

**ՀՀ ԿՐԹՈՒԹՅԱՆ, ԳԻՏՈՒԹՅԱՆ, ՄՇԱԿՈՒՅԹԻ ԵՎ ՍՊՈՐՏԻ
ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ**



ՍԱՍՆԱԳԻՏԱՅՈՒՄ • ՓՈՐՁ • ՀՆԱՐԱԿՈՐՈՒԹՅՈՒՆ



ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ
ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ
ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆԻ
ԳՅՈՒՄՐՈՒ ՄԱՍՆԱՋՅՈՒՂ

ԱՎԱՐՏԱԿԱՆ ԱՇԽԱՏԱՆՔ

**Թեմա՝ Օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման
արդյունավետությունը ՀՀ-ում (ըստ ոլորտների)**

Ֆակուլտետ՝ Ընդհանուր տնտեսագիտության

Ամբիոն՝ Ընդհանուր տնտեսագիտության և բնագիտական առարկաների

Մասնագիտությունը՝ Ֆինանսներ

Ամբիոնի վարիչ՝ տ.գ.թ., դոցենտ Լ. Գալոյան

Ղեկավար՝ Ռ. Կուրդիսյան

Երաշխավորվում է պաշտպանության՝

Կատարող՝ Հակոբ Հակոբյան

Գյումրի - 2022

Բովանդակություն

Ներածություն	3
Գլուխ 1. Օտարերկրյա դրամական հոսքերի դասակարգումը եվ դրանց բնութագրիչների նկարագրությունը	5
1.1 Օտարերկրյա դրամական հոսքերը և դրանց դասակարգման համակարգը	5
1.2 ՀՀ-ում օտարերկրյա դրամական հոսքերի բնութագրիչների նկարագրությունը	12
Գլուխ 2. Օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման արդյունավետության տեսամեթոդական հիմքերը	28
2.1 Երկրներում օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման արդյունավետության էմպիրիկ վերլուծություն	28
2.2 Երկրներում օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործմանն ուղղված պետական քաղաքականության ուսումնասիրություն	36
Գլուխ 3. Օտարերկրյա դրամական հոսքերի քանակական եվ որակական վերլուծություն ՀՀ տվյալներով՝ ըստ ոլորտների	54
3.1 Օտարերկրյա դրամական հոսքերի դինամիկայի վերլուծությունը ՀՀ տվյալներով.....	54
3.2 Օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման գնահատումը ՀՀ տվյալներով	67
Եզրակացություն եվ առաջարկություններ	73
Օգտագործված գրականության ցանկ	78
Հավելվածներ	

Ներածություն

Օտարերկրյա դրամական հոսքերը կենսական կարևորություն ունեն տնտեսության համար: Աշխարհի ֆինանսատնտեսական սահմանները ներկայումս առավել բաց են քան երբևէ: Սա մի կողմից նպաստում է դրամական տարատեսակ հոսքերի ներգրավման հնարավորությունների աճի, մյուս կողմից խնդիր է առաջանում պարտքային միջոցների հետ կապված, երբ երկրները ժամանակի ընթացքում կախվածության մեջ են հայտնվում արտաքին փոխառու միջոցներից: Հատկապես ներկայումս, երբ գտնվում ենք համաճարակով և պատերազմական իրավիճակներով պայմանավորված ճգնաժամային փուլում, ավելի քան կարևոր է ուսումնասիրել արտաքին դրամական հոսքերի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, դրանց բազմարկիչ ազդեցությունը տարբեր ոլորտների վրա և օգտագործման արդյունավետության բարձրացման հնարավորությունները:

Հարց է առաջանում, թե ինչպե՞ս կարող է պետությունը նվազեցնել պարտքային միջոցներից ներհոսքերը՝ դրանք փոխարինելով արտաքին եկամտային հոսքերով, և ինչպե՞ս կարող է ներգրավված փոխառու միջոցների արդյունավետության բարձրացումը նպաստել այս խնդրի լուծմանը: Աշխատանքի նպատակն է օտարերկրյա դրամական հոսքերի և դրանց ուղղությունների ուսումնասիրության միջոցով պարզել դրանց արդյունավետ օգտագործման խոչընդոտները, հիմնավորել կոլեկտիվ տնտեսությունների և մեծ ձեռնարկությունների անհրաժեշտությունը Հայաստանյան տնտեսությունում, և լուծումներ առաջարկել փոխառու դրամական հոսքերի՝ եկամտայինի փոխարինման համար: Այս նպատակով պայմանավորված՝ առաջադրվել են հետևյալ խնդիրները.

- դասակարգել օտարերկրյա դրամական հոսքերը՝ ըստ սուբյեկտների և այլ հատկանիշերի,
- ուսումնասիրել դրամական հոսքերի բնութագրիչները, տարբեր տեսակի դրամական հոսքերի առանձնահատկությունները,
- ուսումնասիրել այն մեթոդաբանությունը, որով իրականացվում է օտարերկրյա դրամական հոսքերի գնահատումը տնտեսության տարբեր հատվածների վրա,

- ուսումնասիրել տարբեր պետությունների կողմից վարվող դրամական հոսքերի արդյունավետ օգտագործմանն ուղղված տարբեր քաղաքականություններ,
- վերլուծել ՀՀ արտաքին դրամական հոսքերի դինամիկայի միտումները, տարբեր հոսքերի ուղղությունները և դոնորների կառուցվածքը,
- վերլուծել ՀՀ կառավարության կողմից վարվող արդյունավետությանը ուղղված ներկայիս քաղաքականությունը,
- ուսումնասիրել ՀՀ տվյալներով դրամական հոսքերի քանակական և որակական գնահատման հնարավորությունները և առկա խնդիրները,
- առաջարկել արդյունավետության գնահատման մեթոդաբանություն,
- առաջարկել դրամական հոսքերի օգտագործման արդյունավետության բարելավմանն ուղիներ,
- առաջարկել պետական տնտեսական քաղաքականության բարելավմանն ուղղված գործիքներ՝ ի նպաստ օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման արդյունավետության բարձրացման:

Ավարտական աշխատանքի օբյեկտը օտարերկրյա դրամական հոսքերն են, իսկ հետազոտության առարկան՝ օտարերկրյա դրամական հոսքերի արդյունավետ օգտագործումը ՀՀ-ում:

Ուսումնասիրությունների համար տեսամեթոդական հիմք են հանդիսացել խնդրակազմին վերաբերող առանձին հիմնահարցերի վերաբերյալ հայրենական և արտասահմանյան հեղինակների հրապարակումները, աշխատություններն ու հետազոտությունները: Աշխատանքի կատարման համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել տնտեսագիտական գրականության բազմաթիվ կայքէջեր, ՀՀ Կենտրոնական բանկի վիճակագրական հրապարակումները, ինչպես նաև տվյալների բազաներ ԱՎԿ-ից և Համաշխարհային բանկից: Աշխատանքում կիրառվել են ինդուկցիայի և դեդուկցիայի մեթոդները, գրաֆիկական և էմպիրիկ վերլուծության մեթոդները:

Աշխատանքը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից՝ թվով 6 ենթավերնագիր, եզրակացություններ և առաջարկություններ բաժնից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից՝ շարադրված 81 էջերի վրա:

Գլուխ 1. Օտարերկրյա դրամական հոսքերի դասակարգումը եվ դրանց բնութագրիչների նկարագրությունը

1.1 Օտարերկրյա դրամական հոսքերը և դրանց դասակարգման համակարգը

Ի՞նչ կլինի, եթե արտարժույթային դրամական միջոցները անընդհատ դուրս գան երկրից, բայց հետ չվերադառնան: Ասել է, թե ինչ կլինի, եթե երկրի վճարային հաշվեկշռում դադարեցնենք մուտքերը կամ հեռացնենք կրեդիտային հատվածը՝ թողնելով միայն դեբետը: Սա, իհարկե, առաջին հերթին դուր չի գա հաշվապահներին, բայց այստեղ խոսքն այդ մասին չէ: Եթե չդիտարկենք ամբողջությամբ փակ՝ ավտարկիական տնտեսության օրինակը, որտեղ արդեն իսկ բացակայում է մեր ուսումնասիրության օբյեկտը, ապա բաց կամ կիսաբաց տնտեսություն ունեցող երկրների համար, որոնք որոշակի ֆինանսատնտեսական հարաբերություններ այնուամենայնիվ ունեն արտաքին աշխարհի հետ, արտարժույթի անընդհատ արտահոսքը առաջինը կհանգեցնի արժույթային ճգնաժամի: Արտարժույթի ծավալների անընդհատ նվազման դեպքում տեղական արժույթը շարունակ կսկսի արժեզրկվել: Փոխարժեքի կայունացման նպատակով Կենտրոնական բանկը կսկսի արտարժույթային պահուստներից պարբերաբար ինտերվենցիաներ կատարել մինչև այն պահը, երբ կնկատի որ արտարժույթային պահուստներն արդեն զրոյանում են: Այն պահից սկսած, երբ արտարժույթի պահանջարկի շարունակական գերազանցումը առաջարկին կսկսի արժույթային ճգնաժամը անկառավարելի դարձնել, հատկապես սպառող երկրներում, որտեղ ներմուծումը գերազանցում է արտահանմանը, գնաճը կդառնա անկառավարելի, ինչը կհանգեցնի խորը տնտեսական դեպրեսիայի: Արտադրող երկրների համար սպառնալիքը կլինի արտաքին շուկայում զգալի մասնաբաժնի կորուստը, ինչը կբերի արտադրության և իրացման ծավալների կրճատման, որն էլ կհանգեցնի աշխատավարձերի և աշխատատեղերի կրճատման, փողի գնողունակության նվազման և աղքատության ավելացման: Եթե դուրս գանք մակրոաշխարհ, կապված ներդրումային կապիտալի ծավալների կտրուկ նվազման, տոկոսադրույքների փոփոխության և «կապիտալի փախուստի» հետ, հետևանքներն այնտեղ ամենայն հավանականությամբ ավելի աղետալի

կլինեն¹: Ռեսուրսներով հարուստ մեծ տերությունները գուցե հաղթահարեն այս ծանր փորձությունը՝ անցնելով ինքնաիրացման քաղաքականության, իսկ անցումային տնտեսություն ունեցող, խիստ սակավ ռեսուրսների և առավել ևս նվազ ինքնավարության տեր փոքր պետությունների համար այս փորձությունը մղձավանջի կվերածվի, և ի վերջո կտանի այդ պետությունների կլանմանը կամ լիարժեք «սպառմանը»՝ մինչև 0-ի:

Հենց այսօրինակ զարգացումներից խուսափելու համար է, որ վերոնշյալ բնութագրիչներով փոքր պետությունները, որոնցից կարելի է համարել նաև Հայաստանի Հանրապետությունը, ամենայն հավանականությամբ կնախընտրեն ունենալ բաց կամ հարաբերականորեն բաց տնտեսություն, այսինքն՝ պատրաստ լինել ոչ միայն սպառելու արտաքին աշխարհում ստեղծված բարիքները, այլև ստեղծելու որոշակի համընդհանուր արժեք պարունակող ազգային բարիքներ՝ համայն մարդկության համար, և իրացնելու դրանք աշխարհին՝ որոշակի արժույթով: Երկիր ուղղված օտարերկրյա դրամական հոսքերը առաջանում են հենց այդօրինակ միջերկրական գործարքներից, ընդ որում, ինչպես ցանկացած գործարք, դրանք ևս պարտադիր ունենում են երկկողմանի առաջարկներ: Եթե ապրանքների իրացման պարագայում երկիրն առաջարկում է համաշխարհային շուկայում մրցունակ արտադրանք և ստանում դրամական մուտքեր՝ իրացումից հասույթի տեսքով, ապա օտարերկրյա ներդրումների պարագայում ազգային առաջարկը ներդրումների արագ հետգնումն ու բարձր պրեմիան է, իսկ օրինակ պետական վարկերի պարագայում առաջարկը դրանց պարտաճանաչ սպասարկումն է՝ տոկոսների հատուցման խոստումով:

Այսպիսով, կախված նրանից՝ տվյալ պետությունը ինչ տնտեսական արժեքներ է առաջարկում արտաքին աշխարհին, դրան համարժեք դրամական հոսքեր և ստանում է՝ ի պատասխան: Եվ որքան բարձր է տնտեսություն մուտք գործող դրամական հոսքերի որակն ու օգտագործման արդյունավետությունը, այնքան ավելի մեծ է այդ հոսքերի կարգավորիչ ազդեցությունը երկրի ֆինանսական համակարգում:

Օտարերկրյա դրամական հոսքերը (ՕԴՀ) չունեն մեկ ընդհանուր սահմանում, քանի որ դրանց մեջ մտնում են օտարերկրյա կապիտալի հոսքերը, մասնավոր տրանսֆերտները,

¹ “[International Finance: Theory and Policy](#)”, Saylor Academy, 2012

արտահանումից մուտքերը և այլ դրամական հոսքեր, որոնք սովորաբար ուսումնասիրվում են առանձին-առանձին: Սակայն ՕԴՀ-ը կարելի է ներկայացնել, որպես ոչ ռեզիդենտ ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց, ինչպես նաև այլ պետությունների կողմից ռեզիդենտներին կամ ստացող պետությանը արտերկրից փոխանցվող արտարժույթային դրամական միջոցներից մուտքեր՝ ստացող երկիր: Դրանք կարելի է դասակարգել՝ ըստ հոսքերի հասցեատերերի, աղբյուրների, ըստ նպատակայնության, միջոցների կառավարելիության, ըստ տնտեսության վրա դրանց ազդեցության մասշտաբի և այլ հատկանիշներով:

Ու՞ր է հոսում դրսից եկող դրամը: Առանձնացնենք ՕԴՀ-ի երեք հասցեատերերի՝ տնային տնտեսություններին, որոնց մեջ մտնում են ընտանիքներն ու անհատները, իրավաբանական անձանց՝ առևտրային և ոչ առևտրային կազմակերպություններին, և պետությանը, մասնավորապես՝ Կառավարությանը և ԿԲ-ին:

Տնային տնտեսությունների ՕԴՀ-ը հիմնականում ձևավորվում են անձնական տրանսֆերտներից և աշխատավարձից: Անձնական տրանսֆերտները ներառում են բոլոր ընթացիկ փոխանցումները ռեզիդենտ տնային տնտեսությունների և ոչ ռեզիդենտ տնային տնտեսությունների միջև: Իսկ աշխատողների վարձատրությունը ներառում է արտերկիր մեկնած սահմանային, սեզոնային և այլ կարճաժամկետ աշխատողների վարձատրությունը, որոնք հաշվետու երկրի ռեզիդենտ են, ինչպես նաև այն ռեզիդենտ աշխատողների վարձատրությունը, որոնց գործատուն հաշվետու երկրում ոչ ռեզիդենտ է: Աշխատողների վարձատրությունը վճարային հաշվեկշռում գրանցվում է համախառն սկզբունքով՝ ներառյալ հարկերը և նրանց կողմից արտերկրում կատարած բոլոր ծախսերը, այլ ոչ միայն նրանց փոխանցած կամ իրենց հետ բերված գումարները:² Արտերկիր սեզոնային աշխատանքի մեկնողների մի մասի ստացած եկամուտը դասակարգվում է ոչ թե որպես աշխատավարձ, այլ որպես ծառայությունների արտահանում, քանի որ նրանց դեպքում չկան գործատու-աշխատող հարաբերություններ:³ Ըստ ՀՀ վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ

² «Բացատրական բառարան», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

³ «Դեպի ՀՀ անձնական դրամական փոխանցումներն ըստ վճարային հաշվեկշռի», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2021թ.

հաշիվներում արված դասակարգման՝ սկզբնական եկամուտներից ձևավորվող դրամական հոսքերից առանձնացվում են աշխատողների վարձատրությունը և ներդրումային եկամուտները, իսկ երկրորդային եկամուտներից՝ անձնական տրանսֆերտները:⁴

Ոչ առևտրային կազմակերպությունների ՕԴՀ-ը հիմնականում ստացվում են միջազգային տարբեր հիմնադրամներից և հասարակական կազմակերպությունների՝ նրանց որոշակի նպատակներին ուղղված ծրագրերի իրականացման համար: Վերահսկելիության տեսանկյունից այս ֆոնդերը բաժանվում են երկու հիմնական խմբի՝ դրամաշնորհներ, որոնք ստացվում են հատուկ նպատակով և մատչելի չեն ՀԿ-ների ընդհանուր օգտագործման համար, և նվիրատվություններ, որոնք հասանելի են ընդհանուր օգտագործման համար:⁵

Առևտրային կազմակերպությունների ՕԴՀ-ը կարելի է խմբավորել ըստ նրանց գործառնական, ներդրումային և ֆինանսական գործունեության: Գործառնական գործունեությունից հոսքերը ձևավորվում են ապրանքների և ծառայությունների արտահանումից: Ներդրումային գործունեությունից դրամական միջոցների հոսքերը ներառում են ոչ ռեզիդենտ կազմակերպություններում ունեցած մասնաբաժնից ստացվող դիվիդենդները, ինչպես նաև արտասահմանում ունեցած կապիտալից այլ դրամական հոսքեր⁶: Ինչ վերաբերում է ֆինանսական գործունեությանը, ապա այս դեպքում դրամական հոսքերը շատ ավելի բազմաշերտ են՝ սկսած օտարերկրյա ներդրումներից, և կորպորատիվ պարտատոմսերի՝ ոչ ռեզիդենտների կողմից ձեռքբերումից ստացվող հոսքերից մինչև առևտրային վարկեր և արտասահմանյան ծրագրային դրամաշնորհներ:

Սովորաբար «օտարերկրյա կապիտալի ներհոսք» հասկացությունը, որը ՕԴՀ-ի մաս է համարվում, ձևավորվում է հենց կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեությունից: Այն սահմանվում է որպես ոչ ռեզիդենտների կողմից տեղական ակտիվների գուտ գնումներ (գնումների և վաճառքի տարբերություններ): Կապիտալի ներհոսքերը համարվում է հայրենական տնտեսությունում օտարերկրյա ուղղակի

⁴ «ՀՀ ՎՃԱՐԱՅԻՆ ՀԱՇՎԵԿՇԻՈՒ», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2021թ.

⁵ «Համախմբված ֆինանսական հաշվետվություններ և անկախ աուդիտորի եզրակացություն», «Հայկական Կարմիր Խաչի Ընկերություն» ՀԿ, 2020թ.

⁶ «[Understanding the Cash Flow Statement](#)», CHRIS B. MURPHY, 2022թ.

ներդրումների և պորտֆելի ներդրումային պարտավորությունների հանրագումարը:⁷ Կապիտալի հոսքերի հետ կապված առանձնացնում են նաև hot money flows (տաք դրամական հոսքեր) հասկացությունը, որը վերաբերում է կապիտալի այն հոսքերին, որոնք շարժվում են դեպի երկրներ ավելի բարձր տոկոսադրույքներով և/կամ փոխարժեքի ակնկալվող փոփոխություններով:⁸

Կազմակերպությունների դրամական հոսքերը կարելի է դիտարկել նաև կազմակերպության ձևավորման և գործունեության տարբեր փուլերում: Ընկերության հիմնադրման՝ դրա կանոնադրական կապիտալի ձևավորման ընթացքում ընկերության ՕԴՀ-ի հիմնական մասը ձևավորվում են առաջնային ներդրողներից և/կամ քրաուդֆանդինգից: Այս դեպքում կապիտալի նախասկզբնական տեսքը ֆինանսական է, ապա այն սկսում է մուտք գործել իրական հատված: Հետևաբար այս պարագայում արդյունավետությունը կարևոր է գնահատել երկու ուղղություններով՝ և՛ ֆինանսական, և՛ իրական հատվածներում:

Կապիտալի ձևավորման ընթացքում սովորաբար ներգրավվում են օտարերկրյա բարձր ռիսկային՝ վենչուրային դրամական հոսքեր, ծրագրային մասնակի կամ ամբողջական դրամաշնորհներ, քրաուդֆանդինգից միջոցներ կամ հրեշտակ ներդրողներից ստացվող համեմատաբար ավելի մատչելի ներդրումներ: Կապիտալի համալրման ընթացքում արդեն գործ ենք ունենում ՕԴՀ-ի այլ աղբյուրների հետ, ինչպիսիք են արտասահմանյան փոխառությունները, կամ կորպորատիվ պարտատոմսերը, որոնք ձեռք են բերվում ոչ ռեզիդենտների կողմից:

Այս ամենը բնութագրական է տեղի կազմակերպությունների համար, սակայն այն դեպքերում, երբ ընկերություններն իրենք են մուտք գործում տվյալ երկիր՝ իրենց տեխնոլոգիայով, բրենդով ու կապիտալով, այդ դեպքում գործ ենք ունենում կազմակերպությունների միգրացիայի հետ: Մեծածավալ դրամական միջոցներ հենց այս տարբերակով են մուտք գործում երկիր, քանի որ ՀՀ-ում օրենսդրական սահմանափակումներ չկան ոչ ռեզիդենտ ներդրողների՝ ընկերությունում ունեցած մասնաբաժնի նկատմամբ: Ուստի օտարերկրյա այն ներդրումները, որոնք արվում են որևէ

⁷ “[Accounting for Official Capital Flows](#)”, Andreas Steiner, 2016

⁸ “[Hot money flows](#)”, Tejvan Pettinger, 2018

այլ երկրում եկամուտներ գեներացնող ակտիվների, այդ թվում՝ որևէ կազմակերպության բաժնետոմսերի վերահսկիչ փաթեթի ձեռքբերման կամ նոր բիզնեսի հիմնման նպատակով, կոչվում են օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներ (ՕՈԻՆ):⁹ Եթե սահմանումից հանենք «վերահսկիչ փաթեթ» արտահայտությունը, ապա կունենանք օտարերկրյա ներդրաման մեկ այլ տեսակ՝ օտարերկրյա անուղղակի կամ պորտֆելային ներդրումները, որոնք նպատակաուղղված են փաթեթների ստեղծմանն ու դիվերսիֆիկացմանը՝ առանց ընկերության կառավարմանը մասնակցելու: Չնայած դրանց ֆինանսական բնույթին, պարտֆելային ներդրումներից ստացվող միջոցները նույնպես օգտակար են ընկերությունների համար՝ քանի որ ընթացիկ իրացվելիություն են ապահովում:

Դրամական հոսքերի արդյունավետությունից ելնելով՝ կարելի է առանձնացնել նորաստեղծ, անորոշության բարձր աստիճան ունեցող, հետևաբար նաև բարձր ռիսկային ձեռնարկությունները, այդ թվում՝ ստարտափները, և արդեն իսկ գործող բիզնեսները: Ստարտափների պարագայում ստացվող դրամական հոսքերի արդյունավետությունը համեմատության մեջ շատ ավելի ցածր կարող է լինել՝ պայմանավորված նրանով, որ նախ և առաջ ձախողումների հավանականությունը շատ մեծ է՝ ըստ որոշ գնահատումների՝ մոտ 90%, ինչը նշանակում է, որ ստարտափներում ներդրված կապիտալի 90%-ը տնտեսության մեջ չի ունենում այն բազմարկիչի ազդեցությունը, որը ակնկալվում է ունենալ:¹⁰ Հնարավոր է նաև, որ միջոցները օգտագործվեն ոչ առաջնային նպատակներով, և նվազեցնեն մեկ միավոր ակտիվի եկամտաբերությունը միկրոմակարդակում, կամ պարզապես ուղղվեն տնտեսության համար ոչ այնքան հեռանկարային կամ առաջնային ոլորտներ, հետևաբար պետք է հասկանալ՝ ինչ մակրոքայլերով կարելի է բարձրացնել նորաստեղծ ձեռնարկությունների արդյունավետությունը: Իսկ արդեն իսկ գործող բիզնեսների պարագայում պետք է կենտրոնանալ ոլորտի զարգացման տենդենցների և հեռանկարների վրա, և արդյունավետության հասնել շուկայի փոփոխությունների նկատմամբ ճկուն, հարմարվողական քաղաքականությամբ:

⁹ [“Definition of foreign direct investment”](#), Financial Times, 2019

¹⁰ [“How Many Startups Fail and Why?”](#), SEAN BRYANT, 2020

Կազմակերպությունների մեջ կարելի է առանձնացնել նաև առևտրային բանկերին, քանի որ ոչ ռեզիդենտներից ավանդների ներգրավումն իրականացվում է հենց նրանց կողմից: Բանկերի կողմից ներգրավվող ՕԴՀ են նաև արտասահմանյան աղբյուրներից ստացվող արտաքին վարկերը և կորպորատիվ պարտատոմսերի՝ ոչ ռեզիդենտների կողմից ձեռքբերումից ստացվող մուտքերը:

Օտարերկրյա դրամական հոսքերի հաջորդ հասցեատերը **պետությունն** է, որտեղ հոսքերի զգալի մասը բաժին է ընկնում պետական կառավարման մարմինների կողմից ստացվող արտասահմանյան երկարաժամկետ վարկերին: Պետական հատվածում զգալի տեսակարար կշիռ ունեն նաև արտարժույթային պետական պարտատոմսերից հոսքերը, ինչպես նաև ստացվող նպատակային կամ ոչ նպատակային պաշտոնական դրամաշնորհներից մուտքերը, ինչպես օրինակ 2020թ. քովիդյան համաճարակով պայմանավորված միջազգային առողջապահական և սոցիալական դրամաշնորհները: Հայաստանի Հանրապետության պարագայում, սփյուռքի գոյությամբ պայմանավորված, ունենք նաև աշխարհի հայերի կողմից տարբեր դրամահավաք արշավների ընթացքում պարբերաբար հայրենիքին փոխանցվող դրամական հոսքեր, ինչպես նաև առանձին նվիրատվություններ՝ հայազգի բարերարների կողմից:

ՕԴՀ-ի մեկ այլ դասակարգմամբ՝ ըստ պետական վերահսկողության և ներգործության աստիճանի՝ դրամական հոսքերը լինում են վերահսկելի, մասնակի վերահսկելի և անվերահսկելի: Վերահսկելի են այն դրամական հոսքերը, որոնք անմիջականորեն տնօրինվում են պետական կառավարման մարմինների կողմից: Մասնակի վերահսկելի են համարվում այն դրամական հոսքերը, որոնց օգտագործման նկատմամբ թեև չկա պետության կողմից ուղղակի վերահսկողություն, սակայն այնուամենայնիվ դրանք ենթարկվում են օրենսդրական դաշտի ազդեցությանը, հետևաբար նաև օրենսդրական կարգավորումներին: Իսկ անվերահսկելի են համարվում այն դրամական հոսքերը, որոնց նկատմամբ թեև պետությունը իրականացնում է մշտադիտարկում, և որոնք չնայած ենթարկվում են հարկային օրենքներին, սակայն դրանց օգտագործման նկատմամբ պետությունը ազդեցության որևէ լծակ չունի: Այս դասակարգումը առանցքային դեր է խաղում աշխատանքի ամբողջ կառուցվածքում, քանի որ ՕԴՀ-ի օգտագործման

արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված քայլերը առաջարկվելու են այն հոսքերի նկատմամբ, որոնք ամբողջությամբ կամ մասնակիորեն վերահսկելի են պետության կողմից:

Օտարերկրյա դրամական հոսքերը դասակարգվում են նաև ըստ տրամադրման կամ ստացման նպատակների, որոնցից և բխում է ստացող սուբյեկտների՝ այդ հոսքերի նկատմամբ ունեցած վերահսկողության մակարդակը, ասել է թե՛ դրամական հոսքերի կառավարելիությունը: Այս դասակարգմամբ առանձնացվում են ներդրումային դրամական հոսքերը, որոնք կապիտալի արժեքի աճի և/կամ եկամուտների գեներացման նպատակ են հետապնդում:¹¹ Այսպիսի դրամական հոսքերի հիմնական մասը ձևավորվում են օտարերկրյա ուղղակի և անուղղակի ներդրումներից: Հաջորդ դասը վարկավորումն է, որը դրամական միջոցների փոխառվածությունն է ստացողին՝ մայր գումարի ապագա մարման և հատուցելիության պայմանով:¹² Նպատակային ՕԴՀ-ից առանձնացնում են նաև սոցիալական նպատակ հետապնդող հոսքերը, որոնք ներառում են ինչպես նորաստեղծ ձեռնարկություններին աջակցությունը, այնպես էլ հասարակության մեջ տարբեր սոցիալական խնդիրների լուծմանն ուղղված դրամաշնորհները: Այս դասակարգման կարևորությունը կայանում է նրանում, որ արտացոլելով դրամական հոսքերի կառավարելիությունը, այն հղում է կատարում նաև այդ միջոցների օգտագործման ուղղություններին: Իսկ օգտագործումից կախված՝ դրամական տարբեր հոսքեր բնութագրվում են տարբեր առանձնահատկություններով:

1.2 ՀՀ-ում օտարերկրյա դրամական հոսքերի բնութագրիչների նկարագրությունը

Օտարերկրյա դրամական հոսքերի էությանը և դասակարգմանը ծանոթանալուց հետո պարզենք յուրաքանչյուր դրամական հոսքի բնութագրիչները և դրանց առանձնահատկությունները, քանի որ դրանցից է կախված այդ ռեսուրսների **կառավարելիությունը**, դրանց օգտագործման նկատմամբ **պետական վերահսկելիությունը**, դրանց **ազդեցության աստիճանը երկրի տնտեսության վրա և ժամկետայնությունը**:

¹¹ “[Investment](#)”, ADAM HAYES, 2021

¹² “[Loan](#)”, JULIA KAGAN, 2021

Ռեսուրսների նկատմամբ կառավարելիությունը թույլ է տալիս սուբյեկտներին ընտրել դրանց օգտագործման ավելի նպատակահարմար ուղղություններ, պետական վերահսկելիությունը թույլ է տալիս պետական կառավարման մարմիններին միջոցառումներ ձեռնարկել՝ այդ միջոցները երկրի տնտեսությունում ավելի նպատակային ոլորտներ ուղղելու, կամ դրանց առավել արդյունավետ շրջանառելիության համար, իսկ թե ինչ է նշանակում արդյունավետ շրջանառելիություն, արդեն կարելի է բացատրել դրամական հոսքերի՝ երկրի տնտեսության վրա ունեցած բազմարկիչ ազդեցությամբ: Ինչ վերաբերում է ժամկետայնությանը, ապա այն ցույց է տալիս, թե ինչքան ժամանակով են ստացված միջոցները հասանելի ստացող ռեզիդենտ սուբյեկտների համար:

Պարզագույն դասակարգմամբ, ըստ օգտագործման ուղղությունների՝ օտարերկրյա դրամական հոսքերը վերջին հաշվով կա՛մ ուղղվում են սպառմանը, կա՛մ ներդրումներին: Երկու դեպքում էլ փողը ձևավորում է տնտեսական շղթաներ և ազդում տարբեր օղակների վրա, սակայն սպառման դեպքում տնտեսական շղթան ավելի կարճ է. սկսվում է սպառողից, անցնում ձեռնարկություններին կամ ծառայություններ մատուցող անձանց՝ եկամտի տեսքով, ապա այնտեղից փոշիանում և բաշխվում անկանոն ուղղություններով:

Ի տարբերություն սպառմանն ուղղված դրամական հոսքերի՝ ներդրված դրամական հոսքերը կազմում են ավելի երկար շղթաներ, ներառում ավելի լայն օղակներ, իսկ փողը փոշիանում է միայն տնտեսության մեջ բավականին մեծ իրարանցում ստեղծելուց հետո: Այս դեպքում փողը ձեռք է բերում մի շատ կարևոր հատկություն ևս. մինչ փոշիանալը այն կարողանում է մի որոշ ժամանակում «բազմանալ», այսինքն՝ ներդրումը սկսում է ավելացնել ձեռնարկության եկամուտները՝ լրացուցիչ դրամական հոսքեր առաջացնելով, որոնք սովորաբար ի վերջո ավելի մեծ են դառնում, քան սկզբնական գումարն է: Ձեռնարկությունը ստանում է միջոցները, ձեռք է բերում ռեսուրսներ՝ ակտիվացնելով ռեսուրսների շուկան, ավելացնում է աշխատակիցների թվաքանակը՝ ակտիվացնելով աշխատանքի շուկան, ավելացնում է արտադրանքի ծավալները՝ գրավելով նոր ապրանքային շուկաներ, և ի վերջո ավելի մեծ եկամուտներ ստանալով՝ նաև ավելի մեծ հարկային եկամուտներ է ապահովում պետության համար: Այս ամենով հանդերձ ներդրողները ժամանակի ընթացքում հետ են վերադարձնում ծախսված միջոցները, և սկսում շահույթ ստանալ գործարքից:

Պետական վերահսկելիությունը բնութագրվում է դրամական հոսքերի ստացման և օգտագործման նկատմամբ օրենսդրական սահմանափակումներով, արգելքներով կամ գործունեության որոշակի տեսակի նկատմամբ խթանիչ արտոնություններով: Մի կողմից սոցիալական և տնտեսական զարգացման կարևորագույն բնագավառներում օտարերկրյա ներդրումների խրախուսման նպատակով պետության կողմից կարող են սահմանվել լրացուցիչ արտոնություններ իսկ մյուս կողմից, ելնելով ազգային անվտանգության ապահովման պահանջներից, օտարերկրյա ներդրողների և օտարերկրյա ներդրումներով ձեռնարկությունների գործունեությունը կարող է սահմանափակվել կամ արգելվել:¹³ Սա կարևոր է հասկանալու համար, թե արդյոք երկիր մուտք գործած այն միջոցների օգտագործման նկատմամբ, որոնք անմիջապես պետության տնօրինմանը ենթակա չեն, պետությունը ունի ազդեցության լծակներ, թե ոչ: Կարևոր է հասկանալ նաև, որ նույնիսկ եթե պետությունը վերահսկելիություն չունի ՕԴՀ-ի օգտագործման նկատմամբ, այնուամենայնիվ այն տիրապետում է դրամական հոսքերի մասին գրեթե ամբողջական տեղեկատվության՝ մշտադիտարկում իրականացնելով: Իսկ սրանից հետևում է, որ ցանկության դեպքում պետությունը կարող է համապատասխան կարգավորումների միջոցով անուղղակիորեն նպաստել միջոցների արդյունավետ օգտագործմանը՝ ինչպես մասնավոր, այնպես էլ պետական շահերին և առաջնահերթություններին ի նպաստ:

Ինչպե՞ս է բնութագրվում տարբեր սուբյեկտների կողմից ստացված ռեսուրսների կառավարելիությունը: Դա կախված է այն բանից, թե ով է հանդիսանում տվյալ հոսքերի *դոնորը*, ինչ *նպատակով* է իր միջոցները տրամադրում ստացողին, և օգտագործման նկատմամբ ինչ *պարտադիր պայմաններ* են սահմանվում դոնորի կողմից: Օրինակ՝ պետական արտաքին վարկերը սովորաբար տրամադրվում են միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից՝ կոնկրետ ծրագրեր իրականացնելու նպատակով, և հետևապես, ամենայն հավանականությամբ, դրանց կատարողականի նկատմամբ վերահսկողություն է իրականացվում դոնոր միջազգային կազմակերպության կողմից: Չնայած այսօրինակ վերահսկողության հանգամանքին, հարկ է նշել, որ պետություններին

¹³ «[ՀՀ ՕՐԵՆՔԸ ՕՏԱԳԵՐԿՐՅԱՆ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՄԱՍԻՆ](#)», բաժին 2՝ հոդված 6, ARLIS, 2022թ.

վարկավորող կազմակերպություններին առավելապես հետաքրքրում է ոչ թե վարկի օգտագործման արդյունավետությունը, այլ դրա՝ ժամանակին սպասարկումը, հետևաբար, իրականում, շատ հաճախ այդ վերահսկողական նորմերը, չնայած իրենց ֆորմալ գոյությանը, ամբողջությամբ չեն պահպանվում ստացող սուբյեկտների կողմից: Այնուամենայնիվ, ընդհանուր ձևակերպմամբ, կոնկրետ նպատակադրմամբ տրամադրված դրամական միջոցները ունենում են երկու հատկություն. առաջինը՝ դրանք սահմանափակում են այդ միջոցների օգտագործման ուղղությունների ընտրությունը՝ բացասական կերպով անդրադառնալով դրանց կառավարելիության վրա, և երկրորդ՝ դրանք ունենում են կատարողականի պարտադիր նորմեր և չափորոշիչներ, ինչը ստիպում է ստացող սուբյեկտներին միջոցներն ավելի արդյունավետ օգտագործել՝ նպատակային ցուցանիշներին հասնելու համար:

Այժմ փորձենք ավելի առարկայական ներկայացնել այդ բնութագրիչները՝ անդրադառնալով սուբյեկտների կողմից տարբեր նպատակներով կամ տարբեր միջոցներից ստացվող դրամական հոսքերի՝ առանձին-առանձին:

Տնային տնտեսությունների եկամուտների մեջ, հատկապես աշխատանք կամ ծառայություններ արտահանող երկրների պարագայում, մեծ տեղ են զբաղեցնում արտասահմանյան տրանսֆերտները, որոնք հիմնականում ձևավորվում են արտագնա աշխատանքի մեկնած ընտանիքի անդամների աշխատանքի վարձատրությունից, և ունեն ավելի պարզ կազմ, քան մյուս հոսքերը: «Աշխատավարձ» եզրույթից արդեն իսկ կարելի է հետևություն անել, որ այդ միջոցների օգտագործումը անժամկետ կառավարելի է տնային տնտեսությունների կողմից, քանի որ աշխատավարձը գործատուի կողմից տրվում է աշխատանքի դիմաց, և չեն սահմանվում որևէ պարտադիր պայմաններ այդ միջոցների օգտագործման նկատմամբ: Այս դրամական հոսքերի նկատմամբ չեն գործում նաև պետական օրենսդրական սահմանափակումներ կամ հարկեր, ինչը հնարավորություն է տալիս տնային տնտեսություններին լիիրավ կերպով տիրապետելու ստացված միջոցները: Հետևաբար այստեղ մնում է պարզել արտասահմանյան տրանսֆերտների ազդեցությունը տնային տնտեսությունների կենսագործունեության և երկրի տնտեսության վրա: Ասել է թե՛ ինչ ուղղություններով են տնային տնտեսությունները իրենց միջոցները օգտագործում,

որքան հատվածն են նրանք տրամադրում սպառմանը, որքանը՝ պարտավորությունների սպասարկմանը, և որքանով՝ ներդրում կատարում:

ՀՀ-ում արտասահմանյան տրանսֆերտների մասին վերջին տարիների ընթացքում գնահատականներ են տրվել տարբեր տնտեսագետների կողմից, սակայն բոլորի մոտ ընդհանուր է այն, որ միջոցների ծախսման կառուցվածքում մեծ մասնաբաժին են զբաղեցնում պարտքի (հիմնականում վարկերի) սպասարկումը և սպառումը: Լիլիթ Մեշչյանի հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ թեև տրանսֆերտների ներհոսքը Հայաստան զգալի է, բայց դրանց ազդեցությունը երկարաժամկետ տնտեսական աճի վրա կասկած է հարուցում, քանի որ դրանք հիմնականում ուղղվում են կենսական կարիքների բավարարմանը:¹⁴

Ավելի թարմ գնահատական է տվել այս հարցին տնտեսագետ Սուրեն Պարսյանը, ով փորձել է մեկնաբանել 2020թ. քովիդյան համաճարակով և համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամով պայմանավորված՝ տրանսֆերտների ծավալների փոփոխությունը և դրանց օգտագործման ուղղվածությունը: Ըստ նրա՝ 2020թ. շատ երկրներ մուտքի սահմանափակումներով պայմանավորված՝ տնային տնտեսությունները, կորցնելով արտագնա աշխատանքից ստացվող եկամուտները, ստիպված են եղել պարտքեր կուտակել՝ իրենց կարիքների բավարարման համար: Եվ սրանով պայմանավորված, 2021թ. կրկին արտագնա աշխատանքի մեկնելով, ստացված եկամուտները տնային տնտեսությունները ուղղել են նախորդ տարվա ընթացքում կուտակված պարտքերի մարմանը: Բացի այս՝ ճգնաժամը ՀՀ-ում շարունակվել է նաև 2021 թվականին. չի գրանցվել ակնկալված տնտեսական աճը, չեն բարձրացել աշխատավարձերն ու կենսաթոշակները, և դրա փոխարեն 2021թ. նոյեմբերի դրությամբ գնաճը կազմել է 9,6%, և այս ամենը ակնհայտորեն նպաստել են սոցիալական խնդրի սրմանը: Կենսամակարդակի նվազմամբ պայմանավորված էլ մեկնաբանվում է այն փաստը, որ տրանսֆերտները, մուտք գործելով Հայաստան, չեն վերածվում ներդրումների, այլ ծախսվում են գնումների վրա:¹⁵

¹⁴ “[Migration: Do benefits outweigh costs?](#)”, Lilit Meshchyan, 2012

¹⁵ «[Ռեկորդային տրանսֆերտ ԱՄՆ-ից](#)», Արմինե Ավետյան, 2021թ.

Տնտեսության մեջ ամենատարբեր շերտերի վրա ազդող և ամենաբազմատեսակ դրամական հոսքերն են **կազմակերպությունների դրամական հոսքերը**: Ընդ որում, շահույթի նպատակ հետապնդող և չհետապնդող կազմակերպությունների դրամական հոսքերը հիմնապես տարբերվում են միմյանցից: Կազմակերպությունների ՕԴՀ-ը տարբերվում են դրանց ստացման նպատակներից, գործունեությունից, կազմակերպության զարգացման փուլերից և այլ գործոններից կախված:

Շահույթի նպատակ չհետապնդող կազմակերպությունները, ի տարբերություն ձեռնարկությունների, օտարերկրյա միջոցները ներգրավում են հիմնականում հասարակական կամ սոցիալական որոշակի խնդիրների լուծման նպատակով: Դրամաշնորհների պարագայում, չնայած որ միջոցները նպատակային են օգտագործվում, այնուամենայնիվ այդ նպատակը ընտրում է ո՛չ պետությունը և ո՛չ էլ տվյալ կազմակերպությունը, այլ միայն այն միջազգային կազմակերպությունները, որոնք դրանք հատկացնում են, ինչպես օրինակ Կարմիր խաչի միջազգային կոմիտեն: Հետևաբար կարելի է եզրակացնել, որ միշտ չէ, որ այդ կազմակերպությունների և պետության շահերը համապատասխանում են, առավել ևս եթե տնտեսական գործոններից բացի հաշվի առնենք քաղաքական հիմնահարցեր ևս: Այդօրինակ դրամական հոսքերը ո՛չ կառավարելի են, և ո՛չ էլ պետության կողմից վերահսկելի, բայց և այնպես կապիտալի շուկայում կարող են ակտիվություն մտցնել, եթե ուղղված են ոչ թե սպառմանը, այլ օրինակ՝ ենթակառուցվածքների բարելավմանը:

Ի տարբերություն դրամաշնորհների, ՀԿ-ներին նվիրատվությունները կառավարելի են ստացող կազմակերպությունների կողմից, քանի որ կարող են օգտագործվել՝ ըստ նրանց ռազմավարական նպատակների: Այս դեպքում միջոցները կամ հատկացվում են սոցիալական խնդիրների լուծմանն ուղղված ծրագրերի, կամ որ ավելի հազվադեպ է լինում, ինչպես թույլատրված է ՀՀ օրենսդրությամբ, ներդրվում են սոցիալական ձեռնարկատիրական գործունեության մեջ, որը կարող է ավելի մեծ տնտեսական ազդեցություն ունենալ շուկաներում:

Եվ՝ դրամաշնորհների, և՛ նվիրատվությունների պարագայում պետական անմիջական վերահսկողության բացակայությունը այդ միջոցների օգտագործման

նկատմամբ, թեև նպաստավոր է միջոցները ստացող կազմակերպությունների համար, բայց կարող է ազգային անվտանգությանը սպառնացող ռիսկեր պարունակել: Խոսքը այն մասին չէ, երբ այդ միջոցները փորձում են ուղղել պետությանը ակնհայտ սպառնալիք հանդիսացող ծրագրերի մեջ. նման դեպքերում համապատասխան մարմինները ժամանակին կանխարգելում են դրանք: Բանն այն է, որ կան ռիսկեր երկրում այնպիսի ծրագրերի իրականացման, որոնք քողարկված կերպով նպաստում են բնակչության մոտ ազգային արժեհամակարգի լուծարմանը կամ նենգափոփոխմանը, ինչը վտանգավոր է ազգապահպանության գործում:

Շահույթի նպատակ հետապնդող ձեռնարկությունների կողմից արտերկրից ներգրավվող ամենատարածված դրամական հոսքերը օտարերկրյա ներդրումներն են, որոնք կարող են լինել ուղղակի և պորտֆելային: Քանի որ օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումները չունեն ընկերության կառավարմանը մասնակցելու նպատակ, տրամադրած միջոցները կարող են օգտագործվել կազմակերպությունների կողմից իրենց իսկ հայեցողությամբ՝ առանց որևէ պարտադիր պայմանի: Եվ ընդհակառակը, օտարերկրյա ուղղակի ներդրողները ունենում են ընկերության կառավարմանը մասնակցելու հստակ նպատակ, միջոցները դոնորի կողմից ուղղակիորեն են ներդրվում ձեռնարկության մեջ, և հետևաբար դրանց տնօրինումն ու վերահսկողությունն էլ իրականացվում է հենց միջոցների սեփականատիրոջ կողմից՝ կազմակերպության մյուս բաժնետերերի հետ միասին:

Վերոնշյալ երկու դեպքերում էլ ձեռնարկությունում ներդրված միջոցները կարող են օգտագործվել տարբեր նպատակներով. դրանք կարող են ուղղվել պարտավորությունների մարմանը, ընթացիկ գործառնական գործունեության իրականացմանը՝ լրացուցիչ իրացվելիության միջոցով, կամ ընկերության զարգացման և ընդլայնման համար կատարվող կապիտալ ներդրումներին: Առաջին դեպքում ընկերության պարտավորությունների մարումը վերակենդանացման նշանակություն ունի ձեռնարկության համար, այսինքն՝ կազմակերպությանը այն բերում է չեզոք վիճակի, սակայն սա չի ենթադրում կազմակերպության առողջացում: Պարտավորությունների մարումը դրական կերպով է անդրադառնում փոխատուի վրա, սակայն դրանով փողի շրջապտույտի կառուցվածքը չի փոփոխվում, և հետևաբար այն չեզոք ազդեցություն է ունենում տնտեսության վրա: Այն

դեպքում, երբ կազմակերպությունը ստացված միջոցները օգտագործում է ընթացիկ գործառնական նպատակներով, այն ապահովում է տնտեսության մեջ փողի շրջապտույտի երկար շղթայի շարունակականությունը և նաև դրականորեն կարող է ազդել տարբեր շուկաների վրա: Եվ ի վերջո, եթե ներգրավված դրամական միջոցներն օգտագործվում են կապիտալ ներդրումների իրականացման վրա, ապա ձեռնարկության ընդլայնումը փողի շրջապտույտի բոլորովին նոր երկարաժամկետ և ընդգրկուն շղթաներ է կառուցում տնտեսության մեջ՝ ակտիվացնելով բոլոր շուկաները և ստեղծելով նորերը:

Ինչ վերաբերում է օտարերկրյա ներդրումների ուղղվածության պետականորեն վերահսկելիությանը, ապա չնայած այն հանգամանքին, որ ներդրողը ինքն է որոշում դրամական միջոցների ներդրման ոլորտը, պետությունը տարբեր օրենսդրական կարգավորումներով հնարավորություն ունի ներդրողներին անուղղակիորեն ուղղորդելու դեպի պետության համար առաջնային, ցանկալի ոլորտներ: Բնականաբար այստեղ գործ ունենք նաև ներդրումային գրավչության հետ, հետևաբար նախ և առաջ սահմանվում են պետական առաջնահերթություններ, և ապա մշակվում ռազմավարություն, որը ներդրողներին հնարավորություն է տալիս շուկայում ազատ գործունեության, շահույթի լիիրավ տնօրինման և ցանկալի եկամտաբերության, իսկ պետությանը՝ կենսական կարևորություն ունեցող և հեռանկարային որոշումների զարգացման հնարավորություն: Այս ամենը, իհարկե, վերաբերում է օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներին, քանի որ պորտֆելային ներդրողները սովորաբար ավելի մեխանիկորեն են ընտրում իրենց ներդրման օբյեկտը, և հետևաբար այստեղ պետական քաղաքականությունը մեծ դեր չի խաղում:

Առևտրային կազմակերպությունների դրամական հոսքերը տարբերվում են կախված այն բանից, թե զարգացման ինչ փուլում են դրանք գտնվում: Սովորաբար երբ դիտարկում ենք նորաստեղծ ձեռնարկությունները կամ ստարտափները, այստեղ գործ ունենք միջոցների առանձնահատուկ հոսքերի հետ, որոնք թեև կապիտալաստեղծ են, բայց չենք կարող դրանք ներկայացնել ո՛չ ուղղակի, և ո՛չ էլ պորտֆելային ներդրումների անվան տակ: Այս միջոցների դոնոր սուբյեկտները սովորաբար նպատակ չեն ունենում վերահսկիչ փաթեթների տիրապետելու, և ոչ էլ ներդրումային պորտֆելներ ձևավորելու, չնայած որոշ դեպքերում այն իր մեջ դիվերսիֆիկացման տարր ևս պարունակում է: Այսօրինակ

մեկնարկային դրամական հոսքերի շարքին են դասվում հրեշտակային և վենչուրային ներդրումները, ինչպես նաև քրաուդֆանդինգից ստացվող հոսքերը:

Այսպիսով, նախ և առաջ, դոնորներից առանձնացնենք հրեշտակ և վենչուրային ներդրողներին, և փորձենք հասկանալ նրանց գործունեության սկզբունքային տարբերությունները:

Հրեշտակ ներդրողները անհատներ են կամ խմբեր, որոնք կատարում են հիմնականում սառը ներդրումներ, այսինքն՝ ներդրումներ այն գաղափարների մեջ, որոնք հավանում են և որոնց մեջ զարգացման մեծ ներուժ են նկատում, հատկապես՝ բազմակի հետգնում: Սովորաբար նրանք կամ մասնակցություն չեն ունենում այդ ստարտափների մեջ, կամ ունենում են փոքր բաժնեմաս: Հաճախ նրանք նաև խորհրդատուներ են դառնում սկսնակ ձեռներեցների համար: Ի տարբերություն հրեշտակ ներդրողների՝ վենչուրային ներդրողները հիմնականում նախընտրում են ներդրումներ կատարել ոչ թե նախագծերի մեջ, այլ այն բիզնեսներում, որոնք արդեն հաղթահարել են մեկնարկային փուլը և եկամուտներ են գեներացնում: Հրեշտակ ներդրողները սովորաբար իրենց սեփական միջոցներից են ներդնում, մինչդեռ վենչուրային կապիտալիստները հավաքագրում են այլ ներդրողներից ստացված միջոցները և դրանք ներդնում ռազմավարական կառավարման ենթակա ֆոնդերի մեջ: Բացի այդ վենչուրային ներդրողները, քանի որ հիմնականում մեծ ռիսկի են գնում, շատ հետևողական են այն բանի նկատմամբ, որ բիզնեսը առաջարկի լավ ապրանքների, շուկայի պահանջմունքների և տեսլականի վրա հիմնված առաջնորդության ուժեղ համադրություն: Եվ սա է պատճառը, որ ստարտափերների համար ավելի հեշտ է ֆինանսավորում ստանալ միջազգային հրեշտակ ներդրողներից, քան թե միջազգային վենչուրային կապիտալիստներից:¹⁶

Այսպիսով, հրեշտակ ներդրողների առաջնային նպատակը ոչ թե բիզնեսից շահույթ ստանալն է, այլ օգնելը սկսնակ ստարտափերներին իրենց առաջին քայլերն անելիս, մինչդեռ վենչուրային ներդրողները ընդհակառակը՝ կենտրոնանում են բարձր շահութաբերության վրա: Հետևաբար հրեշտակ ներդրողները սովորաբար միջոցների տրամադրման ավելի լավ

¹⁶ “[10 Tips To Get Your Startup Funded By International Investors](#)”, SWATI IYER, 2018

պայմաններ են առաջարկում, քան մյուսները:¹⁷ Եվ ի վերջո, կամ ծրագիրը հաջողվում է, և երկու կողմերն էլ ֆինանսական օգուտներ են ստանում, կամ ձախողվում է, և ներդրողը իր ներդրած միջոցների հետվերադարձ չի պահանջում: Իհարկե, «ավելի լավ պայմաններ» ասվածը չի նշանակում, որ նրանք չեն հետևում միջոցների օգտագործմանը: Ավելի հավանական է, որ հրեշտակը կցանկանա ակտիվորեն մասնակցել արդյունքի վրա ազդող որոշումների կայացմանը, իսկ եթե նույնիսկ վստահում է միջոցները ստացողին, այնուամենայնիվ կարող է պահանջել հաշվետվություններ:¹⁸ Եթե փորձենք ամփոփել, ապա հրեշտակներից ստացված դրամական հոսքերը գրեթե ամբողջությամբ կառավարելի են ստացող սուբյեկտների կողմից, իսկ դրանց ազդեցությունը տնտեսության վրա համանման է, ինչ օտարերկրյա ներդրումներին:

Նորաստեղծ ձեռնարկությունների կողմից արտասահմանյան աղբյուրներից ներգրավվող միջոցներից առանձնահատուկ է նաև քրաուդֆանդինգը, որը ձևավորվում է փոքր բայց մեծաքանակ նվիրատվություններից, և ուստի հնարավորություն է ընձեռնում նորաստեղծ ընկերություններին մեծ ծավալի միջոցներ հավաքագրել՝ առանց վերահսկողությունը հանձնելու հրեշտակների, վերջուրային կապիտալիստների կամ որևէ այլ մեկի ձեռքը: Հայաստանում է գործում աշխարհում առաջատար The Crowdfunding Formula քրաուդֆանդինգի մարքեթինգային գործակալությունը, որը արշավներ է իրականացնում նորարարական բիզնես գաղափարների շրջանակում՝ յուրաքանչյուր ծրագրի համար սովորաբար հավաքագրելով 1մլն. դոլար և ավելի դրամական միջոցներ: Նրանց հաջողված արշավներից է հայկական «Վոլտերման» խելացի դրամապանակի ծրագիրը, որը ստացել է ավելի քան 2,900,000.0 դոլարի ֆինանսավորում:¹⁹

TCF-ը սովորաբար իր ծառայությունների դիմաց պահանջում է երկու այլընտրանք՝ կա՛մ մասնակցություն բիզնեսին, կա՛մ վճար՝ արշավների դիմաց, մինչդեռ ինքնուրույն քրաուդֆանդինգի միջնորդները, օրինակ՝ Kickstarter-ը կամ Indiegogo-ն, սովորաբար զանձում են ֆինանսավորումից ստացված միջոցների 5-12%-ը:²⁰ Սա կարևոր է՝ հասկանալու

¹⁷ “[Angel Investor](#)”, AKHILESH GANTI, 2020

¹⁸ “[Pros and Cons of Using an Angel Investor to Fund a Startup](#)”, Murray Newlands

¹⁹ [The Crowdfunding Formula](#), 2022

²⁰ “[Crowdfunding](#)”, TIM SMITH, 2021

համար քրաուդֆանդինգի միջոցով ստացվող դրամական հոսքերի կառավարելիությունը: TCF-ի պարագայում, երբ ֆինանսավորումն իրականացվում է մասնակցության դիմաց, բնականաբար իրականացվում է նաև վերահսկողություն՝ ստացված միջոցները պատշաճ և արդյունավետ օգտագործելու նկատմամբ: Եվ այս դեպքում պարբերաբար հաշվետվությունների և ինտելեկտուալ աջակցության միջոցով իրականացվող վերահսկողությունը չի նվազեցնում ստացված միջոցների կառավարելիությունը, բայց և այնպես բարձրացնում է օգտագործման արդյունավետությունը:

Երբ քրաուդֆանդինգը իրականացվում է վճարի կամ տոկոսավճարի դիմաց, միջնորդի կողմից սովորաբար վերջնարդյունքի նկատմամբ վերահսկողություն չի իրականացվում, ուստի այս դեպքում ևս միջոցները ամբողջովին կառավարելի են ստացողի կողմից: Այս պարագայում, սակայն, հարկ է դիտարկել, որ քրաուդֆանդինգի միջնորդները հիմնականում մինչև ներկայացված ծրագիրը ընդունելը որոշակի չափանիշներ են առաջադրում դրանց նկատմամբ, և հետևաբար նրանք կարող են ազդեցություն ունենալ առաջարկվող ծրագրերի ուղղվածության վրա: Մասնավորապես՝ GoFundMe-ն ընդունում է միայն սոցիալական ծրագրեր՝ օրինակ՝ ինչ-որ մարդկանց հիվանդությունների բուժման, կամ աղետների հետևանքների հաղթահարման հետ կապված:

Ոչ անմիջականորեն, բայց Հայաստանը ևս շահառու է դարձել GoFundMe-ի տարբեր աջակցության ծրագրերի: Քանի որ կայքում կարելի է նաև տեսնել տարբեր ծրագրերում նվիրատվություններ կատարող անձանց, այստեղ նկատելի է, որ հայկական ծրագրերին հատկացումները հիմնականում կատարվում են սփյուռքահայերի կողմից:²¹

GoFundMe-ի պարագայում, ինչպես տեսանք, քրաուդֆանդինգը կարող է ֆինանսավորման լավ միջոց հանդիսանալ ոչ միայն ձեռնարկությունների, այլև ոչ առևտրային կազմակերպությունների և անհատների համար: Սակայն Kickstarter-ի պարագայում ընդհակառակն է. այն չի կարող օգտագործվել բարեգործական կամ այլ նպատակներով դրամաշնորհների համար: Կայքում կան նաև սահմանափակումներ, թե ինչ ծրագրեր չեն կարող ներկայացվել, ինչպես օրինակ հիվանդությունների ախտորոշիչ կամ

²¹ [Fundrisers for Armenia](#), GoFundMe, 2022

բուժիչ միջոցներ, քաղաքական դրամահավաքներ, թմրանյութեր և ալկոհոլ, կամ ցանկացած տեսակի խաղարկություններ ներկայացնող պրոյեկտներ:²² Kickstarter-ում կան նաև կանոններ, որոնց պետք է համապատասխանեցվեն բոլոր ծրագրերը, ինչպես օրինակ այն, որ ծրագրերի արդյունքում պետք է ինչ-որ բան ստեղծվի և այն՝ որպես ապրանք կամ ծառայություն, ներկայացվի աշխարհին, այսինքն՝ լուծի համընդհանուր խնդիրներ: Մյուս կարևոր կանոնն էլ այն է, որ ինչպես բարեգործությունը, այնպես էլ սեփականության ձեռքբերումը կամ ներդրման ձևաչափը արգելված են այստեղ:²³

Ի տարբերություն GoFundMe-ի, Kickstarter-ում կարելի է դրամահավաք իրականացնել նաև Հայաստանից: Այնտեղ արդեն իսկ կան 37 հայաստանյան ծրագրեր, որոնցից 8-ին հաջողվել է հավաքագրել ավելի քան 10,000.0 դոլարի ֆինանսավորում:²⁴

Այսպիսով, միջնորդավորված ինքնուրույն քրաուդֆանդինգի պարագայում մեկնարկային սահմանափակումներ կարող են լինել ծրագրերի ուղղվածության նկատմամբ, սակայն ստացվող միջոցները ամբողջությամբ կառավարելի են ստացող սուբյեկտների կողմից: Այս ուղղությամբ չկան նաև պետական վերահսկելիության հատուկ նորմեր, և միջոցները ստացող սուբյեկտները ենթարկվում են միայն ընդհանուր ձեռնարկատիրական օրենքներին: Քրաուդֆանդինգից ստացվող միջոցները համանման դրական ազդեցություն ունեն տնտեսության վրա, ինչ օտարերկրյա ներդրումները, սակայն միջոցների ներգրավման այս գործիքը, ի համեմատ վերջինիս, հնարավորություն չի տալիս ներգրավել մեծածավալ հոսքեր և կարող է իրականացվել միայն աննախադեպ և շուկայում նորույթ մտցնող ծրագրերում:

Կազմակերպությունների օտարերկրյա դրամական հոսքերից կարելի է առանձնացնել նաև բանկերի կողմից ներգրավվող արտարժույթային ավանդները՝ ոչ ռեզիդենտներից: Տրամադրվելով բանկերին տիրապետման իրավունքով՝ դրանք լիարժեքորեն կառավարելի են բանկերի կողմից, միջոցների սեփականատերերի կողմից սովորաբար չեն թելադրվում օգտագործման սահմանափակումներ, սակայն կա որոշակի

²² “[Prohibited Items](#)”, Kickstarter, 2022

²³ “[Our Rules](#)”, Kickstarter, 2022

²⁴ [Projects from Armenia](#), Kickstarter, 2022

պետական վերահսկողություն, քանի որ այս պարագայում բանկի արժույթային իրացվելիությունը ենթակա է մշտադիտարկման և օրենսդրական կարգավորման:

Եվ ի վերջո՝ դիտարկենք պետականորեն կառավարվող օտարերկրյա դրամական հոսքերը, որոնց մեջ առանձնակի մեծ տեսակարար կշիռ ունեն արտաքին փոխառությունները, պարտքային արժեթղթերը և ծրագրային դրամաշնորհները:

Վարկավորումը, հիրավի, մեծ դրամական հոսքեր է ապահովում դեպի երկրի տնտեսություն, և դրանց արդյունավետ օգտագործումը կարելի է ասել կենսական կարևորություն ունի երկրի բարեկեցության համար: ՀՀ արտաքին պետական վարկերի կառուցվածքը ներկայացվում է երկու հատվածներով՝ բազմակողմանի (76.4%) և երկկողմանի (23.6%) վարկավորող սուբյեկտներով (տվյալները՝ 2020թ. վերջի դրությամբ): Ծավալներով ամենամեծ վարկավորումը բաժին է ընկնում «Համաշխարհային բանկ և Գյուղատնտեսության զարգացման գործակալությանը»՝ 2020թ. վերջի դրությամբ կազմելով ընդհանուրի 37%-ը: Ամենաշատ վարկավորող երկրորդը «Ասիական զարգացման բանկն» է (ADB), որը կազմում է ընդհանուրի 15,4%-ը: ՀՀ-ին վարկավորող պետություններից ծավալներով առաջատար է Գերմանիան՝ ընդհանուրի 8%-ը, այնուհետև՝ Ռուսաստանը՝ ընդհանուր վարկավորման 7%-ը:

Ինչպե՞ս, և ի՞նչ պայմաններով է այսօրինակ միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից ֆինանսավորումն իրականացվում. դիտարկենք Համաշխարհային բանկի կողմից կիրառվող՝ վարկավորման և դրամաշնորհների հատկացման մոտեցումները:

ՀԲ-ի երկու հիմնական նպատակներն են՝ մինչև 2030թ. կրճատել ծայրահեղ աղքատությունը և նպաստել երկրների ընդհանուր բարեկեցությանն ու բարգավաճմանը: ՀԲ-ի կողմից տրամադրվով վարկերը, փոխառությունները, ինչպես նաև դրամաշնորհները ներգրավվում են տնտեսության տարբեր ոլորտներում (պետական կառավարման համակարգի բարեփոխումներ, ճանապարհաշինություն, էներգետիկա, կրթություն, գյուղատնտեսություն, ոռոգման համակարգեր, սոցիալական պաշտպանություն, առողջապահություն, մարդկային կապիտալ, առևտրի խթանում, արդարադատություն և

տուրիզմ) նպատակային ներդրումային ծրագրերի և անմիջականորեն պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման նպատակով:²⁵

Ներկայումս ՀԲ-ի հետ համագործակցության շրջանակներում 24 հայաստանյան ծրագրեր գտնվում են ընթացիկ փուլում, որոնցից 16-ը վարկային ծրագրեր են, իսկ 8-ը՝ դրամաշնորհային: Համաշխարհային բանկի կայքում ներկայացված է Հայաստանում իրականացվող բոլոր ծրագրերի կազմն ու աշխարհագրությունը:²⁶ Յուրաքանչյուր ծրագրի մեջ կայքում առանձին տեղ է հատկացված միջանկյալ արդյունքային ցուցիչների և ծրագրի իրագործման նպատակային ցուցիչների համար: Սակայն հայաստանյան ոչ բոլոր ծրագրերում կարելի է գտնել այդ ցուցիչները, չնայած որ ավարտված բոլոր ծրագրերը սովորաբար ունենում են վերջնարդյունքի գնահատական՝ տրված ՀԲ-ի կողմից՝ անկախ ցուցիչի առկայությունից: Սա, իհարկե, փոքր-ինչ արտասովոր կարող է թվալ, բայց միջոցների կառավարելիության տեսանկյունից այն կարող է դրական լինել պետության համար:

Այնուամենայնիվ կան ծրագրեր, որոնց համար սահմանված են արդյունավետության գնահատման կոնկրետ չափորոշիչներ, որոնցից է օրինակ՝ 2020 թ. հունիսի 22-ին ավարտված «Ռոռզման համակարգի բարելավման ծրագիրը» (բյուջեն՝ \$30 մլն.), որը վերաբերում է գյուղական ենթակառուցվածքներին և ջրային ռեսուրսների կառավարմանը: Այս ծրագրի վերջնարդյունքը գնահատվել է «չափավոր բավարար»՝ հիմնականում հաշվի առնելով այնպիսի չափանիշների նպատակային և փաստացի արդյունքները, ինչպիսիք են ռոռզման համակարգի շահագործման ընթացքում տարեկան խնայվող էներգիայի ծավալը, վերականգնված ջրանցքներում ջրի կորստի կրճատումը, ռոռզման և ջրահեռացման ծառայություններով ապահովված տարածքը (հա), շահառուների քանակը, ովքեր հայտնում են, որ իրենց կարիքները արտացոլված են ծրագրի նախագծում և այլն:²⁷

Համաշխարհային բանկը հիմնականում հետևողական է իր տրամադրած և՛ վարկային, և՛ դրամաշնորհային միջոցների օգտագործման արդյունավետության

²⁵ «Համաշխարհային բանկ (WB)», ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, 2021թ.

²⁶ [Projects](#), The World Bank Group, 2022

²⁷ «[IRRIGATION SYSTEM ENHANCEMENT PROJECT](#)», The World Bank Group, 2020

նկատմամբ: Այն գնահատում է ծրագրի արդյունավետությունը՝ համադրելով արդյունքային ցուցանիշները նպատակային ցուցանիշների հետ, բայց հաշվի չի առնում ծրագրի բերած անուղղակի օգուտները երկրի տնտեսությունում: Չոր նկարագրությամբ՝ ծրագրերի արդյունավետությունը գնահատվում է միայն դոնոր կազմակերպության կողմից նպատակադրված կոնկրետ խնդիրների լուծման տեսանկյունից, այլ ոչ ֆինանսավորումը ստացող երկրի տնտեսության վրա համընդհանուր ազդեցությամբ: Դրամական միջոցների հատկացումը համապատասխանում է ՀԲ-ի հիմնական նպատակներին և վերահսկվում է յուրաքանչյուր ծրագրի համար ազդեցության գնահատման հատուկ մշակվող չափորոշիչների միջոցով: Բոլոր ծրագրերի ֆինանսավորումը իրականացվում է բաց և թափանցիկ կերպով, և կարելի է ցանկացած պահի ինֆորմացիա ստանալ վարկի կատարողականի վերաբերյալ:

Ամփոփելով պետական հատվածի արտաքին ֆինանսավորման բնութագիրը՝ կարելի է ասել, որ Կառավարության կողմից ստացվող արտաքին փոխառությունները և դրամաշնորհները, թեև հատկացվում են կոնկրետ ծրագրերի իրականացման նպատակով և երբեմն կատարողականի պարտադիր ցուցանիշներ են պահանջում, կառավարելի են պետության կողմից: Ինչ վերաբերում է միջոցների օգտագործման նկատմամբ վերահսկելիության չափանիշներին, ապա դոնոր կազմակերպությունների կողմից դրանք սահմանվում են վարկային ռիսկերը նվազեցնելու և միջոցների օգտագործումը հնարավորինս նպատակին ծառայեցնելու համար: Այսպիսով, գործարքը կարելի է արդյունավետ համարել այն դեպքում, երբ ներկայացվող ծրագրերը համապատասխանում են դոնոր ֆինանսական կազմակերպությունների ռազմավարական նպատակներին և ստացող պետության տնտեսաքաղաքական առաջնահերթություններին՝ ունենալով ռեզիոնալ կամ համընդհանուր ազդեցություն երկրի տնտեսական ակտիվության վրա:

Վերջին տասնամյակում ՀՀ կառավարության կողմից տարածված պրակտիկա է դարձել հանրային հատվածի օտարերկրյա դրամական հոսքերի մեկ այլ աղբյուրից՝ արտաքինության պետական պարտատոմսերի թողարկումից միջոցների ներգրավումը: Եվրոպարտատոմսերի առաջին թողարկումը տեղի է ունեցել 2013 թվականին, իսկ վերջին՝

չորրորդ տեղաբաշխումը եղել է 2021 թվականին:²⁸ Ընդ որում՝ տարիների ընթացքում նվազել է դրանց եկամտաբերությունը, ինչը պայմանավորված է օտարերկրյա ներդրողների կողմից ՀՀ պետական պարտատոմսերի պահանջարկի բարձրացմամբ: Ի տարբերություն արտաքին փոխառությունների և դրամաշնորհների, եվրոպարտատոմսերի թողարկումից ներգրավված միջոցների նկատմամբ պետությունը լիիրավ կառավարելիություն ունի, քանի որ դոնորների կողմից միջոցները նպատակային չեն տրամադրվում, և նաև չեն պարունակում նրանց կողմից սահմանվող վերահսկողության հատուկ չափանիշներ: Բացի այդ, այս գործիքի մեկ այլ առավելություն է նաև այն, որ պարտատոմսերի թողարկումը ակտիվություն է մտցնում արժեթղթերի միջազգային շուկայում:

Օտարերկրյա դրամական հոսքերի բնութագրիչների ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս մի քանի դատողություններ անել աշխատանքի հաջորդ գլուխներում անհրաժեշտ բովանդակության վերաբերյալ: Առաջին հիմնահարցը, բնականաբար, վերաբերում է երկրի տնտեսության վրա դրամական հոսքերի ունեցած եկամտաստեղծ ազդեցությանը. դրանց օգտագործման արդյունավետությունը գնահատելու համար հարկավոր է պարզել՝ ինչպես է գնահատվում արտասահմանյան փողի բազմարկիչ ազդեցությունը երկրի տնտեսության մեջ, և ինչքանով են տարբեր տեսակի դրամական հոսքեր ընդունակ «իրարանցում» առաջացնելու տնտեսությունում: Երկրորդ դատողությունն այն է, որ աշխատանքում նպատակահարմար չէ անդրադառնալ այն դրամական հոսքերին, որոնք չեն կառավարվում ռեզիդենտ սուբյեկտների կողմից և այն ընթացիկ հոսքերին, որոնք առավելապես միկրոտնտեսական ազդեցություն են ունենում (օրինակ՝ ձեռնարկությունների արտաքին առևտրից ստացվող մուտքեր): Եվ ի վերջո՝ աշխատանքը չի կարող լինել կիրառական, եթե առաջարկվող գործիքները Կառավարության ձեռքին հասանելի չլինեն, կամ եթե դրանք չպարունակեն նորարարական և տարբերվող լուծումներ՝ այնպիսիք, որոնց նախադեպը դեռ չենք ունեցել:

²⁸ «ՀՀ կենտրոնական կառավարության պարտք», ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, 2022թ.

Գլուխ 2. Օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման արդյունավետության տեսամեթոդական հիմքերը

2.1 Երկրներում օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման արդյունավետության էմպիրիկ վերլուծություն

Պարզելուց հետո, թե ինչ են օտարերկրյա դրամական հոսքերը ու ինչ առանձնահատկություններ դրանք ունեն, այժմ փորձենք հասկանալ՝ ինչ ասել է դրանց օգտագործում, ինչպես է սահմանվում տնտեսական արդյունավետությունը, և ինչպես է այն գնահատվել տնտեսագետների կողմից տարբեր երկրներում՝ տարբեր գործոններով և տարբեր հոսքերին համապատասխան:

Օտարերկրյա դրամական հոսքերը, ինչպես առաջին գլխում արդեն նշվել է, կարող են օգտագործվել երկու ուղղությամբ. կամ սպառվել, որի տնտեսական ազդեցությունը ավելի փոքր է, կամ ներդրվել, որը երկարաժամկետում ավելի ազդեցիկ է տնտեսության համար: Մակրոտնտեսական ազդեցության խորությունը արտացոլվում է նրանով, որ այդ միջոցներից հնարավորինս *շատ ավելացված արժեք պետք է գոյանա*, հնարավորինս *շատ ոլորտներ ակտիվանան*, հնարավորինս *շատ եկամուտներ ստեղծի տնտեսությունում՝ ռեզիդենտ ձեռնարկությունների և աշխատուժի մոտ*, և հնարավորինս *երկար մնան միջոցները տնտեսությունում*: Ենթադրում ենք, որ միջոցները արդյունավետ են օգտագործվում տնտեսությունում, եթե դրանք ներդրվում են, իրենցից ավելի մեծ ավելացված արժեք են ստեղծում կամ բազմապատկվում են մի քանի անգամ, ակտիվացնում են փոխկապակցված ոլորտներ, երկարաժամկետ են մնում տնտեսության մեջ, պարունակում են վատնման ցածր ռիսկեր և բարձրացնում են տեղական արտադրանքի մրցունակությունը համաշխարհային շուկայում:

Արդյունավետության մասին սովորաբար խոսում են տնտեսագիտական ամենատարածված հայեցակարգի պատճառով. *ռեսուրսները սահմանափակ են*: Տնտեսական արդյունավետության չափումը հաճախ սուբյեկտիվ է՝ հենվելով ստեղծված սոցիալական բարիքի կամ բարեկեցության մասին ենթադրությունների վրա և թե որքանով

է դա ծառայում սպառողներին: Այս առումով բարեկեցությունը վերաբերում է տնտեսության ներսում գտնվող մարդկանց կենսամակարդակի և *հարաբերական հարմարավետության* հետ: Տնտեսական արդյունավետության գազաթնակետին (երբ տնտեսությունը գտնվում է արտադրողական և բաշխման արդյունավետության մեջ), մեկի բարեկեցությունը չի կարող բարելավվել առանց մյուսի բարեկեցության հետագա իջեցման: Այս կետը կոչվում է Պարետոյի արդյունավետություն:²⁹

Սովորաբար միկրոտնտեսական արդյունավետությունը ենթադրում է հնարավորինս քիչ արտադրական գործոններով հնարավորինս շատ արդյունքներ ստանալը, իսկ մակրոտնտեսագիտական արդյունավետությունը ավելի դժվար մեկնաբանելի է՝ իր բազմագործոնությամբ, և հաճախ մեկնաբանվում է կամ օգտագործված ռեսուրսների և ստեղծված ՀՆԱ-ի հարաբերակցությամբ, կամ սահմանվում են արդյունավետության անհասանելի ինչ-որ կետեր, ինչպես Պարետոյի արդյունավետության դեպքում, ինչը ըստ իս ավելի շատ խուսափում է կարևոր հարցերին պատասխաններ տալուց քան լուծում է իրական խնդիրներ:

Արդյունավետությունը բացարձակ է, թե՛ հարաբերական: Քանի որ արդյունավետությունը տարբեր սցենարների ու բազմաթիվ պարամետրերի հետ է կախված, արդյունավետություն ասվածը դժվար թե բացարձակ որևէ սահմանով արտահայտվել: Իհարկե որոշ տնտեսագետներ փորձում են արդյունավետության բացարձակ ինչ-որ կետի իրենց սահմանումն առաջարկել, բայց դրանք շատ կասկածելի են, քանի որ սովորաբար դիտարկվում են այլ հավասար պայմաններում, կամ կրում են ծայրաստիճան տեսական բնույթ: Բացի դա, եթե նույնիսկ մենք կարողանայինք հասնել այդ տնտեսագետների կողմից բանաձևերով հաշվարկվող արդյունավետության կետերին, դա դեռ միանշանակ երախշիքներ չէր ստեղծի, որ այդ արդյունավետության կետում գոհ կլինեին շատ մարդիկ, ուրտոների վրա դա դրականորեն կանդրադառնար, կամ մարդիկ իրենց կենսակերպում դրական փոփոխություններ կնկատեին դրանից: *Ըստ իս՝ տնտեսագիտությունը պետք է բերել դիսկրետ մակարդակի, որպեսզի մոդելների լուծումները ավելի հասանելի լինեն:*

²⁹ “[Economic Efficiency](#)”, THE INVESTOPEDIA TEAM, 2020

Ըստ Investopedia-ի՝ տնտեսական արդյունավետությունը ենթադրում է տնտեսական վիճակ, որտեղ յուրաքանչյուր ռեսուրս օպտիմալ կերպով բաշխված է յուրաքանչյուր անհատի կամ կազմակերպությանը լավագույնս ծառայելու համար՝ նվազագույնի հասցնելով վատնումները և արտադրությունը կազմակերպելով հնարավոր նվազագույն ինքնաբեկություն: *Այսինքն՝ արդյունավետ է ոչ թե այն, երբ մի հոսքը որքան հնարավոր է շատ սուբյեկտների համար է հասանելի, այլ այն որ որքան հնարավոր է շատ մարդիկ են շահում դրանից:* Տեխնիկական արդյունավետությունը վերաբերում է նրան, թե որքան արդյունք կարելի է ստանալ որոշակի ֆիկսված մուտքերից կամ մուտքերի որոշակի համակցությունից: Արտադրական արդյունավետությունից այն տարբերվում է նրանով, որ ոչ թե կենտրոնանում է ծախսերի մինիմալացման վրա, այն արդյունքի մաքսիմալացման վրա:³⁰

Ըստ իս մակրոտնտեսական արդյունավետությունը ոչ թե ռեսուրսների շատ կամ քիչ օգտագործման մեջ է, այլ ռեսուրսների ստացման աղբյուրների, օգտագործման ուղղությունների և մարման ժամանակահատվածի կառավարման այն համակցությունների մեջ, որոնց դեպքում տնտեսությունում կակտիվանան հնարավորինս շատ օղակներ՝ հնարավորինս երկարաժամկետ կտրվածքով, վատնումը կլինի նվազագույնը և տնտեսությունը իր արտադրանքով առավել մրցունակ կլինի համաշխարհային շուկայում: Բաշխման արդյունավետությունը ըստ իս ենթադրում է բարձրացնել ընդհանուր տնտեսության հնարավորինս շատ սուբյեկտների և հնարավորինս շատ ճյուղերի վրա *որևէ մի* սուբյեկտի կողմից ներգրավված դրամական միջոցների դրական ազդեցության մակարդակը: Ինչպես անել, որ գործարքից շահենք ոչ միայն մենք, ոչ միայն ինչ-որ ծրագիր, ոչ միայն մեկ նպատակ, այլ ազդեցությունը ներառի հնարավորինս ավելի շատ ուղղություններ: *Հետևաբար արդյունավետության կառավարման գործընթացը հարկավոր է սկսել ոչ թե ռեսուրսները ստանալուց հետո՝ էլնելով դրանց ծավալից կամ օգտագործման տեխնոլոգիաներից, այլ ներդրման օբյեկտների ճիշտ կազմավորումից:*

³⁰ “[Efficiency](#)”, EconomicsOnline, 2020

Վերոնշյալ գործոններով պայմանավորված՝ այս աշխատանքում ոչ թե կոհտարկենք արդյունավետության երևակայական ինչ-որ կետեր ու կփորձենք դրանք գտնել տարբեր երկրների համար՝ միանշանակ գնահատականներ տալու համար, այլ աշխատությունում դրան կվերաբերվենք որպես *հարաբերական մեծության*՝ կախված բազմաթիվ մուտքային գործոններից /տվյալ դեպքում՝ հոսքերի տարբեր տեսակներից ու դրանց առանձնահատկություններից կախված/, օգտագործման այլընտրանքային սցենարների ընտրությունից և դրանց ազդեցության խորությունից: Երբեմն կառավարությունները ստիպված են լինում ընտրելու չարյաց փոքրագույնը: Ըստ իս՝ չարյաց փոքրագույն սցենարի ընտրությունը, եթե այն դրական կերպով չի անդրադառնում տնտեսության վրա, չի կարելի արդյունավետ համարել:

Իսկ ինչպե՞ս են գնահատվել օտարերկրյա տարբեր տեսակի հոսքերի, և դրանց կառավարման տարբեր քաղաքականությունների ազդեցությունը տնտեսության հատվածների վրա: Այս պարզելու նպատակով վերցվել է օտարերկրյա կապիտալ հոսքերի և դրանց՝ մարդկային զարգացման ինդեքսի վրա ունեցած ազդեցության հետազոտությունը (2005թ.)՝ որպես տարբեր տեսակի օտարերկրյա դրամական հոսքեր ներառող վերլուծություն, ինչպես նաև թվով 3 հետազոտություններ՝ Չինաստանից, Լեհաստանից և Կորեայից՝ ներկայացնելու երկրների կողմից վարվող օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման տարբեր քաղաքականությունների ազդեցությունը արդյունավետության վրա:

Առաջին ուսումնասիրությունը վերաբերում է օտարերկրյա կապիտալ հոսքերի (ՕԿՀ) ազդեցության գնահատմանը մարդկային զարգացման ինդեքսի երեք հարթությունների վրա (կյանքի սպասվող տևողություն կամ LI, կրթական մակարդակ կամ EI, և բարեկեցություն կամ WI): Մասնավորապես, հեղինակների կողմից առաջ է բերվում չորս վարկած: Առաջինը դիտարկում է այն առաջարկությունը, որ յուրաքանչյուր երկիր հոսող օտարերկրյա կապիտալի տարբեր տեսակները տարբեր կերպ են ազդում ՄԶԻ յուրաքանչյուր հարթության վրա: Երկրորդը գնահատում է, թե ինչ չափով են այս տարբերությունները անդրադառնում արդյունավետության վրա: Երրորդ վարկածով ուսումնասիրվում է, թե արդյոք հանրային և մասնավոր աղբյուրների հարաբերակցությունից կախված ՕԿՀ-ը տարբեր կերպ է ազդում

արդյունավետության վրա: Եվ ի վերջո ուսումնասիրում է, թե ինչ չափով են ՕԿՀ մասնավոր աղբյուրների տարբերությունները պայմանավորում այդ անհավասարությունները:

ՕԿՀ-ի հիմնական ներառված բաղադրիչներն են ուղղակի ներդրումները, այլ մասնավոր վարկերը, պետական վարկերը և պետական դրամաշնորհները: Այս ռեսուրսներից յուրաքանչյուրը կարող է տարբեր կերպ ազդել ՄԶԻ չափումների վրա, և յուրաքանչյուրի հիմնավորումը տարբեր է: ՕՈԻՆ-ը սովորաբար շարժվում են՝ ի պատասխան շահույթ ստանալու հնարավորությունների: Ինչ վերաբերում է այլ մասնավոր վարկերին, ապա օտարերկրյա վարկատուները վարկեր են տրամադրում միայն այն դեպքում, եթե փոխառու երկիրը ավելի բարձր տոկոսադրույք է վճարում՝ համեմատած պարտատիրոջ ներքին շուկայում տոկոսադրույքի հետ: Եվ երկրորդ, պարտատերերը գնահատում են վարկառուի պոտենցիալ կարողությունը՝ տոկոսներ վճարելու և վարկերը հետ վերադարձնելու տեսանկյունից: Այսինքն՝ նրանք ցանկանում են տեսնել, որ փոխառու կապիտալը բավականաչափ եկամուտ է ստեղծում վարկը սպասարկելու և մարելու համար³¹: Որպես այլընտրանք, օտարերկրյա պետական վարկերը և օտարերկրյա պետական դրամաշնորհները հիմնականում դոնոր կառավարությունների քաղաքական և մարդասիրական գործիքներ են և, հետևաբար, ավելի քիչ են պայմանավորված ստացող երկրների տնտեսական արդյունքներով:³²

Ինչ վերաբերում է արդյունավետությանը, ապա հեղինակները ներկայացնում են, որ Պարետո-Կուլմանի իմաստով այն ցույց է տալիս յուրաքանչյուր երկրի կարողությունը՝ վերափոխելու սեփական ռեսուրսների նվազագույն հնարավոր միավորները ՄԶԻ երեք չափումների առավելագույն հնարավոր մակարդակների:

Քանի որ շահույթի առավելագույնի հասցնելու նպատակը ենթադրում է օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների արդյունավետ օգտագործում, ապա ՕՈԻՆ-ը ենթադրաբար ավելի շատ ազդելու են ՄԶԻ-ի եկամտի հատվածի վրա: Արդյունավետության նկատառումները գերակշռում են նաև այլ մասնավոր վարկերի օգտագործման հարցում: Հետևաբար, դրա

³¹ “[Debt v. foreign direct investment: the impact of sovereign risk on the structure of international capital flows](#)”, Monika Schnitzer, 2002

³² “[Does foreign aid corrupt?](#)”, José Tavares, 2003

ազդեցությունը պետք է նման լինի օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ազդեցությանը, բայց ավելի փոքր չափով՝ վարկառուների նկատմամբ վարկատուների անմիջական վերահսկողության բացակայության պատճառով: Միջազգային դիվանագիտությունը և քաղաքական նկատառումները կարգավորում են պետական վարկերի և պետական դրամաշնորհների հոսքերը: Հետևաբար, այս ռեսուրսները պետք է առավելագույն ազդեցություն ունենան ՄԶԻ կրթական և առողջապահական հարթությունների վրա:

Մեթոդաբանական շրջանակի հիմնական կետը արդյունավետության բենչմարքինգային մոդելն է, որտեղ յուրաքանչյուր երկրի ՄԶԻ երեք չափերը՝ LI, EI և WI, գնահատվում են «լավագույն փորձի» արտադրական սահմանի հետ համեմատությամբ՝ դիտարկելով ամենաարդյունավետ երկրները: DEA (data-envelopment-analysis / տվյալների ծածկույթի վերլուծություն) մեթոդաբանությունը օգտագործվում է այս սահմանը կառուցելու համար:

Ընտրվել է DEA-ի նման ոչ պարամետրային տեխնիկան՝ պարամետրային փոխարեն, ինչպիսին է ռեգրեսիան, քանի որ վերջինս գնահատում է շեղումները միջին կատարողականից, մինչդեռ DEA-ն ցույց է տալիս «առաստաղից» շեղումները՝ հնարավոր ամենաբարձր արժեքից: Ավելին, այն չի պահանջում մուտքերի և ելքերի միջև ֆունկցիոնալ բանաձևի հստակեցում: Մեկ այլ առավելություն էլ մուտքերի կշիռների գնահատման մեջ է: DEA-ի դեպքում այս կշիռները տարբերվում են յուրաքանչյուր հարաբերության դիտարկման մեջ: Ընդհակառակը, պարամետրային մոտեցումը պահանջում է կանխորոշված կշիռների նշանակում՝ հիմնված մեկ օպտիմիզացված միջին կատարողականի ինդեքսի վրա, ինչպիսին է միջին քառակուսային արժեքի մինիմալացումը սովորական նվազագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն մոդելում:

Վերը նշված վարկածները ստուգելու համար օգտագործվող մուտքերը երկու տեսակի են: Մեկը վերաբերում է երեք ՄԶԻ չափումներին, իսկ մյուսը՝ ՕԿՀ փոփոխականին և դրա բաղադրիչներին: Չորս վարկածներին համապատասխան կազմվում են չորս մոդելներ, որոնք ներառում են ՄԶԻ առնչվող մուտքերի առաջին տիպը, սակայն տարբերվում են վերցված կապիտալի հոսքերի տեսակներով՝ կախված տարբեր վարկածների առանձնահատկություններից:

LI-ի համար մուտքագրվել են բժիշկների թիվը 100,000 բնակչի հաշվով, առողջության ծախսերը մեկ շնչի հաշվով և տղամարդ/կին կյանքի սպասվող տևողությունը ծննդյան պահին: **EI-ի համար** մուտքերը ներառում են հանրային կրթության ծախսերը, մեծահասակների/երիտասարդների գրագիտության մակարդակը, կին/տղամարդ գրագիտության, կին/տղամարդ համակցված տարրական, միջնակարգ և բարձրագույն կրթության ցուցանիշները: Վերջապես, **WI մուտքային** հավաքածուն պարունակում է զուտ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների հոսքը (ՀՆԱ-ի նկատմամբ %), էլեկտրաէներգիայի սպառումը մեկ շնչի հաշվով, մեկ միավոր օգտագործված էներգիայից ստեղծված ՀՆԱ-ն, կին/տղամարդ ակնկալվող վաստակած եկամուտը, համախառն ներքին կապիտալի ձևավորումը և համացանցի օգտագործումը (բնակչության տոկոսը):

Չորս մոդելների մաթեմատիկական կառուցվածքը և մեթոդաբանությունը առաջնորդվում է Ֆերի «Արտադրության սահմանները» հոդվածով (1994թ.): Երկրների թիվը 100 է, իսկ մուտքագրված ցուցանիշների թիվը տարբերվում է ՄՁԻ տարբեր ուղղություններ դիտարկելիս: Յուրաքանչյուր երկրի արդյունավետությունը գնահատելու համար մուտքագրվում են գերբեռնվածություն (congestion) և մասշտաբից հատույցի (return-to-scale) հասկացությունները, որոնք բնութագրում են մուտք/ելք հարաբերակցությունը: Այնուհետև, գծային ծրագրավորման DEA բանաձևով, որը ընդհանուր է յուրաքանչյուր ՄՁԻ չափման և բոլոր չորս մոդելների համար, չափվում է արդյունավետությունը կոնկրետ երկրի համար, մուտքագրված ամեն ցուցանիշի կշիռներ տալով: Չեզոքացնելով մասշտաբի և/կամ գերբեռնվածության հետևանքները՝ հեղինակները ստանում են զուտ տեխնիկական արդյունավետությունը (PTE), որը պետք է լինի 1, որպեսզի տվյալ երկիրը արդյունավետ համարվի և այդպիսով ցույց տրվի իր արտադրության հնարավորությունների սահմաններում աշխատելը:

Հավելվածների 1-ին աղյուսակը՝ ներառում է DEA-ի արդյունքները միայն 4-րդ մոդելի համար: Տվյալներին նայելիս նկատելի է, որ մոդելների միջև առկա են տվյալ երկրի EFF արժեքների միջև սակավ վիճակագրական տարբերություններ: Այնուամենայնիվ, նույնը չենք կարող ասել PTE-ի հետ կապված, որը արդեն արդյունավետությունն է ներկայացնում առանց կողմնակի ազդեցությունների: PTE արժեքների ճնշող մեծամասնությունը հավասար

են 1-ի կամ գտնվում են մոտակայքում: Սա ենթադրում է որ շատ երկրներ արդյունավետությամբ շատ մոտ են իրենց արտադրական հնարավորությունների սահմանին՝ գերբեռնվածությունը և մասշտաբը հաշվի առնելուց հետո:

Աղյուսակ 2-ում ներկայացված են աղյուսակ 1-ից ստացված և 1-3 մոդելների՝ չներկայացված արդյունքները՝ արտահայտված արդյունավետ երկրների մասնաբաժնով ընդհանուր երկրների մեջ: 3 հարթությունների միջև նկատելի է դառնում, որ LI-ի և EI-ի ցուցանիշները նման են իսկ WI-ը զգալիորեն ավելի մեծ է: Ավելին, EFF-ի տեխնոլոգիայից մինչև PTE-ի տեխնոլոգիան արդյունավետության բարելավումը ակնհայտ է: Արդյունավետության բարձրացումը նաև զգալի է՝ մոդել 1-ից մինչև 4՝ EFF կամ PTE չափանիշներով: Սա հաստատում է, որ ինչքան շատ ենք տարրալուծում ՕՈԻՆ փոփոխականը, այնքան ավելի է լավարկվում տեղեկատվական բովանդակությունը:

Աղյուսակ 2. Աղյուսակ 1-ից հեղինակների կողմից ստացված արդյունավետ երկրների մասնաբաժինը՝ 80 երկրների մեջ՝ յուրաքանչյուր մոդելի համար³³

	<i>LI</i>				<i>EI</i>				<i>WI</i>			
	EFF	SC	CON	PTE	EFF	SC	CON	PTE	EFF	CON	CON	PTE
<i>Model 1</i>	15.00	21.25	78.75	42.50	15.00	30.00	72.50	43.75	20.00	28.75	57.50	80.00
<i>Model 2</i>	17.50	25.00	63.75	57.50	17.50	33.75	68.75	66.25	38.75	42.50	63.75	91.25
<i>Model 3</i>	23.75	27.50	77.50	80.00	27.50	28.75	71.25	85.00	62.50	66.25	77.50	98.75
<i>Model 4</i>	22.50	26.25	75.00	87.50	31.25	32.50	68.75	91.25	68.75	75.00	81.25	100.00

Այսպիսով, յուրաքանչյուր երկիր հոսող օտարերկրյա կապիտալի տարբեր մակարդակները, թվում է, տարբեր կերպ են ազդում ՄՁԻ յուրաքանչյուր հարթության վրա: Այս տարբերությունները, ըստ երևույթին, արտացոլում են այն արդյունավետությունը, որով յուրաքանչյուր երկիր օգտագործում է օտարերկրյա կապիտալ հոսքերը ՄՁԻ երեք հարթությունները զարգացնելու համար: Հանրային և մասնավոր աղբյուրներից ստացված օտարերկրյա կապիտալ հոսքերը ամենայն հավանականությամբ տարբեր կերպ են անդրադառնում արդյունավետության վրա: ՕԿՀ-ի մասնավոր աղբյուրների տարբերությունները, գոնե մասամբ, պայմանավորված են այս անհավասարությամբ:

Տարրալուծման արդյունքները տալիս են շատ օգտակար և կարևոր մի հուշում տարբեր տեսակի ՕԿՀ-ների դիֆերենցիալ էֆեկտների պատճառների վերաբերյալ հետագա

³³ “[Foreign Capital Flows and the Efficiency of the HDI Dimensions](#)”, J. Arcelus, B. Sharma, G. Srinivasan, 2005

հետազոտությունների համար: Այն, որ PTE-ների մեծ մասը հավասար է կամ գրեթե հավասար է 1-ի, հիմք է ենթադրելու, որ երկրների մեծ մասն աշխատում է իրենց արտադրության հնարավորությունների սահմաններում կամ մոտ դրան: Սակայն պետք է հաշվի առնել, որ նախորդ պնդումը վավեր է միայն գերբեռնվածության և մասշտաբի բացասական հետևանքները վերացնելուց հետո: Այնուամենայնիվ, գերբեռնվածության արժեքների մեծ մասը նույնպես մեկ է կամ մոտ է դրան: Սա չեզոքացնում է գերբեռնվածությունը որպես անարդյունավետության հնարավոր պատճառ և թողնում է միայն *մասշտաբից հատույցը* որպես պոտենցիալ պատճառ, ինչը լրացուցիչ ջանքեր է պահանջում դրա վերահսկման համար:³⁴

2.2 Երկրներում օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործմանն ուղղված պետական քաղաքականության ուսումնասիրություն

Համաշխարհային տնտեսությունում ամենախոշոր խաղացողներից մեկը **Չինաստանն** է: Անվանական ՀՆԱ-ի ցուցանիշով այն երկրորդ ամենամեծ տնտեսությունն է աշխարհում՝ 14,14 տրիլիոն դոլարով, և ամենամեծը՝ ՀՆԱ-ն օգտագործելով (գնողունակության պարիտետը հաշվի առնելով), որը կազմում է 27,31 տրլն դոլար:³⁵ Չինաստանի զարգացման և տնտեսական արդյունավետության նվաճման նման տեմպերով պայմանավորված, չնայած համաշխարհային տնտեսական անկմանը և սահմանափակումներին, Չինաստանը շարունակում է ռեկորդային ծավալներով ներգրավել ինչպես օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներ, այնպես էլ պորտֆելային ներդրումների ներհոսքեր՝ ցուցակված ներքին չինական բաժնետոմսերի և չինական պետական պարտատոմսերի մեջ:

2020 թվականին, երբ համաշխարհային օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների հոսքերը կրճատվեցին գրեթե երկու հինգերորդով, Չինաստանի արտասահմանյան ուղղակի

³⁴ [“Foreign Capital Flows and the Efficiency of the HDI Dimensions”](#), Francisco J. Arcelus, Basu Sharma, Gopalan Srinivasan, 2005

³⁵ [“GDP Ranked by Country 2022”](#), World Population Review, 2022

ներդրումներն ավելացել են ավելի քան 10 տոկոսով՝ հասնելով 212 միլիարդ դոլարի: Արդյունքում, Չինաստանի մասնաբաժինը գլոբալ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներում 2020 թվականին հասել է պատմական առավելագույնին՝ մեկ քառորդի՝ հավասար 2019 թվականի իր իսկ ցուցանիշի գրեթե կրկնակիին:³⁶

Բնականաբար, այս ամենը պայմանավորված է մի շարք գործոններով, որոնց մեջ սակայն առանձնակի նշանակություն ունի պետական մակարդակով վարվող տնտեսական քաղաքականությունը: Տնտեսական բարեփոխումների ծրագիրը Չինաստանում ներդրվել է 1979 թվականից, և ուղղված լինելով *ռեսուրսների օգտագործման՝ կոնկրետ գոտիներում կենտրոնացմանը*՝ մեծ հաջողություն ունեցավ և հանգեցրեց միջին տնտեսական աճի 6%-ից ավելի քան 9%-ի:

Չինաստանը վերջին տասնամյակների ընթացքում ստեղծում է **տնտեսական և տեխնոլոգիական զարգացման գոտիներ**՝ խթանելու գիտելիքի վրա հիմնված և տեխնոլոգիական արդյունաբերությունը, միջազգային առևտրի զարգացումը և արտոնյալ քաղաքականության միջոցով օտարերկրյա ներդրումներ ներգրավումը: Ի տարբերություն փորձական ազատ առևտրի գոտիների, կապակցված կամ արտահանման վերամշակման գոտիների՝ ՏՏԶԳ-ները կենտրոնանում են իրական տնտեսության մեջ ներդրումներ ներգրավելու և բաց արդյունաբերական համակարգի կառուցման վրա, այլ ոչ թե հատուկ առևտրային պայմանավորվածության կամ արդյունաբերական շղթայի երկայնքով որոշակի օղակի վրա աշխատելու վրա: Մինչև 2018 թվականը Չինաստանն ուներ ընդհանուր առմամբ 219 ազգային ՏՏԶԳ՝ տարեկան 10,2 տրիլիոն յուան չՆԱ-ով կամ ազգային չՆԱ-ի 11,3%-ով և 51,3 մլրդ ԱՄՆ դոլար օտարերկրյա կապիտալի փաստացի օգտագործմամբ, ինչը կազմում է ազգային ցուցանիշի 20%-ը³⁷:

Օրինակ՝ Գուանչժոուի զարգացման շրջանն աշխատում է առաջատար ձեռնարկությունների և նորարարական նորաստեղծ ձեռնարկությունների փերակ դառնալու վրա: *Այդ նպատակով այն կենտրոնացել է խոշոր նախագծերի,*

³⁶ “[Foreign investments into China are accelerating despite global economic tensions and restrictions](#)”, Nicholas R. Lardy, 2021

³⁷ [China Development Zone Audit Bulletin Directory](#), National Development and Reform Commission, 2018

արդյունաբերական ցանցերի և առաջատար ապրանքանիշերի վրա՝ բիզնեսներ և ներդրումներ ներգրավելիս: Ըստ Շաո Զինբոյի՝ շրջանի ներդրումների խթանման բաժնի տնօրենի, վարչական շրջանում տեղակայված են ավելի քան 200,000 շուկայական կազմակերպություններ, որոնցից 197-ը Global 500-ի ընկերություններ են: Պեկինի E-Town վարչական կոմիտեի տնօրեն Լիանգ Շենգը նշում է, որ բարելավվող բիզնես միջավայրն ավելի շատ ներդրումային հնարավորություններ է ընձեռում օտարերկրյա բիզնեսներին, մասնավորապես ազատ առևտրի ոլորտում և նպաստում արդյունաբերական շղթայի ինտեգրված զարգացմանը:³⁸ Ազգային ՏՏԶ-ները, այսպիսով, օգնում են արտահանմանն ուղղված բիզնեսներին ապահովել միջազգային պատվերներ և ներգրավել նոր ներդրումներ:

Հաշվի առնելով այն կարևոր դերը, որ ՏՏԶ-ները խաղում են Զինաստանի տնտեսական զարգացման մեջ, այս քաղաքականության հետևանքները գրավել են շատ տնտեսագետների ուշադրությունը: Վաղ հետազոտությունները հիմնականում կենտրոնացած էին ՏՏԶ քաղաքականության դրական ազդեցության վրա տարածաշրջանային զարգացման վրա բազմաթիվ տեսանկյուններից, ներառյալ տեխնոլոգիական առաջընթացի խթանումը, կապիտալի կուտակման արագացումը և զարգացման արդյունավետության բարելավումը: Օրինակ՝ Վանգը օգտագործել է քաղաքային մասշտաբի տվյալների բազա՝ չափելու ՏՏԶ-ների ազդեցությունը տարածաշրջանային զարգացման վրա: Էմպիրիկ արդյունքները ցույց են տվել, որ օտարերկրյա կապիտալ ներդրումներ ներգրավելով՝ ՏՏԶ-ները կարող են օգնել քաղաքներին իրականացնել կապիտալի կուտակում և նպաստել տարածաշրջանային զարգացմանը և տնտեսական աճին:³⁹

Չնայած բոլոր առավելություններին, գոտիական այս քաղաքականությունը կարող է նաև որոշակի խնդիրներ ստեղծել տնտեսությունում: Մասնավորապես՝ Զինաստանում օտարերկրյա ներդրումներ ներգրավելիս արտոնություններ ստանալու ձգտումը հանգեցրել է ՏՏԶ-ների թվի շեշտակի աճին: Այս գործընթացը ակադեմիական շրջանակներում կոչվում

³⁸ [“Economic and Tecchnological Development Zones: A Hive of Multinationals”](#), WANG JUNLING, 2021

³⁹ [“The economic impact of special economic zones: Evidence from Chinese municipalities”](#), Jin Wang, 2013

է «նախագծային տենդ»⁴⁰: Զարգացման գոտիների թվաքանակի աճը բայց ոչ բավարար հետևողականությունը անգործության են մատնել որոշ գոտիների՝ դարձնելով թերզարգացած շրջաններ: «Նախագծային տենդը» հետամնաց վարչական բարեփոխումների հետ մեկտեղ Չինաստանում հանգեցրին կոռուպցիայի և վատնողական զարգացման⁴¹:

Չինաստանը ներկայումս գտնվում է տնտեսական վերափոխման առանցքային հանգույցում, և կառավարության ուշադրության կենտրոնը տնտեսական զարգացման արագությունից փոխվել է դեպի տնտեսական զարգացման որակը, և որպես Չինաստանի տնտեսության աճի բևեռ, ՏՏԶԳ-ների արդյունավետ զարգացումը կարևոր գործոն է համարվում տնտեսական հաջող վերափոխման համար: Այս համատեքստում արդյունավետությունը հիմնականում բնորոշվում է որոշակի միջավայրում ռեսուրսների տեղաբաշխման ազդեցությունով⁴²: Եթե ՏՏԶԳ-ն ունի բարձր գործառնական արդյունավետություն, դա ցույց է տալիս, որ յուրաքանչյուր մուտքային գործոնի տեղաբաշխումը ողջամիտ է:

«Չինաստանում զարգացման գոտիների գործառնական արդյունավետության դինամիկ էվոլյուցիան» վերնագրով հոդվածի (2021թ.) հեղինակները փորձում են գնահատել Չինաստանի ազգային ՏՏԶԳ-ների գործառնական արդյունավետությունը 2011-ից 2017 թվականներին, և բացահայտել գործառնական արդյունավետության ու տարածաշրջանային տնտեսական աճի միջև փոխկապակցվածությունը: ՏՏԶԳ ռազմավարության կենտրոնացվածությունը հաշվի առնելով՝ հեղինակները վերցրել են *օտարերկրյա կապիտալի փաստացի օգտագործումը, ընդհանուր ներմուծման ծավալը և ՏՏԶԳ-ի տարածքը*, որպես մուտքային ցուցանիշներ, իսկ *ՀՆԱ-ն և ընդհանուր արտահանման ծավալը*, որպես ելքային ցուցանիշներ: Տվյալները վերցվել են 115 ազգային ՏՏԶԳ-ներից, որոնք ակտիվ են եղել դիտարկվող ժամանակահատվածում:

⁴⁰ “[‘Zone Fever’, the arable land debate, and real estate speculation: China’s evolving land use regime and its geographical contradictions](#)”, Carolyn Cartier, 2001

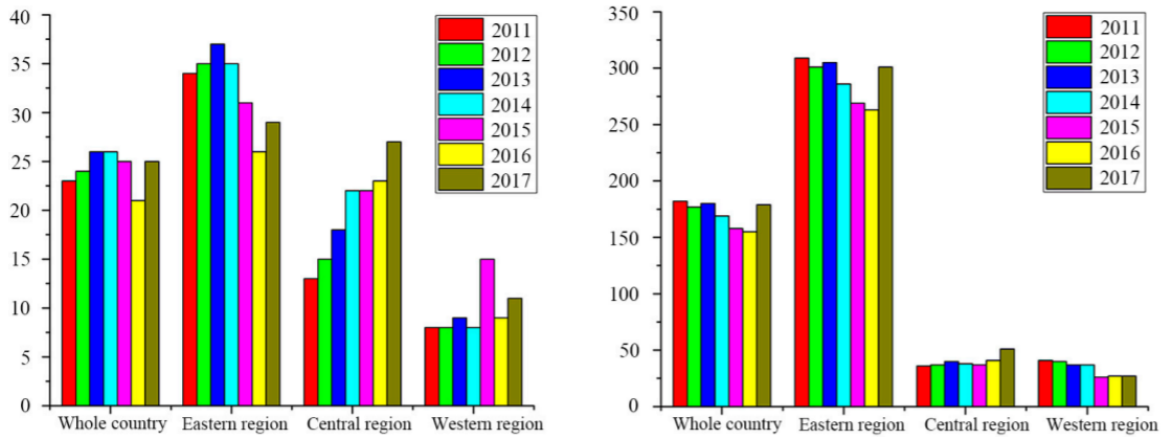
⁴¹ “[Zone fever, project fever: Development policy, economic transition, and urban expansion in China](#)”, Yehua Dennis Wei, 2015

⁴² “[A performance evaluation of the energy, environmental, and economic efficiency and productivity in China: An application of global data envelopment analysis](#)”, Zhaohua Wang, ChaoFeng, 2015

Օգտագործելով երեք փուլանի DEA մոդելը և մուտքագրված տվյալների համակարգը, այս ուսումնասիրությունը գնահատում է ՏՏԶԳ-ների գործառնական արդյունավետությունը: Եռաստիճան DEA մոդելները սովորաբար օգտագործվում են բազմաթիվ մուտքային և ելքային տվյալներով որոշումներ կայացնող միավորների արդյունավետությունը գնահատելիս: Ըստ հեղինակների՝ այս մոդելով հաշվի է առնում պատահական սխալի և շրջակա միջավայրի գործոնների ազդեցությունը, և կարող է ավելի լավ արտացոլվել որոշումներ կայացնող միավորների իրական արդյունավետությունը, քան ավանդական DEA մոդելի դեպքում:

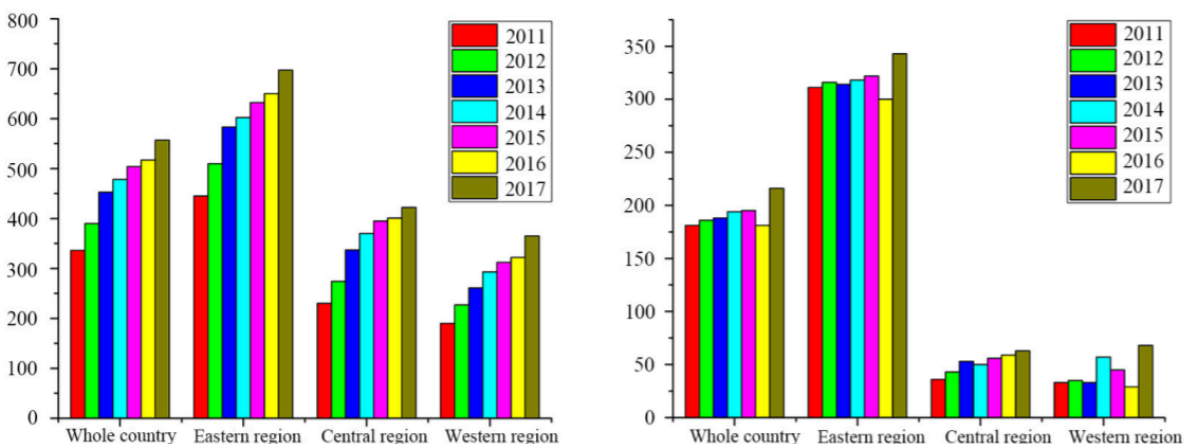
Մոդելի առաջին փուլում ավանդական DEA մոդելի կիրառմամբ ներմուծված տվյալներով գնահատվում է սկզբնական արդյունավետությունը՝ ստանալով որոշում կայացնող միավորի ազատ փոփոխականները: Երկրորդ փուլում SFA ռեգրեսիայի միջոցով վերացվում է շրջակա միջավայրի գործոնների և պատահական սխալների ազդեցությունը արդյունավետության ցուցիչի վրա, իսկ երրորդ փուլում կրկին ավանդական DEA-ն կիրառելով՝ մուտքերի սկզբնական արժեքը փոխարինվում է մուտքերի կարգավորված արժեքով, և ստացվում է արդյունավետությունը՝ առանց այդ գործոնների ազդեցության: Այնուհետև, կառուցվում է մարկովյան շղթայի փոխանցման մատրիցա՝ գործառնական արդյունավետության դինամիկ զարգացումները և ՏՏԶԳ-ների արդյունավետության տարածական բնութագրերը Չինաստանի երեք շրջաններում բացահայտելու համար:

Համաձայն գծապատկեր 1-ի ա-ի, օտարերկրյա կապիտալ ներդրումները ամբողջ երկրում դիտարկվող ժամանակահատվածում ցույց են տվել տատանվող աճի միտում: Չինաստանի բացման քաղաքականության հետագա խորացման արդյունքում երկրի կենտրոնական և արևմտյան շրջաններում օտարերկրյա ներդրումային միջավայրը բարելավվել է, ինչը աստիճանաբար նվազեցրել է ՏՏԶԳ-ներում օտարերկրյա կապիտալի փաստացի օգտագործման տարածաշրջանային տարբերությունները: Ինչպես ցույց է տրված գծապատկեր 1բ-ում, Չինաստանի ՏՏԶԳ-ների ներմուծման միջին ընդհանուր ծավալը համեմատաբար կայուն է եղել դիտարկված ժամանակահատվածում: Կենտրոնական և արևմտյան շրջանների համեմատ, արևելյան շրջաններում ներմուծման միջին արժեքը շատ ավելի բարձր է եղել, ինչը ցույց է տալիս տարածաշրջանային զգալի տարբերությունները:



Գծապատկեր 1. ՏՏԶԳ-ների միջին մուտքային ցուցանիշների էվոլյուցիան. (a) օտարերկրյա կապիտալի ընթացիկ օգտագործումը, (b) ընդհանուր ներմուծման ծավալը ⁴³

Համաձայն գծապատկեր 2-ի՝ մեկ ՏՏԶԳ-ի միջին ՀՆԱ-ն շարունակական աճի միտում է ցույց տվել դիտարկված ժամանակաշրջանի ընթացքում (ա): Թեև արևմտյան Չինաստանում ՀՆԱ-ի գործակիցը ավելի ցածր է եղել, քան կենտրոնական և արևելյան շրջաններինը, դրա զարգացման արագությունն ամենաարագն է եղել այնտեղ: ՏՏԶԳ-ների միջին ընդհանուր արտահանման ծավալն աճել է դիտարկված ժամանակահատվածում (բ): Այնուամենայնիվ, ներմուծման միջին ընդհանուր արժեքի նման, արևելյան տարածաշրջանում ՏՏԶԳ-ների արտահանման միջին արժեքը շատ ավելի բարձր է, քան կենտրոնական և արևմտյան շրջաններում՝ պայմանավորված զգալի տարածաշրջանային տարբերություններով:

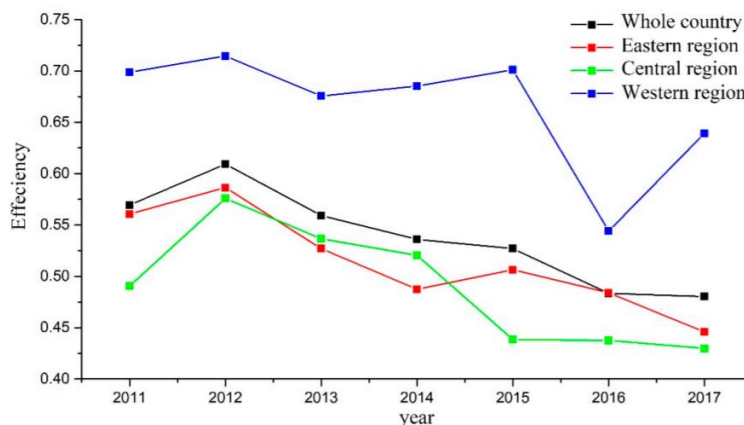


Գծապատկեր 2. ՏՏԶԳ-ների միջին արդյունքային ցուցանիշների էվոլյուցիան. (a) ՀՆԱ (b) արտահանման ընդհանուր ծավալը (գծապատկեր 1-ի և 2-ի աղբյուրը նույնն է)

⁴³ “[Dynamic Evolution of the Operating Efficiency of Development Zones in China](#)”, Sh. Gao, J. Zhang, Rong Wu, 2021

Ընդհանուր առմամբ, ՏՏԶԳ-ների մուտքային և ելքային ցուցանիշները որոշ չափով աճել են ուսումնասիրության ընթացքում, սակայն տարածաշրջանների միջև բացն ակնհայտ է, ինչը հաստատում է տարբեր տարածաշրջաններում ՏՏԶԳ-ների գործառնական արդյունավետության ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը: Հարկ է նշել, որ թեև արևմուտքի ՏՏԶԳ-ները ընդհանուր առմամբ շատ ավելի փոքր են, քան արևելյան ՏՏԶԳ-ները, ուսումնասիրությունը ցույց է տվել, որ դրանց զարգացման արագությունն ավելի արագ է, քան արևելյան տարածաշրջանում:

Համաձայն կիրառված մոդելի արդյունքների, ինչպես ցույց է տրված գծապատկեր 3-ում, Չինաստանի ՏՏԶԳ-ների գործառնական արդյունավետությունն աճել է 2011-2012 թվականներին՝ հասնելով գագաթնակետին՝ 0,609-ի, իսկ այնուհետև նվազել է 2012-2017 թվականներին: Տարածաշրջանային բաշխվածության առումով արևմտյան Չինաստանի ՏՏԶԳ-ներն ունեցել են ամենաբարձր գործառնական արդյունավետությունը, չնայած այն փաստին, որ մուտքային ռեսուրսների ամենաքիչ ծավալը հենց այնտեղ է եղել, իսկ կենտրոնական Չինաստանում արդյունավետությունը ամենացածրն է: Պարզվել է, որ արևմտյան տարածաշրջանում գործառնական արդյունավետությունը միջին պետականից բարձր է, որի հետ համեմատած՝ արևելյան և կենտրոնական շրջաններում միջոցների օգտագործման արդյունավետությունն ավելի ցածր է եղել, ինչը ցույց է տալիս բարելավման հնարավորությունների առկայությունը:



Գծապատկեր 3. ՏՏԶԳ-ների գործառնական արդյունավետության էվոլյուցիոն միտումները (գծապատկերը վերցված է համապատասխան հոդվածից)⁴⁴

⁴⁴ “[Dynamic Evolution of the Operating Efficiency of Development Zones in China](#)”, Sh. Gao, J. Zhang, Rong Wu, 2021

Գործառնական արդյունավետության տարածաշրջանային տարբերությունները վկայում են այն մասին, որ ազգային ՏՏԶ-ների զարգացումը գտնվում է գործոնների վրա հիմնված փուլում և կախված է գործոնների ներդրման մասշտաբից, այլ ոչ թե տեխնիկական բարելավումից: Դրա հիմնական պատճառը կարող է լինել այն, որ տեղական ինքնակառավարման մարմինները ՏՏԶ-ների ստեղծման ժամանակ առաջնահերթությունը տալիս են տնտեսական զարգացման արագությունը ոչ թե որակին: Ավելի բարձր տնտեսական արդյունք ստանալու համար նրանք կուրորեն ընդլայնել են իրենց ՏՏԶ-ները՝ չհատկացնելով համապատասխան ուշադրություն օտարերկրյա ներդրումների որակի և տեխնիկական մակարդակի վրա, և չգործարկելով գիտականորեն հիմնավորված զարգացման ծրագրեր, ինչը հանգեցրել է գոտիներում հողի անհարկի օգտագործման և ֆինանսական միջոցների անարդյունավետ բաշխմանը: Հետևաբար, թեև ՏՏԶ-ների մուտքային և ելքային ցուցանիշները արևելյան և կենտրոնական Չինաստանում ավելի բարձր են, քան արևմտյան հատվածում, գործառնական արդյունավետությունը շատ ավելի ցածր է:

Համաձայն ազգային ՏՏԶ-ների գործառնական արդյունավետության և տարածաշրջանային տնտեսական զարգացման միջև փոխկապակցվածության ուսումնասիրության արդյունքների՝ պայմանավորված ցուցանիշների աճող տատանումների միտումով, ցույց է տրվում, որ ՏՏԶ-ների գործառնական արդյունավետության և տարածաշրջանային տնտեսական զարգացման միջև համակարգային փոխկապակցվածությունը կայուն չէ: Այնուհանդերձ բացահայտումները ցույց են տալիս, որ երբ ՏՏԶ-ի գործառնական արդյունավետությունը բարձր է, տարածաշրջանային տնտեսական աճի հետ փոխկապակցվածությունը զգալիորեն բարելավվում է: Սա կարելի է վերագրել այն փաստին, որ բարձր գործառնական արդյունավետությամբ ՏՏԶ-ները բերում են ուժեղ տարածական արտահոսքի էֆեկտներ՝ արդյունքում ավելի էական ազդեցություն ունենալով տարածաշրջանային տնտեսական աճի վրա:

Այսպիսով, հետազոտության արդյունքները ցույց են տալիս, որ Չինաստանի ՏՏԶ-ների գործառնական արդյունավետությունը, ընդհանուր առմամբ ցածր մակարդակի վրա է

և հետազոտության ժամանակաշրջանի ընթացքում նվազման միտում է նկատվում: Ելնելով այս խնդրից՝ հեղինակները գտնում են, որ գոտիների ընդլայնումը չպետք է լինի պատահականորեն, առավել ևս եթե դրանց զարգացման մեջ օգտագործվում են օտարերկրյա դրամական միջոցներ: Փոխարենը դրանք պետք է զարգացվեն գիտաարդյունաբերական զարգացման ծրագրերի մշակման և ներդրման միջոցով: Ելնելով արդյունաբերական հիմքից և մրցակցային առավելություններից՝ ՏՏԶԳ-ները պետք է նվազեցնեն օտարերկրյա *կապիտալի ծավալի վրա կենտրոնացումը* և ավելի շատ ուշադրություն դարձնեն օտարերկրյա ներդրումների օգտագործման արդյունավետության վրա: Բացի այդ, կառավարությունը պետք է ավելացնի ներդրումները տեխնոլոգիական նորարարության հարթակներում՝ բարելավելով ռեսուրսների բաշխումն ու օգտագործումը:⁴⁵

Եթե առաջին հետազոտությունը նկարագրում էր կապիտալ հոսքերի արդյունավետության գնահատումը զարգացման գոտիների վրա, ապա դիտարկված երկրորդ ուսումնասիրությունը նպատակ է հետապնդում գնահատելու օտարերկրյա ներդրումային փոխառությունների արդյունավետությունը Լեհաստանում 1970-ականներին: Այդ տասնամյակը Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի հետպատերազմյան պատմության մեջ հատկանշական է եղել, քանի որ երկրորդ աշխարհամարտից հետո Լեհաստանը, սոցիալիստական բլոկի խոշոր երկրներից մեկը, առաջին անգամ այդ ընթացքում է բացել իր տնտեսական սահմանները արևմտյան տնտեսությունների առաջ՝ ավելացնելով օտարերկրյա առևտուրը և վարկեր վերցնելով՝ ֆինանսավորելու ժամանակակից տեխնոլոգիաների ներմուծումը և ներդրումները:

Արտասահմանյան առևտրային բանկերից և այլ հաստատություններից փոխառություններ վերցնելը երկրների կողմից տարածված է աշխարհում: Շատ երկրներ վերցնում են մեծածավալ օտարերկրյա վարկեր, և նրանցից շատերը դժվարություններ են ունենում թվագրված մարումները կատարելիս: Այս իրավիրաճը տնտեսագետների կողմից անվանվել է «պարտքից կախում»: Այս խնդրին առնչվող առանցքային հարցերից մեկն այն է,

⁴⁵ “[Dynamic Evolution of the Operating Efficiency of Development Zones in China](#)”, Shuang Gao, Jingwen Zhang, Xiaoqing Mo and Rong Wu, 2021

թե արդյոք երկրների կողմից ստացված արտաքին վարկերը պատշաճ կերպով են օգտագործվում տնտեսական աճի ֆինանսավորման գործընթացում:

Վարկերի օգտագործման շուրջ տնտեսագետների մոտ որոշակի հակասություններ կան: Մի կողմից երկարաժամկետ ներդրումների ֆինանսավորման համար օտարերկրյա վարկերի օգտագործման ռազմավարությունը դրականորեն է գնահատվել որոշ տնտեսագետների կողմից: Մյուս կողմից, պնդում են, որ արտաքին վարկերը 1970-ականների վերջին Լեհաստանում սկսված լուրջ տնտեսական ճգնաժամի հիմնական պատճառն էին: Ըստ հոդվածի հեղինակների՝ արտաքին փոխառությունները շահավետ են երկրի համար, երբ դրանք դառնում են ներդրումներ, որոնք ավելի շատ արդյունք կստեղծեն, քան պարտքի ընդհանուր ծախսերը:

Ըստ հեղինակների՝ արտաքին փոխառությունների արդյունավետությունը վերլուծելու համար պետք է օգտագործվի մակրոտնտեսական մոտեցում: «Փոխառու տնտեսության» մոդելում, որը կիրառվում է հետազոտության մեջ, արտադրության ֆունկցիան ներկայացվում է ներկայիս և վերջին ժամանակահատվածի կապիտալի պաշարի, ներկայիս զբաղվածության և երկու տարի առաջ ստացված պարտքի ծավալի փոփոխականներով: Երկու ժամանակահատվածներում կապիտալը ներառելը տեղին է թվում, քանի որ երկու դեպքերում արտադրողականությունը տարբեր է: Առևտրի բացասական հաշվեկշիռը (առևտրային դեֆիցիտը) հեղինակները համարում են արտադրության գործոն, քանի որ լրացուցիչ ձեռք բերված արտաքին բաղադրիչները և տեխնոլոգիաները բարձրացնում են առկա կապիտալի արտադրողականությունը: Ժամանակային լազր պայմանավորված է նոր տեխնոլոգիային հարմարվելու ընթացքով. Լեհաստանի դեպքում անհրաժեշտ ժամանակահատվածը գնահատվել է երկու տարի:

Մոդելի էկոնոմետրիկ վերլուծությունը հիմնված է Լեհաստանի տնտեսության՝ 1971-1985 թվականների ցուցանիշների վրա: Մուտքագրված տվյալների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ դիտարկված վիճակագրական մոդելը տեսականորեն իմաստալից է: Ըստ վերլուծական արդյունքների՝ ՀՆԱ-ն դրականորեն կորելացված է կապիտալի պաշարի և առևտրային հաշվեկշռի քառակուսային արժեքի հետ: Օտարերկրյա փոխառության փոքր փոփոխությունները շատ ավելի մեծ փոփոխություններ են առաջացնում ՀՆԱ-ում, ինչը

համապատասխանում է «փոխառու տնտեսության» մոդելում ներկայացված այսպես կոչված առևտրային հաշվեկշռի խթանիչի տեսությամբ: Սա արտահայտում է ապրանքաշրջանառության հաշվեկշռի փոփոխությամբ պայմանավորված արտադրական գործընթացի արդյունավետության փոփոխությունը:

Օտարերկրյա ներդրումային փոխառությունների հետևանքով առաջացած ՀՆԱ-ի հավելվածը գնահատելու համար հաշվարկվել է ՀՆԱ-ն՝ վերցնելով պարտքի տարբեր մակարդակներ: Արտաքին փոխառության արդյունքում ստացված ՀՆԱ-ի հավելվածը՝ համեմատած հավասարակշռված առևտրի արդյունքում ստացված ցուցանիշի հետ, երբ արտաքին պարտքը 0-ական է, մեկնաբանվում է որպես պարտքից ստեղծված համախառն եկամուտ կամ *ավելացված արժեք*: Արտաքին փոխառությունների արդյունավետությունը գնահատվել է եկամտի հավելվածը տոկոսային վճարումների և արժեզրկման չափի հետ համեմատելով: Հիմնական արդյունքները ներկայացված են աղյուսակ 3-ում, որտեղ $F(t)$ -ն օտարերկրյա փոխառություններն են, $P(t)$ -ն կապիտալի միջին պաշարը, $Y(t)$ -ն՝ ՀՆԱ-ն իսկ $R(t)$ -ն՝ ՀՆԱ-ի հավելվածը պայմանավորված օտարերկրյա ներդրումային փոխառություններով:

Աղյուսակ 3. Ներդրումների և արտադրության ցուցանիշների անորոշարձումը (մլրդ PLN) (աղյուսակը կազմվել է հոդվածի հեղինակների կողմից)⁴⁶

t	$F(t) = 0$		$F(t)$ actual		$R(t)$
	$P(t)$	$Y(t)$	$P(t)$	$Y(t)$	
1973	-	1290	-	1293	3
1974	3455	1442	3462	1456	14
1975	3783	1503	3812	1551	48
1976	4098	1547	4174	1648	102
1977	4400	1564	4560	1721	157
1978	4673	1519	4947	1751	237
1979	4901	1404	5317	1702	297
1980	5073	1265	5625	1603	339
1981	5206	1112	5870	1466	353
1982	5304	1066	6032	1422	357
1983	5431	1115	6193	1462	347
1984	5589	1194	6366	1503	309

Աղյուսակ 3-ի վերջին սյունակում տրված ՀՆԱ-ի հավելվածի արժեքները զգալիորեն դրական են: Համեմատելով այդ արժեքները մուտքագրված փոխառության ծավալի հետ՝ կարող ենք եզրակացնել, որ օտարերկրյա ներդրումային փոխառության

⁴⁶ “[The efficiency of foreign borrowing: the case of Poland](#)”, Jacek Prokop, Ewa Baranowska-Prokop, 2012

արդյունավետությունը համեմատաբար բարձր է եղել: Դա նշանակում է, որ Լեհաստանում տնտեսական աճի ֆինանսավորման համար արտաքին աղբյուրներից օգտվելու քաղաքականությունն արդարացված է եղել: Արտաքին վարկերի ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա էականորեն դրական է եղել և գերազանցել է պարտքի ծախսը:

Փաստացի տարեկան ՀՆԱ-ի աճի ցուցանիշի համեմատությունը աճի հիպոթետիկ այն ցուցանիշի հետ, որը կլիներ եթե Լեհաստանը որոշած լիներ չվերցնել փոխառություններ, ներկայացված է աղյուսակ 4-ում: Ինչպես երևում է աղյուսակից, դիտարկված ժամանակահատվածում օտարերկրյա ներդրումային փոխառություններով պայմանավորված Լեհաստանում զգալի դրական ազդեցություն է եղել ՀՆԱ-ի տարեկան աճի տեմպի վրա:

Աղյուսակ 4. ՀՆԱ-ի հավելանի ցուցանիշի անդրադարձումը (աղյուսակը կազմվել է հողվածի հեղինակների կողմից)⁴⁷

t	Rate of growth of GDP (year on year, %)	
	<i>F(t)</i> actual	<i>F(t)</i> = 0
1974	12.6	11.8
1975	6.6	4.2
1976	6.3	2.9
1977	4.4	1.1
1978	2.1	-2.8
1979	-3.1	-7.6
1980	-5.8	-10.0
1981	-8.6	-12.0
1982	-2.9	-4.2
1983	2.8	4.6
1984	2.8	7.1

Արտաքին փոխառությունների արդյունավետության գնահատման ներկայացված մեթոդը թույլ է տալիս վերլուծել համախառն թվերը, բայց բավարար չափով չի խորանում տնտեսության կառուցվածքի մեջ: Այնուհանդերձ հեղինակները կարծում են, որ այս մեթոդը դեռևս օգտակար է երկրի արտաքին պարտքի հետագա ուսումնասիրության համար: Ըստ իս՝ նմանատիպ մոտեցմամբ կարելի է նաև դիտարկել տնտեսության տարբեր ոլորտների կողմից ներգրավված դրամական հոսքերի ստեղծած ավելացված արժեքը ամբողջ տնտեսությունում, եթե բավարար տվյալներ լինեն:

⁴⁷ “[The efficiency of foreign borrowing: the case of Poland](#)”, Jacek Prokop, Ewa Baranowska-Prokop, 2012

Երրորդ հետազոտությունը այս գլխում ներկայացնում է վարկերի տեղաբաշխման արդյունավետությունը Կորեայում՝ ներկայացնելով պետության կողմից վարված երկու տարաբնույթ տնտեսական քաղաքականությունների՝ արդյունաբերական զարգացման ռազմավարության և շուկայի ազատականացման ազդեցությունը միջոցների օգտագործման արդյունավետության վրա:

Թեպետև Կորեան տասնամյակներ շարունակ ցույց է տվել ուշագրավ տնտեսական ցուցանիշներ, այնուամենայնիվ ֆինանսական հատվածի թույլ դիրքը Կորեային խոցելի դարձրեց 1997-ի վերջին Արևելյան Ասիայի տարածաշրջանային ճգնաժամի նկատմամբ: Պարադոքսալ է, որ մինչ ճգնաժամի մեկնարկը, Կորեան արդեն դուրս էր եկել արդյունաբերական զարգացման ռազմավարությունից, որը նպաստում էր ուղղորդված վարկավորմանը, և մի քանի տարի շարունակ քայլեր էր ձեռնարկում ֆինանսական շուկաների ազատականացման ուղղությամբ:

Կորեայում կառավարությունն ավանդաբար օգտագործում էր բանկային հատվածը որպես արդյունաբերական քաղաքականության նախաձեռնությունների իրականացման գործիք: Պետությունը խստորեն վերահսկում էր բանկային համակարգը, և հատկապես բանկերի վարկավորման քաղաքականությունը: Սա վերաբերում էր և՛ ներքին, և՛ օտարերկրյա վարկային միջոցների տեղաբաշխմանը, ինչը նպատակ էր հետապնդում *կենտրոնացման միջոցով արդյունաբերական զարգացման քաղաքականության իրականացմանը*: Բոլոր օտարերկրյա վարկերը պետք է պաշտոնապես վավերացված լինեին, և գրեթե բոլորը երաշխավորվում էին կառավարության կողմից կամ ուղղակիորեն, կամ ֆինանսական հաստատությունների կողմից, որոնք պատկանում էին կամ վերահսկվում էին կառավարության կողմից:

Քանի որ արտասահմանյան փոխառությունների գինը (ճշգրտված փոխարժեքի արժեզրկմամբ) ընդհանուր առմամբ ավելի ցածր էր, քան ներքին աղբյուրներից փոխառության ծախսը, արտաքին վարկերի հատկացումը կառավարությանը հնարավորություն էր տալիս սուբսիդավորել ռազմավարական նշանակության արդյունաբերական ուղղությունները: 1995թ.-ին, օրինակ, 30 խոշորագույն խմբերին էր պատկանում ՀԱԱ-ի ավելացված արժեքի 16%-ը, իսկ արտադրական հատվածում՝

ստեղծված ավելացված արժեքի 41%-ը: 30 խոշորագույն կոնգլոմերատները (չեբոլները) 1989 թվականին ստացել են ընդհանուր բանկային վարկի 18,3%-ը և ընդհանուր ոչ բանկային վարկերի 42,1%-ը:

Թեև կառավարությունն ի սկզբանե խրախուսում էր չեբոլների ձևավորումն ու աճը՝ հավատալով, որ խոշոր ընկերություններն անհրաժեշտ են համաշխարհային շուկաներում արդյունավետ մրցակցության համար, այն հետագայում մտահոգվեց կորեական հասարակության մեջ ուժի չափից ավելի կենտրոնացումով և փորձեց զսպել դրանց աճը: Մի քանի խոշոր չեբոլներ իրենց ազդեցությամբ և տնտեսական բացարձակ հզորությամբ բացարձակ առավելություն էին ձեռք բերել վարկեր ստանալիս, քանի որ գրեթե բացառվում էր բանկերի կողմից նրանց նախագծերի գնահատումը և մոնիտորինգը:

Կորեայի իշխանությունները 1980-ականներին ձեռնամուխ եղան ֆինանսական ազատականացման և ապակարգավորման աստիճանական գործընթացի: Բարեփոխումները նաև մասամբ բացեցին ներքին ֆինանսական շուկաները օտարերկրյա ներդրողների համար: Օտարերկրյա առևտրային բանկերի մասնաճյուղերին թույլատրվեց առաջարկել բանկային ծառայությունների լայն շրջանակ, սակայն օտարերկրյա բանկերին թույլ չտրվեց ձեռք բերել կորեական առևտրային բանկեր կամ նշանակել օտարազգի բարձրաստիճան ղեկավարների իրենց տեղական մասնաճյուղերի վրա: 1992 թվականին օտարերկրյա ներդրողներին թույլատրվեց գնել կորեական բաժնետոմսեր, սակայն ոչ ավելին քան ընկերության բաժնետոմսերի 10%-ը, և որոշ ընկերություններ մնացին սահմաններից դուրս:

Ազատականացումը, ըստ երևույթին, դրդեց որոշ ֆինանսական հաստատությունների ստանձնել չափազանց ռիսկային դիրքեր՝ հետագայում ազդելով ֆինանսական հաստատությունների ընդհանուր կայունության վրա: Շահույթի մարժաների ձգտումը, որը հնարավոր չէր ներքին վարկավորման միջոցով, և ներքին վերահսկողությունից խուսափելը նույնպես, նպաստեցին ֆինանսական հաստատությունների կողմից արտաքին փոխառությունների ռիսկային ռազմավարությունների: Գործող կանոնակարգերի ցանցի արդյունքում բանկերը հենվեցին արտարժույթով արտահայտված կարճաժամկետ փոխառությունների վրա՝ երկարաժամկետ ներքին արժույթով վարկերը ֆինանսավորելու

համար: Այսպիսով անբավարար տնտեսական կարգավորման պայմաններում կապիտալի շուկայի մասնակի ազատականացումը ֆինանսական հատվածը ենթարկեց արտաքին ցնցումների:

Այս երկու քաղաքականության ազդեցությունները ռեսուրսների բաշխման արդյունավետության վրա ուսումնասիրվել են մի շարք տնտեսագետների կողմից, սակայն ավելի համապարփակ արդյունքներ է ունեցել Էդուարդո Բորենշտայնի և Յոնգ-Վա Լիի հետազոտությունը (2005թ.), որը ներկայացնում էմ: Հետազոտությունը նպատակ է հետապնդում պարզելու, թե արդյոք ֆինանսական բարեփոխումների գործընթացի մեկնարկից հետո Կորեայում ֆինանսական ռեսուրսները ուղղվել են ավելի արդյունավետ ոլորտներ: Ինչպես նաև խնդիրը ուսումնասիրվում է հակառակ տեսանկյունից, այն է՝ արդյոք վարկերի հոսքը նպաստել է ժամանակի ընթացքում տարբեր ճյուղերի գործունեության բարելավմանը:

Օգտագործելով 30 տարիների 32 արդյունաբերական ճյուղերից տվյալներ՝ նախ ստուգվում է, թե արդյոք բարելավվել է վարկերի հասանելիությունը այն հատվածների համար, որոնք նախորդ տարում ավելի շահութաբեր են եղել: Մոդելը գնահատվել է «պատահական ազդեցությունների GLS մեթոդի» կիրառմամբ: Ռեգրեսիաներում կախյալ փոփոխականը յուրաքանչյուր հատվածում նշանակվել է մեկ տարվա ընթացքում ընդհանուր վարկերի զուտ հոսքը՝ ընդհանուր կապիտալի պաշարի նկատմամբ: Ներդրումների արդյունավետությունը չափվել է հաշվապահական շահույթի դրույքաչափով կամ կապիտալի սահմանային արտադրողականությամբ՝ որպես այլընտրանք: Բացի արդյունավետության փոփոխականից, ներառվել են այլ փոփոխականներ ևս (հիմնականում արդյունաբերության բնութագրիչներ), ինչպիսիք են ընդհանուր վարկերի լազային արժեքը՝ ընդհանուր կապիտալի հարաբերակցությամբ, հիմնական կապիտալի լոգարիթմը, պարտք-կապիտալ միջին հարաբերակցությունը և արտահանում-արտադրություն հարաբերակցությունը: Արտաքին գործոնների ազդեցության հետևանքները նվազագույնի հասցնելու համար մուտքագրվել են արդյունավետության բոլոր չափորոշիչները, իսկ ոլորտին բնորոշ փոփոխականները ներկայացվել են մեկ տարվա լազով:

Աղյուսակ 5-ում ներկայացված են մուտքային փոփոխականները երկու ժամանակահատվածի դրությամբ՝ նախքան ֆինանսական բարեփոխումները (1970-1984թթ.) և բարեփոխումներից ճգնաժամը ընկած ժամանակահատվածը (1985-1996թթ.): Ինչպես տեսնում ենք ցուցանիշներից փոխառության միջին ծախսը նվազել է, ինչը պայմանավորված է փոխառությունների շուկայում մրցակցային դաշտի բարելավմամբ և միջոցների հասանելիության բարձրացմամբ: Այնուհանդերձ շուկայի ազատականացումը մյուս բոլոր ցուցանիշների դեպքում հիմնականում բացասականորեն է անդրադարձել, ինչպես օրինակ ակտիվների շահութաբերության կամ կապիտալի արտադրողականության դեպքում, ինչը կարող է ներդրումների բաշխման անարդյունավետության դրսևորում լինել:

Աղյուսակ 5. Կապիտալի կառուցվածքը և շահութաբերությունը 32 կորեական արտադրական ձեռնարկություններում (աղյուսակը կազմվել է հոդվածի հեղինակների կողմից)⁴⁸

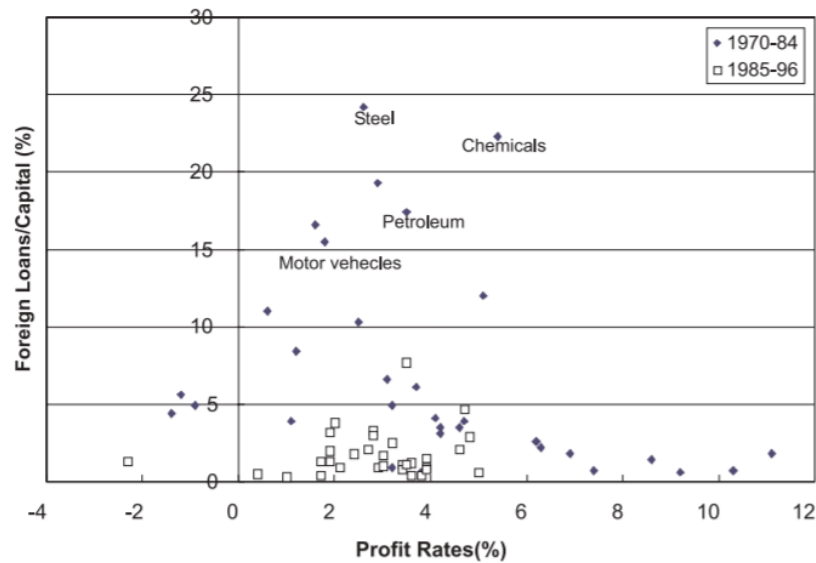
Variable	Period 1 (1970–1984)		Period 2 (1985–1996)	
	Average (%)	SD	Average (%)	SD
Total loans/capital	35.3	7.9	28.6	3.7
Bank loans/total capital	28.3	7.8	26.8	3.8
Foreign loans/total capital	7.0	6.8	1.8	1.5
Average borrowing cost ^b	20.3 ^c	6.5	16.4	4.4
Profit rate ^d	4.0	3.1	2.8	1.4
Productivity of capital ^e	15.4	4.5	12.9	2.1
Debt/total capital	75.8	8.5	76.2	6.5

Ինչ վերաբերում է ցուցանիշների տատանողականությանը, ապա աղյուսակում նկատելի է, որ բոլոր ցուցանիշներում ստանդարտից շեղման մեծությունը նվազել է, ինչը նշանակում է, որ շուկայում նվազել է բևեռացվածությունը, և թեպետև ցուցանիշները բացասական միտում են դրսևորել, այն ավելի շատ որպես կայունության ազդակ կարելի է ներկայացնել տնտեսության համար:

Գծապատկեր 4-ը ցույց է տալիս օտարերկրյա վարկերի ծավալը արդյունաբերական ձեռնարկություններում միջին շահութաբերության նորմայի նկատմամբ երկու ժամանակային միջակայքերում: Ըստ գծապատկերի՝ օտարերկրյա վարկերի հասանելիությունը առավելապես կենտրոնացած է եղել բարենպաստ ոլորտների վրա, հատկապես նախորդ տարիներին: Բայց կրկին, օտարերկրյա վարկերի ավելի բարձր

⁴⁸ “[Financial Reform and the Efficiency of Credit Allocation in Korea](#)”, E. BORENSZTEIN & JONG-WHA LEE, 2005

հասանելիությունը փոխկապակցված չէ ավելի բարձր տնտեսական արտադրողականության հետ: Այս արդյունքները, անշուշտ, չեն մատնանշում, որ վարկերը արդյունավետ կերպով են բաշխվել կորեական արդյունաբերական ճյուղերի միջև:



Գծապատկեր 4. 32 արդյունաբերական ձեռնարկություններում օտարերկրյա վարկերը և շահույթի նորման (գծապատկերը վերցված է համապատասխան հոդվածից)⁴⁹

GLS մեթոդով իրականացված գնահատումները ցույց են տվել մի շարք գործոնների դրական կամ բացասական ազդեցությունները վարկերի տեղաբաշխման արդյունավետության վրա: Ըստ որի՝ վարկավորումը թիրախավորված է եղել արտահանմանն ուղղված ընկերություններին: Կորեայում բոլոր ճյուղերից արտահանողներին հասանելի են եղել սուբսիդավորվող վարկերը, և ընկերության արտահանման կատարողականը հիմնական չափանիշն է եղել վարկերի տեղաբաշխման հարցում: Սակայն ըստ ռեգրեսիայի արդյունքների վարկերի հասանելիությունը դեռևս չի ենթադրում ոլորտի արտադրողականության աճ, քանի որ շատ դեպքերում բանկային և օտարերկրյա վարկերը, թեև ոչ շատ նշանակալի, բացասական ազդեցություն են ունեցել կապիտալի արտադրողականության վրա: Այսինքն՝ մեծ պարտք ունեցող ոլորտները ավելի քիչ արտադրողական են եղել, քան մյուս ոլորտները: *Այս երկու գործոնների միջև կապին է անդրադարձել ամերիկացի արդյունաբերական և բիզնես մագնատ Հենրի Ֆորդը իր «Իմ կյանքը իմ նվաճումները» գրքում, որտեղ մանրամասն նկարագրում է այն գաղափարը, որ ոչ*

⁴⁹ “[Financial Reform and the Efficiency of Credit Allocation in Korea](#)”, E. BORENSZTEIN & JONG-WHA LEE, 2005

թե հարկավոր է պարտքային միջոցների կուտակմամբ հասնել արտադրական արդյունավետության, այլ փոխարենը արտադրական յուրաքանչյուր գործընթացում նվազեցնելով վատնումներն ու ծախսումները, և հասնելով ինքնարժեքի նվազագույն մակարդակի:⁵⁰

Մյուս կողմից պարզ է դառնում, որ վարկային արտոնությունները հաճախ տրամադրվել են կորեական արտադրության ավելի քիչ եկամտաբեր ոլորտներին: Վարկային այս հատկացումը կարող է պայմանավորված լինել ռազմավարական նպատակներով, նորաստեղծ արդյունաբերության խթանման նկատառումներով կամ ժամանակավոր դժվարությունների հանդիպող արդյունաբերություններին օգնելու համար: Այնուամենայնիվ, անկախ ամեն ինչից, եթե շահառու հատվածների տնտեսական ցուցանիշները ժամանակի ընթացքում չեն բարելավվում, նման քաղաքականությունն ի վերջո խաթարում է ֆինանսական համակարգի կայունությունը:

Այսպիսով, թեև կառավարության միջամտությունը ֆինանսական շուկաներում երբեմն արդարացվում են տեղեկատվական անհամաչափությունների և արտաքին գործոնների առկայությամբ, սակայն ցանկալի միջամտությունների աստիճանն ու բնույթը բարդ հարց է: Շատ դեպքերում, երբ ոչ լիարժեք քաղաքականություն է վարվում, ֆինանսական շուկաներում կառավարության միջամտությունները չեն վերացնում շուկայի ձախողումները և փոխարենը առաջացնում են վարկերի տեղաբաշխման և գնագոյացման տարբեր նոր խնդիրներ:⁵¹ Հետևաբար Կորեայի օրինակը ցույց է տալիս, որ հարկավոր է մեծ ուշադրությամբ ընտրել արդյունաբերության խթանման քաղաքականությունները, և զգույշ լինել տարբեր տեսակի արտոնությունների սահմանման ընթացքում, հատկապես երբ դրանք վերաբերում են օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործմանը:

⁵⁰ “[My life and work](#)”, Henry Ford, 1922

⁵¹ “[Financial Reform and the Efficiency of Credit Allocation in Korea](#)”, EDUARDO BORENSZTEIN & JONG-WHA LEE, 2005

Գլուխ 3. Օտարերկրյա դրամական հոսքերի քանակական եվ որակական վերլուծություն ՀՀ տվյալներով՝ ըստ ոլորտների

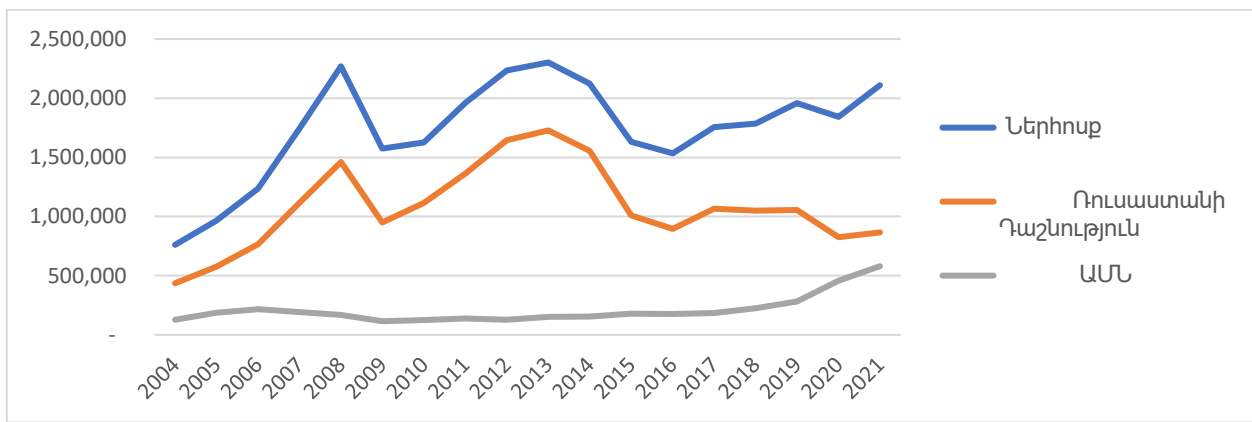
3.1 Օտարերկրյա դրամական հոսքերի դինամիկայի վերլուծությունը ՀՀ տվյալներով

Դրամական հոսքերի օգտագործման գնահատման մեթոդաբանությանը և արդյունավետության բարձրացման տարբեր երկրների քաղաքականություններին ծանոթանալուց հետո այժմ փորձենք հասկանալ՝ ինչ դրամական հոսքեր ունենք Հայաստանում, և դրանց միտումները ժամանակի ընթացքում: Դրամական հոսքերի դինամիկան այս ենթագլխում կներկայացվի՝ համաձայն ՀՀ վճարային հաշվեկշռի:⁵²

Ինչպես վկայում են Կենտրոնական բանկի տրամադրած տվյալները, վերջին երկու տասնամյակներին դրամական հոսքերի երկու ամենախորը անկումները գրանցվել են 2009 և 2015 թվականներին, երբ ներհոսքը կրճատվել է համապատասխանաբար 700 մլն (30%) և կես միլիարդ դոլարով (23%) նախորդող տարվա ցուցանիշի համեմատությամբ՝ պայմանավորված ճգնաժամներով: 2021 թվականին ֆիզիկական անձինք բանկերի միջոցով արտասահմանից Հայաստան են ուղարկել 2 մլրդ 108 մլն դոլարին համարժեք գումար: 2020 թվականի համեմատ այն աճել է մոտ 267 մլն դոլարով կամ 14.5%-ով՝ մոտենալով Հայաստան տրանսֆերտների գրանցված ամենամեծ ծավալին 2008 և 2013 թվականներին՝ մոտ 2 մլրդ 300 մլն դոլարին:

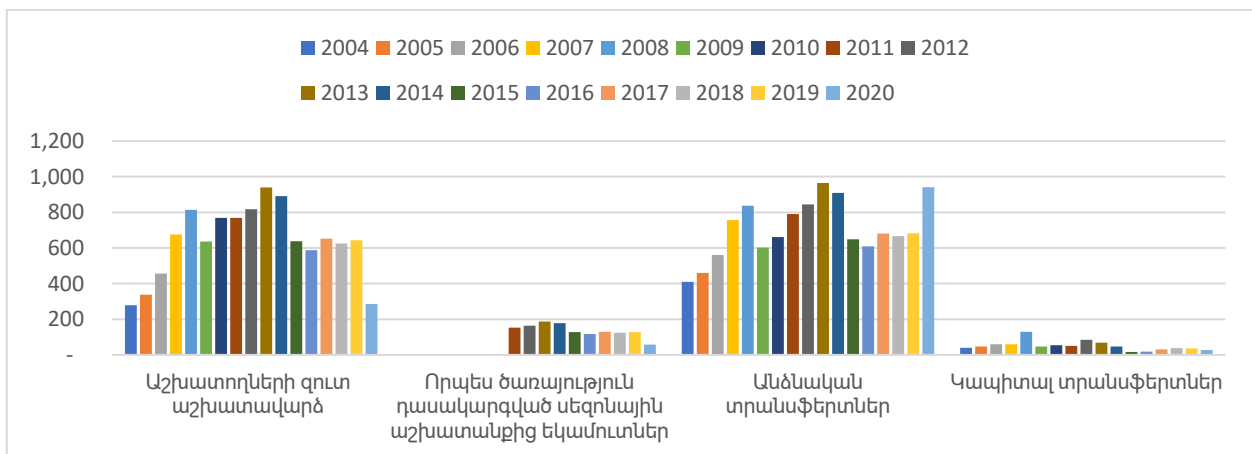
2021 թվականին հատկապես նշանակալի է եղել ԱՄՆ-ից փոխանցումների ծավալի աճը նախորդ տարվա համեմատ 121 մլն. դոլարով կամ 26%-ով: Եթե 2019 թվականին դեպի Հայաստան դրամական փոխանցումների 45%-ի աղբյուրը Ռուսաստանն էր, 14%-ինը՝ ԱՄՆ-ն, ապա 2021 թվականին ՌԴ-ից փոխանցումների մասնաբաժինը նվազել է՝ հասնելով 41%-ի, իսկ ԱՄՆ-ից փոխանցումներն աճել են՝ հասնելով 27.5%-ի: ԱՄՆ-ից փոխանցումները կայուն աճի միտում են դրսևորել դեռևս սկսած 2009 թվականից, և չեն դրսևորել նվազման միտումներ նույնիսկ 2015 և 2020 թվականների ցնցումներին: (Գծապատկեր 5)

⁵² [ՀՀ վճարային հաշվեկշիռ](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.



Գծապատկեր 5. ՀՀ բանկերի միջոցով ֆիզիկական անձանց (այդ թվում՝ անհատ ձեռներեցներին) անունով արտերկրներից մուտք եղած տարեկան փոխանցումներ ՀՀ դրամով՝ ըստ ԿԲ-ի հրապարակումների⁵³

Դեպի ՀՀ անձնական դրամական փոխանցումների կառուցվածքում մեծ տեսակարար կշիռ ունի անձնական տրանսֆերտները, որը 2020 թվականին կազմել է ընդհանուրի 72%-ը, և աշխատողների զուտ աշխատավարձը, որը 2020 թվականի համավարակով պայմանավորված նվազել է նախորդ տարվա համեմատությամբ՝ կազմելով ընդհանուրի 22%-ը: (Գծապատկեր 6)



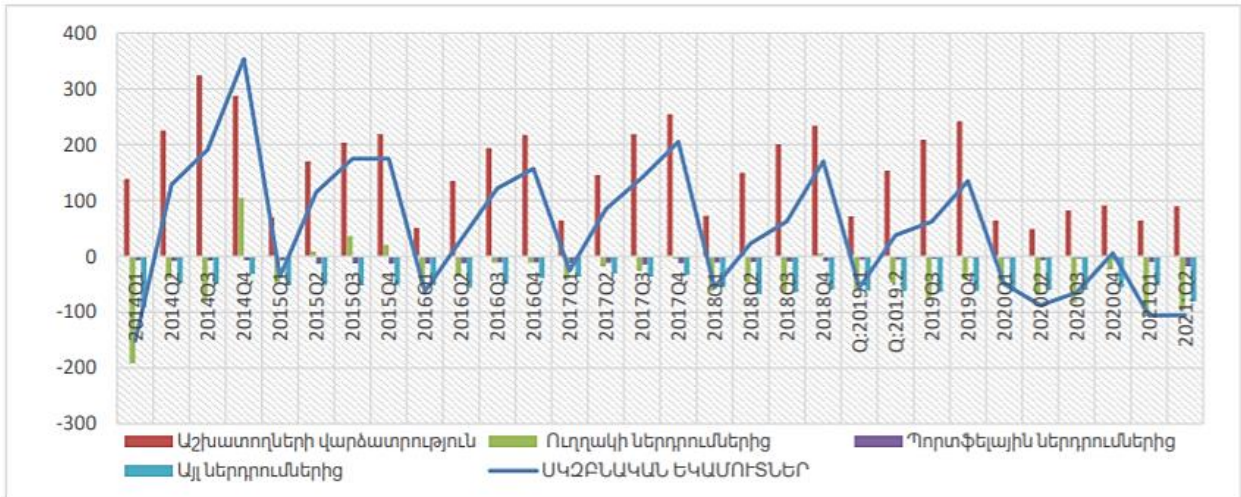
Գծապատկեր 6. Դեպի ՀՀ անձնական դրամական փոխանցումների կառուցվածքը՝ ըստ վճարային հաշվեկշռի (մլն դրամ)⁵⁴

ՀՀ վճարային հաշվեկշիռը ընթացիկ հաշվում առանձնացնում են «սկզբնական եկամուտներ» ձևակերպումը, որը ներառում է աշխատողների վարձատրությունը և

⁵³ ՀՀ բանկերի միջոցով ֆիզիկական անձանց անունով արտերկրից ստացված և ՀՀ-ից ֆիզիկական անձանց կողմից արտերկիր իրականացված փոխանցումներ, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

⁵⁴ Դեպի ՀՀ դրամական փոխանցումներն ըստ վճարային հաշվեկշռի, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

ներդրումային եկամուտները: Ստորև ներկայացված գծապատկերը ներկայացնում է անձնական տրանսֆերտների դինամիկան՝ վճարային հաշվեկշռի տեսանկյունից:



Գծապատկեր 7. Սկզբնական եկամուտների հաշվեկշռի բաղադրիչների դինամիկան (մլն ԱՄՆ դոլար)⁵⁵

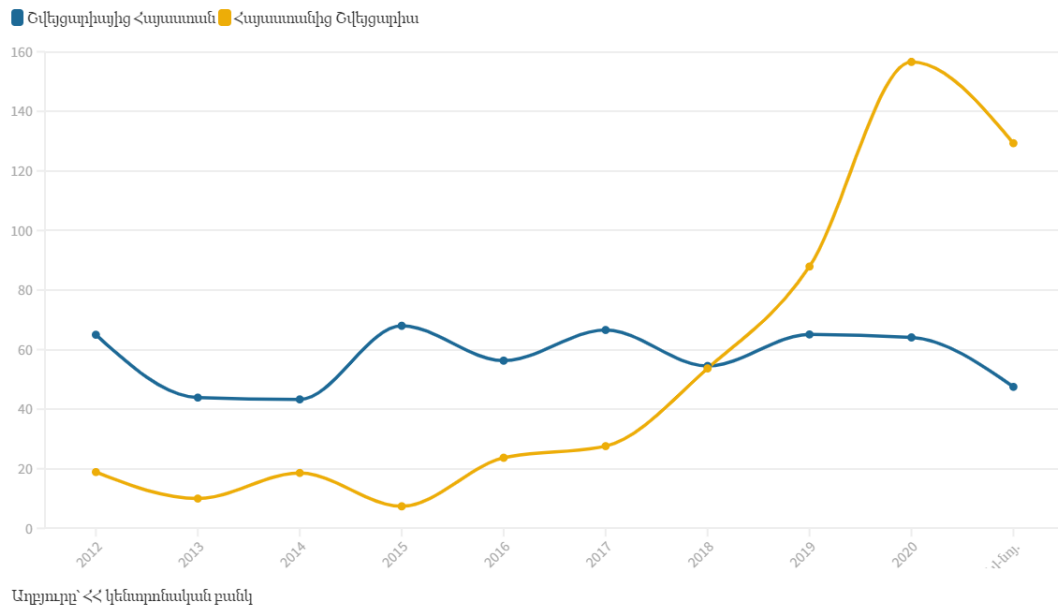
Ի տարբերություն ներհոսքի, Հայաստանից դուրս եկող գումարները 2020-2021 թթ. նվազել են 2019-ի համեմատ 16%-ով՝ 2021թ. կազմելով 1 մլրդ 225 մլն դոլար: 2019 թվականին Հայաստանից արտասահման ֆիզիկական անձանց դրամական փոխանցումները կազմել են 1 մլրդ 454 մլն դոլար, որը նախորդ տարվա համեմատ ավելի է 266 մլն դոլարով կամ 22.4%-ով: Կենտրոնական բանկի պարզաբանմամբ՝ 2019թ. հունիս-դեկտեմբեր ամիսներին ընդամենը փոխանցումների ամսական արտահոսքի մեծ ծավալները և աճը նախորդ տարվա նկատմամբ հիմնականում պայմանավորված են ավտոմեքենաների ծավալների ներմուծման աննախադեպ քանակով:⁵⁶

Հատկանշական է նաև մեկ այլ փաստ. 2018 թվականից սկսած՝ Հայաստանից բանկերի միջոցով ֆիզիկական անձանց դրամական փոխանցումները դեպի Շվեյցարիա կտրուկ աճել են: Եթե, օրինակ, 2017 թվականին փոխանցվել է մոտ 28 մլն դոլար, ապա 2020-ին այդ գումարը կազմել է 157 մլն դոլար: Վերջին տասը տարում (2012-2021թթ.) Հայաստանից Շվեյցարիա փոխանցված գումարների ամենափոքր ծավալը եղել է 2015-ին՝ 7.5 մլն դոլար, ամենամեծը՝ 2020 թվականին՝ մոտ 157 մլն դոլար: 2021 թվականի հունվար-նոյեմբերի

⁵⁵ ՀՀ վճարային հաշվեկշիռը 2021 թվականի հունիս-հուլիսին, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

⁵⁶ «2019-ին Հայաստանից ռեկորդային ծավալի գումարներ են փոխանցվել արտասահման», Սեդա Հերզնյան, 2020թ.

տվյալներով՝ դեպի Հայաստան դրամական փոխանցումների ներհոսքի ընդամենը 2.5%-ն է Շվեյցարիայից, իսկ արտահոսքի՝ մոտ 12%-ը: (գծապատկեր 8)



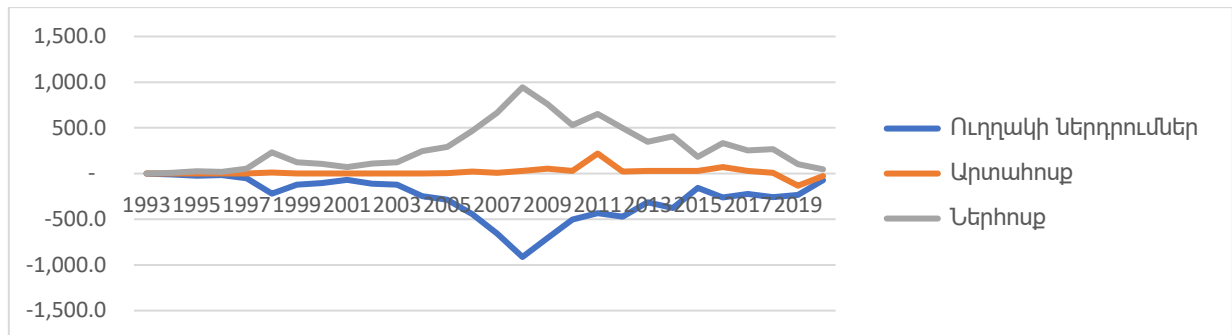
Գծապատկեր 8. Հայաստան-Շվեյցարիա դրամական փոխանցումները ֆիզիկական անձանց կողմից (մլն ԱՄՆ դոլար)՝ վերցված *hetq.am*-ի համապատասխան հոդվածից⁵⁷

Հատկանշական է, որ Հայաստանից Շվեյցարիա փողերի արտահոսք է նկատվել 2018 թվականից հետո. թե որքանով է դա պայմանավորված Հայաստանում տեղի ունեցած քաղաքական զարգացումներով, տնտեսագետները դժվարանում են փաստարկել: Միայն վարկածներ կան, որ երկրում տիրող քաղաքական անորոշությունը, կոռուպցիայի դեմ պայքարի մասին հայտարարությունները, հետագայում էլ՝ 2020 թվականին տարածված համավարակն ու պատերազմն այդ գումարները տիրապետողներին ստիպել են իրենց կարողությունը տեղափոխել ավելի ապահով վայր՝ Շվեյցարիա:

Հաջորդը դիտարկենք ներդրումների դինամիկան: Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 9-ում 2009 թվականի ճգնաժամից սկսած ՕՈԻՆ զուտ հոսքերը շարունակում են նվազման միտում դրսևորել՝ 2020 թվականին հասնելով մինչև 74,5 մլն դոլարի՝ 2008 թվականի էքստրեմումի արժեքի (944 մլն դոլար) հետ համեմատ նվազելով շուրջ 92%-ով: Նվազման նման միտումը ցույց է տալիս, որ այս հոսքերը շատ ավելի զգայուն են ճգնաժամերի և երկում

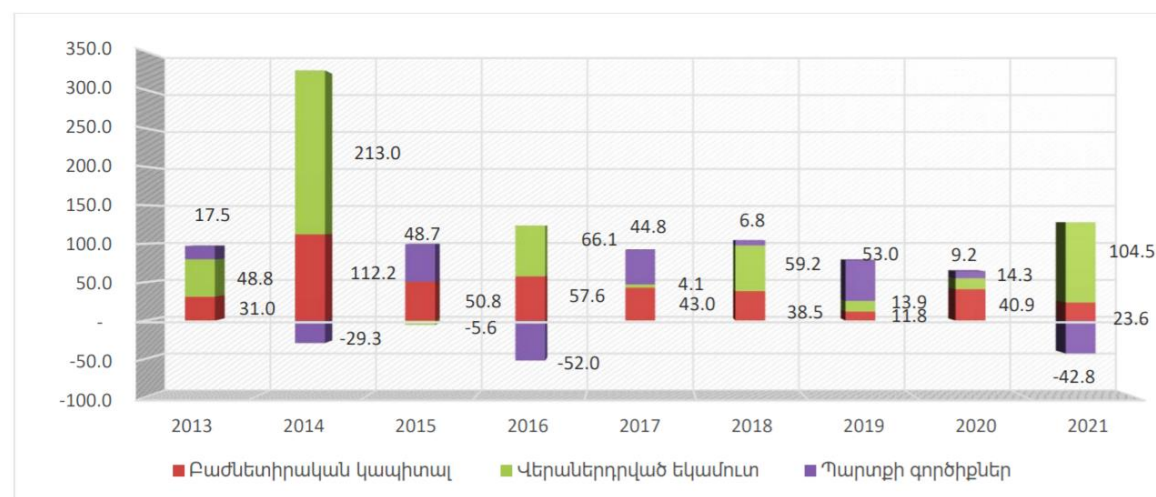
⁵⁷ «Հայաստանից Շվեյցարիա փողերի արտահոսքը 2018 թվականից կտրուկ աճել է», Սեդա Հերգնյան, 2022թ.

կատարվող տնտեսական ցնցումների նկատմամբ, և երկրի անկայունությունը կարող է լուրջ ազդեցություն ունենալ ներդրումային գրավչության վրա:



Գծապատկեր 9. ՕՈՒՆ հոսքերի դինամիկան՝ ըստ վճարային հաշվեկշռի (մլն դոլար)⁵⁸

Ըստ ԿԲ-ի վճարային հաշվեկշռի հրապարակումների՝ ուղղակի ներդրումների գծով պարտավորությունների զուտ ստանձնումը 2021թ. հունվար-հունիսի ընթացքում կազմել են 85.3 մլն դոլար նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի 64.4 մլն դոլարի փոխարեն, ընդ որում զուտ ներհոսքի 23.6 մլն դոլարը իրականացվել է բաժնետիրական կապիտալում, 104.5 մլն դոլարը՝ վերաներդրված եկամտի գծով, իսկ պարտքային գործիքների գծով տեղի է ունեցել 42.8 մլն դոլարի մարումներ: Այդ ընթացքում ուղղակի ներդրումների զուտ ակտիվներն աճել են 25.0 մլն դոլարով, իսկ պարտավորությունները՝ 110.3 մլն դոլարով (գծապատկեր 10):

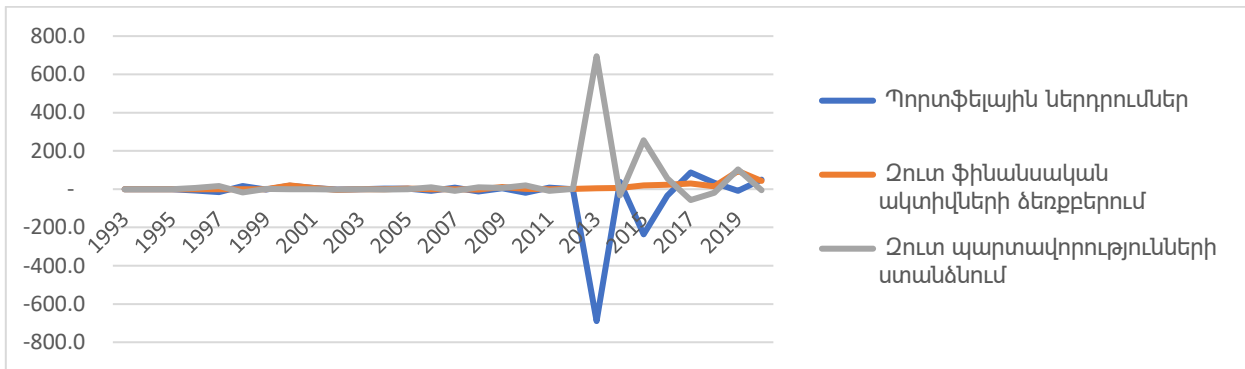


Գծապատկեր 10. Ուղղակի ներդրումների գծով զուտ հոսքերը 2013-2021թթ. հունվար-հունիս ամիսներին, ըստ գործիքների, (մլն ԱՄՆ դոլար)՝ վերցված ԿԲ հրապարակումներից⁵⁹

⁵⁸ ՀՀ վճարային հաշվեկշիռ, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

⁵⁹ ՀՀ վճարային հաշվեկշիռը 2021 թվականի հունիս-հուլիսին, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

Ինչ վերաբերում է պորտֆելային ներդրումային հոսքերին, ապա այս հատվածում կարելի է նկատել զուտ պարտավորությունների ստանձնման աճը 2013, 2015 և 2019 թվականներին, ինչը պայմանավորված է այդ թվականներին ՀՀ կառավարության կողմից թողարկված երկարաժամկետ պարտքային արժեթղթերի՝ արտարժույթային պարտատոմսերի թողարկմամբ (գծապատկեր 11):



Գծապատկեր 11. Պորտֆելային ներդրումային հոսքերի դինամիկան՝ ըստ վճարային հաշվեկշռի (մլն դրլար) ⁶⁰

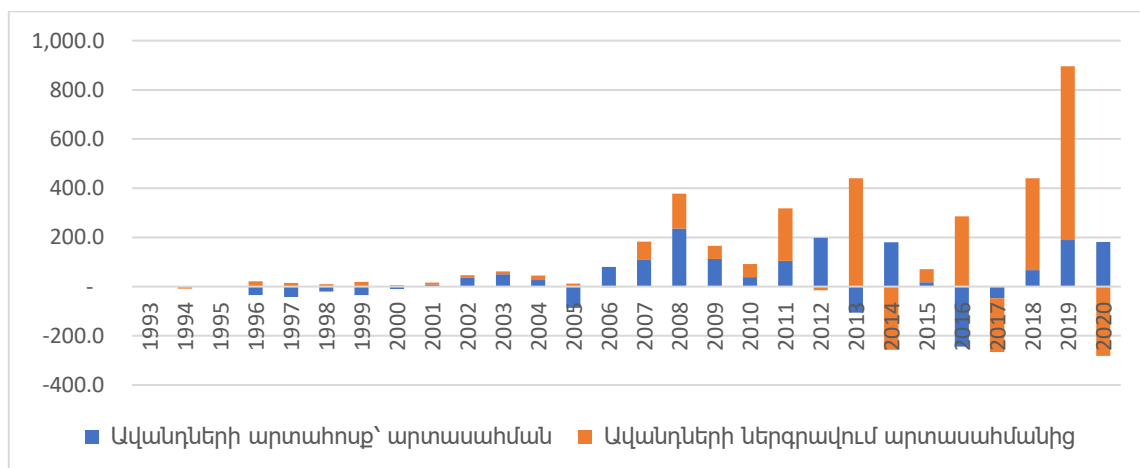
2021 թվականի հունվար-հունիսի ընթացքում պորտֆելային ներդրումների ակտիվների գծով տեղի է ունեցել ընդամենը 39.8 մլն դրլարի ձեռքբերումներ, նախորդ տարվա 14.4 մլն դրլարի մարումների փոխարեն, իսկ պարտավորությունների զուտ ստանձնումը կազմել է 721.7 մլն դրլար նախորդ տարվա հունվար-հունիսի 26.5 մլն դրլարի զուտ մարումների փոխարեն: Թեև գրաֆիկում արտացոլված չէ, բայց հատկանշական է այն, որ նման մեծ աճը պայմանավորված է եղել ՀՀ կառավարության կողմից նոր՝ 750 մլն ԱՄՆ դրլարի չափով եվրոպարտատոմսերի թողարկմամբ, որը ունեցել է Հայաստանի համար աննախադեպ բարձր պահանջարկ և ցածր եկամտաբերություն՝ 3,8%: Սա թեպետև ավելացնում է ՀՀ արտաքին պարտքը, բայց հատկանշական է, որ ՀՀ կառավարության կողմից արդեն 4-րդ անգամ ստացվում է այս գործիքը ծառայեցնել համեմատաբար ավելի մատչելի միջոցներ ներգրավելու նպատակին՝ ակտիվացնելով նաև արժեթղթերի շուկան: Ըստ ԿԲ-ի՝ այդ ժամանակաշրջանում արձանագրվել է միջազգային ֆինանսական շուկաներում երկրի ռիսկի հավելավճարի գնահատականի բարելավում, ինչը նշանակում է, որ ներդրողները հստակ ընկալում են ունեցել երկրում մակրոկայունության վերաբերյալ:⁶¹

⁶⁰ [ՀՀ վճարային հաշվեկշիռ](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

⁶¹ «[Հայաստանը 750 մլն դրլարի եվրոբոնդեր է թողարկել. ԿԲ նախագահը հաստատեց](#)», ԱՐՄԵՆՊՐԵՍ, 2021թ.

Այլ ներդրումների գծով 2021 թվականի հունվար-հունիսին տեղի է ունեցել 196.6 մլն դոլարի ֆինանսական ակտիվների զուտ ավելացում, իսկ զուտ ֆինանսական պարտավորություններն այդ ընթացքում ավելացել են 206.9 մլն դոլարով: Եթե ակտիվների զուտ ավելացումը տեղի է ունեցել հիմնականում դրամական միջոցների ու ավանդների (247.4 մլն դոլար) գծով, ապա պարտավորությունների զուտ ավելացումը հիմնականում պայմանավորված է վարկերի (133.9 մլն դոլար), ինչպես նաև առևտրային վարկերի և կանխավճարների (119.1 մլն դոլար) աճով:

Դրամական միջոցների և ավանդների արտահոսքը հիմնականում պայմանավորված է այլ հատվածների կողմից դրամական միջոցների «արտահանմամբ», իսկ ներհոսքը պայմանավորող հիմնական գործոնը ֆինանսական հաստատությունների կողմից ոչ ռեզիդենտների արտարժույթային միջոցները ավանդային տեսքով ներգրավելն է: Արտարժույթային ավանդների ծավալների մասին պատկերացում կազմելու համար նշենք, որ 2021թ. դրությամբ ՀՀ առևտրային բանկերում ոչ ռեզիդենտների կողմից ներդրված արտարժույթային ավանդները կազմել են ընդհանուր ավանդների մոտ 23%-ը (ընդգրկված են ոչ ռեզիդենտ կազմակերպությունների, տնային տնտեսությունների, շահույթ չհետապնդող կազմակերպությունների, ոչ-բանկ ֆինանսական կազմակերպությունների ցպահանջ և ժամկետային ավանդները) (գծապատկեր 12):⁶²



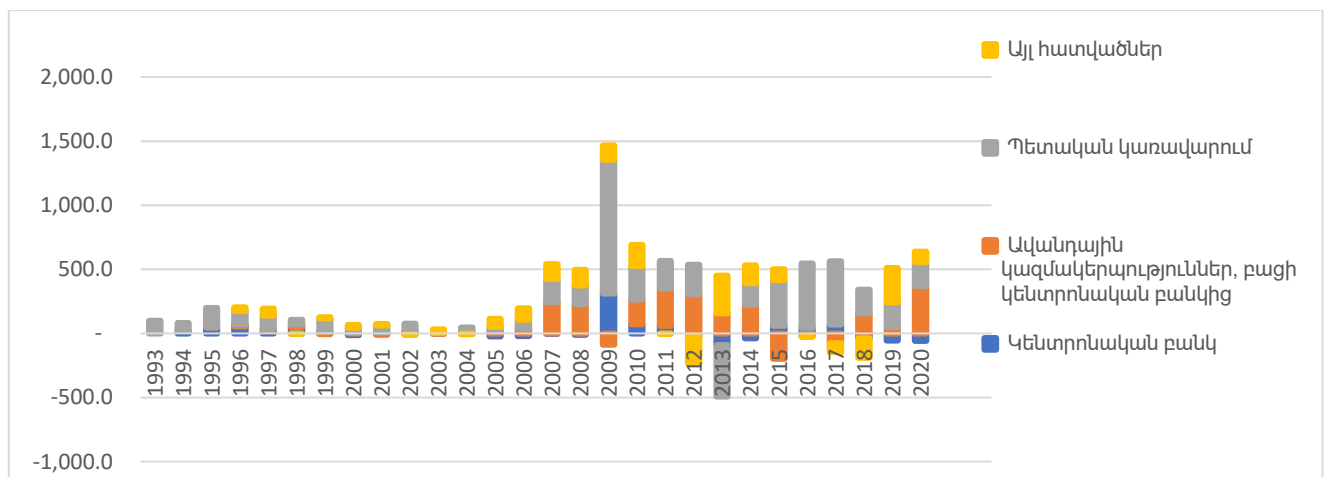
Գծապատկեր 12. Ավանդային կազմակերպությունների դրամական հոսքերը՝ ըստ վճարային հաշվեկշռի (մլն. դոլար)⁶³

⁶² «ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՍՈՑԻԱԼ-ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՎԻՃԱԿԸ 2021թ. ՀՈՒՆՎԱՐ-ՀՈԿՏԵՄԲԵՐԻՆ», ՀՀ ՎԿ, 2021թ.

⁶³ ՀՀ վճարային հաշվեկշիռ, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

2019 թվականին ավանդների ներգրավումը ՀՀ ֆինանսական հաստատությունների կողմից եղել է աննախադեպ ծավալի՝ 707,3 մլն դոլար, ինչը խոսում է ՀՀ բանկային համակարգի նկատմամբ ոչ ռեզիդենտների կողմից վստահելիության բարձրացման մասին: Իսկ 2020 թվականի նույն ցուցանիշի անկումը պայմանավորված է ներգրավված ավանդների որոշ հատվածի հետվերադարձով, կամ ժամանակից շուտ հետ ստացման հետևանքով՝ պայմանավորված ճգնաժամով:

Ինչ վերաբերում է վարկային հոսքերին, ապա այստեղ արդեն դրամական հոսքերը պայմանավորում են ոչ միայն այլ հատվածները, այլև պետական հատվածի կողմից ներգրավվող պարտքային հոսքերը: Վարկային արտահոսքը պայմանավորված է ֆինանսական հաստատությունների կողմից ոչ ռեզիդենտներին վարկավորման հետ, իսկ միջոցների ներհոսքը՝ առևտրային և պետական վարկերի հետ:



Գծապատկեր 13. Չուտ վարկային պարտավորությունների ստանձնումը՝ ըստ վճարային հաշվեկշռի (մլն. ԱՄՆ դոլար)⁶⁴

Գծապատկերից կարելի է տեսնել, որ պետական կառավարման վարկերի հատվածը ամենամեծ արժեքն է գրանցել 2009 թվականին՝ պայմանավորված համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով: Իսկ վերջին տարիներին վարկային միջոցների համեմատաբար քիչ ներգրավումը պայմանավորված է դրանց փոխարեն պետական պարտատոմսերի թողարկման հետ: Պարտավորությունների կառուցվածքում ամենացածր տեսակարար կշիռն ունեն Կենտրոնական բանկի վարկերը, ինչը ենթադրում է, որ ԿԲ-ն ունի բավականաչափ արտարժույթային պահուստային միջոցներ՝ անհրաժեշտ

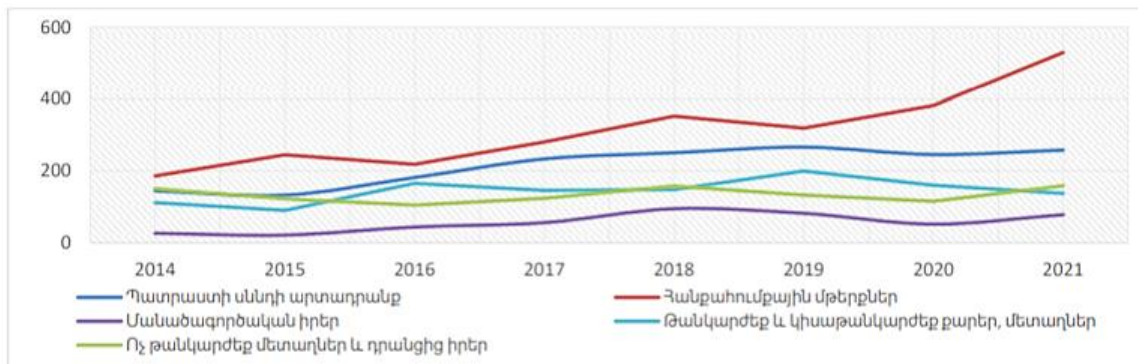
⁶⁴ ՀՀ վճարային հաշվեկշիռ, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

գործառնությունների իրականացման համար: Այս բոլոր ներհոսքերը ձևավորում են ՀՀ համախառն արտաքին պարտքի պաշարը, որի կառուցվածքը՝ ըստ տնտեսության հատվածների կարելի է տեսնել հավելված 2-ում և 3-ում:ⁱⁱ

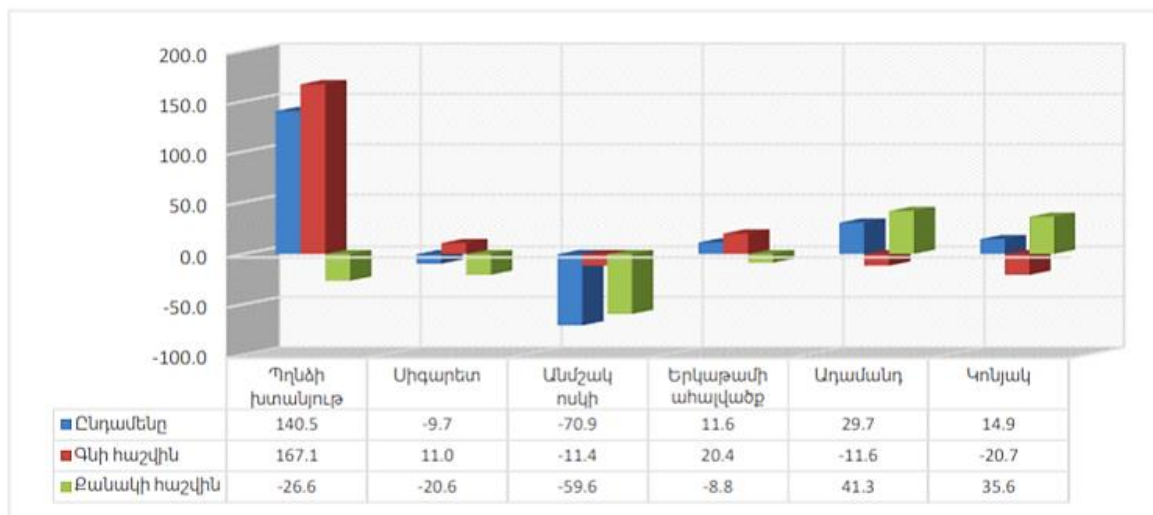
Այսպիսով, 2021 թվականի հունվար-հունիսին իրական և ֆինանսական հատվածներում օտարերկրյա ընդամենը ներդրումների զուտ հոսքերը կազմել են 348.5 մլն դոլար, որից՝ իրական հատվածում՝ 268.2 մլն դոլար, իսկ ֆինանսական հատվածում՝ 80.3 մլն դոլար: Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների զուտ հոսքերը նույն ժամանակահատվածում կազմել են 110.3 մլն դոլար: Հարկ է նշել, որ ընդամենը ներդրումների կուտակային պաշարների 45.2% և ուղղակի ներդրումների 26.7%-ը իրականացվել է «Ֆինանսական միջնորդություն, բացի ապահովագրությունից և կենսաթոշակային ապահովությունից» (գլխավորապես բանկային համակարգ), համապատասխանաբար՝ 16.5%-ը և 14.9%-ը՝ «Էլեկտրականության, գազի, ջրի և լավորակ օդի մատակարարման», 4.4%-ը և 8.7%-ը՝ «Հանքագործական արդյունաբերության հարակից գործունեություն», 4.7%-ը և 7.6%-ը՝ «Մետաղական հանքաքարի արդյունահանում» ոլորտներում:

Ինչպես ներկայացվում է ԿԲ հրապարակումներում, հունվար-հունիսին ՕՈԻՆ զուտ դրական ներհոսքը կազմել է 110.3 մլն դոլար, որը հիմնականում իրականացվել է Գերմանիայից (72.9 մլն դոլար), Արգենտինայից (15.0 մլն դոլար), Լյուքսեմբուրգից (10.2 մլն դոլար), իսկ զուտ նվազում է եղել հիմնականում Ռուսաստանից (12.5 մլն դոլար), Ֆրանսիայից (9.8 մլն դոլար) և Նիդերլանդներից (8.9 մլն դոլար): ՕՈԻՆ ընդամենը զուտ հոսքերի 66%-ը իրականացվել են Գերմանիայից՝ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ աճելով 87.5 մլն դոլարով կամ մոտ 6 անգամ: Ընդ որում, այս միջոցները հիմնականում ուղղված են եղել հանքարդյունաբերության ոլորտին: Այս ոլորտում 2021 թվականի հունվար-հունիս ամիսներին կատարված ուղղակի ներդրումների զուտ հոսքերը կազմել են 78,7 մլն. դոլար, կամ ընդամենը ուղղակի ներդրումների զուտ հոսքերի 71,4%-ը: Սրան հաջորդում է «Ֆինանսական միջնորդություն, բացի ապահովագրությունից և կենսաթոշակային ապահովությունից» ոլորտում ուղղակի ներդրումային հոսքերը՝ կազմելով ընդամենը ուղղակի ներդրումների զուտ հոսքերի 26,2%-ը:

Ըստ ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի արտաքին առևտրի վիճակագրության տվյալների՝ 2021թ. հունվար-հունիսին արտահանման կառուցվածքում ամենամեծ ծավալն է ունեցել «Հանքահումքային մթերքներ»-ի արտահանումը, որը աճել է 38,8%-ով կամ 147,9 մլն դոլարով՝ հիմնականում պղնձի խտանյութի գծով (գծապատկեր 14): Ընդ որում հատկանշական է այն, որ պղնձի խտանյութի արտահանման ծավալների ավելացումը միավորի միջին գնի հաշվին կազմել է 167.1 մլն դոլար, իսկ քանակի հաշվին արտահանման ծավալի նվազումը կազմել է 26,6 մլն դոլար (գծապատկեր 15):



Գծապատկեր 14. Հիմնական ապրանքների գծով արտահանման ծավալները 2014-2021թթ. հունվար-հունիս ամիսներին՝ վերցված ԿԲ հրապարակումներից (մլն ԱՄՆ դոլար)⁶⁵



Գծապատկեր 15. 2020թ. հունվար-հունիսին 2021թ. հունվար-հունիսի համեմատ հիմնական ապրանքների գծով արտահանման ծավալների բացասական աճն ըստ զործոնների՝ վերցված ԿԲ հրապարակումներից (մլն ԱՄՆ դոլար)⁶⁵

Սա պայմանավորված է այն փաստով, որ 2021 թվականի մայիսին պղնձի գները միջազգային շուկայում հասան պատմական առավելագույնին՝ 10,512 դոլար մեկ տոննայի

⁶⁵ ՀՀ վճարային հաշվեկշիռը 2021 թվականի հունիս-հուլիսին, ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

դիմաց՝ դրսևորելով 130% աճ 2020 թվականի մարտի նկատմամբ: Անցած տարվա ընթացքում պղնձի գնի աճը հիմնականում պայմանավորված է Չինաստանի բարձր պահանջարկով, որը պղնձի առաջատար սպառող է:⁶⁶

Պղինձը էներգիայի արտադրության, հաղորդման ենթակառուցվածքի և էներգիայի պահպանման մեջ ամենաշատ օգտագործվող մետաղն է: Այն ալյումինից և պողպատից հետո հաջորդ ամենաօգտագործվող մետաղն է շինարարության, հեռահաղորդակցության, տրանսպորտի և ավտոմեքենաների արտադրության ոլորտներում, և այն նաև ամենաշատ արտահանվող ռեսուրսն է ՀՀ տնտեսության մեջ: Ակնկալվում է, որ պղնձի պահանջարկն էլ ավելի կաճի՝ պղնձի ցածր պաշարների վերաբերյալ աճող մտահոգությունների ֆոնին: Հետևաբար այս ոլորտում ՀՀ-ում ներդրումների աճը առաջին հայացքից արդարացված է:

Այստեղ սակայն ուսումնասիրության ևս մեկ առարկա կա. որքա՞ն մասնաբաժին են կազմում ուղղակի ներդրումները ընդհանուր ներդրումներում: Հանքարդյունաբերության ոլորտում 2021 թվականի հունիսի վերջի դրությամբ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների մաքուր պաշարները ընդհանուր ներդրումների մեջ կազմում են 53%, ինչը նշանակում է, որ այս ոլորտում միջոցների ներհոսքին ուղեկցելու է ուղղակի ներդրողների՝ միջոցների բազմակի հետգնումը, և հետևաբար միջոցների ավելի մեծ արտահոսք ՀՀ տնտեսությունից: Ուստի թեպետև այս ներդրումները ժամանակավոր ակտիվություն են մտցնում տնտեսությունում, ՕՈՒՆ-ը այստեղ հանգեցնում են բնական ռեսուրսների անարդյունավետ շահագործման:

Ինչ վերաբերում է ընդամենը ներդրումային զուտ հոսքերին, այստեղ արդեն 2021 թվականի հունվար-հունիս ամիսներին հանքարդյունաբերության ոլորտի հետ զուգահեռ (31,3%) մեծ մասնաբաժին ունեն նաև «էլեկտրականություն, գազի, զուրոշու և լավորակ օդի մատակարարում» ուղղությամբ հոսքերը՝ 107,1 մլն դոլար կամ ընդամենը ներդրումային հոսքերի 30,7%-ը և «ֆինանսական միջնորդություն, բացի ապահովագրությունից և կենսաթոշակային ապահովությունից» ուղղվածության հոսքերը՝ 77,7 մլն դոլար կամ 22,3%-ը:

⁶⁶ [“Copper Price Forecast: 2021, 2022, and Long Term to 2035”](#), Knoema, 2022

Ուսումնասիրելով ընդամենը ներդրումների զուտ ներհոսքի աշխարհագրական բաշխվածությունը 2021թ. հունվար-հունիս ամիսներին, հարկ է նշել, որ հիմնականում դրական ներհոսք է արձանագրվել Ռուսաստանի (101.3 մլն դոլար), Գերմանիայի (110.7 մլն դոլար), Լյուքսեմբուրգի (41.8 մլն դոլար) կողմից, իսկ զուտ նվազումներ՝ Կիպրոսի (66.3 մլն դոլար), Պանամայի (6.4 մլն դոլար), Նիդերլանդների (11.2 մլն դոլար) կողմից: Ընդամենը ներդրումային զուտ հոսքերի աշխարհագրական կառուցվածքի մեջ Գերմանիայից բացի (31.8%) բավականաչափ մեծ մասնաբաժին են ունեցել նաև Ռուսաստանի Դաշնությունը՝ 29%, և միջազգային կազմակերպությունները՝ 12,7%:⁶⁷ Ընդ որում այս դեպքում ներդրումները մեծամասամբ վարկային են, այսինքն՝ պարտավորությունների կատարումից հետո ներդրումներից գեներացված միջոցները մնում են երկրի տնտեսական սահմաններում:

Ինչ վերաբերում է իրական հատվածում կատարված օտարերկրյա ներդրումների համախառն հոսքերին, ապա այստեղ պատկերը փոքր-ինչ այլ է: Համախառն ներդրումային հոսքերի մասնաբաժնով առաջինը Ռուսաստանի Դաշնությունն է՝ 4,227.5 մլրդ դրամ բացարձակ արժեքով կամ 36,4%-ով, որին հաջորդում է Գերմանիան՝ 17,2%: Ընդ որում՝ համախառն ներդրումների մեջ ՌԴ-ի ուղղակի ներդրումները կազմում են 59%-ը, իսկ Գերմանիայի պարագայում՝ 14,3%-ը:

Այսպիսով, ընդհանուր առմամբ, դրամական հոսքերի պատկերը ցույց է տալիս, որ օտարերկրյա ներդրումային դրամական հոսքերի կենտրոնացվածությունը բավականին մեծ է. ՀՀ տնտեսությունը այս մասով հիմնականում կախվածություն ունի մի քանի դոնոր պետություններից և միջազգային կազմակերպություններից, մինչդեռ զարգացած տնտեսություններն այսօր ձգտում են ավելի մեծացնել և դիվերսիֆիկացնել օտարերկրյա ներդրումների ծավալը:⁶⁸ Այս կախվածությունը մի շարք բացասական հետևանքներ կարող է ունենալ ՀՀ տնտեսության վրա՝ դոնոր երկրներում տնտեսական ցնցումներ լինելու դեպքում, ինչպես օրինակ ներկայումս՝ ռուս-ուկրաինական հակամարտությամբ պայմանավորված

⁶⁷ «Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2021թ. հունվար-օգոստոսին», ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, 2022թ.

⁶⁸ «Հայաստանում 2019թ. օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների 65%-ը կատարվել է Ռուսաստանից», Սեդա Հերզնյան, 2020թ.

Ռուսաստանի դեմ Արևմուտքի սահմանած տնտեսական պատժամիջոցների դեպքում, որը շուկերի մեծ ռիսկ է ներկայացնում Հայաստանի տնտեսության համար:

Մասնավորապես, ինչպես նշում է ֆինանսների նախարար Տիգրան Խաչատրյանը, խոցելի ուղղություններն են արտահանումը, դրամական փոխանցումներն ու առևտրաշրջանառությունը:⁶⁹ Ռուսաստանում տնտեսական իրավիճակի վատթարացման հետևանքով, ըստ Կենտրոնական բանկի նախնական հաշվարկների, շուրջ 20 տոկոսով կարող է նվազել ՌԴ-ից Հայաստան իրականացվող մասնավոր դրամական փոխանցումները, ինչը բացասաբար է ազդելու սպառման վրա: Միևնույն ժամանակ Կենտրոնական բանկում խորհուրդ են տալիս չգերազնահատել տրանսֆերտների ազդեցությունը Հայաստանի տնտեսության վրա, քանի որ դրանք այժմ կազմում են ՀՆԱ-ի 6-7 տոկոսը, իսկ Ռուսաստանից դրամական փոխանցումները կազմում են ընդհանուր ծավալի 40 տոկոսը:⁷⁰

Այնուհանդերձ իրավիճակը նաև որոշակի հնարավորություններ է ստեղծում տնտեսության տարբեր հատվածներում: Մասնավորապես՝ ըստ Invest Armenia-ի հրապարակած տվյալների՝ 2022թ. փետրվարի 24-ից մարտի 22-ը ՀՀ է ժամանել 85000 մարդ (գերակշիռ մեծամասնությունը ՌԴ քաղաքացիներ), որոնցից 17500 ՌԴ քաղաքացի ՀՀ բանկերում հաշիվ են բացել, 938-ը գրանցվել են որպես անհատ ձեռնարկատեր, իսկ 268-ը բացել են ՍՊԸ-ներ: Այս ներհոսքը հիմնականում պայմանավորված է ՏՏ ոլորտի բարձր որակավորում ունեցող մասնագետներով, որոնց եկամուտները գեներացվում են արտասահմանյան պատվերներից:⁷¹ Հետևաբար աշխատուժի ներհոսքը հաշվի առնելով կարելի է առաջիկա ժամանակահատվածում կանխատեսել ՏՏ ոլորտից հարկային մուտքերի ավելացում, ինչպես նաև տեխնոլոգիական ծառայությունների՝ ՀՀ-ից արտահանման աճ:

Այսպիսով, ամփոփելով օտարերկրյա դրամական հոսքերի դինամիկ շարժի միտումները, կարելի է առանձնացնել մի քանի կարևոր խնդիր այս հատվածում: Նախ և

⁶⁹ «Ռուսաստանից Հայաստան տրանսֆերտները կարող են նվազել 40%-ով. ֆինանսների նախարար», Սեդա Հերգնյան, 2022թ.

⁷⁰ «Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացումն ուղղված է գնաճային սպասումների զսպմանը. ԿԲ», «VERELQ» տեղեկատվական-վերլուծական կենտրոն, 2022թ.

⁷¹ «Ռուսական կապիտալի ներհոսքի գնահատում՝ թվերով», Թամարա Ղազարյան, 2022թ.

առաջ ակնհայտ է տեղեկատվության մշակման խնդիր. առաջին գլխում ներկայացված տարբեր շերտային դասակարգումներով դրամական հոսքերի ցուցանիշները այս ենթագլխում հնարավոր եղավ միայն ներկայացնել վճարային հաշվեկշռի հոդվածներին համապատասխան: Երկրորդ՝ առկա է դրամական հոսքերի արտահոսքի խնդիր՝ որպես զուտ հոսքերի վրա բացասաբար ազդող գործոն: Երրորդ՝ ուղղակի ներդրումային դրամական հոսքերը հաճախ ուղղված են բնական ռեսուրսների արդյունահանման ոլորտ, ինչը բացասաբար է անդրադառնում ազգային հարստության արդյունավետության վրա: Եվ ի վերջո՝ դրամական հոսքերի մեծ մասը ձևավորվում է մի քանի դոմորներից, ինչը դիվերսիֆիկացման տեսանկյունից կարող է տնտեսության կայունությանը սպառնացող ռիսկեր պարունակել:

3.2 Օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման գնահատումը ՀՀ տվյալներով

Հայաստանի Հանրապետությունը, լինելով դեպի ծով ելք չունեցող երկիր և ունենալով արևելյան և արևմտյան հարևանների հետ փակ սահման, զարգացման տեսլականում խիստ կարևորում է ներդրումային ծրագրերի միջոցով տնտեսական երկարաժամկետ աճին ուղղված գործողությունները: Պետական ներդրումային ծրագրերը հնարավորություն են տալիս իրականացնել կապիտալ ներդրումներ այն ոլորտներում, որոնք կարող են միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հեռանկարում խթանել տնտեսական աճը: Նմանապես, մեծ կարևորություն ունի նաև պետության մասնակցությունը այլ հատվածներում դրամական հոսքերի նպատակային օգտագործման խթանման մեջ, որտեղ դրամական հոսքերը կենտրոնացնող պետական քաղաքականությունը կարող է նպաստել երկիր մուտք գործած միջոցների օգտագործման արդյունավետության բարձրացմանը:

Հետևապես երկու կարևոր հարց է առաջանում. ի՞նչ ռազմավարությամբ են ներկայումս ընտրվում «ֆինանսավորման արժանի» ծրագրերը ՀՀ կառավարության կողմից, և ի՞նչ պետական քաղաքականություն է վարվում երկիր մուտք գործող դրամական հոսքերի նպատակային օգտագործման ուղղությամբ:

Բյուջետային ծախսային մասի կարևորագույն կատեգորիաները ներկայումս սպառողական ուղղվածություն ունեն, և վերջին տասնամյակում Կառավարությունը պետական ներդրումային ծրագրերի իրականացման աղբյուր է դիտարկում օտարերկրյա պետություններից և միջազգային ֆինանսական ու դոնոր կազմակերպություններից ստացվող վարկային և դրամաշնորհային միջոցները: Հետևաբար ներդրումային ծրագրերի ուղղությունները որոշակիացնելու և ծրագրերի ընտրության մեջ առանջնահերթություններ սահմանելու համար ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից մշակվել և կիրառվում է մեթոդական ուղեցույց:

Համաձայն Կառավարության որդեգրած քաղաքականության, ՀՀ-ում իրականացված, իրականացվող և իրանակացվելիք ներդրումային վարկային ծրագրերի գերակշիռ մասն են կազմում ենթակառուցվածքային ծրագրերը (վարկային միջոցների հետ չկապակցված դրամաշնորհային ծրագրերի գերակշիռ մասը ուղղվում են սոցիալական, ժողովրդական և բնապահպանական նպատակներին, իսկ վարկային միջոցների պարագայում բացառություն են կազմում միայն Համաշխարհային բանկի կողմից սոցիալական ոլորտում իրականացվող մի քանի ծրագրեր և արտահանման վարկավորման մեխանիզմով իրականացված 3 մշակութային ծրագրեր): Ենթակառուցվածքները բնութագրվում են որպես տարածաշրջանը, երկիրը կամ քաղաքը սպասարկող հիմնարար միջոցներ և համակարգեր, որոնք անհրաժեշտ են տնտեսության լիարժեք և արդյունավետ ֆունկցիոնալության ապահովման համար: Ենթակառուցվածքների ետգնումը բավականաչափ նշանակալից է, սակայն միայն 1993թ. հայտնի տնտեսագետներ Իսթերլին և Ռեբելոն կարողացան ցույց տալ ենթակառուցվածքների արդյունավետությունը տրանսպորտի և կապի ոլորտներում:⁷² Ավելի ուշ այլ տնտեսագետների մոտեցումներն ապացուցեցին ենթակառուցվածքների արդյունավետությունը նաև այլ ոլորտներում:

Այսպիսով, *առաջին և հիմնական չափանիշը*, որը նախարարության կողմից դրվել է ներդրումային ծրագրերի իրականացման հիմքում, *տնտեսական աճի գեներացումն է ենթակառուցվածքային ծրագրերի միջոցով*: Հաջորդիվ դիտարկվում է ծրագրի *հարկային*

⁷² “[Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation](#)” William Easterly, Sergio Rebelo, 1993

եկամուտների ապահովումը, որին էլ հնարավոր է հասնել պետական ներդրումային ծրագրերի իրականացման պարագայում աշխատատեղերի ապահովման ճանապարհով, իսկ պետություն-մասնավոր գործակցության պարագայում՝ մասնավոր հատվածի կողմից համապատասխան հարկային պարտավորությունների ստանձնման արդյունքում: Երրորդ չափանիշը *համաչափ տարածաշրջանային զարգացումն* է, որի պարագայում նախապատվությունը տրվում է այն ծրագրերին, որոնք ներառում են հավասարաչափ տարածաշրջանային զարգացման ապահովման բաղադրիչներ: Եվ ի վերջո ծրագրերն ընտրելիս դիտարկվում են *այլընտրանքային ֆինանսավորման մեխանիզմները*, որոնք կարող են իրականացվել ենթավարկավորման և սուվերեն երաշխիքների միջոցով:

Ներդրումային ծրագրերի իրականացման համար նախարարությունը անհրաժեշտ է համարում դիտարկել ինչպես երկարաժամկետ զարգացման ռազմավարական փաստաթղթերը, այնպես էլ միջնաժամկետ հեռանկարում Կառավարության ծրագրից բխող հիմնական ուղղությունները, համապատասխան ոլորտային ռազմավարությունները և իրավական ակտերով ամրագրված առաջնահերթությունները: Ծրագրերի ընտրության հիմքում ընկած վերոնշյալ չափորոշիչներից բացի դիտարկվում են նաև առանձնահատուկ ծրագրային չափանիշները, ինչպիսիք են ներքին և արտաքին քաղաքական նպատակահարմարությունը, որպես շահառու՝ հասարակության հնարավորինս լայն զանգվածի ընդգրկումը, մանրամասն նախագիծ-նախահաշվարկներով ֆինանսական տեղեկատվության առկայությունը, ծախս-եկամուտ և ծախս-արդյունավետություն վերլուծությունների առկայությունը, տնտեսական գուտ ներկա արժեքի և տնտեսական հետվերադարձելիության վերլուծությունների առկայությունը և ծրագրի իրատեսականության վերլուծությունները:⁷³

Այսպիսով, այս համակարգը երաշխիքներ է ստեղծում օտարերկրյա պետությունների և միջազգային ֆինանսական ու դոնոր կազմակերպությունների կողմից տրամադրվող

⁷³ «Ներդրումային ծրագրերի ուղղությունների որոշակիացման և առաջնահերթությունների, արտաքին վարկերի և դրամաշնորհների ներպետական ընթացակարգերի ապահովման, այդ թվում՝ բանակցությունների իրականացման, ծրագրերի նախագծերի գործողությունների հաջորդականության հստակեցման, արտաքին վարկատուներից նոր փոխառությունների ներգրավման գործընթացում վարկավորման պայմանների գնահատման և ընտրության ուղեցույց», ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, 2018թ.

դրամաշնորհային միջոցների առավել նպատակային օգտագործման, ինչպես նաև վարկային և դրամաշնորհային միջոցների ստացման արդյունավետության բարձրացման համար: Թեև ուղեցույցը չի տալիս մեթոդաբանություն ծրագրերում նշված չափանիշների գնահատումը իրականացնելու համար, այնուհանդերձ կարևոր է համարում ներկայացնել մեթոդաբանություն, որը, ըստ իս, կարող է ծառայել ՀՀ-ում օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման գնահատման համար՝ և՛ պետական ծրագրերի գնահատման պարագայում, և՛ արտահանմանը ուղղված պետական այն քաղաքականության պարագայում, որը առաջարկելու էմ հաջորդիվ:

Անչափ հետաքրքիր կլինեք, եթե կարողանայինք ուսումնասիրություն իրականացնել՝ պարզելու համար, թե որ ոլորտներում է տրված որոշակի քանակի մուտքերից տնտեսությունում գեներացվում առավելագույն ավելացված արժեքը: Նախ և առաջ, ամենապարզ վերլուծությունը կարելի է կատարել տարբեր ոլորտներ հոսող օտարերկրյա դրամական հոսքերի (մուտքերի) ծավալը հարաբերելով ոլորտում ստեղծված ավելացված արժեքի, կամ ՀՆԱ-ի հետ՝ հաշվի առնելով ձեռնարկությունների ակտիվացման ժամանակային լազր: Որպես արդյունք՝ որքան փոքր է ստացվում տվյալ ոլորտում այդ հարաբերակցությունը, այնքան ավելի արդյունավետ են այդ ոլորտում օգտագործվում դրամական հոսքերը: Նմանատիպ ցուցանիշ է պարտք/արտահանում հարաբերակցությունը, որը սակայն վերաբերում է պաշարներին այլ ոչ թե հոսքերին, և չի ներկայացվում ըստ տնտեսության ճյուղերի, ինչը անհնար է դարձնում համեմատական գնահատումը: Այնուհանդերձ այս ցուցանիշը ամենաբարձրն է ՀՀ-ում՝ համեմատած հարևան պետությունների և ՌԴ-ի հետ, ինչը վկայում է այն մասին, որ ստացված պարտքը այնքան էլ չի ծառայում արտահանման խթանմանը (գծապատկերը՝ հավելված 4-ումⁱⁱⁱ):

Երկրորդ առաջարկվող վերլուծությունը վերաբերում է ձեռնարկությունների մասշտաբից էֆեկտի գնահատմանը, ասել է թե՛ արդյո՞ք ձեռնարկությունների չափսը անդրադառնում է ակտիվների եկամտաբերության վրա, և արդյո՞ք ներգրավված միջոցների օգտագործման արդյունավետությունը կարող է պայմանավորված լինել ձեռնարկության չափսերով: Սա հնարավոր է գնահատել միկրոտվյալներով՝ դիտարկելով տարբեր ձեռնարկությունների ակտիվների և եկամուտների (կամ ակտիվներ/արտահանում)

հարաբերակցությունը: Ապա համեմատելով այդ ցուցանիշը փոքր և մեծ ձեռնարկություններում՝ կարելի է պարզել մեծ ձեռնարկությունների մասշտաբից էֆեկտը, որի դեպքում դիտարկվող ցուցանիշը ենթադրաբար ավելի փոքր է լինելու, քան փոքր ընկերությունների պարագայում՝ նշանակելով, որ մեծ ձեռնարկությունները և/կամ մուտքային միջոցները ավելի արդյունավետ են օգտագործում, և/կամ իրականացնում են շատ ավելի մեծածավալ վաճառք՝ ավելի մեծ շուկաներում հասանելիություն ունենալով:

Եթե այս վարկածը ճիշտ է, սա արդեն հիմք կարող է հանդիսանալ մասշտաբից էֆեկտով արտահանմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության մշակման համար, երբ պետությունը խթանում է ձեռնարկությունների աճը և ընդլայնումը, այլ ոչ թե միկրոբիզնեսների ստեղծումը կամ ձեռնարկությունների արհեստական տրոհումը, որը, ըստ իս, այսօր առկա խնդիր է Հայաստանում, քանի որ ներկայիս հարկային համակարգը ուղղակիորեն նպաստում է դրան:

Եվ ի վերջո մասշտաբից էֆեկտի վերոնշյալ գնահատումը կարելի է իրականացնել նաև ըստ տնտեսության տարբեր ոլորտների՝ պարզելու համար, թե որ ոլորտներում է մասշտաբից դրական էֆեկտը ավելի մեծ, որը կօգնի հասկանալ՝ «մեծ ձեռնարկությունների» քաղաքականությունը որ ոլորտներում է առավելապես արդյունավետ, ինչ նիշաներում կարելի է այդ քաղաքականությունը իրականացնել, կամ ինչ ուղղությամբ կենտրոնացնել օտարերկրյա դրամական հոսքերը:

Աշխատանքում փորձել են իրականացնել վերոնշյալ առաջին մեթոդով գնահատում՝ օգտագործելով ԱՎԾ տվյալների բազայից վերցված ներդրումային զուտ հոսքերը ըստ տնտեսական գործունեության տեսակների⁷⁴ (տարեկան կտրվածքով, քանի որ եռամսյակային կտրվածքով ցուցանիշներն առկա չեն) և ԿԲ-ի իրական հատվածի վիճակագրությունից վերցված արտադրական եղանակով հաշվարկված ՀՆԱ-ի բաղադրատարրերն ըստ Տնտեսական գործունեության տեսակների Հասատանի Հանրապետության դասակարգչի 2-րդ խմբագրության⁷⁵ (տարեկան կտրվածքով, որպեսզի

⁷⁴ «Օտարերկրյա և ուղղակի ներդրումների զուտ հոսքերն ըստ երկրների 2014-2020թթ.», ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, 2022թ.

⁷⁵ «ՀՆԱ-ի արտադրությունը (ՏԳՏՀ-ի խմբ. 2 դասակարգմամբ)», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.

առաջին ցուցանիշի հետ համադրելի լինի), սակայն հնարավոր չի եղել վերլուծությունն իրականացնել, քանի որ տվյալները եղել են անհամադրելի: Մասնավորապես՝ տարբերություններ կան ինչպես երկու տվյալների բազաների տնտեսական գործունեության տեսակների կազմի միջև, այնպես էլ բազաներում ներառված ցուցանիշների՝ տարբեր տարիների համար տարբեր մեթոդաբանություններով կատարված հաշվարկներում:

Ինչ վերաբերում է մյուս վերլուծություններին, ապա այս պարագայում միկրոտվյալների բազա առհասարակ հասանելի չէ, ինչը անհնարին է դարձնում ձեռնարկություններում և ոլորտներում մասշտաբից էֆեկտի վերոնշյալ գնահատումներն իրականացնելը: Սա, ըստ իս, մեծ խոչընդոտ է օտարերկրյա դրամական հոսքերի արդյունավետությունը ՀՀ-ում գնահատելու համար, և մեծ խնդիր է տնտեսական համապատասխան քաղաքականությունը մշակողների և իրականացնողների համար՝ ոլորտային միկրո և մակրոտնտեսական գնահատումներ իրականացնելիս:

Եզրակացություն եվ առաջարկություններ

Ամփոփելով աշխատանքը՝ ներկայացնեմ այն բոլոր եզրահանգումներն ու առաջարկությունները, որոնք անմիջապես աշխատանքում չեն ներկայացրել, բայց բխում են աշխատանքի խնդրակազմից և կառուցվածքից:

Հնարավոր է արդյոք սոցիալական խնդիրները լուծել վարկային միջոցները ոչ թե սպառելով, այլ ներդնելով. համոզված եմ՝ հնարավոր է, եթե բարձրացնենք սոցիալական ուղղվածության ծախսերի բաշխման արդյունավետությունը: Այս խնդրից բխում է նաև երկրորդ խնդիրը. **արդյո՞ք դրական երևույթ է պարտքի վերաֆինանսավորումը:** Առաջին հայացքից պարտավորությունների հետաձգումը ենթադրում է հոսքերի արդյունավետ կառավարում, սակայն եթե վերցված պարտքը ավելի շատ եկամուտներ չի ստեղծում տնտեսությունում, քան դրա ծախսերն են, ապա այն անարդյունավետ է, քանի որ *պարտքից կախում* է առաջացնում:

ՀՀ-ում կա՞ն ռիսկեր փոխառու միջոցների վատնման կամ անարդյունավետ օգտագործման: Ինչպես փաստում են Համաշխարհային բանկի առանձին հայաստանյան ծրագրերի թերի կատարողականները (այս մասին անդրադարձանք առաջին գլխում), վատնումների մեծ ռիսկ կա, քանի դեռ փոխառու կազմակերպությունները ոչ բավարար վերահսկողություն են իրականացնում իրենց միջոցների նպատակային օգտագործման նկատմամբ: Սա օտարերկրյա դրամական հոսքերի օգտագործման արդյունավետության վրա շատ բացասական ազդեցություն է թողնում, քանի որ մի ծրագիրը ավարտին հասցնելու համար շարունակ կարիք է լինում նոր պարտքային միջոցներ ներգրավելու՝ նախկին վատնումների պատճառով:

Ինչի՞ կարիք կունենա աշխարհն ապագայում՝ դժվար է ասել նման տեմպերով փոփոխվող ժամանակահատվածում: Այնուհանդերձ, օրինակ՝ հաշվի առնելով սպառվող բնական ռեսուրսների հիմնախնդիրը, ապագան փոխարինողներին է. վառելիքին փոխարինում է էլեկտրականությունը, մեքենաները ներկայումս աշխատում են հոսանքով, իսկ այդ մեքենաների արտադրության մեջ օգտագործվում են գունավոր մետաղներ, որոնց պաշարներ Հայաստանն ունի: Էլեկտրոմոբիլների քանակի աճին զուգահեռ աճում է նաև

պղնձի պահանջարկը⁷⁶, հետևաբար պետք է արդյունահանում-արտահանում քաղաքականությունից անցում կատարել արդյունահանում/ներմուծում-վերամշակում-արտահանում քաղաքականությանը, ինչը առավել եկամտաբեր է տնտեսության համար և շատ ավելի երկարաժամկետ:

Երկիր մոլորակի բնակչությունը շարունակ աճում է, հետևաբար մարդկությունը մտահոգված է նաև *սննդի հիմնախնդրով*: Այն պետությունները, որոնք իրենք են ստեղծում իրենց սննդի պաշարը, ապահովագրված են շատ ու շատ խնդիրներից, իսկ երկրները, որոնք ներմուծում են սննդամթերքի մեծ մասը, ծանր կախվածություն ունեն արտաքին աշխարհից, և արտաքին որևէ ցնցում կարող է սովի մատնել այդ երկրները: Հետևապես կարևոր է ներդրումներն ուղղել գյուղատնտեսության ոլորտ, որպեսզի պետությունը կարողանա հոգալ գոնե իր սեփական կենսական կարիքները: Իսկ արդյունավետությունը այս ոլորտում, ըստ իս, կապված է կոլեկտիվ սեփականության հետ: Հարկավոր է պետության կողմից խթանվի վարելահողերի միացումը, աշխատանքի արդյունավետ բաշխումը, տեխնոլոգիական փոխանակությունը, արտադրական արդյունավետ պլանավորումը, ինչպես նաև աջակցություն ցուցաբերվի այս ոլորտում աշխատողներին՝ իրացնելու իրենց արտադրանքը և՛ տեղական շուկայում, և՛ արտասահմանում:

Արդիական համաաշխարհային խնդիր է նաև *«մասնագիտական հնացումը»*. այսօր շատ արագ են փոխվում մարդկանց մասնագիտական հմտությունների նկատմամբ պահանջները, հետևաբար կենսական կարևորություն ունեն կրթության ոլորտում ներդրումները: Եթե ուզում ենք միջոցները չվատնվեն, ապա հարկավոր է թարմացնել կրթական համակարգը, նվազեցնել կրթության տևողությունը, արդիականացնել ուսումնառության առարկաները, անընդհատ վերապատրաստել մեսնագետներին և փորձել ինտեգրել արտերկրի հայ մասնագետների հեռավար կրթական պրոցեսներում:

Թանգարան՝ բաց երկնքի տակ. ինչպե՞ս ենք մենք իրացնում մեր մշակույթը: Երբեմն Թուրքիայում հայկական մշակույթը շատ ավելի լավ է իրացվում, քան Հայաստանում: Խնդիրը խորքային է, բայց անցնելով դրամական հոսքերի օգտագործմանը, ըստ իս, ավելի

⁷⁶ [“The Electric Vehicle Market and Copper Demand”](#), IDTechEx, 2017

արդյունավետ է եթե վերականգնվում են բազմադարյան հայկական մշակութային շինությունները, քան այն, որ կառուցվում են նորերը: Մեծաքանակ հայկական վանական համալիրներ կիսափուլ ու ավեր վիճակում են գտնվում, այնինչ դրանք կարող էին վերակառուցվել և դառնալ զբոսաշրջության կենտրոններ: Հարկավոր է ներկայանալի դառնալ աշխարհին՝ մեր մշակույթով ու ազգային արժեհամակարգով. այդ ռեսուրսը ոչ բոլորն ունեն:

Արդյո՞ք շուկայի ազատականացումը դրական կարող է անդրադառնալ որևէ զարգացող երկրի համար. այն փաստը, որ ցանկացած ապրանք հասանելի է աշխարհի ցանկացած կետում և կարելի է գնել (սպառում), դա դեռ չի նշանակում որ մարդիկ կարող են աշխատանքի անցնել աշխարհի ցանկացած կետում (եկամուտներ), հետևաբար այս անհավասարակշռությունը վաղ թե ուշ խնդիրներ կարող է ստեղծել: **Իսկ արդյո՞ք կապիտալիզմը համադրելի է ազատ շուկայական տնտեսության հետ.** ըստ իս դա է հասարակության եկամտային բևեռացման, աղքատության սրման և իշխանության կենտրոնացման հիմնապատճառը:

Ինչպե՞ս կարող է արտահանում տեղի ունենալ փոքր ծավալների արտադրանքով, արդյո՞ք դա ձեռնտու է Հայաստանից ապրանք ներմուծողների համար. իհարկե ոչ, քանի որ ակնհայտ են մասշտաբից էֆեկտները: Հետևաբար կարևոր է արտահանման ուղղակիորեն խնթանման պետական քաղաքականության իրականացումը, քանի որ այդ միջոցով է միայն հնարավոր հրաժարվել օտարերկրյա պարտքից կախվածությունից: *Պարզ ձևակերպմամբ՝ դրամական հոսքերի կենտրոնացումը արդյունավետ ուղղություններում կարող է նպաստել արտահանող ձեռնարկությունների արտադրական հնարավորությունների ավելացմանը, ինչը կնպաստի արտահանման աճին, ինչը կնպաստի արտաքին պարտքից կախվածության նվազմանը:*

Կապիտալը չպետք է կուտակվի անհատների մոտ. բայց ոչ էլ պետք է ցրված լինի բոլորի մոտ: Հիմնական առաջարկս «մեծ կոլեկտիվ ձեռնարկությունների» քաղաքականությունն է, որը ենթադրում է, որ անհատ գործարարներից կարող են խմբեր ձևավորվել՝ ստեղծվելով ավելի մեծ կազմակերպություններ, որոնց կառավարումը կիրականացվի ոչ թե մեկ անձի, այլ փորձառու ձեռներեցների խմբերի խողմից և պետական

մասնակցությամբ: Այստեղ մեծ պետք է լինի պետության մասնակցությունը՝ թե որպես կառավարմանը ուղղակիորեն մասնակից և ռեսուրսների օգտագործման ուղղվածությունը որոշող սուբյեկտ, թե որպես խթանիչ օրենսդրական քաղաքականություն վարող միավոր, որով կխրախուսվի բիզնեսի աճը, արտադրությունը, նոր շուկաների նվաճումը և նոր աշխատատեղերի ստեղծումը:

Կապիտալի կուտակումը և դրա վերահսկված օգտագործումը մասշտաբից էֆեկտի շնորհիվ ձեռնտու կլինի ձեռնարկատերերին: Դիցուկ 4 բիզնեսներ իրենց արտադրական հնարավորությունների սահմաններում կարող են թողարկել տարեկան 400, 500, 900, 1200 միավոր արտադրանք: Համաշխարհային շուկայում կա ապրանքի նկատմամբ պահանջարկ, բայց կապված ներմուծման ծախսերի հետ ներմուծողները հաշվարկել են և պարզել, որ 1000 միավորից քիչ արտադրանք ներմուծելը ձեռնտու չէ, և նման դեպքերում նրանք ներմուծում կիրականացնեն պարզապես այլ երկրից: Հետևաբար, եթե մեր այս 4 ձեռներեցները գործում են առանձին-առանձին, նրանցից միայն մեկը հնարավորություն ունի արտահանում կազմակերպելու: Իսկ ի՞նչ է լինում մյուս երեքի հետ. քանի որ նրանք պահանջարկ չունեն, արտադրում են այնքան, ինչքան որ բավարար է ներքին շուկայի համար, և դժվար թե երբևէ հույսեր փայփայեն արտահանման մասին: Արդյունքում ստեղծվում է ավելի քիչ արտադրանք, քան յուրաքանչյուրի ներուժն էր, և համապատասխանաբար ավելի քիչ դրամական հոսքեր են մտնում երկիր, քանի որ արտահանում չի իրականացվել:

Իսկ եթե այս 4 ձեռնարկությունները միավորվեն՝ **1.** ռեսուրսները միավորելով նրանց արտադրական կարողությունը միանշանակ ավելի բարձր կլինի քան նրանց առանձին-առանձին արտադրական կարողությունների գումարը. այսինքն՝ ավելի քան 3000: **2.** Համատեղ ձեռնարկությունը ոչ թե կարտադրի ներքին շուկայի պահանջարկով, այլ արտադրական հնարավորությունների առավելագույնով, քանի որ ներմուծողները պատրաստ են գնել: **3.** Ռեսուրսային և տեխնոլոգիական փոխանակության միջոցով կավելանա աշխատանքի արտադրողականությունը, ինչի շնորհիվ ապրանքի ինքնարժեքը կկրճատվի, որի շնորհիվ ապրանքի նկատմամբ միջազգային և նույնիստ տեղական պահանջարկը կավելանա, և հետևաբար արտադրությունը կդառնա ավելի շահութաբեր: **4.** Արտադրական ներուժի չափ թողարկման դեպքում կարիք կլինի նոր աշխատուժի

ներգրավման, հետևաբար կնվազի գործազրկությունը, ինչպես նաև կբարձրանան արդեն իսկ աշխատողների աշխատավարձերը: **5.** Թողարկման ծավալների և ապրանքաշրջանառության աճով և աշխատատեղերի ստեղծումով պայմանավորված կավելանան պետական բյուջե մտնող հարկերը՝ ավելացնելով պետական եկամուտները: **6.** Ազգային տնտեսությունը կռառնա միջազգային շուկայում առավել մրցունակ՝ տեղական արտադրանքով: **7.** Եվ ի վերջո, պետությունը ոչ թե կախված կլինի օտարերկրյա դրամական հոսքերի ծավալից ու դոնորների քմահաճույքներից, այլ կունենա սեփական «շնչառական համակարգը», այսինքն՝ կայուն, մշտական դրամական հոսքեր արտահանումից: Այսպիսով կշահի ազգային տնտեսությունը և կշահի տեղական արտադրանքը:

Ի՞նչը կդրդի անհատ ձեռներեցներին միավորվել: Համապատասխան կազմակերպարարական ձևը ստեղծելուց հետո պետությունը կարող է պայման դնել, որ եթե ձեռնարկատերերը միավորվում են և համաձայնում են վերցնելու պետության կողմից սահմանված նիշան, և պետության կողմից վերահսկողությամբ ու համատեղ արտադրական գործոններով արտադրություն կազմակերպելու, ապա պետության կողմից այդ կոլեկտիվ ձեռնարկությունը ստանում է հարկային արտոնություններ, վարկավորման արտոնյալ պայմաններ, կենտրոնացված օտարերկրյա ներդրումներ և աջակցություն արտահանման կազմակերպման հարցում: Ըստ իս՝ սա բավարար շարժառիթ կարող է լինել, որ գործարարները համաձայնության գան կոլեկտիվ սեփականության շուրջ:

Այս քաղաքականությամբ պետությունը վերահսկողություն կիրականացնի արտահանման ուղղությունների նկատմամբ, սակայն կառավարումը կիրականացվի ձեռներեցների միջոցով՝ պետության կողմից սահմանված նորմատիվներին համապատասխան: Գոյության կոիվը կհանգեցնի նրան որ տնտեսությունից դուրս կմղվեն փոքր արտադրական ձեռնարկությունները, կամ կմիավորվեն՝ ստեղծելով ավելի ուժեղ միավորումներ: Անհատներից ոչ մեկի մոտ չի կենտրոնանա իշխանությունը, սակայն պետության կողմից վերահսկվող միավորումների ազդեցության շրջանակը տնտեսությունում մեծ կլինի: Եվ որ ամենակարևորն է՝ այս ամենը կբերի ներգրավված միջոցների օգտագործման արդյունավետության բազմակի ավելացման, ինչպես հիմնավորվեց վերոնշյալ փաստարկներում:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. [“International Finance: Theory and Policy”](#), Saylor Academy, 2012
2. [«Բացատրական բառարան»](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.
3. [«Դեպի ՀՀ անձնական դրամական փոխանցումներն ըստ վճարային հաշվեկշռի»](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2021թ.
4. [«ՀՀ ՎՃԱՐԱՅԻՆ ՀԱՇՎԵԿՇԻՌ»](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2021թ.
5. [«Համախմբված ֆինանսական հաշվետվություններ և անկախ աուդիտորի եզրակացություն»](#), «Հայկական Կարմիր Խաչի Ընկերություն» ՀԿ, 2020թ.
6. [“Understanding the Cash Flow Statement”](#), CHRIS B. MURPHY, 2022թ.
7. [“Accounting for Official Capital Flows”](#), Andreas Steiner, 2016
8. [“Hot money flows”](#), Tejvan Pettinger, 2018
9. [“Definition of foreign direct investment”](#), Financial Times, 2019
10. [“How Many Startups Fail and Why?”](#), SEAN BRYANT, 2020
11. [“Investment”](#), ADAM HAYES, 2021
12. [“Loan”](#), JULIA KAGAN, 2021
13. [«ՀՀ ՕՐԵՆՔԸ ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՄԱՍԻՆ»](#), բաժին 2՝ հոդված 6 ARLIS, 2022թ.
14. [“Migration: Do benefits outweigh costs?”](#), Lilit Meshchyan, 2012
15. [«Ռեկորդային տրանսֆերտ ԱՄՆ-ից»](#), Արմինե Ավետյան, 2021թ.
16. [“10 Tips To Get Your Startup Funded By International Investors”](#), SWATI IYER, 2018
17. [“Angel Investor”](#), AKHILESH GANTI, 2020
18. [“Pros and Cons of Using an Angel Investor to Fund a Startup”](#), Murray Newlands
19. [The Crowdfunding Formula](#), 2022
20. [“Crowdfunding”](#), TIM SMITH, 2021
21. [Fundrisers for Armenia](#), GoFundMe, 2022
22. [“Prohibited Items”](#), Kickstarter, 2022
23. [“Our Rules”](#), Kickstarter, 2022

24. [Projects from Armenia](#), Kickstarter, 2022
25. «Համաշխարհային բանկ (WB)», ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, 2021թ.
26. [Projects](#), The World Bank Group, 2022
27. “[IRRIGATION SYSTEM ENHANCEMENT PROJECT](#)”, The World Bank Group, 2020
28. «ՀՀ կենտրոնական կառավարության պարտք», ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, 2022թ.
29. “[Economic Efficiency](#)”, THE INVESTOPEDIA TEAM, 2020
30. “[Efficiency](#)”, EconomicsOnline, 2020
31. “[Debt v. foreign direct investment: the impact of sovereign risk on the structure of international capital flows](#)”, Monika Schnitzer, 2002
32. “[Does foreign aid corrupt?](#)”, José Tavares, 2003
33. “[Foreign Capital Flows and the Efficiency of the HDI Dimensions](#)”, Francisco J. Arcelus, Basu Sharma, Gopalan Srinivasan, 2005
34. “[GDP Ranked by Country 2022](#)”, World Population Review, 2022
35. “[Foreign investments into China are accelerating despite global economic tensions and restrictions](#)”, Nicholas R. Lardy, 2021
36. [China Development Zone Audit Bulletin Directory](#), National Development and Reform Commission, 2018
37. “[Economic and Tecchnological Development Zones: A Hive of Multinationals](#)”, WANG JUNLING, 2021
38. “[The economic impact of special economic zones: Evidence from Chinese municipalities](#)”, Jin Wang, 2013
39. “[‘Zone Fever’, the arable land debate, and real estate speculation: China’s evolving land use regime and its geographical contradictions](#)”, Carolyn Cartier, 2001
40. “[Zone fever, project fever: Development policy, economic transition, and urban expansion in China](#)”, Yehua Dennis Wei, 2015
41. “[A performance evaluation of the energy, environmental, and economic efficiency and productivity in China: An application of global data envelopment analysis](#)”, ZhaohuaWang, ChaoFeng, 2015

42. [“Dynamic Evolution of the Operating Efficiency of Development Zones in China”](#), Shuang Gao, Jingwen Zhang, Xiaoqing Mo and Rong Wu, 2021
43. [“The efficiency of foreign borrowing: the case of Poland”](#), Jacek Prokop, Ewa Baranowska-Prokop, 2012
44. [“My life and work”](#), Henry Ford, 1922
45. [“Financial Reform and the Efficiency of Credit Allocation in Korea”](#), EDUARDO BORENSZTEIN & JONG-WHA LEE, 2005
46. [ՀՀ վճարային հաշվեկշիռ](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.
47. [ՀՀ բանկերի միջոցով ֆիզիկական անձանց անունով արտերկրից ստացված և ՀՀ-ից ֆիզիկական անձանց կողմից արտերկիր իրականացված փոխանցումներ](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.
48. [Դեպի ՀՀ դրամական փոխանցումներն ըստ վճարային հաշվեկշռի](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.
49. [«2019-ին Հայաստանից ռեկորդային ծավալի գումարներ են փոխանցվել արտասահման»](#), Սեդա Հերզնյան, 2020թ.
50. [«Հայաստանից Շվեյցարիա փողերի արտահոսքը 2018 թվականից կտրուկ աճել է»](#), Սեդա Հերզնյան, 2022թ.
51. [ՀՀ վճարային հաշվեկշիռը 2021 թվականի հունիս-հուլիսին](#), ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.
52. [«Հայաստանը 750 մլն դոլարի եկրորդնդեր է թողարկել. ԿԲ նախագահը հաստատեց»](#), ԱՐՄԵՆՊՐԵՍ, 2021թ.
53. [«ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՍՈՑԻԱԼ-ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՎԻՃԱԿԸ 2021թ. ՀՈՒՆՎԱՐ-ՀՈԿՏԵՄԲԵՐԻՆ»](#), ՀՀ ՎԿ, 2021թ.
54. [“Copper Price Forecast: 2021, 2022, and Long Term to 2035”](#), Knoema, 2022
55. [«Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2021թ. հունվար-օգոստոսին»](#), ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, 2022թ.
56. [«Հայաստանում 2019թ. օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների 65%-ը կատարվել է Ռուսաստանից»](#), Սեդա Հերզնյան, 2020թ.

57. «[Ռուսաստանից Հայաստան տրանսֆերտները կարող են նվազել 40%-ով. ֆինանսների նախարար](#)», Սեդա Հերգնյան, 2022թ.
58. «[Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացումն ուղղված է գնաճային սպասումների զսպմանը. ԿԲ](#)», «VERELQ» տեղեկատվական-վերլուծական կենտրոն, 2022թ.
59. «[Ռուսական կապիտալի ներհոսքի գնահատում՝ թվերով](#)», Թամարա Ղազարյան, 2022թ.
60. «[Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation](#)» William Easterly, Sergio Rebelo, 1993
61. «Ներդրումային ծրագրերի ուղղությունների որոշակիացման և առաջնահերթությունների, արտաքին վարկերի և դրամաշնորհների ներպետական ընթացակարգերի ապահովման, այդ թվում՝ բանակցությունների իրականացման, ծրագրերի նախագծերի գործողությունների հաջորդականության հստակեցման, արտաքին վարկատուներից նոր փոխառությունների ներգրավման գործընթացքում վարկավորման պայմանների գնահատման և ընտրության ուղեցույց», ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, 2018թ.
62. «[Օտարերկրյա և ուղղակի ներդրումների գուտ հոսքերն ըստ երկրների 2014-2020թթ.](#)», ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, 2022թ.
63. «[ՀՆԱ-ի արտադրությունը \(SՀՏՀԴ խմբ. 2 դասակարգմամբ\)](#)», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2022թ.
64. «[The Electric Vehicle Market and Copper Demand](#)», IDTechEx, 2017

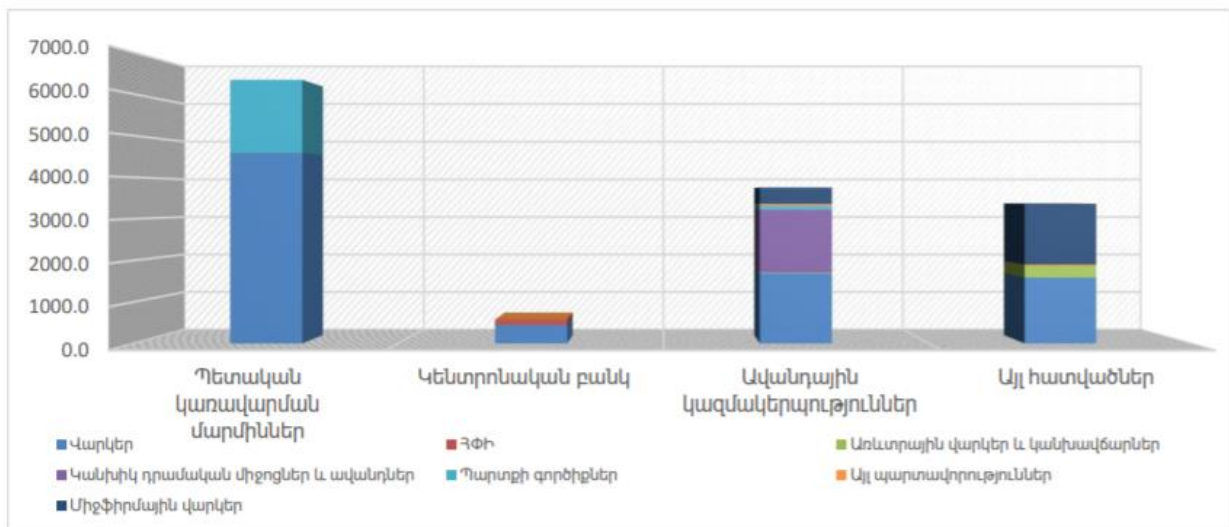
ⁱ Հավելված 1. Արդյունավետության համակցություններ – Մոդել 4՝ ըստ հեղինակների հաշվարկների

<i>Country</i>	HDI Dimension											
	LI				EI				WI			
	<i>EFF</i>	<i>SC</i>	<i>CON</i>	<i>PTE</i>	<i>EFF</i>	<i>SC</i>	<i>CON</i>	<i>PTE</i>	<i>EFF</i>	<i>SC</i>	<i>CON</i>	<i>PTE</i>
<i>Norway</i>	0.96	0.96	1	1	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1
<i>Sweden</i>	0.98	0.98	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Canada</i>	0.98	0.98	1	1	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1
<i>Belgium</i>	0.96	0.96	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Australia</i>	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>United States</i>	0.94	0.94	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Iceland</i>	0.97	0.97	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Netherlands</i>	0.96	0.96	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Japan</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Finland</i>	0.97	0.97	1	1	1	1	1	1	0.98	0.98	1	1
<i>Switzerland</i>	0.97	0.97	1	1	0.95	0.95	1	1	1	1	1	1
<i>France</i>	0.97	0.97	1	1	0.98	0.98	1	1	1	1	1	1
<i>United Kingdom</i>	0.98	0.98	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Denmark</i>	0.91	0.91	1	1	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1
<i>Austria</i>	0.96	0.96	1	1	0.97	0.97	1	1	1	1	1	1
<i>Germany</i>	0.95	0.95	1	1	0.98	0.98	1	1	1	1	1	1

<i>Ireland</i>	0.95	0.95	1	1	0.97	0.97	1	1	1	1	1	1
<i>New Zealand</i>	0.98	0.98	1	1	1	1	1	1	0.95	0.95	1	1
<i>Italy</i>	0.98	0.98	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Spain</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Israel</i>	0.97	1	0.97	1	0.96	0.98	0.99	0.99	0.98	1	0.98	1
<i>Greece</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Singapore</i>	1	1	1	1	0.95	0.95	1	1	1	1	1	1
<i>Korea, Rep. of</i>	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Portugal</i>	0.96	0.96	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Slovenia</i>	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Argentina</i>	0.94	0.94	1	1	0.97	0.97	1	1	1	1	1	1
<i>Hungary</i>	0.95	0.97	1	0.98	0.96	0.97	1	0.98	0.99	0.99	1	1
<i>Poland</i>	0.99	0.99	1	1	0.95	0.99	0.96	1	0.96	0.96	1	1
<i>Chile</i>	1	1	1	1	0.94	0.95	0.99	1	0.99	0.99	1	1
<i>Uruguay</i>	0.97	0.98	0.99	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Costa Rica</i>	1	1	1	1	0.90	0.90	0.99	1	1	1	1	1
<i>Lithuania</i>	1	1	1	1	0.95	0.96	0.99	1	1	1	1	1
<i>Trinidad and Tobago</i>	1	1	1	1	0.88	0.88	1	1	1	1	1	1
<i>Latvia</i>	1	1	1	1	0.94	0.98	1	0.96	0.92	1	0.92	1
<i>Mexico</i>	0.97	0.97	1	1	0.90	0.90	1	1	1	1	1	1
<i>Belarus</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Panama</i>	0.96	0.97	1	0.99	0.90	0.91	0.98	1	0.91	0.92	0.99	1
<i>Malaysia</i>	1	1	1	1	0.90	0.90	1	1	0.99	1	1	1
<i>Bulgaria</i>	0.97	1	0.98	1	0.95	0.95	1	1	0.87	1	0.87	1
<i>Romania</i>	0.94	0.97	0.99	0.98	0.93	0.96	1	0.97	1	1	1	1
<i>Colombia</i>	0.93	0.94	1	1	0.91	0.93	0.99	0.99	1	1	1	1
<i>Venezuela</i>	0.99	0.99	1	1	0.88	0.89	0.99	1	1	1	1	1
<i>Thailand</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Brazil</i>	0.87	0.87	1	1	0.89	0.90	0.99	1	0.92	0.93	0.99	1
<i>Lebanon</i>	0.91	0.98	0.93	1	0.99	0.99	1	1	0.96	1	0.96	1
<i>Philippines</i>	0.96	0.98	0.99	0.99	0.98	0.98	0.99	1	0.97	0.98	1	1
<i>Ukraine</i>	0.99	0.99	1	1	0.95	0.99	0.99	0.97	1	1	1	1
<i>Peru</i>	0.90	0.92	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Turkey</i>	0.96	0.96	1	1	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1
<i>Jamaica</i>	1	1	1	1	0.84	0.85	0.99	1	0.89	0.89	1	1
<i>Sri Lanka</i>	1	1	1	1	0.93	0.93	1	1	1	1	1	1
<i>Paraguay</i>	0.96	0.99	1	0.97	0.90	0.92	0.98	1	1	1	1	1
<i>Ecuador</i>	0.94	0.97	0.97	1	0.94	0.98	0.97	0.99	1	1	1	1
<i>Dominican Republic</i>	0.88	0.90	0.98	1	0.95	0.95	1	1	1	1	1	1

<i>Uzbekistan</i>	0.96	0.98	0.98	1	0.96	1	0.96	1	1	1	1	1
<i>China</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Tunisia</i>	0.90	0.95	0.99	0.95	0.97	0.97	1	1	0.95	0.99	0.96	1
<i>Jordan</i>	0.93	0.99	0.94	1	0.90	0.90	1	1	1	1	1	1
<i>El Salvador</i>	0.93	0.94	1	0.99	0.88	0.88	1	1	1	1	1	1
<i>South Africa</i>	0.58	0.58	1	1	0.99	0.99	1	1	1	1	1	1
<i>Syrian Arab Republic</i>	0.96	1	0.96	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Viet Nam</i>	0.98	0.99	1	1	0.94	0.98	0.96	1	0.93	0.98	0.95	1
<i>Indonesia</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Tajikistan</i>	1	1	1	1	0.95	0.97	0.98	1	0.71	0.78	0.91	1
<i>Bolivia</i>	0.75	0.80	0.94	1	0.92	0.98	0.95	1	0.90	0.99	0.91	1
<i>Honduras</i>	0.85	0.87	0.99	0.99	0.79	0.79	1	1	0.95	0.96	0.99	1
<i>Nicaragua</i>	0.90	0.92	0.97	1	0.70	0.71	0.98	1	1	1	1	1
<i>Guatemala</i>	0.85	0.85	1	0.99	0.84	0.87	0.96	1	1	1	1	1
<i>Zimbabwe</i>	0.44	0.45	0.98	1	0.91	0.95	0.97	1	0.95	0.97	0.97	1
<i>Ghana</i>	0.94	0.94	1	1	0.80	0.81	0.99	1	0.94	0.96	0.97	1
<i>Kenya</i>	0.65	0.67	0.97	1	0.85	0.85	1	1	0.95	0.95	1	1
<i>Congo</i>	0.60	0.60	1	1	0.92	0.92	1	1	1	1	1	1
<i>Pakistan</i>	0.80	0.82	0.97	1	0.80	0.80	1	1	0.99	0.99	1	1
<i>Nepal</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Bangladesh</i>	0.83	0.83	1	1	0.69	0.69	1	1	1	1	1	1
<i>Nigeria</i>	0.66	0.66	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Zambia</i>	0.45	0.48	0.94	1	0.85	0.89	0.95	1	0.80	0.82	0.98	1
<i>Senegal</i>	0.82	0.82	1	1	0.59	0.61	0.97	1	0.94	0.99	0.96	1
<i>Benin</i>	0.87	0.87	1	1	0.77	0.78	0.98	1	1	1	1	1

ⁱⁱ Հավելված 2. Համախառն արտաքին պարտքի կառուցվածքն ըստ գործիքների և վարկառուների 2021թ. հունիսի վերջի դրությամբ (մլն ԱՄՆ դոլար)՝ ըստ ԿԲ հրապարակումների



Հավելված 3. ՀՀ Համախառն արտաքին պարտքի կառուցվածքն ըստ հատվածների ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ (մլն ԱՄՆ դոլար)՝ ըստ ԿԲ հրապարակումների



iii Հավելված 4. Պարտք/արտահանում գործակիցը (%) տարածաշրջանում 2019-2020 թթ.՝ ըստ Համաշխարհային բանկի ցուցանիշների

