորտներն են հետաքրքրում օտարերկրյա ներդրողներին, փորձագետների 39%-ը նշել է ֆինանսական հատվածը, իր գրավչությամբ առաջատար է համարվել նաև արդյունաբերությունը՝ 33%, 4 փորձագետ գտնում են, որ գրավիչ է նաև գյուղատնտեսության ոլորտը, իսկ 3-ը նախապատվությունը տալիս են առևտրին (Գծապատկեր 3):



Գծապատկեր 3. ՀՀ-ում օտարերկրյա ներդրողներին հետաքրքիր ոլորտները

4. ՀՀ-ում Օտարերկրյա ուղղակի ներդրողներին ներգրավելու առումով փորձագետները ավելի կարևորում են տեխնոլոգիաների գործարկումը (Գծապատկեր 4):

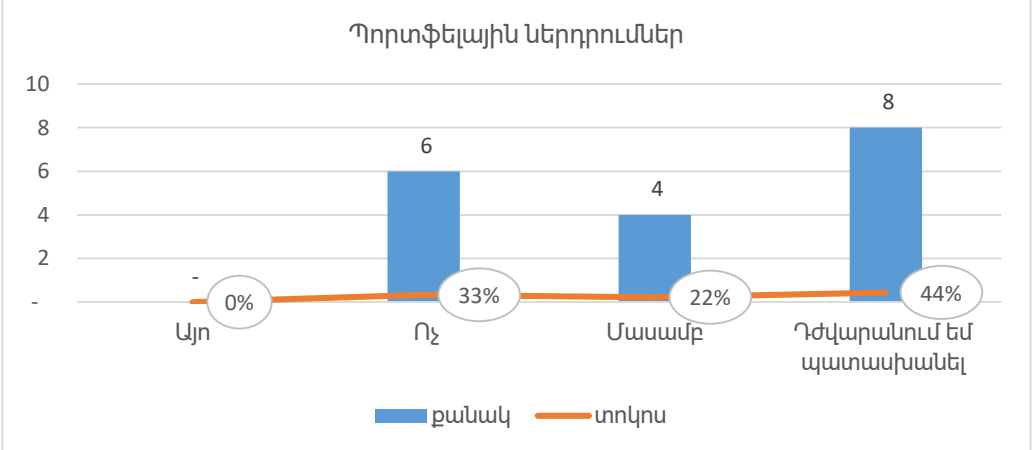


Գծապատկեր 4. Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավման շարժառիթները

Այդ կարծիքը կիսում են հարցվողների 44%-ը, 33%-ական տոկոսն էլ կարևորում է նոր աշխատատեղերի ստեղծման հնարավորությունը, ժամանակակից շուկայի պահանջներին համապատասխան որակյալ արտադրանք արտադրելու շարժառիթը, իսկ երկու փորձագետ գտնում է, որ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավումը կհանգեցնի ներքին շուկայի մրցակցության ուժեղացմանը :

5. ՀՀ-ում պորտֆելային ներդրումների բավարար նախադրյալների առկայության մասին հարցին «այո» պատասխան չի գրանցվել, հարցվողների 33%-ը տվել է բացասական պատասխան, 44%-ը դժվարացել է պատասխանել, միայն չորս փորձագետ է գտել, որ պորտֆելային ներդրումների ներգրավման նախադրյալներ մասամբ առկա են (Գծապատկեր 5): Այսպիսով, կարելի է եզրակացնել, որ անկախ միջազգային տարբեր կառույցների կողմից ՀՀ ներդրումային իրավիճակի մասին գնահատականներից, որտեղ առավելապես շեշտադրվում է քաղաքական ռիսկի առկայությունը, այնուհանդերձ, փորձագիտական գնահատականների համաձայն, այն բավականաչափ գրավիչ է: Համեմայնդեալ, հարցվողների 72 տոկոսը պնդում է այդ կարծիքը: Անշուշտ, ներդրումային իրավիճակը հեռու է կատարյալ լինելուց, սակայն վարչարարության և կառավարման ինտիտուտների արդիականացման, օրենսդրության կատարելագործման և բյուրոկրատական քաջքշուկների

բացառման դեպքերում հնարավոր կլինի օտարերկրյա ներդրողների համար ներդրումային միջավայրը դարձնել էլ ավելի ընկալելի և հասանելի:



Գծապատկեր 5. Պորտֆելային ներդրումների ներգրավման բավարար նախադրյալների առկայությունը

Միանշանակ է, որ ցանկացած երկրում կայուն ընթացող ներդրումային գործընթացները կախորոշում են արտադրության մեջ գիտական և տեխնոլոգիական նորագույն նվաճումների ներդրումը և հետևաբար նաև գիտատեխնիկական առաջընթացի բարձր տեմպերը, աշխատանքի արտադրողականության աճը, ինչպես ամբողջ տնտեսության, այնպես էլ առանձին ոլորտների, ճյուղերի և կազմակերպությունների մակարդակով:

Ներկայում ՀՀ-ում ներդրումային հարաբերությունները կանոնակարգող հիմնական իրավական ակտը 1994 թ.-ին ՀՀ Գերագույն Խորհրդի կողմից ընդունված՝ «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքն է, որով կարգավորված չեն ներդրումային շուկայի և դրա մասնակիցների գործունեությունը: Ավելին, վերոհիշյալ օրենքը կարգավորում է միայն օտարերկրյա ներդրումների հետ կապված հարաբերությունները, իսկ տեղական ներդրումների իրավական կարգավորումն առհասարակ բացակայում է: Գործող օրենսդրությամբ սահմանված չեն նաև ներդրումային արտոնությունների տրամադրման կարգն ու պայմանները և դրանք գործնականում տրամադրվում են կառավարության որոշումներով, ինչն այս հարցում կարող է հանգեցնել տարաբնույթ սուբյեկտիվ մոտեցումների: Ներդրումային շուկայի զարգացման և ներդրումային հոսքերի ընդլայնման տեսանկյունից չափազանց կարևոր է նաև օրենսդրության կանխատեսելիությունը:

Հեղինակը համակարգված ներկայացրել է ՀՀ ներդրումային շուկայի վրա ազդող գործոնները:

Տնտեսական գործոնների շարքում, կարևորվում են մակրոտնտեսական ցուցանիշների մակարդակը և դինամիկան: Ներդրումային շուկայի զարգացման վրա ուղղակի մեծ ազդեցություն ունի տնտեսական աճի ցուցանիշը: Մակրոտնտեսական մակարդակում ներդրումային շուկայի վրա անմիջական ազդեցություն է գործում ազգային եկամտի մակարդակը, ինչպես նաև սպառման և խնայողությունների հարաբերակցությունը, հայաստանյան ներքին շուկայի փոքր տարողունակությունը և առկա տնտեսական ռեսուրսների սակավությունը, որը խոշորածավալ ներդրումային հոսքերի ապահովման տեսանկյունից բարենպաստ և գայթակղիչ չէ: Խոշորածավալ ներդրումների ներգրավման տեսանկյունից կարևոր է նաև աշխատուժի որակավորման, կրթվածության մակարդակը, կապիտալի խիստ կենտրոնացվածությունը բանկային համակարգում: Ներդրումային շուկայի զարգացման վրա էական ազդեցություն է գործում նաև պետական հարկային քաղաքականությունը:

Ինստիտուցիոնալ գործոնները: Այս ոլորտում անմիջական բացասաբար ազդող գործոններից են ներդրումային շուկայի ենթակառուցվածքների հետ կապված խնդիրները, մասնավորապես խոսքը ներդրումային շուկայի ֆինանսական միջնորդ կառույցների մասին է, որոնք կարևոր միջանկյալ օղակ են ներդրումներ առաջարկող և ներդրումների պահանջ ներկայացնող սուբյեկտների միջև: Ուղղակի ներդրումների ակտիվության վրա բացասաբար է ազդում նաև ընկերությունների սեփականատերերի մտածելակերպը՝ կապված սեփականության իրավունքն այլոց հետ չկիսելու մտավախության հետ: Տնտեսվարողները ավելի հակված են իրենց գործունեությունն

ընդլայնել առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող բավական բարձր տոկոսադրույքներով վարկերի հաշվին: Ներդրումային շուկայի համապատասխան ենթակառուցվածքների թերզարգացվածությունն է նաև այն պատճառը, որը Հայաստանի քաղաքացիների զգալի հատվածին չի մոտիվացնում ձեռք բերելու համապատասխան գիտելիքների պատշաճ մակարդակ և անհրաժեշտ տեղեկատվություն՝ սեփական խնայողությունները որպես ներդրում օգտագործելու համար:

Վարչարարական գործոնները ներդրումների իրականացման հետ կապված վարչարարական բնույթի խոչընդոտներն են, վարչական քաշքշուկները, պետական մարմինների պաշտոնատար անձանց կողմից կոռուպցիոն դրսևորումները, հարկային և մաքսային վարչարարության անկատարությունը: Դրանք բացասաբար են անդրադառնում ներդրումային հոսքերի ակտիվացման և ներդրումային շուկայի զարգացման վրա:

Տարածաշրջանային մակարդակում ներդրումային շուկայի զարգացման վրա ազդող գործոններն են մարզերում ներդրումների ներգրավման համար անհրաժեշտ պայմանների բացակայությունը, մարզերի ներդրումային ցածր գրավչությունը, մարզերի արդյունաբերականացման ցածր մակարդակը, ենթակառուցվածքների թերզարգացվածությունը, տնտեսական ռեսուրսների սղությունը, այդ թվում՝ տնտեսապես ակտիվ բնակչության պակասը, բարձրորակ ֆինանսական ծառայությունների լայն հասանելիության բացակայությունը, մարզային իշխանությունների մակարդակով ներդրումային արդյունավետ քաղաքականության բացակայությունը:

Ներդրումային շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող **միկրոմակարդակի գործոններն են** ձեռնարկությունների կորպորատիվ կառավարման ցածր որակը և այդ ոլորտում համապատասխան փորձի պակասը, ձեռնարկությունների զգալի հատվածի մոտ ներդրումային ցածր իմիջը, արտադրական ֆոնդերի գերակշիռ մասի ֆիզիկական և բարոյական մաշվածքը, թողարկվող արտադրանքների բարձր ինքնարժեքը և ցածր մրցունակությունը, ներդրումային շուկայի մեխանիզմի միջոցով ներդրումների ներգրավման հետ կապված փորձի պակասը, աշխատուժի որակավորման ոչ պատշաճ մակարդակը և աշխատանքի ցածր արդյունավետությունը:

Արենախոսության «Եզրակացություններ և առաջարկություններ» բաժնում ամփոփված են հետազոտության հիմնական եզրահանգումներն ու առաջարկությունները:

Արենախոսության շրջանակներում կատարված ուսումնասիրությունները և վերլուծությունները փաստում են, որ անկախության ամրագրումից հետո ՀՀ-ում ձևավորվել են ազատական տնտեսական համակարգին բնորոշ ինստիտուտներ, որդեգրվել է ներդրումների ներգրավման այսպես կոչված «բաց դռների քաղաքականություն»: Սակայն, կարելի է պնդել, որ՝

1. Ներդրումային շուկայի զարգացման վրա շարունակում են մեծ ազդեցություն գործել քաղաքական գործոնները: Հայաստանի ներդրումային շուկան բնութագրվում է քաղաքական բարձր ռիսկերով:

2. Ներդրումային շուկայի գործունեությունը և վերջինիս մասնակիցների միջև առաջացող հարաբերությունները, բացառությամբ արժեթղթերի շուկայում կատարվող ներդրումների, չեն կարգավորվում ՀՀ օրենսդրությամբ, ինչն այս ոլորտում բավական մեծ ռիսկեր է ստեղծում օտարերկրյա ներդրողների համար:

3. ՀՀ ազգային եկամտի և խնայողությունների ցուցանիշներն ունեն խիստ տատանողական շարժընթաց՝ հիմնականում դեպի նվազում, ինչը երկարաժամկետ կտրվածքով բացասաբար է անդրադառնում ներդրումային հոսքերի վրա: Ներդրումային շուկայի զարգացմանը և խոշորաձավալ ներդրումների ներհոսքին խոչընդոտում են ներքինին շուկայի փոքր տարողունակությունը և առկա տնտեսական ռեսուրսների սղությունը:

4. Կապիտալի խիստ կենտրոնացված է բանկային համակարգում, ինչը խոչընդոտում է թե՛ իրական տնտեսության, և թե՛ ներդրումային շուկայի զարգացմանը:

5. Ներդրումային շուկայի զարգացման տեսանկյունից ռազմավարական նշանակություն ունի նաև պետական ներդրումների ընդլայնումը, որոնք պետք է միտված լինեն տնտեսության դիվերսիֆիկացմանը, տնտեսության առաջնահերթ ոլորտների զարգացմանը, նորարարությունների խթանմանը, արտադրության արդյունավետության և մրցունակության բարձրացմանը, մարդկային կապիտալի զարգացմանը:

6. Երդրումային շուկայի զարգացման համար կարևոր նշանակություն ունի նաև պետություն-մասնավոր հատված գործակցության (ՊՄԳ) մեխանիզմների արդյունավետ կիրառումը, ինչը խթանելու նպատակով անհրաժեշտ է բարելավել ոլորտը կարգավորող օրենսդրական դաշտը, սահմանել նման նախագծերին մասնակցության հստակ կանոններ, ներառյալ ծրագրերի կառավարման և զարգացման ոլորտում իրավասությունների սահմանումը և ՊՄԳ նախագծերի մշակման պահանջների միասնականացումը:

Եշված խնդիրների լուծման համար ատենախոսությունում կատարվել են հետևյալ առաջարկները՝

➤ ՀՀ ներդրումային շուկայում պետական ներդրումային քաղաքականության բարեփոխումները նպատակահարմար է իրականացնել 3 հիմնական ուղղություններով՝

1. ներդրումային միջավայրի բարելավում, այդ թվում՝ ներդրողների պաշտպանվածության մակարդակի բարձրացում, ներդրումների խթանման արդյունավետ պայմանների ձևավորում, ներդրումների ներգրավման, սպասարկման և աջակցման ինստիտուցիոնալ մեխանիզմների կատարելագործում, ներդրումային վեճերի լուծման արդյունավետ համակարգի ձևավորում, առևտրային լոգիստիկ համակարգերի և օտարերկրյա ներդրողների և տեղական ընկերությունների միջև կայուն արժեշղթաների զարգացում:
2. Արդյունավետ գործառնական միջոցառումների մշակում և ներդրումների ներգրավման նոր մոտեցումների ներդրում, մասնավորապես. ներդրումների ներգրավմանն աջակցող պետական հստակ համակարգի ձևավորում, ներդրողների հետ հետադարձ կապ ապահովող գործուն համակարգի ձևավորում և հետներդրումային սպասարկման կազմակերպում:
3. Ազատ տնտեսական և արդյունաբերական գոտիների խթանում, պետական ներդրումների ընդլայնում և դրանց արդյունավետության բարձրացում, պետություն-մասնավոր հատված փոխգործակցության շրջանակներում ներդրումային հոսքերի խթանում:

➤ ՀՀ-ում ներդրողների պաշտպանվածության մակարդակի բարձրացման ուղղությամբ ներդրողների հետ հարաբերություններում արդարության և համահավասարության սկզբունքների գերակայության ապահովում, ներդրումային գործունեության համար առավել բարենպաստ ռեժիմի սահմանում, սեփականության իրավունքի պաշտպանության, կապիտալի շարժի ազատության երաշխիքների ամրապնդում, ներդրումային վեճերի լուծման արդյունավետ մեխանիզմների ձևավորում:

➤ Երդրողների վստահության մակարդակը բարձրացնելու և ներդրողների իրավունքների խախտելու հետևանքով վերջիններիս և պետության միջև հնարավոր վեճերի ռիսկը նվազագույնի հասցնելու ուղղությամբ կարևորվում է՝ ներդրողների հետ փոխգործակցության էլեկտրոնային համակարգի ձևավորում, որի միջոցով կհաշվառվեն ներդրումային նախագծերը, դրանց ընթացիկ կարգավիճակը և զարգացման ընթացքը,

➤ ներդրողների հետազման գործիքակազմի ներդրում, որի միջոցով համակարգված կերպով կբացահայտվեն ներդրողների մոտ առաջացող խնդիրները, կկանխորոշվեն ռիսկի տակ հայտնված ներդրումները, կգնահատվեն դրանց առաջացման գործոնները, ինչպես նաև կտրվեն այդ խնդիրների արդյունավետ լուծումներ,

➤ Երդրումային արտոնությունների հասցեականությունը և արդյունավետությունը բարձրացնելու ուղղությամբ նպատակահարմար է իրականացնել ներդրողների հստակ դասակարգում՝ ըստ վերջիններիս կողմից իրականացվող ներդրումների ոլորտների, ծավալների և առանձնահատկությունների:

➤ «Ներդրումների աջակցման կենտրոն» հիմնադրամի գործունեության արդյունավետության բարձրացման համար վերջինս պետք է օժտված լինի ներդրումների ոլորտում ազգային օպերատորի լայն լիազորություններով և ըստ անհրաժեշտության ունենա ինչպես տարածաշրջանային մասնաճյուղեր, այնպես էլ օտարերկրյա ներկայացուցչություններ:

➤ Երդրողների իրավունքների պաշտպանության արդյունավետ մեխանիզմների ներդրուման նպատակով կարևորվել է օրենսդրորեն ամրագրված՝ ներդրումային օմբուդսմենի ինստիտուտի ձևավորումը, որը կնպաստի ՀՀ ներդրումային միջավայրի նկատմամբ ներդրողների վստահության ամրապնդմանը:

➤ Ներդրումային վեճերի լուծման ուղղությամբ հրատապ է ներդրումային վեճերի լուծման այլընտրանքային մեխանիզմների, մասնավորապես արբիտրաժի և հաշտարարության ինստիտուտների համար համապատասխան իրավական հիմքերի ապահովումը:

➤ ՀՀ-ում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համակարգի ինստիտուցիոնալ կառուցվածքը պետք ունենա 3 մակարդակ՝ արտաքին, կենտրոնական և տարածաշրջանային:

Արենախոսության հիմնական դրույթները հրապարակվել են հեղինակի հեղկյալ գիրական հոդվածներում.

1. Հովնանյան Լ. Ա., «Ներդրումային գործընթացի դերը և առանձնահատկությունները»: «Այլընտրանք» գիտական հանդես, #2 (ապրիլ- հունիս), 2020, էջ 194-207:
2. Հովնանյան Լ. Ա., «Investment market mechanism and features of activity». «Կաճառ» գիտական պարբերական #1, 2020, էջ 110-115:
3. Հովնանյան Լ. Ա., «Ներդրումային շուկայի միջազգային կարգավորման առանձնահատկությունները»: «Այլընտրանք» գիտական հանդես, #3 (հուլիս-սեպտեմբեր), 2021 էջ 160-171:
4. Հովնանյան Լ. Ա., «The role of public investment policy in the formation and regulation of the investment market»: «Կաճառ» գիտական պարբերական, #1, 2021, էջ 170-182:
5. Հովնանյան Լ. Ա., «Ներդրումային շուկայի առանձնահատկությունների վերլուծությունը ՀՀ-ում»: Շիրակի Մ. Նալբանդյանի անվան պետական համալսարանի գիտական տեղեկագիր, #1, 2021 էջ 123-132:
6. Հովնանյան Լ. Ա, Թադևոսյան Զ. Ա., «Analysis of factors hindering the development of the investment market and relevant issues in Armenia»: «Տարածաշրջան և աշխարհ» գիտավերլուծական հանդես, հատոր XIII, № 1, 2022, էջ 119-127:
7. Հովնանյան Լ. Ա., «The Issues on the Improvement of the Investment Policy in Armenia in the Context of Investment Market Development»: «Տարածաշրջան և աշխարհ» գիտավերլուծական հանդես, հատոր XIII, № 2, 2022, էջ 160-168:

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА В РА

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02- «Экономика и управление экономикой, ее сферами».

Защита диссертации состоится 12-ого июля 2022 года, в 15⁰⁰, на заседании Специализированного совета по экономике 015 ВАК РА, при Ереванском государственном университете по адресу: 0009, г. Ереван, ул. Х. Абовяна 52.

РЕЗЮМЕ

В условиях современной рыночной экономики развитие хозяйства и общества во многом зависит от возможностей привлечения частных инвестиций. Уровень инвестиций оказывает существенное влияние на социально-экономические процессы и выражается в соответствующем изменении основных макроэкономических показателей. На макроуровне инвестиции обеспечивают конкурентоспособность страны, стабильный экономический рост и повышение уровня жизни населения, а также стабильное развитие отдельных отраслей и секторов экономики благодаря непрерывной модернизации производства и внедрению новых технологий.

Важным условием для стимулирования инвестиций является наличие развитого инвестиционного рынка, формирование благоприятной инвестиционной среды и обеспечение надлежащего уровня защиты интересов инвесторов, что способствует повышению привлекательности экономики с точки зрения иностранных и местных инвесторов. Анализ инвестиционных потоков в Республике Армения свидетельствует о том, что за последнее десятилетие они имели тенденцию к снижению, что обусловлено недостаточным развитием инвестиционного рынка нашей страны, низкой привлекательностью инвестиционной среды и низкой эффективностью государственной инвестиционной политики. Для уточнения путей развития инвестиционного рынка, первоочередной задачей является выявление и анализ основных препятствий развития сферы и их особенностей, а также разработка государственной инвестиционной политики, направленной на улучшение инвестиционного рынка - с четко определенными приоритетами:

В то же время, особенно для РА, имеющей переходную экономику, разработка эффективной инвестиционной политики и ее последовательное применение, учитывая также императив производства материальных благ, соответствующих современным потребностям мировой экономики, не может быть реализована изолированно от нынешних глобальных политических и экономических процессов. В современную эпоху ни одна страна мира не может выжить изолированно, и независимо от того, какой уровень экономического развития имеет страна, какими ресурсами она располагает, насколько она интегрирована в глобальную экономическую систему, решение любой проблемы развития внутренней экономики рассматривает в логике мировых процессов. Поэтому приведение инвестиционной политики в соответствие с постоянно меняющимися требованиями мирового рынка бесспорно. Отмеченное играет чрезвычайно важную роль с точки зрения повышения международной конкурентоспособности страны, интеграции в мировую экономику и модернизации экономики. Процесс модернизации экономики Армении невозможен, изолируясь от региональных инвестиционных процессов. Формирование единой инвестиционной политики стран-членов в рамках ЕАЭС - задача повестки дня, где эффективное взаимодействие треугольника «наука – предпринимательская деятельность - государство», интеграция научно-технических, экономических, финансовых и организационных возможностей стран придадут сотрудничеству новое содержание.

Тем не менее, приоритетом регионального сотрудничества РА должно быть развитие национального инвестиционного рынка, всестороннее стимулирование инвестиций, следовательно, установление инвестиционных гарантий и закрепление механизмов защиты инвестиций. Проблемы стимулирования инвестиций на внутреннем рынке РА, повышения их эффективности, поощрения инвестиционных инициатив сохраняют свою актуальность всегда, а в нынешней ситуации, когда наша страна столкнулась с проблемой безопасности, укрепление экономической безопасности является роковой: Проблемы стимулирования инвестиций на внутреннем рынке РА, повышения их эффективности, поощрения инвестиционных инициатив не теряют своей актуальности, а в нынешней ситуации, когда наша страна столкнулась с проблемой безопасности, активизация инвестиционной деятельности становится повесткой дня. Этим и обусловлена актуальность и важность темы данной диссертации.

Основная цель исследования - выявление проблем развития инвестиционного рынка РА и разработка путей их решения. Реализация указанной цели предполагает постановку определенных задач и их решения, а именно:

- рассмотреть экономическое содержание инвестиций и структурные особенности инвестиционного процесса в современных условиях,
- изучить структуру инвестиционного рынка, организационные особенности и механизмы деятельности,
- уточнить роль государственной инвестиционной политики в формировании и регулировании инвестиционного рынка,
- изучить передовой зарубежный опыт регулирования инвестиционного рынка и выявить структурные особенности инвестиционного рынка в РА,
- анализировать динамику основных макроэкономических показателей, характеризующих инвестиционные потоки и их взаимосвязей в РА,
- изучить факторы, препятствующие развитию инвестиционного рынка Армении, и проанализировать существующие в этой сфере проблемы,
- выявить основные направления государственной инвестиционной политики, направленной на развитие инвестиционного рынка.

Объектом исследования является инвестиционный рынок Республики Армения, а предметом-проблемы его развития и пути их решения.

В результате проведенного исследования представлены научные результаты, из которых в качестве научной новизны можно выделить следующие:

- Уточнены и систематизированы факторы, препятствующие развитию инвестиционного рынка РА, определена адресность инвестиционных льгот, с целью повышения эффективности инвестиций уточнены и важнейшие критерии уровня и качества инвестиционной деятельности и их особенности.
- С целью оценки эффективности инвестиций, на основе корреляционно-регрессионного анализа, было разьяснено влияние внутренних валовых инвестиций на валовой внутренний продукт, на товарооборот и экспорт РА, и было выявлено, что если в случае связи ВВП-ВВИ, товарооборот - ВВИ значение коэффициента эластичности применимо, то в случае связи экспорт - ВВИ применимо с оговоркой.
- Разьяснены основные особенности государственной инвестиционной политики, которые сводятся к направленности государственной инвестиционной политики в интересах общества, формированию системы инвестиционных условий и предпосылок, четкой позиции инвестиционной деятельности государства, определению отраслевых приоритетов прогнозируемой инвестиционной политики и капитальных вложений.
- На основе оценок международных рейтинговых организаций и экспертных опросов была дана оценка привлекательности инвестиционной среды РА, были систематизированы и представлены основные направления улучшения государственной инвестиционной политики, осуществляемые в их рамках мероприятия на основе совершенствования институциональных механизмов привлечения, обслуживания и поддержки инвестиций.

ACTUAL PROBLEMS OF INVESTMENT MARKET DEVELOPMENT IN RA

Abstract of the dissertation for the degree of Candidate of Economic Sciences in the specialty 08.00.02 - «Economics and management of the economy, its spheres».

The defense of the thesis will take place on the 12th of July, 2022, at 15⁰⁰ o'clock, at 015 of the SCC Council on Economics, at Yerevan State University: Yerevan, 0009, Abovyan 52.

ABSTRACT

In the modern market economy, the development of the economy and society largely depends on the possibilities of attracting private investment. The level of investment has a significant impact on socio-economic processes and is expressed in a corresponding change of the main macroeconomic indicators. At the macro level, investments ensure the competitiveness of the country, stable economic growth and an increase the living standards of the population, as well as the stable development of concrete industries and sectors of the economy through continuous modernization of production and the introduction of new technologies.

An important condition for boosting investments is the presence of developed investment market, the formation of a favorable investment climate and ensuring an appropriate level of protection of investors' interests, which contributes to increasing the attractiveness of the economy from the point of view of foreign and local investors. The analysis of investment flows in the Republic of Armenia shows that over the past decade they have tended to decrease, due to the insufficient development of the investment market of our country, the low attractiveness of the investment climate and the low efficiency of the state investment policy. Identifying and analyzing the main obstacles to the development of the investment market, as well as the development of a state investment policy aimed at improving the investment market with clearly defined priorities are of paramount importance.

In order to set the ways of development of the investment market.

At the same time, the development of an effective investment policy and its consistent application, also in consideration of the imperative of producing material goods that meet the modern needs of the world economy, cannot be implemented in isolation from the current global political and economic processes especially in Armenia with a transitional economy. In the modern era, no country can survive in isolation regardless of the, and no matter what level of economic development, the availability of resources under its disposition what resources it disposes of, and the level of integration in the world economy. The solution to any problem of the development of the domestic economy is considered against the backdrop of the global processes. Therefore, bringing the investment policy in line with the constantly changing requirements of the world market is indisputable. This plays an extremely important role in terms of increasing the country's international competitiveness, integration into the world economy and modernization of the economy. The process of modernization of the Armenian economy is impossible in the isolation from the regional investment processes. The formation of a unified investment policy of the member states within the framework of the EAEU is the task of the agenda, where the effective interaction of science – entrepreneurship – state triangle, the integration of scientific, technical, economic, financial and organizational capabilities of the countries will give new content to cooperation.

Nevertheless, the priority of regional cooperation should be the development of the national investment market of the Republic of Armenia and, comprehensive investment promotion. Therefore, the establishment of investment guarantees and the consolidation of investment protection mechanisms is of primary importance. The problems of stimulating investments in the domestic market of the Republic of Armenia, increasing their efficiency, encouraging investment initiatives always remain relevant, and in the current situation when our country faces with a security issue problem, strengthening economic security is fatal. The problems of stimulating investments in the domestic market of the Republic of Armenia, increasing their efficiency, encouraging investment initiatives do not lose their relevance, thus, the intensification of investment activity shall become part of the economic agenda of Armenia. For that purpose, the topic of the thesis is both topical and important.

The main purpose of the study is to identify the problems of the development of the investment market of the Republic of Armenia and to develop ways to overcome them. The implementation of this goal involves the formulation of certain tasks and their solutions, namely:

- to consider the economic content of investments and structural features of the investment process in modern conditions,
- to study the structure of the investment market, organizational features and mechanisms of activity,
- to clarify the role of the state investment policy in the formation and regulation of the investment market,
- to study the best foreign experience in regulating the investment market and identify the structural features of the investment market in the Republic of Armenia,

- to analyze the dynamics of the main macroeconomic indicators characterizing investment flows and their interrelations in the Republic of Armenia,
- to study the factors hindering the development of the Armenian investment market and analyze the existing problems in this area,
- identify the main directions of the state investment policy aimed at the development of the investment market.

The object of the study is the investment market of the Republic of Armenia, and the subject is the problems of its development and the ways - of thereof overcoming .

As a result of the conducted research, the following results can be singled out as scientific novelties:

- The factors hindering the development of the investment market of the RA were clearly identified. The targets of the investment privileges were clearly identified. To enhance the efficacy of the investments the key criteria of the level and quality of investment activities were clearly identified.
- The impact of gross internal investments (GII) on GDP, trade turnover and exports was estimated through correlation-regression analysis in order to assess the efficacy of the investments in the RA. It was revealed that the elasticity coefficient is applicable in case of GII-GDP and GII-trade turnover relationship, while in case of export-GII relationship it is applicable with reservation.
- The main characteristics of state investment policy that touch upon the wide public interests, the formation of the investment climate and prerequisites, the formation of state investment policy and expected investment policies and the sectoral priorities with regard to the capital investments were clearly identified.
- The attractiveness of the investment climate of the RA was assessed based on the rankings of the international ranking organizations as well as the expert interviews. The main directions of the improvement of the state investment policies and the activities to be carried out in thereof framework based on the institutional mechanisms of attracting, servicing and supporting the investments were systemized and showcased.



