

## ՆԵՐՂՈՒՄՆԵՐ

հարցաշար 2022-2023 ուս. տ.

1. Սպառման և խնայողության բովանդակությունը:
2. Սպառման և խնայողության Քեյնսյան մոտեցումը:
3. Սպառման և խնայողության միջին ու սահմանային հակումները:
4. Խնայողության պարադոքսի էությունը:
5. Խնայողություն և ներդրում:
6. Խնայողության և ներդրման կախվածությունը տոկոսադրույքից և եկամտից:
7. Մուլտիպլիկատորի և աքսելերատորի տնտեսագիտական բովանդակությունը:
8. Ներդրումների էությունը, գործառույթները և տեսակները:
9. Ներդրումների դասակարգման չափանիշներն ու սկզբունքները. ըստ գործունեության օբյեկտների, կազմակերպական ձևերի, ներդրումային գործունեության օբյեկտների և ժամկետների:
10. Ներդրումների դասակարգման չափանիշներն ու սկզբունքները. ըստ ֆինանսական ռեսուրսների նկատմամբ սեփականության ձևերի, ներդրման մասնակցության բնույթի, ներդրումային գործունեության ուղղվածության:
11. Ներդրումների դասակարգման չափանիշներն ու սկզբունքները. ըստ տարածաշրջանների, ռիսկի մակարդակի, գործունեության տեսակի, տնտեսվարող սուբյեկտի միջոցների, ռեզիդենտության:
12. Ներդրումային գործընթացների վրա փոխազդող գործոնները:
13. Ներդրումային գրավչությունը և եկամտաբերության հաշվարկումը:
14. Ներդրումների տեսակները տնտեսության իրական ու ֆինանսական հատվածներում:
15. Ֆինանսական ինստիտուտներ:
16. Ներդրումային ֆոնդերը որպես ֆինանսական համակարգի օղակ:
17. Ֆինանսական գործիքները և դրանց դասակարգումը: Ֆինանսական ակտիվներ և պարտավորություններ:
18. Առաջնային ֆինանսական գործիքներ:
19. Ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ:
20. Ներդրումների արդյունավետության ֆինանսամաթեմատիկական հիմքերը:
21. Ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները. NDI – զուտ զեղչված եկամուտ կամ ինտերգրալային արդյունք և NPV – զուտ բերված արժեք:
22. Ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները. PI – եկամտաբերության ինդեքս և IRR – եկամտաբերության ներքին նորմա:
23. Ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները. PP – հետզնման ժամկետ և DPP – ներդրումների դիսկոնտավորված հետզնման ժամկետ:
24. Ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները. DPP – ներդրումների դիսկոնտավորված հետզնման ժամկետ, ARR – ներդրումների արդյունավետության գործակից և ռիսկի հաշվառման մեթոդ:

25. Միջազգային ներդրումներ: Միջազգային ներդրումային դիրք:
26. Ներդրումային քաղաքականության միջազգային փորձը:
27. Ներքին և օտարերկրյա ներդրումներ, դրանց փոխազդեցությունը:
28. Ներդրումային նախագծեր:
29. Ներդրումային նախագծերի դասակարգումը:
30. Բիզնես պլան:
31. Ներդրումային նախագծերի գնահատումը:
32. Ներդրումային ռիսկերի էությունը, տեսակները և գնահատումը:
33. Ներդրումային ռիսկերի դասակարգումը:
34. Ներդրումային ռիսկերի կառավարումը:
35. Ներդրումների դրական և բացասական ազդեցությունը:
36. Հարկային օրենսդրության և ներդրումային քաղաքականության փոխազդեցությունը:
37. Ստվերային գործունեության ազդեցությունը տնտեսության վրա:
38. Ներդրումային շուկայի հավասարակշռությունը:
39. Ներդրումային շուկան բնութագրող ցուցանիշները:
40. Ներդրումային դաշտի պետական կարգավորում:
41. Ներքին ներդրումների իրականացման հնարավորությունները ՀՀ-ում:
42. ՕՈԻՆ-ների ներգրավման հնարավոր ուղիները և ՀՀ ներդրումային քաղաքականությունը:

Գ. Լ. Խանումյան  
01.09.2022թ.

## Инвестиции

1. Сущность потребления и сбережения.
2. Потребление и сбережение. Кейнсианская модель.
3. Средняя и предельная склонность к потреблению и сбережению.
4. Парадокс бережливости.
5. Сбережение и инвестиции.
6. Зависимость сбережение и инвестиции от уровня дохода и процента.
7. Мультипликатор и акселератор.
8. Сущность, функции и виды инвестиции.
9. Критерии и принципы классификации инвестиции: по виду и объекту деятельности, инвестиционных объектов и по времени.
10. Критерии и принципы классификации инвестиции: по виду участия, по виду собственности инвестиционных средств и по направлениям инвестиционной деятельности.
11. Критерии и принципы классификации инвестиции: по региональному признаку, по степени риска, по виду деятельности.
12. Факторы, которые взаимодействуют с инвестиционными процессами.
13. Привлекательность и расчет рентабельности.
14. Типы инвестиции: реальный и финансовый сектор.
15. Финансовые институты.
16. Инвестиционные фонды.
17. Виды финансовых инструментов.
18. Первичные финансовые инструменты.
19. Вторичные финансовые инструменты.
20. Финансоматематические оценки эффективности инвестиции.
21. Методы оценки эффективности инвестиций.  $NDI$  и  $NPV$ .
22. Методы оценки эффективности инвестиций.  $PI$  и  $IRR$ .
23. Методы оценки эффективности инвестиций.  $PP$  и  $DPP$ .
24. Методы оценки эффективности инвестиций.  $DPP$  и  $ARR$ , метод учета рисков.
25. Международные инвестиции: международное инвестиционное положение.
26. Международный опыт инвестиционной политики.
27. Внутренние и иностранные инвестиции.

28. Понятие инвестиционных проектов.
29. Классификация инвестиционных проектов.
30. Бизнес планы.
31. Оценка инвестиционных проектов.
32. Инвестиционный риск, разновидности и оценка риска.
33. Классификация инвестиционных рисков.
34. Управление инвестиционными рисками.
35. Положительное и отрицательное влияние инвестиций.
36. Взаимодействие налогового законодательства и инвестиционной политики.
37. Теневая экономика и взаимодействие инвестиционной политики.
38. Ровновесие инвестиционных рынков.
39. Характерные показатели инвестиционных рынков.
40. Государственное урегулирование инвестиционной среды.
41. Возможности для внутренних инвестиции в РА.
42. Возможности для привлечения Прямых Иностраных Инвестиций /ПИИ/ и инвестиционная политика РА.

Г. Л. Ханумян

***Թեմա 1. Սպառումը և Ներդրումները տնտեսական հարաբերությունների  
համակարգում***

1. Սպառման և խնայողության բովանդակությունը: Սպառման և խնայողության Քեյնսյան մոտեցումը
2. Սպառման և խնայողության միջին ու սահմանային հակումները: օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ գործոնները
3. Խնայողություն և ներդրում: Խնայողության և ներդրման կախվածությունը տոկոսադրույքից և եկամտի մակարդակից
4. Մուլտիպլիկատորի և աքսելերատորի տնտեսագիտական բովանդակությունը

սովորել Աղաջանյանի կամ Կիրակոսյանի գրքից

## ***Թեմա 2. Ներդրումների էությունը և տեսակները***

1. Ներդրումների էությունը, տեսակները, դասակարգման չափանիշներն ու սկզբունքները---6
2. Ներդրումների տեսակները տնտեսության իրական ու ֆինանսական հատվածներում---12
3. Ֆինանսական ինստիտուտներ և ֆինանսական գործիքներ-----13
4. Ներդրումների արդյունավետության ֆինանսամաթեմատիկական հիմքերը -----18
5. Ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները-----22

### ***Հարց 1. Ներդրումների էությունը, տեսակները, դասակարգման չափանիշներն ու սկզբունքները***

Ներդրումային նպատակաուղղված ռազմավարության մշակումն ու արդյունավետ իրականացումը, ներդրումային և գործարար բարենպաստ միջավայրի ձևավորումն ու ապահովումը այսօր կարելի է համարել տնտեսական քաղաքականության կարևոր ուղղություններից մեկը: Ցանկացած ձեռնարկության տնտեսական, սոցիալական ու գիտատեխնիկական զարգացում էապես պայմանավորված է ներդրումային գործունեությունից: Այն ապահովում է տնտեսավարող սուբյեկտների ֆինանսական կայունությունը, շահութաբերության մակարդակի բարձրացումը, արտադրվող արտադրանքի մրցունակության ապահովումը: Ներդրումային գործընթացը հանդիսանում է տնտեսավարող սուբյեկտի համախառն կապիտալ ներդրումները, որոնք ապագայում նպաստում են արտադրողական ուժերի աճին, ընդ որում այդ կապիտալ ներդրումները կարող են իրականացվել ինչպես նյութական, այնպես էլ ոչ նյութական ոլորտներում (գովազդ, արտոնագրերի ձեռքբերում, կրթություն և այլն): Ներդրումները հանդես են գալիս տարբեր ձևերով՝ ներդրումներ անշարժ գույքում, արժեթղթերում, պարտատոմսերում, օպցիոններում, մեծ և փոքր ռիսկով, երկարաժամկետ և կարճաժամկետ, ուղղակի և անուղղակի և այլն: Այս ամենը պատճառ է հանդիսանում բազմապիսի ռիսկերի առաջացման: Յուրաքանչյուր ձեռնարկատեր իր գործունեությունը սկսելու հենց առաջին պահից բախվում է նյութական, հումքային, ֆինանսական, կադրային և այլ ռեսուրսների տեղաբաշխման ու օտագործման վերաբերյալ որոշումների ընդունման ռիսկի: Բիզնեսում ռեսուրսների խելամիտ բաշխման հիմնական խնդիրը կապված է պահանջմունքներն անսահմանափակության և հնարավորությունների ու ռեսուրսների սահմանափակության հետ: Կապիտալի ներդրման ցանկացած որոշում ուղեկցվում է անորոշությամբ: Նման պայմաններում առանձնահատուկ կարևորություն է ձեռքբերում ներդրումային գրավչության կանոնավոր հետազոտությունների իրականացումը: Ներդրումային գրավչության քանակական արտահայտությունն են տնտեսության մեջ ներգրված միջոցների կորստի հավանականությունն արտահայտող ներդրումային ռիսկերը, որոնք առաջանում են սոցիալական, քաղաքական և տնտեսական բազմաթիվ պատճառներով: Միայն ռիսկերի ընդհանուր գնահատման արդյունքում է հնարավոր դառնում գնահատել ներդրումային նախագծի արդյունավետությունը

Տնտեսագիտական գրականության մեջ բազմաթիվ են ներդրումների սահմանումները և մոտեցումները: Դրանցից է Նոբելյան մրցանակի դափնեկիր ՈՒ. Շարփի սահմանումը,

համաձայն որի ներդրումներ կատարել նշանակում է այսօր հրաժարվել փողից, ապագայում ավելի մեծ գումար ստանալու համար: Նա գտնում էր, որ ներդրումների վրա էապես ազդում է երկու գործոն՝ ժամանակը և ռիսկը: Նա ներդրումները դասակարգում էր երկու խմբում՝

1. Իրական – ցանկացած նյութական, իրային ակտիվում կատարված ներդրումը՝ շենքեր, շինություններ, սարքավորումներ և այլն:

2. Ֆինանսական – ներդրումներ արժեթղթերում, բաժնետոմսերում և այլն:

Ամերիկացի տնտեսագետ Լ. Գիտմանը սահմանում է՝ «Ներդրում է համարվում փողի տեղաբաշխման գործընթաց հատուկ ընտրված ֆինանսական գործիքներում՝ դրանց արժեքի ավելացման կամ եկամուտ ստանալու նպատակով»: Ներդրումը մեկնաբանվում է անձնական, մասնավոր շահի տեսանկյունից: Մյուս կողմից ներդրումները նպաստում են երկրում տնտեսական կայունության և զարգացում ապահովելուն: Ներդրումների ծավալները ուղիղ համեմատական են ֆինանսական ինստիտուտների զարգացման աստիճանին:

Ամերիկացի տնտեսագետներ Գոթթին ու Ստրոուպը գտնում են, որ ներդրում է կոչվում կապիտալ ռեսուրսների ձեռքբերումը, կառուցումը և զարգացումը: Հետևաբար՝ ներդրումն ընդլայնում է կապիտալ ռեսուրսների ծավալը: Նրանք կարևորում են ներդրումների ու խնայողությունների կապը:

Ներդրումներն իրականացնում են մի շարք գործառույթներ:

*Մակրոմակարդակում ներդրումները նպաստում են՝*

1. լայնամասշտաբ վերարտադրության քաղաքականության իրականացմանը,
2. գիտատեխնիկական առաջընթացի արագացման, հայրենական ապրանքների ու ծառայությունների որակի բարձրացման և արտաքին շուկաներում դրանց մրցունակությանը,
3. հասարակական արտադրության կառուցվածքի փոփոխության և բոլոր ոլորտների համամասնական զարգացմանը,
4. արդյունաբերության համար հումքային բազայի ստեղծմանը,
5. հասարակական նշանակության ոլորտների՝ կրթության, առողջապահության և այլ ոլորտների զարգացմանը,
6. գործազրկության հիմնախնդրի լուծմանը,

*Միկրոմակարդակում ներդրումները նպաստում են՝*

1. արտադրության զարգացման և ընդլայնմանը,
2. հիմնական ֆոնդերի ֆիզիկական և բարոյական մաշվածքի կանխմանը,
3. ձեռնարկության արտադրանքի որակի և մրցունակության բարձրացմանը,
4. արժեթղթերի ձեռքբերման և այլ ընկերությունների ակտիվներում միջոցների ներդրմանը,
5. ձեռնարկության գործունեության ապահովմանը և առավելագույն շահույթի ստացմանը:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ գոյություն ունեն ներդրումների տարբեր դասակարգումներ՝ ըստ հատկանիշների կամ չափանիշների: Ամբողջացնելով՝ կարող ենք ներկայացնել.

1. Ըստ գործունեության օբյեկտների՝

- Տնտեսության իրական հատվածում կատարվող ներդրումներ՝ արդյունաբերություն,

շինարարություն, արդյունաբերություն, կապ, զբոսաշրջություն և այլն,

- Տնտեսության ֆինանսական հատվածում կատարվող ներդրումներ՝ ֆոնդային բորսաների, արժեթղթերի ու դրամական շուկաների գործիքներում,
- Ոչ նյութական ներդրումներ՝ գիտատեխնիկական նորամուծություններ, ինովացիոն կամ նորարարական, մարդկային կապիտալում կատարվող ներդրումներ:

2. Ըստ կազմակերպական ձևերի՝

- անհատական ներդրումներ,
- ներդրումային նախագիծեր, ենթադրում է առաջին հերթին ներդրումային գործունեության համար որոշակի օբյեկտների առկայություն, երկրորդ որպես կանոն, ներդրումների մի ձևի իրականացում,
- պորտֆելային, ներառում է ներդրումային տարբեր ձևերի համախմբություն:

3. Ըստ ներդրումային գործունեության օբյեկտների և ժամկետների՝

- երկարաժամկետ իրական ներդրումներ - կապիտալ ներդրումներ հիմնական ֆոնդերի, նաև նյութական և ոչ նյութական ակտիվների ստեղծման, վերարտադրության, ինչպես համար,
- կարճաժամկետ ներդրումներ շրջանառու միջոցներում - ապրանքանյութական պաշարներ, արժեթղթեր,
- միջնաժամկետ,
- ֆինանսական ներդրումներ պետական և կորպորատիվ արժեթղթերում, ըստ սահմանված ժամկետայնության:

4. Ըստ ֆինանսական ռեսուրսների նկատմամբ սեփականության ձևերի՝

- մասնավոր,
- պետական,
- օտարերկրյա,
- համատեղ:

5. Ըստ ներդրման մասնակցության բնույթի՝

- ուղղակի ներդրումներ - միջոցների ներդրում կազմակերպության նյութական ակտիվներում կառավարման և երկարաժամկետ շահի նպատակով: Երբ ներդրողը գտնվում է այլ երկրում, ապա տվյալ ներդրումը համարվում է օտարերկրյա ուղղակի ներդրում՝ ՕՈՒՆ, որոնք դրսևորվում են.
  - a) բաժնետիրական կապիտալի տեսքով,
  - b) վերաներդրումային եկամտի տեսքով,
  - c) այլ կապիտալի տեսքով:
- Անուղղակի կամ պորտֆելային - այն ներդրումներն են, որոնց արդյունքում ձեռք է բերվում կազմակերպության ձայնի իրավունք տվող բաժնետոմսերի առնվազն 10%-ը: Լինում են ըստ կապիտալի բաժնեմասերի և պարտքի արժեթղթերի: Ենթադրվում է միջնորդի առկայություն, որոշակի եկամտի ստացում և ամենացածր ռիսկ աստիճան:

6. Ըստ ներդրումային գործունեության ուղղվածության՝

- սկզբնական ներդրումներ,



- ձեռնարկության ապագա գործունեության համար,
- ընթացիկ ծախսերի կրճատման համար,
- շուկայում գրաված դիրքի պահպանման համար,
- արտադրության արդյունավետության բարձրացման համար,
- արտադրության ընդլայնման համար, այսինքն՝ էքստենսիվ ներդրումներ,
- նոր արտադրություններ ստեղծելու համար, այսինքն՝ ինտենսիվ ներդրումներ:

7. Ըստ տարածաշրջանների՝

- Ներքին,
- արտաքին:

8. Ըստ ռիսկի մակարդակի՝

- ռիսկի ցածր մակարդակով,
- ռիսկի բարձր մակարդակով:

9. Ըստ գործունեության տեսակի՝

- նետտո ներդրումներ,
- էքստենսիվ ներդրումներ,
- վերաներդրումներ,
- բրուտո ներդրումներ:

10. Ըստ տնտեսվարող սուբյեկտի միջոցների՝

- սեփական միջոցների հաշվին իրականացվող ներդրումներ,
- փոխառու միջոցների հաշվին իրականացվող ներդրումներ:

11. Ըստ ռեզիդենտության՝

- ռեզիդենտների կողմից իրականացվող ներդրումներ,
- ոչ ռեզիդենտների կողմից իրականացվող ներդրումներ:

Ինչպես նշեցինք, ներդրումները ցանկացած տնտեսության համար հանդիսանում են տնտեսական զարգացման կարևորագույն գործոն: Պետությունն իր վարած տնտեսական քաղաքականության շրջանակներում դրամավարկային և հարկաբյուջետային գործիքներով խթանում է ներդրումների աճին: Գոյություն ունեն մի շարք գործոններ, որոնք փոխազդում են ներդրումային գործընթացների հետ: Դրանցից են՝

1. Մասնավոր ներդրողների մասնակցությունը.

- ներդրողների սեփական միջոցների առկայությունը,
- խնայողությունների նորման (ծավալները),
- հարկային բեռը,
- արտադրության ծավալները և դրանց արդյունավետությունը:

2. Պետության մասնակցությունը.

- պետական բյուջեից տրամադրվող միջոցներ՝ կապիտալ ներդրումների համար,
- վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը,
- եկամուտների բաշխման, բնակչության կենսամակարդակի, աղքատության, սոցիալական քաղաքականության և մի շարք այլ հիմնախնդիրների առկայությունը
- բանկերում ներդրումների ապահովագրման հնարավորությունը,

- արտաքին տնտեսական քաղաքականությունը, միջազգային շուկաներում մասնակցության աստիճանը, դիրքը,
- տնտեսական, ֆինանսական, հարկաբյուջետային, դրամավարկային քաղաքականության առանձնահատկությունները,
- ներդրումային ապրանքների գները,
- բանկերի ու ֆինանսական կազմակերպությունների առկայությունը և դրանց արդյունավետ գործունեությունը,
- կապիտալի արտահոսքը և բնակչության արտագաղթը, ուղեղների արտահոսքը,
- այլ երկրների ֆինանսական ու տնտեսական իրավիճակի ազդեցությունը՝ ճգնաժամերի կամ տնտեսական ցնցումների դեպքում,
- երկրում տիրող քաղաքական ու տնտեսական իրավիճակը՝ պատերազմներ, հեղաշրջումներ, ընտրություններ, մրցակցային ոչ բարենպաստ պայմաններ:

Ներդրումային միջավայրի ձևավորման գործում հանդես են գալիս երկու հիմնական մասնակիցներ՝ պետությունը և մասնավոր հատվածը: Դրանց գործունեությունը փոխկապված և պայմանավորված է մեկը մյուսով:

Ներքին ներդրումների բացակայության կամ ոչ արդյունավետ լինելու դեպքում պետությունը փորձում է այլ ներդրումներ ներգրավել՝ մասնավորապես օտարերկրյա աղբյուրներից: Դրանք կարող են լինել՝

- ✓ Ուղղակի, որը ենթադրում է միջոցների ներդրում ուղղակի նյութական ակտիվներում: Սրանք բնորոշ են թույլ զարգացած, զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներին:
- ✓ Անուղղակի՝ այս դեպքում ներդրումները իրականացվում են միջնորդների օգնությամբ, ֆինանսական հոսքերի միջոցով և բնորոշում են ֆինանսական շուկաների զարգացվածության աստիճանը: Սրանք առավելապես հանդիպում են զարգացած և զարգացող երկրներում:

Բոլոր պետությունների համար կարևոր է նարդրումային գրավչության ապահովումը: Միջազգային կազմակերպությունների կողմից կատարված վերլուծությունների հիման վրա կարող ենք ասել, որ հետևյալ ցուցանիշներն ուղղակի կամ անուղղակի կերպով ազդում են նարդրումային գրավչության վրա: Դրանցից են՝

- ✓ Սեփականության հարաբերությունների զարգացումը,
- ✓ Բիզնես սկսելու մեկնարկային պայմանները,
- ✓ Ներդրողների պաշտպանվածությունը,
- ✓ Շինարարության թույլտվության տրամադրումը,
- ✓ Հարկային համակարգի գործունեությունն ու հարկային բեռը,
- ✓ Վարկերի հասանելիությունը,
- ✓ Կոմունիկացիոն կապերի առկայությունը և արդյունավետությունը,
- ✓ Պայմանագրերի կիրառումը,
- ✓ Անվճարունակության հարցերի կարգավորումը,
- ✓ Մրցակցային պայմանները,
- ✓ Արտոնագրերի տրամադրման ընթացակարգը,

✓ Քաղաքական իրավիճակը և այլն:

Այսպիսով՝ ներդրում է համարվում հարկատուի կանոնադրական կապիտալի ձևավորմանը և համալրմանն ուղղված ակտիվների ներհոսքը և պարտավորությունների նվազումը, ինչպես նաև պետական գույքի սեփականաշնորհումը:

Շուկայական պայմաններում ձեռնարկատիրական ցանկացած գործունեության վերջնական նպատակը շահույթի ստացումն է: Ներդրում իրականացնելու մասին որոշում ընդունելիս ձեռնարկատերերը ելնում են երկու հիմնական գործոնից՝ զուտ շահույթի սպասվող նորմայից, որն ակնկալվում է ստանալ ներդրումների ծախսերից, և իրական տոկոսադրույքից: Ծախսերի իրականացման դրդապատճառը զուտ շահույթն է: Ներդրում իրականացնելու մասին որոշում ընդունելիս ձեռնարկատերը հաշվի է առնում հավելյալ շահույթը, որը նա կարող է ստանալ՝ ներդրելով հավելյալ միջոցներ: Եթե որոշակի հատվածում ստացված զուտ շահույթը կգերազանցի ներդրումային ծախսերը այդ նույն ժամանակահատվածում, ապա ձեռնարկատերը կներդնի միջոցները գործի մեջ:

Ներդրումների եկամտաբերությունը որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$\text{Եկամտաբերություն} = \frac{\text{Շահույթի հավելված} - \text{Ներդրումների ծավալ}}{\text{Ներդրումների ծավալ}}$$

Ընդ որում՝ ներդրումների եկամտաբերության աստիճանը կարող է տարբեր լինել՝ կախված գործունեության ձևից, ֆիրմայի ծավալից և այլ գործոններից: Որքան բարձր է եկամտաբերությունը, այնքան մեծ է կապիտալի ներդրման ցանկությունը: Իրական կյանքում ներդրումների վրա ազդող գործոնները, որոնք կարող են բերել ներդրումային պահանջարկի կորի տեղաշարժ աջ կամ ձախ, հանդիսանում են հարկերը, սարքավորումների ձեռքբերման, շահագործման և պահպանման ծախսերը, տեխնոլոգիական փոփոխությունները, հիմնական կապիտալի ներկայությունը, սպասումները: Հարկերի բարձրացումը բերում է ձեռնարկատիրական գործունեությունից եկամուտների նվազման, հետևաբար ներդրումների կրճատման: Նվազում է գործարար ակտիվությունը, ձևավորվում են ոչ բավարար մրցակցային պայմաններ: Սարքավորումների ձեռքբերման, շահագործման և պահպանման ծախսերը կարևորվում են սպասվող զուտ շահույթի նորմայի հաշվարկի ժամանակ ներդրումային ցանկացած նախագծի դեպքում: Եթե այս ծախսերը մեծանան, իսկ զուտ շահույթի նորման նվազի, ապա զուտ շահույթի նորմայով սահմանվող ներդրումների պահանջարկը կնվազի, հետևաբար ներդրումները կկրճատվեն: ԳՏԱ-ն ներդրումների հիմնական խթանիչն է: Առավել արդյունավետ սարքավորումների մշակումը նվազեցնում է արտադրական ծախսերը և բարձրացնում արտադրանքի որակը՝ դրանով իսկ մեծացնելով զուտ շահույթի նորման և ներդրումների ծավալը:

Հիմնական կապիտալում ներդրված փողերը ամբողջությամբ ծածկվում են մի քանի տարի հետո: Հետևաբար ցանկացած կապիտալ ներդրման եկամտաբերությունը կախված է դրա միջոցով արտադրվող ապրանքի ապագա սպառման գնից:

Ներդրողի գործունեության վրա մեծ ազդեցություն ունեն սպասումները, հատկապես

Եկամտաբերության, շահույթի, տնտեսական գործունեության զարգացման տեսանկյունից: Շուկայական տնտեսության պայամաններում ներդրումային գործունեությունը հենց ձեռնարկատիրական գործունեություն է և իրականացվում է ներդրումային շուկայում: Ներդրումային շուկան բաղկացած է իրական, ֆինանսական և ինովացիոն ներդրումային սուբյեկտների շուկաներից: Ինչպես ցանկացած դեպքում, այստեղ էլ բնորոշ են շուկայի տարրերը՝ առաջարկ, պահանջարկ, գին և մրցակցություն:

## ***Հարց 2. Ներդրումների տեսակները տնտեսության իրական ու ֆինանսական հատվածներում***

Ինչպես արդեն նշել ենք, ներդրումներն իրականացվում են տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածներում:

Իրական են համարվում այն ներդրումները, որոնք ուղղված են իրական կապիտալի վերականգնման, հիմնական միջոցների և դրանց հետ կապված շրջանառու կապիտալի վերարտադրության, շինարարության, շենքերի, շինությունների, մեքենա-սարքավորումների կառուցման, ձեռքբերման ու վերազինման իրականացմանը տնտեսության բոլոր ճյուղերում:

Ֆինանսական հատվածում ներդրումներ են համարվում դրամական միջոցների, բանկային գործունեության, արժեթղթերի, բաժնետոմսերի, սեփականության իրավունքի, մտավոր սեփականության և այլ ոչ նյութական արժեքներում կատարված ներդրումները:

Ըստ նշված ոլորտների առանձնահատկությունների ներդրումները տարբերակվում են՝

➤ Քանակական կամ էքստենսիվ: Սրանք այն ներդրումներն են, որոնք կատարվում են տեխնիկական մակարդակի պահպանման պայմաններում արտադրանքի ծավալի աճ ապահովելու նպատակով: Այն կարող է իրականացվել.

- լրացուցիչ արտադրական կարողությունների գործարկմամբ,
- նոր շուկաների խթանմամբ,
- լրացուցիչ մարդկային կապիտալի ներգրավմամբ:

➤ Որակական կամ ինտենսիվ: Այս դեպքում կատարված ներդրումները նպատակ ունեն ապահովել կազմակերպության տեխնիկական բարելավումն առավել արդյունավետ ու հազեցած տեխնոլոգիաներով, կառավարման ունակություններով և նորամուծություններով՝ որակական բարձր ցուցանիշներ ստանալու համար: Այն կարող է իրականացվել.

- Արտադրանքի կամ մատուցվող ծառայությունների ռեսուրսների, հումքի ու օժանդակ նյութերի որակական բարելավում:
- Շուկայում պահանջարկի ու առաջարկի վերանայում, նոր մարքեթինգային քայլերի իրականացում:
- Արմատապես նոր արտադրության կամ ծառայության ստեղծում:
- Նորամուծական և վենչուրային գործունեության իրականացում:
- Մասնագետների վերապատրաստում, որակավորման բարձրացում կամ նոր մասնագետների ներգրավում:
- Առաջատար փորձի ներդրում ու կիրառում:

Ժամանակակից տնտեսական զարգացումները և շուկայական միցակցությունը, համաշխարհային շուկաներում մասնակցություն ունենալու ձգտումը, ոչ միայն ամբողջ աշխարհում, այլև մեր հանրապետությունում, ենթադրում է առավելապես ինտենսիվ ներդրումներ: Կարևորվում է նաև մարդկային կապիտալում կատարվող ներդրումները, որոնք չնայած այն բանին, որ ունեն ամենաերկար հետզնման ժամկետները, համարվում են առաջնահերթ որակական ցուցանիշ ապահովող միջոց:

Ըստ ընդգրկման դաշտի ներդրումները տարբերում ենք լայն և նեղ առումներով:

Լայն առումով ներդրումները կարող են իրականացվել կազմակերպության լրիվ կամ մասնակի սեփականության իրավունքի ձեռքբերման, բաժնետոմսերի, արժեթղթերի, կանոնադրական կապիտալում մասնակցության, փոխատվական կապիտալի տրամադրման, բանկային ներդրումների, հողային տարածքների ձեռքբերման և այլնի միջոցով: Դրանք համարվում են ֆինանսական հատվածում կատարված ներդրումներ:

Նեղ առումով ներդրումները կարող են իրականացվել շինարարության, շենքերի, շինությունների ձեռք բերման, մեքենա-սարքավորումների և այլ հիմնական կապիտալի գնման և նյութական պաշարների ավելացման միջոցով: Դրանք համարվում են իրական հատվածում կատարված ներդրումներ:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ առանցքային տեղ է հատկացվում իրական հատվածում կատարվող ներդրումներին, քանի որ, համարվում է, որ ներդրում է միջոցների այնպիսի կիրառումը, որը նպաստում է իրական հիմնական միջոցների ստեղծմանը, նոր արժեք է ստեղծում կամ նպաստում դրան: Որևէ անշարժ կամ շարժական գույքի գնումը կամ ֆինանսական միջոցների կիրառումը չի կարող համարվել ներդրում, քանի որ այն նոր արժեք չի ստեղծում: Գրականության մեջ դա համարվում է ֆինանսական գործարքներ կամ միջոցների տեղաբաշխման փոփոխություններ: Մակրոտնտեսագիտության տեսանկյունից ցանկացած ներդրում ապահովում է տնտեսական աճ, նպաստում է տնտեսության կայունացմանը, հանդիսանում է հակաճգաժամային միջոցառումներից առավել ազդեցիկը:

### ***Հարց 3. Ֆինանսական ինստիտուտներ և ֆինանսական գործիքներ***

Ցանկացած տիպի ներդրում կատարելու ժամանակ անխուսափելի է ֆինանսական իրստիտուտների, ֆոնդերի, գործիքների մասնակցությունը: Որպեսզի ավելի պարզ և համակարգված լինի դրանցից յուրաքանչյուրի դերը, նշանակությունը, գործառույթները ֆինանսական և ներդրումային շուկաներում՝ անդրադառնանք առավել մեծ դեր և նշանակություն ունեցողներին:

#### ***ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԻՆՏԻՏՈՒՏՆԵՐ***

Բանկեր - Բանկն իրավաբանական անձ է, որն իրավունք ունի օրենքով սահմանված կարգով, տրված արտոնագրերի հիման վրա իրականացնել բանկային գործունեություն: Բանկային գործունեություն է համարվում ավանդներ ընդունելը կամ ավանդներ ընդունելու առա-ջարկությամբ հանդես գալը և, ավանդն ընդունողի անունից և ռիսկով, դրանք տեղաբաշխելը՝ վարկեր, ավանդներ, դեպոզիտներ տրամադրելու և/կամ ներդրումներ կատարելու միջոցով: Առանց ԿԲ-ի կողմից տրված արտոնագրերի բանկային գործունեություն

իրականացնելն արգելվում է: Առևտրային բանկերը շահույթի նպատակ հետապնդող առևտրային կազմակերպություններ են, որոնք գործում են համապատասխան օրենսդրության համաձայն: Որպես տնտեսական գործունեության ձև կարող են լինել բաժնետիրական, սահմանափակ պատասխանատվությամբ կամ օրենքով սահմանված որևէ այլ կազմակերպաիրավական ձևի: Անկախ կազմակերպաիրավական ձևից, բանկերը պարտավոր են ունենալ օրենքով նախատեսված կառավարման մարմիններ, ստորաբաժանումներ: Ընդունված է համարել, որ շուկայական տնտեսության պայմաններում բանկերը հանդիսանում են ֆինանսական համակարգի կարևորագույն օղակներից մեկը: Բանկերի միջոցով հավաքագրվում է բնակչության կողմից խնայված ֆինանսական միջոցները՝ ավանդի տեսքով և մտնում շրջանառության մեջ՝ վարկերի ու ներդրումային ծրագրերի միջոցով: Մի շարք պետությունների, այդ թվում ՀՀ օրենսդրությամբ, ֆինանսական և վարկային կազմակերպությունները համարվում են բանկային համակարգի տարր:

Ֆոնդեր - դրանք ֆինանսական համակարգի օղակներից են, որոնց գործունեությունը կայացած է հատկապես զարգացած երկրներում: Ֆոնդերը դասակարգվում են ըստ ներդրումային քաղաքականության կամ ըստ ֆոնդի փայերի (բաժնետոմսերի) թողարկման և հետգնման կառուցակարգի: Դրանցից են.

- Ստանդարտ ֆոնդ - մասնագիտացված ֆոնդ չհամարվող ֆոնդի տեսակ, որի ներդրումային քաղաքականությունը համապատասխանում է օրենքով սահմանված պահանջներին:
- Մասնագիտացված ֆոնդ - անշարժ գույքի, լրացուցիչ ռիսկով (հեջ ֆոնդ), արժեթղթերի, ֆոնդերի, մասնավոր, բաժնեմասային (փրայվիթ էքուիթի ֆոնդ), այդ թվում՝ վենչուրային ֆոնդեր, ինչպես նաև ֆոնդի այլ տեսակներ, որոնց ակտիվներն ամբողջությամբ կամ որոշակի նվազագույն սահմանաչափերով, բայց ոչ պակաս, քան 30%, ենթակա են ներդրման կոնկրետ տեսակի ակտիվներում:
- Պայմանագրային ֆոնդ - քաղաքացիական օրենսգրքով նախատեսված պայմանագրային ներդրումային ֆոնդի կառավարման պայմանագրերի հիման վրա ձևավորված ակտիվներ համախումբ:
- Կորպորատիվ ֆոնդ - իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող ֆոնդ, որի ակտիվները հավաքագրվում են միայն բաժնետոմսերի կամ այլ բաժնային արժեթղթերի (այսուհետ՝ բաժնետոմսեր) տեղաբաշխման միջոցով:
- Փոփոխուն կապիտալով բաժնետիրական ընկերություն - բաժնետիրական ընկերություն, որը չունի ֆիքսված կապիտալ, և որի կապիտալը ցանկացած պահի հավասար արժեք է ֆոնդի զուտ ակտիվների արժեքին:
- Հաստատուն կապիտալով բաժնետիրական ընկերություն:
- Բաց ֆոնդ - ֆոնդիտեսակ, որը պարտավոր է իր յուրաքանչյուր մասնակցի պահանջով ցանկացած աշխատանքային օր օրենքով սահմանված կարգով հետգնել տվյալ մասնակցին պատկանող ֆոնդի թողարկած արժեթղթերը:
- Միջակայքային ֆոնդ - ֆոնդի տեսակ, որը չի իրականացնում իր թողարկած արժեթղթերի շարունակական հիմքով հետգնում, բայց որը պարտավոր է իր կանոններով (կանոնադրությամբ) սահմանված միջակայքային ժամկետներում իր յուրաքանչյուր

մասնակցի պահանջի առկայության դեպքում օրենքով սահմանված կարգով հետզնել տվյալ մասնակցին պատկանող՝ ֆոնդի թողարկած արժեթղթերը:

- Փակ ֆոնդ - ֆոնդի տեսակ, որը պարտավորություն չունի իր մասնակցի պահանջով հետ գնելու նրան պատկանող՝ ֆոնդի թողարկած արժեթղթերը, բացառությամբ օրենքով նախատեսված դեպքերի:
- Ենթաֆոնդ - միևնույն ֆոնդի կազմում առանձնացված ակտիվների համախումբ, որն ունի գործունեության միասնական կանոններ և ֆոնդի ակտիվների այլ համախմբերից տարբերվում է իր ներդրումայի և քաղաքականությամբ, եկամուտների բաշխման քաղաքականությամբ, ֆոնդի փայերի տեղաբաշխման և/կամ հետզնման վճարներով, իր ակտիվների արժույթով, կառավարչի պարզևավճարով կամ դրանց համակցությամբ:
- Վենչուրային հիմնադրամներ - իրավաբանական և/կամ ֆիզիկական անձանց կողմից հիմնադրված կազմակերպություն, որի նպատակն է արտադրության մեջ նոր արտադրատեսակների, բարձր տեխնոլոգիաների ստեղծման, յուրացման, փոխանցման ֆինանսավորումը:

### *ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐ*

Սկզբնական շրջանում ֆինանսական շուկայի գործիքները դասակարգվում էին այս կերպ՝

1. Դրամական միջոցներ - տարադրամ, հաշիվների վրա և դրամարկղում միջոցներ:
2. Վարկային գործիքներ - վարկեր, փոխառություններ:
3. Կանոնադրական կապիտալում մասնակցության ձևեր - բաժնետոմսեր և փայեր:

Ֆինանսական շուկայի հետագա զարգացմանը զուգընթաց առաջ եկան նոր ֆինանսական գործարքներ, որոնք պահանջում էին այլ գործիքներ: Դրանք այնքան բազմազան էին, որ տնտեսագիտության մեջ նոր ուղղություն առաջացավ՝ ֆինանսական ինժինեթինգ: Այն բնութագրում է բոլոր տեսակի գործիքները և դրանց հետ իրականացվող գործարքները:

Ֆինանսական գործիք ասելով հասկանում են ցանկացած պայմանագիր, որի դեպքում միաժամանակ ֆինանսական ակտիվ է առաջանում որևէ կազմակերպության մոտ և ֆինանսական պարտավորություն երկրորդ կողմի մոտ: Ֆինանսական գործիքների բնորոշում տրվում է այն դեպքում, եթե խոսքը գնում է այն պայմանագրերի մասին, որոնց իրականացման արդյունքում փոփոխություն է տեղի ունենում ֆինանսական ակտիվներում և ֆինանսական պարտավորություններում:

#### *Ֆինանսական ակտիվներին են դասվում՝*

- Դրամական միջոցները, որոնք դրամարկղում են կամ հաշիվների վրա՝ անկախ տարադրամի ձևից:
- Դրամական միջոցների պահանջը հավաստող պայմանագրային իրավունքը, որը թույլ է տալիս մի կազմակերպությանը պահանջել այդ գումարը. Օր.՝ դեբիտորական պարտքը:
- Ֆինանսական գործիքների փոխանակման պայմանագրային իրավունքը. Օր.՝ բաժնետոմսերի օպցիոնը, որը ամրագրված է:
- Այլ կազմակերպության պարտքային գործիքը. Օր.՝ բաժնետոմսը, փայը:

#### *Ֆինանսական պարտավորությունների (պասիվների) թվին են դասվում՝*

- Այլ կազմակերպությանը դրամական միջոցներ կամ այլ ֆինանսական ակտիվներ տալը՝ կրեդիտ:
- Ֆինանսական գործիքների ոչ շահավետ փոխանակում. Օր.՝ բաժնետոմսի օպցիոն, որը բերված է մյուս կազմակերպությունում:

Մասնաբաժնային գործիք ասելով հասկանում ենք տվյալ ընկերության կապիտալում որևէ մասնաբաժին ունենալը: Կարևոր դեր ունեն նաև երկարաժամկետ ֆինանսական գործիքները՝ վարկերը, փոխառությունները, որոնք ունեն առարկայաֆինանսական հետևանքներ կրեդիտորների կամ դեբիտորների համար:

Ընդհանուր առմամբ ֆինանսական բոլոր գործիքները բաժանվում են երկու տիպի՝ առաջնային ֆինանսական գործիքներ և ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ:

*Առաջնային ֆինանսական գործիքներն են՝*

1. Փոխառության պայմանագրերը - երկկողմանի պայմանագիր է, որով սահմանվում է փոխառուի (պարտապանի) հիմնական պարտավորությունը, այն է փոխատուին (պարտատիրոջը) փոխառությամբ ստացված գումարը վերադարձնելը փոխառության պայմանագրով նախատեսված ժամկետում և կարգով: Միայն տվյալ փաստի առկայության դեպքում փոխառությամբ ստանձված պարտավորությունը համարվում է պատշաճ կատարված, իսկ պարտավորությունը դադարած: Փոխառության պայմանագիր կարող է կնքվել նաև փոխառությունների արժեթղթերի թողարկման և վաճառքի միջոցով, ընդ որում այն կարող է բերել նաև տոկոսներ:
2. Վարկային պայմանագրի - փոխառության պայմանագրի հատուկ ձև, որի մի կողմը հանդիսանում է բանկը կամ վարկային կազմակերպությունը: Պայմանագիրը միշտ կազմվում է գրավոր, հակառակ դեպքում այն առ ոչինչ է: Պայմանագրի առարկա կարող է հանդիսանալ միայն դրամը (տարադրամը), պարտադիր տարր են հանդիսանում տոկոսների առկայությունը:
3. Բանկային ավանդի պայմանագիր - կնքված գրավոր համաձայնություն է բանկի և ավանդատուի միջև, որով բանկը, ընդունելով ավանդատուից կամ ի օգուտ ավանդատուի մեկ այլ անձից ստացված ավանդը, պարտավորվում է ավանդատուին վերադարձնել ինչպես ավանդի գումարը, այնպես էլ պայմանագրով սահմանված կարգով և պայմաններով տոկոսներ վճարել դրա դիմաց: Բանկային ավանդի պայմանագիրը կնքվում է գրավոր:
4. Բանկային հաշվի պայմանագիր - ըստ էության նույնն է, ինչ բանկային ավանդի պայմանագիրը, մի տարբերությամբ, որ ֆիզիկական կամ իրավաբանական ավանդատուի հանձնարարականով բանկն իրականացնում է գործարքներ ներդրված գումարների հետ:
5. Ֆակտորինգի պայմանագրեր - դեբիտորական պարտքերը երրորդ կողմին (ֆակտոր) անվերադարձ վաճառելուց գոյացած միջոցների հաշվին կարճաժամկետ ֆինանսավորում: Ֆակտոր ձեռք բերողը այս դեպքում իր վրա է վերցնում գումարները չստանալու, վարկային և այլ բոլոր ռիսկերը: Գոյություն ունի ֆակտորինգի երկու տարատեսակ.
  - Ջեղչադրույքային ֆակտորինգ, երբ երրորդ կողմը վճարում է գնված ապրանքների



դիմաց ավելի քիչ արժեք, քան կստացվի նրանց վճարման ժամկետին:

- ժամկետահասության ֆակտորինգ, երբ երրորդ կողմը վճարում է ճիշտ այն գումարը, որը վաճառողը կստանա գումարները մարվելու ժամկետին:

6. Ֆինանսական վարձակալության պայմանագիր՝ լիզինգ - այս պայմանագրով վարձատուն պարտավորվում է վարձակալի նշած գույքը սեփականության իրավունքով ձեռք բերել վարձակալի կողմից որոշված վաճառողից և վճարի դիմաց հանձնել վարձակալի ժամանակավոր տիրապետմանը: Այդ դեպքում վարձատուն պատասխանատվություն չի կրում վարձակալության առարկայի և վաճառողի ընտրության համար: Այստեղից պարզ է, որ լիզինգի պայմանագրի կողմերն են վարձատուն և վարձակալը, այսինքն՝ լիզինգատուն և լիզինգառուն: Լիզինգատու կարող է հանդես գալ ցանկացած ֆիզիկական անձ, որը հանդիսանում է անհատ ձեռներեց, ինչպես նաև առևտրային գործունեություն իրականացնող ցանկացած իրավաբանական անձ, որն իր հիմնադրման փաստաթղթերի համաձայն՝ ունի գույքը լիզինգի կանոններով վարձակալության տալու իրավունք, այսինքն՝ իրականացնելու լիզինգային գործունեություն: Իսկ լիզինգառու կարող է լինել ձեռնարկատիրական գործունեություն իրականացնող ցանկացած իրավաբանական անձ կամ անհատ ձեռներեց:

7. Բանկային երաշխիքների պայմանագրեր - սրանով բանկը պարտավորվում է վճարել վաճառողին (մատակարարին) այն դեպքում, երբ գնորդը պայմանագրով սահմանված ժամկետում չի կատարում իր պարտավորությունները վաճառողի նկատմամբ:

- Կատարման երաշխիք: Բանկը շահառուին երաշխավորում է երաշխիքային գումարի չափով փոխհատուցում այն դեպքում, եթե գործընկերը չի կատարում պայմանագրով նախատեսված իր պարտականությունները:
- Կանխավճարի վերադարձման երաշխիք: Շահառուին երաշխավորվում է իր կողմից վճարված կանխավճարի վերադարձը, եթե հրամանագրողը չի կատարում պայմանագրով նախատեսված իր պարտավորությունները. Օր.՝ չի առաքում ապրանքը:
- Տենդերային երաշխիք: Տենդերը կազմակերպողին երաշխավորում է երաշխիքային գումարի չափով փոխհատուցում, եթե հրամանագրողը մրցություն հաղթելու դեպքում հրաժարվում է կնքել պայմանագիրը կամ ի վիճակի չէ կատարել դրանով ամրագրված իր պարտավորությունները:

### *Ածանցյալ ֆինանսական գործիքներն են՝*

1. Ռեպո գործարք - այս դեպքում առևտրային բանկը հանդես է գալիս որպես արժեթղթեր վաճառող՝ դրանք համաձայնագրում նշված ժամկետում վաճառքի գնով հետ գնելու և սահմանված տոկոսներ վճարելու պարտավորությամբ, իսկ ԿԲ-ն՝ որպես գնորդ համաձայնագրում նշված ժամկետում պարտավորվելով դրանք վերավաճառել առևտրային բանկին: Հակադարձ ռեպո գործարքի կնքման դեպքում ԿԲ-ն է հանդես գալիս որպես արժեթղթեր վաճառող, իսկ առևտրային բանկը՝ որպես գնորդ համաձայնագրում նշված ժամկետում պարտավորվելով վերավաճառել ԿԲ-ին:
2. Սփոթ գործարք - այս դեպքում երկու արժույթները փոխանակվում են գործարքով

սահմանված փոխարժեքով, երկու բանկային օրվա ընթացքում: Որևէ փոխանակման կետում դոլարի փոխանակումը դրամով սփոթ գործարքի օրինակ է: Արտարժույթի համաշխարհային շուկայում, սակայն, սփոթ գործարքների բացարձակ մեծամասնությունը իրականացվում է ոչ թե փոխանակման կետերում, այլ բորսաներում:

3. Ֆորվարդ գործարք - այս դեպքում երկու արժույթները փոխանակվում են նախապես սահմանված փոխարժեքով, ապագա որոշակի ժամկետում (ավելի քան 2 բանկային օր անց): Ֆորվարդ գործարքները հնարավորություն են տալիս ապահովագրվել փոխարժեքների տատանման ռիսկից, քանի որ կողմերը նախապես պայմանավորվում են այն փոխարժեքի վերաբերյալ, որով պետք է կատարվի արժույթների փոխանակումը սահմանված ժամկետը լրանալուց հետո:
4. Արտարժույթի սվոփ գործարք - այս դեպքում երկու արժույթներ փոխանակվում են գործարքով սահմանված օրը և սահմանված փոխարժեքով և ապա այդ երկու արժույթները հետ են փոխանակվում ապագա սահմանված ժամկետում գործարքի կնքման ժամանակ նախապես պայմանավորված փոխարժեքով: Այսինքն արտարժույթի սվոփ գործարքը մեկ արժույթի սփոթ վաճառքն է մեկ այլ արժույթով և, միաժամանակ, առաջին արժույթի ֆորվարդ գնումը: Սվոփ գործարքները կիրառվում են ինչպես ռիսկից ապահովագրվելու՝ հեղջինգի, այնպես էլ՝ սպեկուլյատիվ նպատակներով:
5. Արժութային օպցիոն - սա հնարավորություն է ընձեռում երկու արժույթների փոխանակում գործարքով սահմանված փոխարժեքով, ապագա որոշակի ժամկետում: Օպցիոնը, ի տարբերություն ֆորվարդի, տալիս է արժույթները փոխանակելու իրավունք, բայց չի սահմանում պարտավորություն: Այսինքն գնման օպցիոն (option call), կամ վաճառքի օպցիոն (option put), կնքած անձը կարող է հրաժարվել գնելու կամ վաճառելու իրավունքից վճարելով միայն օպցիոնի վճարը: Արժութային օպցիոն գործարքների գերակշիռ մասը կնքվում է ոչ թե բորսաներում, այլ այսպես կոչված OTC (over the counter) շուկայում, այսինքն անմիջապես երկու պայմանավորվող կողմերի կամ նրանց ներկայացուցիչների միջև, առանց բորսայի միջնորդության:
6. Ֆոնդային բորսաներ շուկաներ - բրոքերների և թրեյդերների համար բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ արժեթղթերի առևտրի ծառայություններ մատուցող կազմակերպություն է: Ֆոնդային բորսաները նաև ապահովում են արժեթղթերի և այլ ֆինանսական գործիքների ընթացքի և մարման պայմանները, կապիտալը, եկամուտները և դիվիդենդները:

#### ***Հարց 4. Ներդրումների արդյունավետության ֆինանսամաթեմատիկական հիմքերը***

Ցանկացած բիզնես պայմանավորված է որոշակի գործողություններով, որոնք ամփոփվում են բիզնես ծրագրերում կամ ներդրումային նախագծերում, որտեղ արտացոլված են նոր ստեղծվող կամ գոյություն ունեցող ձեռնարկության գործառույթների իրականացման հիմնական սկզբունքները և ընթացակարգը: Ցանկացած ներդրող ցանկանում է համոզված լինել, որ միջոցներ է ներդնում շահույթաբեր նախագծի մեջ: Որպեսզի ներդրումները

վերադառնան շահույթով, նախ և առաջ, անհրաժեշտ է իրականացնել ներդրումայի և նախագծի իրատեսական գնահատում: Ներդրումային նախագծի գնահատումը խիստ կարևոր է տվյալ նախագծի իրականացումից սպասվող եկամուտների և շահույթի մակարդակը որոշելու նպատակով: Ներդրումային նախագծերի կառուցվածքներն ու բովանդակությունները կարող են լինել տարբեր՝ սկսած նոր ձեռնարկության ստեղծման նախագծից մինչև անշարժ գույքի ձեռք բերման նպատակահարմարության գնահատումը: Պետք է տարբերել ներդրումային նախագծերի արժեքային և տնտեսական գնահատումները: Ներդրումային նախագծերի արժեքային գնահատման նպատակն է որոշել ներդրումային նախագծի արժեքը որոշակի գնահատման ամսաթվի դրությամբ: Նման գնահատման հաշվետվությունը կարող է օգտագործվել տարբեր իրավիճակներում նախագիծը ֆինանսավորող համաներդրողների համար, ներդրումային նախագծի իրականացման, վարկային միջոցների ներգրավման նպատակով և այլն:

Ներդրումների արդյունավետության գնահատման գործընթացում հաճախ ներդրողը գնահատում է միավոր կապիտալի հաշվով ստացվող հասույթի ծավալը, որի համար հաշվարկվում են երեք համեմատական ցուցանիշներ՝

1. *Բացարձակ գնահատում* - այս դեպքում ներդրումների արդյունավետությունը հաշվարկվում է որոշակի ժամանակահավածում (ամիս, տարի) ներգրավված կապիտալից ստացվող շահույթի (վնասի) կամ հասույթի - P և ներդրումների - IC հարաբերակցությամբ, իսկ հակադարձ մեծությունը գնահատում է ներդրումների հետգնման ժամկետը:

$$P/IC \quad \text{և} \quad IC/P$$

Առաջին հարաբերակցությունը որոշում է ներգրավված կապիտալի միավոր հաշվով ստացվող հասույցի գումարի չափը, որը պետք է լինի բարձր: Իսկ երկրորդը՝ բնութագրում է միավոր շահույթին բաժին ընկած ներդրվող կապիտալի ծախսը, որը որքան ցածր լինի, այնքան լավ: Այս երկու հարաբերակցությունները գտնվում են հակադարձ կապի մեջ:

2. *Բացարձակ - համեմատական գնահատում* - այս դեպքում ստացված այդ ցուցանիշները համադրվում են նորմատիվային ցուցանիշներին՝  $E_n$  - ներդրումների արդյունավետությանը և  $T_n$  - ներդրումների հետգնման ժամկետին: Հարաբերակցությունները համարվում են արդյունավետ, եթե պահպանում են հետևյալ պայմանները՝

$$P/IC \geq E_n \quad \text{կամ} \quad IC/P \leq T_n$$

3. *Համեմատական գնահատում* - ենթադրում է միևնույն տեսակի գործունեություն իրականացնող տարբեր նախագծերի ցուցանիշների համադրում արդյունավետ նախագծի ընտրության նպատակով, յուրաքանչյուր ներդրողի համար ապահովելով հետևյալ անհավասարությունը՝

$$P_n - IC_n E_n \geq 0 \quad \text{և} \quad IC_n - P_n T_n \leq 0$$

Ներդրումներ արդյունավետության գնահատման էությունը հանգում է նաև ռիսկերի վերլուծությանը և գնահատմանը: Ներդրումային ռիսկի գնահատման համար կարևոր է

հաշվարկել ֆինանսական ռիսկի գործակիցը, որը կազմում է ներդրվող կապիտալից վնասի հնարավոր առավելագույն գումարի և սեփական կապիտալի հարաբերությունը: Եթե ստացված գործակիցը կազմում է 0,7 և բարձր, ապա ներդրողը կարող է հայտնվել սնանկացման վիճակում, իսկ եթե այդ գործակիցը ընկնում է 0,3-0,4 սահմաններում, ապա դա լավագույն տարբերակ է ներդրող-ների համար: Գործնականում մշակված են ներդրումային ռիսկից խուսափման գնահատման մոտեցումներ, որոնցից է դիվերսիֆիկացիան: Դա հնարավորություն է տալիս ներդրումների կառավարման գործընթացում ի հակառակ, կամ ի օգուտ որոշ ներդրումային նախագծերի կամ տարբերակների կնքված գործարքները հաշվեկշռել այնպես, որ գործունեության արդյունքում շահութաբեր գործարքները ծածկեն վնասաբեր գործարքների կորուստները: Նախագծի իրական-նացման ժամանակային գործընթացում արդյունավետության գնահատման համար ներդրված միջոցները դրա եզրափակիչ փուլում ստացվելիք միջոցների հետ համեմատելու համար առանձնացնում են փողի ներկա ու ապագա արժեքների հասկացությունները, որի որոշումը կապված է ապագա արժեքի դիսկոնտավորման կամ զեղչման հետ: Ենթադրենք սկզբնական կապիտալը հավասար է 1 դրամի, իսկ շահութաբերության նորման  $r$ -ի: Հաջորդ տարի սկզբնական ներդրված 1 դրամը կփոխհատուցվի ոչ թե  $(1+r)$  դրամին համարժեք գումարով: Այստեղ գոյություն ունի հետևյալ համարժեքությունը, եթե 1 դրամը ընդունենք էլակետային ժամանակաշրջան, ապա 1 տարի հետո այն կկազմի  $(1+r)$  դրամ, երկու տարի հետո՝  $(1+r)^2$  ... $n$  տարի հետո՝  $(1+r)^n$  դրամ: Նշված գործընթացը իրենից ներկայացնում է կապիտալացում:

Դիսկոնտավորումը կապիտալացման հակառակ պրոցեսն է, այս դեպքում հաշվարկում են ներկա արժեքը՝ ելնելով ապագա արժեքից: Այսինքն, եթե այսօրվա 1 դրամը մեկ տարի հետո համարժեք է  $(1+r)$  դրամին, ապա 1 դրամը մեկ տարի հետո համարժեք է այսօրվա  $1/(1+r)^n$  դրամին: Այսպիսով, ժամանակի գործոնի հաշվառումը ներդրումների արդյունավետության գնահատման կարևոր սկզբունքներից մեկն է, հետևապես ներդրումային նախագծի ներդրումներն ու եկամուտները պետք է լինեն դիսկոնտավորված:

*Նախագծերի գնահատումն իրականացվում է երկու հիմնական ալգորիթմների օգտագործմամբ՝*

1. Կուտակային - այս դեպքում, ներկայից գնում են դեպի ապագա FV

$$FV = PV \times (1+r)^n = PV \times FM1(r, n)$$

Որտեղ՝ FV - կուտակված մեծություն, այսինքն պլանավորվող եկամուտը  $n$ -րդ տարում

PV - ներդրման մեծությունը

$r$  - կուտակային դրույքը:

2. Դիսկոնտավորում - ապագայից գալիս են ներկա PV

$$PV = FV / (1+r)^n = FV \times FM2(r, n)$$

Որտեղ՝ FV - կուտակված մեծություն, այսինքն պլանավորվող եկամուտը  $n$ -րդ տարում

PV - ներկա պահին ներդրման մեծությունը

r - դիսկոնտավորման դրույքը:

Հետևաբար  $(1+r)^n$  բազմապատկիչի տնտեսագիտական իմաստը կայանում է նրանում, որ ցույց է տալիս, թե ինչի հավասար կլինի 1 դրամական միավորը n տարի հետո տրված r տոկոսադրույքի դեպքում, իսկ  $1/(1+r)^n$  - ցույց է տալիս ապագայում ստացվելիք 1 դրամական միավորի այսօրվա արժեքը: Նախագծի կենսագործման ժամանակ ներդրումները ստեղծում են CF1, CF2...CFn դրամական հոսքեր /cash flow/, և ներդրումը համարվում է արդյունավետ, եթե այդ հոսքն ապահովում է ներդրումային մեկնարկային գումարի վերադարձ և ներդրված կապիտալից պահանջվող հատույց: Դրամական հոսքերի ապագա և ներկա արժեքները որոշվում են հետևյալ կերպ՝

$$FV = \sum CF1 \times (1-r)^{n-1} \quad PV = \sum CF1 / (1-r)^L$$

Դրամական հոսքերի մասնավոր դեպք է անուիտետը, երբ յուրաքանչյուր ժամանակահատվածում դրամական հոսքերն իրար հավասար են  $CF_i = \text{const } CF_0 = 0 \quad L = 1, n$  Եթե հավասար ժամանակային ինտերվալների թիվը սահմանափակ է, ապա անուիտետն անվանում են շտապ: Այս դեպքում՝

$$FV = CF1 \times \sum (1-r)^{n-1} \quad FV = CF1 \times \sum 1 / (1-r)^t$$

Որտեղ՝  $\sum (1-r)^{n-1}$  - ցույց է տալիս, թե շտապ անուիտետի դեպքում ինչի հավասար կլինի 1 դրամական միավորը նախագծի եզրափակիչ փուլում տրված r տոկոսադրույքի դեպքում:

Անուիտետն անվանվում է ոչ շտապ, եթե դրամական հոսքերը շարունակվում են բավականաչափ երկար ժամանակ մասնավորապես 50 և ավելի տարի: Այս դեպքում դրամական հոսքերի ապագա արժեքի հաշվարկն անիմաստ է, իսկ ներկա արժեքը որոշվում է հետևյալ կերպ՝

$$PV = CFt / r$$

Դիսկոնտավորման ժամանակ տոկոսի անվանական նորման ճշգրտվում է ենթադրվող արժեզրկման մեծությամբ, որի արդյունքում ստացվում է տոկոսի իրական նորման: Տոկոսի անվանական նորման որոշվում է հետևյալ կերպ՝

$$r = R - I$$

Որտեղ՝ r - անվանական տոկոսադրույքն է

R - իրական տոկոսադրույքն է

I - ինֆլյացիայի տեմպն է:

Վերոնշյալ բանաձևը անվանական տոկոսադրույքի հաշվարկման համար կիրառվում է ցածր ինֆլյացիայի դեպքում՝ տարեկան 3-5%: Ավելի բարձր ինֆլյացիայի դեպքում բանաձևն ընդունում է հետևյալ տեսքը՝

$$r = R - I - RI$$

Ցանկացած կազմակերպություն իր գործունեության ֆինանսավորման համար կարիք ունի կապիտալի ներգրավման և այս կամ այն ֆինանսավորման աղբյուրի ներգրավումը կապված է ծախսերի հետ: Սովորաբար համարվում է, որ կապիտալի արժեքը այլընտրանքային արժեքն է, այլ կերպ՝ եկամուտը, որը ներդրողները ակնկալում են ստանալ կապիտալի ներդրման այլընտրանքային հնարավորություններից ռիսկի անփոփոխ մեծության դեպքում:

Որպես կապիտալի արժեքի միջին կշռված մեծություն՝ WACC /Weighted Average Cost of Capital/ այն ներկայացնում է շահույթի նվազագույն նորմա, որը սպասում են ներդրողներն իրենց կատարած ներդրումների դիմաց:

$$WACC = \sum_{t=i}^n C_t \times Y_t$$

Որտեղ՝  $Y_t$  -  $i$ -րդ աղբյուրի տեսակարար կշիռն է անընդհատ ծավալի մեջ՝ միավորի հաշվով  $n$ -աղբյուրների քանակն է ( $1 = 1, 2, \dots, n$ ):

WACC-ի բնութագրումը տարաբնույթ է և ենթադրում է բազմաքանակ հաշվարկների իրականացում՝ ներդրումային տարբերակի ընտրության դեպքում ներդրումների սպասվող շահութաբերությունը պետք է բարձր լինի վարկի տոկոսի միջին դրույքից:

**Հարց 5. Ներդրումների արդյունավետության գնահատման մեթոդները**

Ներդրումային նախագծերի արդյունավետության գնահատման նպատակն է ներդրումային որոշումների կայացումը: Այդ պատճառով ներդրումային նախագծերի արդյունավետության գնահատման առաջադրանքները ունեն առավել ազատ պահանջներ, ինչպես գնահատման արդյունքների վերաբերյալ, այնպես էլ արժեքի որոշման համար կիրառվող մեթոդների վերաբերյալ, վերջիններս պայմանավորված են գնահատման նպատակներով և գործառույթներով: Ներդրումային նախագծի գնահատումը (ՆՆԳ) ենթադրում է նախագծի ֆինանսական ցուցանիշների, տնտեսական արդյունավետության, եկամուտների և ռիսկերի հարաբերակցության և այլ գործոնների բացահայտում, վերլուծություն և ներկայացում: Այն հանգեցվում է նախագծի իրականացման գործընթացի որոշակի տնտեսամաթեմատիկական մոդելի կառուցման, ուսումնասիրության և վերլուծության:

ՆՆԳ ժամանակ անհրաժեշտ է ուսումնասիրել, վերլուծել նախագծի իրագործման և արդյունավետության վրա ազդող բոլոր գործոնները: Հիմնական գործոններն են՝

- ներդրումների եկամտաբերությունը,
- վերադարձելիության ժամկետները,
- ռիսկերի գործոնները և դրանց մակարդակը:

ՆՆԳ արդյունքները մեծապես կախված է ելակետային տվյալների ամբողջականությունից, հավաստիությունից և դրանց վերլուծության համար կիրառված մեթոդների ընտրությունից:

ՆՆԳ ծառայությունները ներառում են.

- Ներդրումային նախագծի իրականացման հետ կապված ռիսկերի վերլուծություն և բաշխում,
- ֆինանսական կենսունակության գնահատում,

• տեխնիկա տնտեսական հիմնավորման և բիզնես նախագծերի վերլուծություն:

ՆՆԳ առավելապես պահանջված է նախագծի ֆինանսավորման համար վարկային միջոցների ներգրավման, պոտենցիալ ներդրողների՝ այդ թվում միջազգային ընկերությունների, ֆոնդերի համար:

ՆՆԳ սովորաբար իրականացվում է երեք փուլով՝

1. կոնկրետ նախագծի գնահատում,
2. նախագծին մասնակցության նպատակահարմարության հիմնավորում,
3. մի քանի նախագծերի համեմատում և լավագույնի ընտրություն:

ՆՆԳ համար կիրառվում են վիճակագրական և դիսկոնտավորված մեթոդները: Վիճակագրական համեմատական մեթոդի կիրառմամբ որոշվում են ներդրումային ծրագրերի համեմատական և բացարձակ տնտեսական արդյունավետությունը:

Լրացուցիչ կապիտալ ներդրումները որոշվում են երկու համեմատվող տարբերակների իրականացման համար կատարված ներդրումների տարբերությամբ: Նրանց հետզնման ժամկետը համեմատվող տարբերակների իրագործման համար կատարված կապիտալ ներդրումների և արտադրանքի ինքնարժեքի տարբերությունների հարաբերությունն է:

Համեմատվող տարբերակների տնտեսական ցուցանիշների համադրումը ցույց է տալիս մեկ տարբերակի առավելությունը մյուսների նկատմամբ: Ներդրումային ծրագրերի բացարձակ արդյունավետության հաշվարկը կատարվում է ճյուղի կամ տնտեսական խոշոր համալիրների մասշտաբով՝ օգտագործելով արտադրանքի ֆոնդատարության, կապիտալատարության, նյութատարության և շահութաբերության գործակիցները:

Նյութատարությունը որոշվում է որպես ծախսված հումքի նյութի և էներգիայի աշխատանքի արժեքի և համախառն ներքին արդյունքի հարաբերություն՝

$$M=m/q$$

Որտեղ՝  $M$  – արտադրանքի նյութատարությունն է,

$m$  – արդյունքի ստեղծման համար ծախսած ռեսուրսների արժեքն է,

$q$  – թողարկված արտադրանքի ծավալն է:

Արտադրանքի կապիտալատարությունը որոշվում է որպես կապիտալ ներդրումների ծավալի և թողարկվող արտադրանքի հավելվածի հարաբերություն՝

$$K_q=K/\Delta Q$$

Որտեղ՝  $K_q$  – արտադրանքի կապիտալատարությունն է,

$K$  – կապիտալ ներդրումների ընդհանուր ծավալն է,

$\Delta Q$  – թողարկվող արտադրանքի հավելվածն է:

Արտադրանքի ֆոնդատարությունը հաշվարկվում է որպես տնտեսության կամ ձեռնարկության հիմնական արտադրական ֆոնդերի միջին տարեկան արժեքի և տարվա ընթացքում թողարկված արտադրանքի ծավալի հարաբերություն՝

$$\Phi_{cm} = \Phi/Q$$

Որտեղ՝  $\Phi_{cm}$  – արտադրանքի ֆոնդատարությունն է,

Փ – հիմնական արտադրական ֆոնդերի միջին տարեկան արժեքն է,

Չ – տարվա ընթացքում թողարկված արտադրանքի ծավալն է:

Վերը նշված բացարձակ արդյունավետության ցուցանիշները անհրաժեշտ են ներդրումային ծրագրի իրագործելու նպատակով կատարված կապիտալ և ընթացիկ ծախսերն ու եկամուտները գնահատելու համար: Նախագծի փաստացի տնտեսական արդյունավետությունը որոշելու համար պետք է ապահովել համեմատվող ցուցանիշների համադրելիությունները:

Համաշխարհային պրակտիկայում լայն տարածում ունեն կապիտալ ներդրումների արդյունավետության գնահատման փոխկապված ցուցանիշներ, որոնք ժամանակի և տարածության տարբեր պայմաններում տարբեր կիրառում ունեն: Գործնականում արդյունավետության գնահատման մեթոդները շատ են ու բազմաբնույթ: Անդրադառնանք դրանցից մի քանիսին:

1. **NDI** (Net Discounted Income) - գուտ զեղչված եկամուտ կամ ինտերգրալային արդյունք՝ որոշվում է որպես նախագծի իրականացման ամբողջ ժամանակահատվածում ստացված ընթացիկ արդյունքների գումար կամ որպես ընդհանուր արդյունքների և ընդհանուր ծախսերի տարբերություն:

$$NDI = \sum Rt - Ct / (1 - R)^t,$$

Որտեղ՝  $C_t$  - ընթացիկ ծախսերն են,

$R$  - ընթացիկ արդյունքներն են:

Եթե  $NDI > 0$ , ապա նախագծին արյունավետ է և կարելի է դրտարկել դրա ընդունման գործընթացը: Որքան մեծ է  $NDI$ , այնքան ավելի արդյունավետ է նախագիծը:

2. **NPV** (net present value) - Ջուտ բերված (ներկա) արժեք: Այն համեմատում է սկզբնական  $IC$  ներդրումները դիսկոնտավորված գուտ դրամական հոսքերի հետ, որը գեներացնում է սկզբնական ներդրումը որոշակի ժամանակում: Ենթադրենք սկզբնական ներդրումը կբերի  $P_1, P_2 \dots P_n$  գումար, այս դեպքում ընդհանուր գեներացված եկամուտը կլինի.

$$PV = \sum P_k / (1+r)^k$$

Որտեղ՝  $r$  - դիսկոնտավորման գործակիցն է:

Գործնականում կիրառվում է այս ցուցանիշի մոդիֆիկացված տարբերակը, որի դեպքում ծախսերից առանձնացնում են կապիտալ ներդրումներն ու ստանում գուտ բերված արժեքը.

$$NPV = \sum P_k / (1+r)^k - IC$$

Այն արտահայտում է ժամանակի ընթացիկ պահին բերված արդյունքների և կապիտալ ներդրումների ընդհանուր մեծության տարբերությունը:  $NPV$ -ն հնարավորություն է տալիս գնահատել կազմակերպության և ներդրողի ֆինանսական վիճակը: Թերությունն է՝ հստակ չի տվյալ նախագծի արդյունավետությունն ու իրացվելիությունը: Եթե  $NPV > 0$  նախագիծը ընդունվում է, եթե ոչ՝ չի ընդունվում, եթե  $NPV = 0$ , ապա այն օգուտ կամ վնաս չի բերի:



3. **PI** (profitability index) - եկամտաբերության ինդեքսն ըստ էության նախորդ մեթոդի շարունակությունն է և հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$PI = \sum P_k / (1+r)^k : IC$$

Եկամտաբերության ինդեքսը հարաբերական ցուցանիշ է, բնութագրում է միավոր ծախսից ստացվող եկամուտները՝ ներդրումների արդյունավետությունը: Այլ կերպ այս ցուցանիշը ցույց է տալիս նախագծի սկզբում դիսկոնտավորված ներդրումների միավորին բաժին ընկնող զուտ բերված եկամուտը: Ընդ որում, եթե  $PI > 1$ , ապա նախագիծն արդյունավետ է, հակառակ դեպքում՝ անարդյունավետ, եթե  $PI = 1$ , ապա նախագիծը ոչ շահութաբեր է, ոչ վնասաբեր: Համեմատելով NPV և PI ցուցանիշներ՝ պետք է ուշադրություն դարձնել, որ դրանց օգնությամբ ներդրումների արդյունավետության գնահատումների արդյունքները գտնվում են ուղղակի կախվածության մեջ: Չուտ բերված եկամտի զրոյական նշանակության դեպքում եկամտաբերության ինդեքսը միշտ հավասար կլինի մեկի՝  $NPV = 0 \Rightarrow PI = 1$ : Դա նշանակում է, որ որպես ներդրումների իրացման նպատակահարմարության ցուցանիշ կարող է օգտագործվել դրանցից մեկը: Համեմատական գնահատման ժամանակ պետք է քննարկել երկու ցուցանիշները, ինչը թույլ կտա ներդրողին տարբեր կողմերից գնահատել ներդրումների արդյունավետությունը:

4. **IRR** (internal rate of return) - եկամտաբերության ներքին նորման դիսկոնտավորման դրույքի այն արժեքն է, որի դեպքում նախագծի զուտ բերված արժեքը հավասար է զրոյի  $NPV = 0$ : Այսինքն ներդրումների ներկա արժեքը հավասար է այդ ներդրումներով ստեղծված դրամական հոսքերի ներկա արժեքին. Օր.՝ եթե ներդրումն ամբողջությամբ հանդիսանում է բանկային վարկ, ապա որքան է բանկային վարկի տոկոսադրույքի վերին շեմը, որպեսզի ներդրումը համարվի շահավետ:  $r = IRR$ , եթե նշանակենք  $IC = P_0$

$$\sum (P_k / (1+IRR)^k) = 0$$

IRR –տնտեսագիտական բովանդակության համաձայն, այն եկամտաբերության այնպիսի նորմ է, որի դեպքում արդյունավետ է սեփական կապիտալը IRR առկոսադրույքով ներդնել որևէ ֆինանսական գործիքում: Այս ցուցանիշը կախվածության մեջ է եկամտի նորմայից՝ NPV-ից:

Ներդրումային կապիտալի արժեքի ավելացման դեպքում NPV-ի արժեքը նվազում է՝ դառնալով 0: Պարզ է դառնում, որ IRR ցուցանիշը բնութագրում է ներդրումների եկամտաբերության ստորին երաշխավորած մակարդակը՝ նախագծից ակնկալվող եկամուտների հաշվին ամբողջ ծախսերի փոխհատուցման դեպքում: Այսինքն ցույց է տալիս եկամտաբերության այն մակարդակը, որի դեպքում ներդրողը կարող է վերադարձնել իր գումարները: Ընդ որում, եթե  $IRR > r$ , ապա նախագիծը պետք է ընդունել, հակառակ դեպքում՝ մերժել, եթե  $IRR = r$ , ապա նախագիծը ոչ շահութաբեր է, ոչ վնասաբեր: Ի. Բ. Իդիրիսովը գտնում է, որ ներքին եկամտաբերության գործակցի նշանակությունը, որի դեպքում նախ կարելի է համարել գրավիչ, պետք է գերազանցի ներդրողի կապիտալի պայմանական արժեքը, օրինակ՝

բանկային երկարաժամկետ վարկի դրույքը: Սովորաբար ներքին եկամտ գործակիցի նվազագույն թույլատրելի նշանակությունը, հաշվի առնելով նախագիծի ռիսկը, ընդունվում է որոշ չափով ավելի բարձր, քան կապիտալի արժեքը: Հետևապես, այդ ցուցանիշների արժանիքներին կարելի է վերագրել, որ այն հաշվի է առնում ապագա ժամանակաշրջանի մուտքերի արժեքի կորուստը:

**5. PP (payback period)** - հետզնման ժամկետը իրացման սկզբի պահից մինչ օրյեկտի շահագործման այն պահն ընկած ժամանակն է, որի ընթացքում շահագործումից ստացած եկամուտները հավասարվում են կապիտալ ծախսերին, այսինքն հետզնման ժամկետը իրագործման մեկնարկային պահից սկսած այն նվազագույն ժամանակային միջակայքն է, որի սահմաններից դուրս ծախսերի ինտեգրալային արդյունքը դառնում և հետագայում էլ մնում է ոչ բացասական: Նախագծի արդյունքները և ծախսերը կարելի է հաշվարկել ինչպես դիսկոնտի կիրառմամբ, այնպես էլ առանց դրա: Հետևաբար կստացվեն հետզնման երկու տարբեր ժամանակահատվածներ, որոնցից առաջինը ավելի լայն գործնական կիրառություն ունի: Ընդհանրապես հետզնման ժամկետի հաշվարկման ազդրիթմը կախված է ներդրումներից կանխատեսվող եկամուտների բաշխման հավասարաչափությունից: Եթե եկամուտն ըստ տարիների բաշխվում է հավասարաչափ, ապա հետզնման ժամկետը հաշվարկվում է միաժամանակյա ծախսերը բաժանելով դրանով պայամանավորված տարեկան եկամտի մեծության վրա: Եթե եկամուտը ըստ տարիների բաշխվում է անհավասարաչափ, ապա հետզնման ժամկետը հաշվարկվում է տարիների թվի ուղղակի հաշվարկումով, որի ընթացքում ներդրումները կմարվեն կուտակային եկամուտներով:

$$PP = n_{min} , \text{ որի դեպքում } CF_t \geq I_0$$

Որտեղ՝  $CF_t$  - ներկա դրամական հոսքերի միջին տարեկան մեծությունն է,

$I_0$  - սկզբնական ծախսերը

$n$  - տարիների թիվը:

Ինչպես երևում է, ներդրումների հետզնման ժամկետի ցուցանիշը պարզ է հաշվարկվում, բայց ունի մի շարք թերություններ՝

- հաշվի չի առնում վերջին ժամանակաշրջանների եկամուտների ազդեցությունը,
- եթե հետզնման ժամկետի հաշվարկման ժամանակ օգտագործվեն չդիսկոնտավորված մեծությունները, ապա չի երևա հավասար գումարով կուտակային եկամուտների, բայց ըստ տարիների տարբեր բաշխումներով նախագծերի տարբերությունը:

Այդ թերությունից խուսափելու համար ավելի ճիշտ կլինի հետզնման ժամկետը որոշել ինչպես եկամուտների, այնպես էլ ներդրումների դիսկոնտավորված մեծությունների հիման վրա: Հետզնման մեթոդի էությունը նրանում է, որ ինչքան արագ են ստացվում ներդրված միջոցների դիմաց դրամական մուտքերը, այնքան արագ է հատուցվում ներդրված սկզբնական գումարը և այնքան մեծ է տվյալ նախագծի նկատմամբ վստահելիության արժեքը: Համաձայն այս մեթոդի ներդրումային ծրագիրն ընդունվում կամ մերժվում են՝ ելնելով նախատեսված

Ժամանակահատվածում սկզբնական ներդրված գումարի հետզման հնարավորությունից: Եթե հետզման սպասվող ժամանակահատվածը ավելի փոքր է, քան ներդրողի համար ցանկալի ժամանակահատվածը, ապա ներդրումը ճանաչվում է արդյունավետ և շահավետ, հակառակ դեպքում՝ անարդյունավետ: Այս մեթոդը լավ է նաև այն դեպքում, երբ ներդրումները կապված են բարձր աստիճանի ռիսկի հետ: Դրա համար էլ որքան կարճ է հետզման ժամկետը, այնքան քիչ ռիսկային է նախագիծը: Այդպիսի իրադրությունը բնորոշ է այնպիսի ճյուղերի կամ գործունեության տեսակների համար, որոնց հատուկ է արագ տեխնոլոգիական փոփոխությունները: Ուստի, հաշվի առնելով, որ երկարաժամկետ նախագծերի համար կանխատեսումների ճշտությունը դրսևորվում է ավելի մեծ շեղումներ, մենեջերը կարող է միանգամից մերժել նախատեսված ժամկետներում չտեղավորվող նախագծերը:

**6. DPP (Discounted payback period)** - Ներդրումների դիսկոնտավորված հետզման ժամկետի որոշման մեթոդը գրեթե նույնն է, ինչ նախորդը, սակայն այս դեպքում հաշվի են առնվում ժամանակի տարբեր պահերին ստեղծվող դրամական հոսքերի արժեքների տարբերությունները.

$$DPP = \min n, \text{ որի դեպքում } CF_t / (1 - r) \geq 1$$

Ելնելով վերոնշյալ բանաձևից՝ կարելի է DPP-ի որոշման պայմանը ձևավորել որպես ժամանակի այն պահի որոշում, երբ նախագծի իրագործման արդյունքում ստացվող եկամուտների ներկա արժեքը կհավասարվի ներդրումային ծախսերի ծավալի հետ: Կարևոր է նշել այն փաստը, որ մշտապես  $DPP > PP$ , ընդ որում նախագիծը, որն արդյունավետ է ըստ PP ցուցանիշի, կարող է գնահատվել որպես անարդյունավետ ըստ DPP-ի:

**7. ARR (Average rate of return)** - Ներդրումների արդյունավետության գործակից, որն ունի երկու կարևոր առանձնահատկություն.

- չի ենթադրում եկամտի ցուցանիշների դիսկոնտավարում,
- բնութագրում է զուտ շահույթի (PN - profit net) ցուցանիշով (շահույթից հանած բյուջե կատարվող հատկացումները): Այս գործակիցը ընդունված է անվանել շահույթի հաշվարկային նորմա, որը գործնականում լայն կիրառություն ունի:

$$ARR = PN / (1/2 \times (IC + RV))$$

- Որտեղ՝ PN - միջին տարեկան շահույթ
- IC - սկզբնական ներդրում
- RV - կապիտալի լիկվիդացիոն արժեք, կամ կարող է ամբողջությամբ սպառված լինել:

**8. Ռիսկի հաշվի առնման մեթոդ** - Յուրաքանչյուր նախագծի համար մշակվում է 3 հիմնական տարբերակ՝ հոռետեսական - NPV<sub>p</sub>, հնարավոր - NPV<sub>m</sub>, լավատեսական - NPV<sub>o</sub>: Բոլորի համար հաշվարկվում է NPV - ներդրման զուտ էֆֆեկտ

$$R(NPV) = NPV_o - NPV_p$$

Ռիսկային է այն ծրագիրը, որի դեպքում R (NPV) ամենամեծն է: Ոչ ռիսկային նախագծերի ընտրությունը կատարվում է վերը նշված բանաձևի օգնությամբ, ժամանակի ընթացքում ճշգրտումներ կատարելով հաշվարկների և ներդրումների կատարման համար: Այն արվում է փորձագիտական մեթոդով, անընդհատ վերլուծելով արդեն իսկ գործողության մեջ գտնվող ծրագրի արդյունքները:

Իրական տնտեսական պրակտիկայում հաճախակի է առաջանում ազատ դրամական միջոցների ներդրման լավագույն տարբերակի ընտրության խնդիրը, որը հանգեցնում է ներդրումների տնտեսական արդյունավետության համեմատմանը, երբ բազմաթիվ տարբերակներից անհրաժեշտ է ընտրել միայն մեկը, որը ներդրողի տեսակետից կունենա արդյունավետության լավագույն ցուցանիշներ: Վերը քննարկված ներդրումների իրականացման արդյունավետությունը գնահատող ցուցանիշները համարվում են հիմնականները և լայն տարածում են ստացել շուկայական տնտեսության զարգացած երկրներում:

Գործնականում յուրաքանչյուր նախագծում գնահատման բոլոր ցուցանիշների կիրառում չի պահանջվում, քանի որ բոլոր նախագծերը խիստ տարբերվում են միմյանցից: Յուրաքանչյուր նախագծի համար պետք է կիրառել հենց այն ցուցանիշները, որոնք հաշվի են առնում նրանց առանձնահատկությունները: Այնուամենայնիվ, կարևորվում է լավագույն տարբերակի ընտրության մեթոդիկան, որի հետ կապված բավականին հետաքրքրություն է ներկայացնում ստորև աղյուսակի ձևով բերվող ներդրումային նախագծերի արդյունավետության ցուցանիշների համադրումը և ըստ նշանակության նվազեցման՝ դրանց դասակարգումը: Վերոնշյալ բոլոր ցուցանիշները իրենց կարևոր կիրառական նշանակությամբ հանդերձ, մասնակի բնույթ ունեն և ներդրումային նախագծերի արդյունավետությունը բնութագրում են այս կամ այն տեսանկյունից, այսինքն նույնիսկ բոլոր ցուցանիշների կիրառման դեպքում հնարավոր չէ խուսափել բարդություններից:

Այսպիսով, ներդրման առավել արդյունավետ եղանակի ընտրությունը սկսվում է հնարավոր տարբերակների հստակ որոշումից: Այլընտրանքային նախագծերը հերթականությամբ համեմատվում են մեկը մյուսի հետ, և ներդրողի համար եկամտաբերության և անվտանգության տեսակետից ընտրվում է դրանցից լավագույնը:

***Թեմա 3. Ներքին և օտարերկրյա ներդրումների փոխազդեցությունն ու դրսևորումները***

1. Միջազգային ներդրումներ: Միջազգային ներդրումային դիրք	29
2. Ներդրումային քաղաքականության միջազգային փորձը	31
3. Ներքին և օտարերկրյա ներդրումներ, դրանց փոխազդեցությունը	33
4. Ներդրումային նախագծերը և դրանց գնահատումը: Բիզնես պլան	35
5. Ներդրումային ռիսկերը, դրանց գնահատումը և կառավարումը	40

## **Հարց 1. Միջազգային ներդրումներ: Միջազգային ներդրումային դիրք (ՄՆԴ)**

Վճարային հաշվեկշիռը և միջազգային ներդրումային դիրքը (ՄՆԴ) նկարագրում են տնտեսության և արտաքին աշխարհի միջև տնտեսական հարաբերությունները, կարևորագույն դեր են կատարում ներքին և արտաքին տնտեսական քաղաքականության իրականացման ընթացքում: Ժամանակակից աշխարհում առաջին հերթին արտաքին գործոններն են ազդում պետության տնտեսական քաղաքականության որոշումների վրա: Արտաքին տնտեսական հարաբերությունները նկարագրող տվյալներն օգտագործվում են տարբեր տեսակի արտաքին և ներքին անհաշվեկշռվածությունների պատճառները բացահայտելու համար, որի հիման վրա իրականացվում է համապատասխան տնտեսական քաղաքականություն: Այդ պարագայում ՄՆԴ-ի և վճարային հաշվեկշռի վերլուծությունը մեծ նշանակություն ունեն երկրի տնտեսական քաղաքականության մշակման և իրագործման համար:

ՄՆԴ-ն իրենից ներկայացնում է վիճակագրական հաշվետվություն, որը հնարավորություն է տալիս գնահատել տվյալ երկրի արտաքին ֆինանսական ակտիվների և պարտավորությունների մակարդակը հաշվետու ժամանակաշրջանի դրությամբ և այն փոփոխությունները, որոնք տեղի են ունեցել ֆինանսական գործառնությունների գնային փոխարժեքի և այլ փոփոխությունների շնորհիվ:

Զուտ ՄՆԴ-ն, որը տնտեսության արտաքին ֆինանսական ակտիվների ու պարտավորությունների տարբերությունն է, բնութագրում է երկրի տնտեսական իրավիճակը և արտերկրների հետ հարաբերությունների զարգացման միտումները: Դրական ներդրումային դիրքը նշանակում է, որ երկիրը հանդիսանում է վարկատու, իսկ բացասական դիրքի դեպքում՝ պարտապան: Զուտ ՄՆԴ-ը բնութագրում է նաև ազգային հարստությունը, որը կարելի է գնահատել գումարելով զուտ ՄՆԴ-ն և երկրի ոչ ֆինանսական ակտիվները: Նյութական ակտիվները հիմնական ֆոնդերն են, շրջանառու միջոցները, բնական հարստությունները: Ոչ նյութական ակտիվներն են արտոնագրերը, ծրագրային ապահովումը և այլն:

ՄՆԴ-ի ակտիվները բաժանվում են 4 խմբի՝

1. ուղղակի ներդրումներ,
2. պորտֆելային ներդրումներ,
3. այլ ներդրումներ,
4. պահուստային ակտիվներ:

ՄՆԴ-ի պարտավորությունները լինում են.

1. Ուղղակի ներդրումներ - բաղկացած են 2 ենթախմբից.
  - ա. բաժնետիրական կապիտալին վերաներդրված շահույթ,
  - բ. այլ կապիտալ, որը ներկայացնում է ներդրողի և նրա կողմից ուղղակի ներդրում կատարած ձեռնարկության միջև պարտքային պարտավորությունների ծավալը:
2. Պորտֆելային ներդրումներ - դասակարգված են ըստ ֆինանսական գործիքների՝ բաժնետոմսեր և պարտքային պարտավորություններ:
3. Այլ ներդրումներ – դասակարգվում են ըստ գործիքների և տնտեսական հատվածների:

ՄՆԴ-ի փոփոխությունների հատվածը բաղկացած է 4 մասից՝

1. փոփոխություններ գործառնությունների հաշվին՝ դրանք կատարվում են ֆինանսական գործառնությունների իրագործման ընթացքում:
2. Փոփոխություններ գների հաշվին՝ սրանք առաջանում են ֆինանսական ակտիվների գների փոփոխությունների հաշվին:
3. Փոփոխություններ փոխարժեքի հաշվին՝ սրանք առաջանում են փոխարժեքի արժևորման կամ արժեզրկման ընթացքում:
4. Այլ ճշտումներ կամ փոփոխություններ, որոնք առաջանում են հատուկ փոխառության իրավունքով (SDR) միջոցների բաշխման, ոսկու մոնետարիզացման և դեմոնետարիզացման առանձին հոդվածների վերադասակարգման (օրինակ՝ պորտֆելային ներդրումներից ուղղակի ներդրումներ կապիտալում վերափոխվելու դեպքում, երբ 10% մասնակցության մակարդակը գերազանցվում է), վարկատուի կողմից պարտքի միակողմանի ներման և սեփականության բռնագրավելու դեպքերում:

ՀՀ ՄՆԴ-ի հոդվածների ծավալները ներկայացված են ԱՄՆ դոլարով: Այս պարագայում փոփոխությունները փոխարժեքի տատանումների հաշվին առաջանում են ԱՄՆ դոլարից բացի մյուս արժույթների փոխարժեքների փոփոխությունների շնորհիվ: Սակայն դրանց գնահատման ժամանակ առաջանում են մի շարք խնդիրներ:

Առևտրային բանկերի հաշվեկշիռներում ներկայացված հաշիվները, որոնք օգտագործվում են ՀՀ ՄՆԴ-ի հավաքագրման ընթացքում, ըստ արժույթների տեսակների լինում են՝

1. ազատ փոխարկելի արժույթներ,
2. ոչ փոխարկելի արժույթներ,
3. դրամ:

Դա հնարավորություն չի տալիս տարանջատել առևտրային բանկերի ակտիվները և պարտավորությունները ըստ առանձին արժույթների, ինչը լուրջ բարդություններ է առաջացնում առևտրային բանկերի տարբեր արժույթներով ներկայացված ակտիվների և պարտավորությունների փոխարժեքի տատանումների հետ կապված փոփոխությունների գնահատման ընթացքում: Այդ իսկ պատճառով, նկատի ունենալով այն փաստը, որ առևտրային բանկերի արժույթով ակտիվների և պարտավորությունների գերակշռող մասը ներկայացված են ԱՄՆ \$-ով, բոլոր տեսակի արժույթներով ներկայացված հոդվածները ընդունվել են որպես ԱՄՆ \$-ով ներկայացված: Այս դեպքում փոխարժեքի փոփոխությունները բերում են առևտրային բանկերի դրամով ակտիվների և պարտավորությունների փոփոխություններին և չեն ազդում այլ արժույթներով ներկայացված ակտիվների և պարտավորությունների փոփոխությունների վրա: Փոփոխությունները գների տատանումների հաշվին ընդգրկել են միայն ԿԲ-ի մոնետար ոսկու և պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի գների փոփոխությունները: Որպես պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի (ՊԿՊ) գների փոփոխություններ ընդունվել են շուկայական միջին տոկոսադրույքի հետ կապված պարտատոմսերի մարման ծավալների ներկա արժեքի փոփոխությունները: Տվալների բացակայությունը թույլ չի տալիս գնահատել այլ հաշիվների փոփոխությունները, առաջացած գների տատանումների հաշվին ինչպես նաև

փոփոխությունների «այլ ճշտումներ» բաժինը:

Երկրի տնտեսական իրավիճակը բնութագրելու նպատակով կիրառվում է նաև համեմատական վերլուծություն, որի մեջ օգտագործվում են արտաքին ակտիվների և պարտավորությունների հարաբերությունները այլ մակրոտնտեսական ագրեգատներին.

ա) տնտեսության միջազգայնացման մակարդակը (degree of internationalization)

բ) վարկատուի կամ պարտապանի կարգավիճակը, հիմնված ոչ կապիտալ պարտք հասկացողության վրա: Այն իրենից ներկայացնում է արտաքին ակտիվների և պարտավորությունների տարբերությունը, որի մեջ չեն ընդգրկված բաժնետիրական կապիտալում ներդրումներ ներկայացնող հոդվածները և ենթահոդվածները ակտիվների «ուղղակի ներդրումներ արտերկրներում» և պորտֆելային ներդրումների «բաժնետոմսեր» և պարտավորությունների «ուղղակի ներդրումներ հաշվետու երկրում» և պորտֆելային ներդրումների «բաժնետոմսեր» հատվածները:

Արտաքին ակտիվների և պարտավորությունների տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ի մեջ ցույց է տալիս պետության՝ տվյալ երկրի միջազգային տնտեսությանն ինտեգրման աստիճանը:

## ***Հարց 2. Ներդրումային քաղաքականության միջազգային փորձը***

Համաշխարհային տնտեսության զարգացումները ցույց են տվել, որ երկրները առաջնորդվում են զարգացման իրենց առանձնահատուկ ուղղությամբ: Սակայն բոլոր դեպքերում էլ կա մեկ ընդհանրություն՝ այն է պետության կողմից իրական հատվածում կատարվող ներդրումների կարևորումը և դրա համար բարենպաստ պայմանների ստեղծումը: Թեև մակրոտնտեսական քաղաքականությունը չափազանց կարևոր է, սակայն դրա իրականացման նախապայմաններից է միկրոմակարդակում ներդրումային ակտրվության ապահովումը: Ներդրումային քաղաքականությունը՝ կախված մշակման և իրականացման մակարդակից, լինում է.

*Պետական ներդրումային քաղաքականություն.* Պետության կողմից իրականացվող միջոցառումների ամբողջություն է ուղղված ներդրումային գրավչության, ակտիվության բարձրացմանն ու պահպանմանը: Նպատակը տնտեսական և սոցիալական զարգացման ծրագրերի իրականացումն է, ինչպես նաև տնտեսական աճի ապահովումը, ՀՆԱ-ի աճը և այլն:

*Տեղական ներդրումային քաղաքականություն.* ներառում է տարածքային բաժանման ինքնակառավարման միավորի (օր՝ մարզ) մաշտաբով իրականացվող միջոցառումներ, որոնք նպաստում են ներդրումների հոսքին ներդրողների և տարածաշրջանի բնակչության շահերից ելնելով:

*Ճյուղային ներդրումային քաղաքականություն.* Ենթադրում է տնտեսության գերակա ճյուղերի սահմանում և պետական աջակցություն տվյալ ոլորտներ ներդրումային հոսքերի ապահովման համար:

*Կազմակերպության կտրվածքով (առանձին կոնկրետ տնտեսվարողի) ներդրումային քաղաքականություն.* Կոնկրետ ֆիրմայում արժեթղթերի և/կամ այլ եղանակով կատարված ներդրումներն են և/կամ դրանց խթանումը:

Ինչպես նշեցինք, յուրաքանչյուր երկիր ունի զարգացման իր առանձնահատկությունները, ներդրումային քաղաքականությունն՝ իր առավելություններով և թերություններով: Չարգացող և/կամ անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների համար դա հսկայական փորձ է, որն անհրաժեշտ է ուսումնասիրել և հնարավորության դեպքում կիրառել ամբողջությամբ կամ մասնակիորեն: Համաշխարհային տնտեսության ուսումնասիրությունների արդյունքում ներդրումային քաղաքականության մոդելները կարելի է համառոտ ներկայացնել հետևյալ կերպ:

*Ամերիկյան մոդել* – բնորոշ է այն երկրներին, որտեղ զարգացած է ֆոնդային բորսան՝ որպես ներդրումային ռեսուրսների արդյունավետ տեղաբաշխմանը նպաստող ենթակառուցվածք: Այս մոդելի կիրառման արդյունավետությունը պայմանավորված է արժեթղթերի շուկայով, սակայն պետության դերն էլ բավականին մեծ է: Պետությունը հավաքագրում և վերլուծում է ներդրումային միջոցներ, տնտեսության զարգացման տեսանկյունից տրամադրում է տեղեկատվություն, անհրաժեշտության դեպքում ինքն է կատարում ներդրումներ, նպաստում է ենթակառուցվածքների զարգացմանը: Որպես թերություն, նշենք, որ կարծես անտեսվում է խնայողությունների դերը: Դրանց կուտակման, ծավալների կտրուկ մեծացման անհնարինությունը մասնակիորեն բացատրվում է խնայողություններ կատարելու խթանների բացակայությամբ:

*Ճապոնական մոդել* – բնորոշ է այն երկրներին, որտեղ պետության և իրական հատվածի միջև ձևավորված է կայուն համագործակցության դաշտ: Ընդ որում պետությունը հանդես է գալիս բանկային համակարգի նկատմամբ միակ վերահսկող օղակի դերում և հավաքագրելով բնակչության եկամուտները՝ տրամադրում է պոտենցյալ ներդրողներին՝ երկողմանի պարտադիր պայմանագրային պարտավորությունների հիման վրա: Ի տարբերություն ամերիկյան մոդելի, այս դեպքում ներդրումներն իրականացվում են ենթակառուցվածքներում՝ բացառապես ելնելով առանձին կոնկրետ ֆիրմայի պահանջներից:

*Թայվանական մոդել* - Այս մոդելը ամերիկյան և ճապոնական մոդելների «խառնուրդն» է և բնորոշ է այն երկրներին, որտեղ ներդրումները կատարվում են հիմնականում մարդկային կապիտալում: Սրա առավելությունն այն է, որ պետությունը տրամադրում է երաշխիքային վարկեր հիմնականում այն կազմակերպություններին, որոնք մասնագիտանում են կապիտալատար ապրանքների արտադրության մեջ՝ հետագայում դրանք վերածելով ներդրումային ռեսուրսների<sup>1</sup>:

Ներդրումային քաղաքականության իրականացման մոտեցումները տարբեր են, դրանք կարող են փոփոխվել, կախված երկրի տնտեսության զարգացվածության աստիճանից, տնտեսական նպատակներից և բազմաթիվ այլ գործոններից, հետևաբար, որևէ մոդել կամ մոտեցում կիրառելուց առաջ անհրաժեշտ է խորությամբ ուսումնասիրել դրա դրական և բացասական կողմերը, գնահատել, թե որքանով արդյունավետ կլինի կիրառման դեպքում, հնարավոր է այն տեղայնացնել և այլն: Հակառակ դեպքում, այն ուղեկցվում է ձախողումներով: Հայտնի է Ֆիլիպիններում 1970-ականներին ճապոնական մոդելի անհաջող կիրառման

<sup>1</sup> В.Теперман, Н.Холодков, Государственные инвестиции в условиях рыночных реформ в странах Латинской Америки, Проблемы теории и практика управления N4, 2003, 46-68с.



օրինակը, որի ժամանակ հաշվի չէին առել երկու պետությունների տնտեսությունների զարգացման մակարդակների էական տարբերությունները: Գերմանիան՝ կիրառելով ամերիկյան մոդելի հարկային խթանները, էական հաջողության չհասավ:

Օտարերկրյա ներդրումների խթանման քաղաքականությունը զարգացած և զարգացող երկրներում էապես տարբերվում է: Այսպես, զարգացած երկրներում առավել զարգացած են ֆինանսական գործիքները, իսկ զարգացող երկրներում՝ հարկային գործիքները: Մեծածավալ ներդրումների ներգրավումը հաճախ հանգեցնում է բավականին բարդ իրավիճակների, երբ ազգային տնտեսությունը ձևափոխվում է, հայտնվում կախյալ իրավիճակում: Միննույն ժամանակ անցումային և զարգացող երկրների համար կարևոր են մեծածավալ ներդրումները, որոնք հնարավորություն են ստեղծում տնտեսական աճ, տնտեսական զարգացում ապահովելու: Հարկ է նշել, որ գլոբալացման ներկա պայմաններում առավել մեծ ուշադրություն է դարձվում ներդրումների որակական կողմին:

### ***Հարց 3. Ներքին և օտարերկրյա ներդրումներ, դրանց փոխազդեցությունը***

Տնտեսագետների կողմից բազմիցս նշվել է ներդրումների դերի և կարևորության մասին, ընդ որում հավասարապես արժևորվում են թե ներքին, և թե օտարերկրյա ներդրումները (ՕՆ): Դրանցից յուրաքանչյուրն ունի իր առավելությունները և թերությունները:

Որպես կանոն ՕՆ-ը մեծածավալ և երկարաժամկետ են: Այն դեպքում՝ երբ պետությունը գտնվում է անցումային շրջանում, կամ ճգնաժամային իրավիճակում, սա կարող է դիտարկվել առավելություն, այն իմաստով, որ տվյալ պահին ահնրաժեշտ մեծածավալ և երկարաժամկետ ազատ գումարներ են անհրաժեշտ:

ՕՆ-ը մեխանիկորեն չեն կարող լուծել մրցակցության ապահովման, ազգային տնտեսության անկախության, և մի շարք այլ խնդիրներ: Հեղինակները նշում են, որ եթե ՕՆ-ը 1990-ականներին անցումային և զարգացող երկրների կողմից դիտվում էին որպես տնտեսության ձևափոխման առանցքային գործոններից մեկը, ապա վերջին շրջանում՝ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամից հետո, այդ տեսակետը փոխվել է: ՕՆ-ը՝ հատկապես կարճաժամկետ, նվազեցնում են ներքին խնայողությունների համախառն կուտակումը, դրանք դեպի ներդրումներ ուղղորդելու հնարավորությունները:

Միջազգային կորպորացիաների հզորության արդյունքում ներդրումներ ընդունող երկիրը հայտնվում է կախյալ վիճակում: Չձևավորված ինստիտուցիոնալ կառույցները, շուկայական ենթակառուցվածքները, պետության դեռևս թույլ վերահսկողությունը միջազգային ներդրողներին հնարավորություն է տալիս գերշահույթներ ստանալ՝ միաժամանակ ազդել ներքին քաղաքականության վրա: Այսինքն՝ ձեռք բերվով տվյալ երկրի խոշոր կազմակերպությունների կառավարման իրավունքը, օտարերկրյա ներդրողները վճռորոշ ազդեցություն են ունենում ինչպես տնտեսության, այնպես էլ քաղաքականության վրա: Երբեմն ազդեցություն կարող են ունենալ նաև ռազմավարական նշանակության ոլորտների վրա՝ կապ, տրանսպորտ, հեռահաղորդակցություն, էներգետիկա և այլն: Որքան մեծածավալ են օտարերկրյա ներդրումները, այնքան մեծ է ազդեցությունը, կախվածության աստիճանը: Այս առումով մեծ նշանակություն ունի աշխարհաքաղաքական դիրքը:

Ներքին ներդրումները ավելի փոքր ծավալների են, կարճաժամկետ և չեն կարող արագորեն լուծել մեծ թվով խնդիրներ: Սակայն, դրանք ավելի ապահով են, լրացուցիչ պարտավորություններ չեն առաջացնում, ստեղծված լրացուցիչ (ավելացված) արժեքը երկրից դուրս չի գնում և հնարավորություն է ստեղծվում այն նորից ներդնել տնտեսական գործունեության մեջ: Ներքին ներդրումները արդյունավետ են, երբ տնտեսությունը գտնվում է զարգացման ավելի բարձր մակարդակում: Անցումային կամ նոր զարգացող երկրների համար գերխնդիր է արտաքին կապիտալի ներգրավումը, որը հնարավորություն կտա իրականացնել մեծածավալ ներդրումներ: Ներքին ներդրումների բացակայությունը կամ փոքրածավալ լինելը պայմանավորված է հետևյալ պատճառներով.

1. Պետական բյուջեի փոքրածավալ լինելը,
2. Բնակչության սոցիալական վիճակը, մասնավոր խնայողությունների բացակայությունը,
3. Ներքին շուկայի փոքր չափերը և արտահանման փոքր ծավալները,
4. Ոչ արդյունավետ ֆիսկալ քաղաքականության հետևանքով վնասով ածխատող ֆիրմաներ,
5. Երկրի աշխարհաքաղաքական դիրքը, տաճաշրջանային հիմնախնդիրները,
6. Թույլ կամ դեռևս չզարգացած ֆինանսական ինստիտուտները,
7. Միջազգային շուկայում բարձր մրցակցությունը:

Ներդրումային քաղաքականության մեջ էական նշանակություն ունի ՕՆ-ի օպտիմալ ծավալը, որը բավարար կլինի տնտեսության զարգացմանը նոր լիցք հաղորդելուն, բայց միևնույն ժամանակ չի մեծացնի պետական պարտքը, արտաքին աշխարհից տնտեսական ու քաղաքական կախվածությունը, դրանից բխող բացասական հետևանքները: Այդ օպտիմալ ծավալին հասնելուց հետո, կարևոր է, որ պետությունը աստիճանաբար կրճատի ՕՆ-ի ծավալը և ավելացնի ներքին ներդրումները: Ճկուն, խելամիտ ներդրումային քաղաքականություն վարելու դեպքում կարելի է համադրել ներքին և ՕՆ-ը: ՕՆ-ի հաշվին երկրում ստեղծվում են նոր աշխատատեղեր, ընդլայնվում է արտադրությունը, մեծանում է ՀՆԱ-ն, ավելանում է ապրանքաշրջանառությունը, մեծանում է հայրենական արտադրանքի տեսակարար կշիռը, ավելանում է արտահանման ծավալները, կրճատվում է ներմուծումը: Արդյունքում՝ ավելանում է զուտ արտահանումը, որը նպաստում է առևտրային դեֆիցիտի կրճատմանը: Ավելին, այդ ժամանակամիջոցում կուտակված սեփական խնայողությունների հաշվին ձեռնարկատերը հնարավորություն է ստանում ներքին ներդրումներ կատարելու, որը բերում է արտադրանքի քանակական աճի, եկամուտների ավելացմանն ու կապիտալի շրջապտույտի:

Նման մոտեցումը արդյունավետ է, երբ կա պետական աջակցություն, ներքին մասնավոր ներդրումները խթանող հարկային դաշտ, արդյունավետ գործող ինստիտուցիոնալ համակարգ և ներդրումային ոլորտը կարգավորող օրենսդրական դաշտ: Վերջինս բավական մեծ ազդեցություն ունի թե ներդրումային գրավչության, թե ներդրումների արդյունավետության վրա: Տվյալ դեպքում օրենսդրական դաշտն ընդգրկում է տնտեսական, քաղաքացիական, վարչական, մինջև անգամ, քրեական իրավունքի տարրեր: Օրենսդրորեն պետք է պաշտպանված լինեն ներդրողների իրավական կարգավիճակը, առկա լինեն ներդրումների պաշտպանության երաշխիքներ: Հստակ կանոնակարգված լինեն ներդրումներից ստացվող դրամական հոսքերի հարկման և մաքսային կարգավորման գործընթացները, ապահովված

լինեն ներդրողների և աշխատանքային ռեսուրսների ազատ տեղաշարժը, կանոնակարգվեն արտոնագրերի տրամադրման, ֆոնդային բորսաների, սեփականության իրավունքի, վեճերի լուծման և մի շարք այլ ոլորտների գործունեությունը: Այս և բազմաթիվ այլ ոլորտներ եթե ոչ ուղղակի, ապա անուղղակի կերպով ազդում են ներդրումային ակտիվության ու արդյունավետության վրա:

#### ***Հարց 4. Ներդրումային նախագծերը և դրանց գնահատումը***

Միջազգային պրակտիկայում ձեռնարկության զարգացման պլանը ներկայացվում է բիզնես պլանի տեսքով, որն իրենից ներկայացնում է ձեռնարկության զարգացման նախագծի կառուցվածքային նկարագրությունը: Եթե նախագիծը կապված է ներդրումների նկարագրման հետ, ապա այն անվանում են ներդրումային նախագիծ (ՆՆ), որոնք դասակարգվում են՝

*Ռազմավարականի* - որում սովորաբար ներառվում են սեփականության ձևի փոփոխություն ենթադրող նախագծերը կամ տնտեսական գործունեության բնույթի արմատական փոփոխությունը՝ նոր արտադրանքի արտադրություն, ավտոմատացում և այլն:

*Մարտավարական* նախագծերը սովորաբար կապված են թողարկվող արտադրանքի ծավալների փոփոխության, ապրանքների որակի բարձրացման, սարքավորումների արդիականացման հետ:

Նախագծային վերլուծության պրակտիկան թույլ է տալիս ընդհանրացնել նախագծերի մշակման փորձը և թվարկել տիպային նախագծերը:

➤ Հնացած կամ մաշված սարքավորման փոխարինումը. սա գործող բիզնեսի համար բնականոն գործընթաց է: Նմանօրինակ նախագծերի նպատակը աշխատող, սակայն պակաս արդյունավետ սարքավորման փոխարեն առավել կատարյալի ձեռքբերումն է: Նախագծերի այս տեսակը ենթադրում է յուրաքանչյուր առանձին տարբերակի շահավետության մանրամասն վերլուծություն, քանի որ տեխնիկապես կատարյալ սարքավորումը կարող է ֆինանսական տեսանկյունից շահավետ չլինել:

➤ Ապրանքների թողարկման ավելացումը և/կամ ծառայությունների շուկայի ընդլայնումը. նախագծերի այս տիպը պահանջում է շատ պատասխանատու որոշում:

➤ Նախագծի առևտրային իրագործելիությունը և ֆինանսական արդյունավետությունը՝ պարզել արդյոք իրացման ծավալի աճը կբերի շահույթի համապատասխան ավելացման, ծառայության ընդլայնում նոր արտադրատեսակների հաշվին: Նախագծերի այս տիպը հանդիսանում է նոր ռազմավարական որոշումների արդյունք և կարող է բերել բիզնեսի էության փոփոխության, բնապահպանական տեսանկյունից խնդրահարույց նախագծեր:

Ներդրումային նախագծման ընթացքում բնության վերլուծությունը անհրաժեշտ տարր է հանդիսանում: Բնապահպանական բաղադրիչ ունեցող նախագծերը իրենց բնույթով միշտ կապված են շրջակա միջավայրի աղտոտման հետ, այդ պատճառով վերլուծության այս մասը միշտ քննադատական է: Նախքան ՆՆ ընտրությունը անհրաժեշտ է իրականացնել շուկայի մանրակրկիտ հետազոտություն, որի արդյունքում խնդիր է դրվում՝ պարզել ընկերության տվյալ արտադրանքի նկատմամբ առկա պահանջարկը, վճարվող առավելագույն գինը, գնորդների կողմից ապրանքի որակական հատկանիշների նկատմամբ ներկայացվող

պահանջները, մրցակցային միջավայրը և այլն:

Իրականացվում է SWOT վերլուծություն, որը հնարավորություն է ընձեռում մշակել մարքեթինգային այնպիսի ռազմավարություն, որ կխթանի ընկերության ուժեղ կողմերը, կվերազնի կամ կփոխհատուցի թույլ կողմերի ազդեցությունը, կօգտագործի հնարավորությունները և կպաշտպանի սպառնալիքներից:

Շուկայի հետազոտությանը հաջորդում է նախագծերի մշակման փուլը, որի ընթացքում անհրաժեշտ է հաշվի առնել տարածաշրջանի ընդհանուր բնութագիր, հնարավոր մրցակիցների ներուժի գնահատումը, հնարավոր հաճախորդների բազայի գնահատումը, ծրագրավորվող ներդրումների ծավալը, ծախսաձածկման ժամկետների հաշվարկը և այլն: Արդյունքում իրականացվում է ՆՆ արդյունավետության գնահատման ցուցանիշների հաշվարկ, որոնց վերջնական նպատակը ներդրումների զուտ արդյունքի որոշումն է: Արդյունքը համեմատելով բանկային ավանդների դիմաց վճարվող տոկոսի հետ՝ ընկերությունները կարող են որոշել դիտարկվող նախագծի վերջնական արդյունավետությունն ու իրականացնել ընտրություն:

Ներդրումային նախագծերը դասակարգվում են ըստ հետևյալ հայտանիշների՝

1. Նախատեսված ներդրումներ, որի դեպքում տրվում են կոնկրետ հարցերի լուծումներ.
  - Արտադրության արդյունավետության բարձրացման ներդրումներ՝ եկամուտների ավելացում, ծախսերի կրճատում
  - Գործող արտադրությունների ընդլայնում
  - Նոր բիզնես ոլորտների յուրացում
  - Իրացման նոր շուկաներ դուրս գալը
  - Նոր տեխնոլոգիաների մշակում և ներդրում
  - Օրենքի պահանջների փոփոխության դեպքում անհրաժեշտ ներդրումներ
2. Պահանջվող ներդրումների մեծություն
  - Խոշոր նախագծեր
  - ավանդական
  - փոքր
3. Սպասվող էֆեկտի տիպ - էֆեկտը կարող է լինել նաև բացասական, սակայն ածանցյալ օգուտներ ունենա, օրինակ սոցիալական էֆեկտ, արտադրության ծավալների ավելացում, ծախսերի կրճատում, ռիսկի նվազեցում, նոր գիտելիքների ձեռքբերում, տնտեսաքաղաքական, և այլն:
4. Հարաբերությունների տիպ
  - Անկախ - Եթե ծրագրերից մեկի ընդունումը կամ մերժումը կապված չէ մյուս ծրագրերի հետ:
  - Ալտերնատիվ կամ չեզոքացնող - եթե մեկի ընդունումը ենթադրում է մյուսների ավտոմատ մերժում:
  - Կոմպլիմենտար - եթե մեկ ծրագրի ընդունումը նպաստում է մեկ այլ կամ մի քանի այլ ծրագրերի գծով եկամուտների ավելացման:
  - Փոխարինում - երբ մեկ ծրագրի ընդունումը փոքր-ինչ նվազեցնում է մյուս նախագծերով

ակնկալվող եկամուտները:

5. Դրամական հոսքերի տիպ

- Օրդինարային - երբ հոսքերը կազմված են սկզբնական ներդրումից, այն արվել է միանգամյա կամ կոնկրետ պարբերականությամբ և դրամական հոսքերը ներդրված են:
- Ոչ օրդինարային - եթե հոսքերն ու արտահոսքերը հաջորդում են իրար ցանկացած պարբերականությամբ:

6. Հարաբերությունը ռիսկին

- Ռիսկային
- ոչ ռիսկային:

Ներդրումային նախագծերը կազմվում և զարգանում են մի քանի փուլերով:

Առաջին փուլում իրականացվում է ներդրումային հայեցակարգերի համակարգում, տրվում է այդ ծրագրի իրականաման հնարավոր տարբերակները, ընտրվում է լավագույն ծրագիրը, մշակվում է ծրագրի իրականացման միջոցառումների փաթեթը:

Երկրորդ փուլում իրականացվում է կապիտալ ներդրումներ, բնորոշվում կամ պարզվում է ակտիվների օպտիմալ կառուցվածքը, կոնկրետացվում է նոր հզորությունների ներդրման ժամանակացույցը, կապեր են ստեղծվում և կնքվում են պայմանագրեր ծրագրի շրջանակում ընտրված գործընկերների հետ, իրականացվում է կադրերի ընտրություն և ընդունելություն:

Երրորդ փուլն ամենաերկար փուլն է: Իրականացվում է ծրագրի ընթացքի վերաբերյալ մոնիտորինգ, գնահատվում են կատարված աշխատանքներն ըստ հերթականության և ժամանակի: Հնարավոր չէ միշտ կանխատեսել ճիշտ, ուստի ճշգրտումներն անխուսափելի են՝ թե ժամանակի, և թե ներդրումների ու ծախսերի ստումով:

Չորրորդ փուլը հիմնական փուլն է, որի դեպքում չեզոքացվում են հնարավոր բացասական հետևանքները, ազատվում են հզորություններ և անհրաժեշտ է դրանք ճիշտ օգտագործել, իրականացվում է նախատեսված արդյունքների և ստացված արդյունքների վերջնական ամփոփում, դրական և բացասական կողմերի վերհանում, ծրագրի գլոբալ վերանայում:

**ԲԻԶՆԵՍ ՊԼԱՆՆԵՐ**

Բիզնես ծրագիրն ուղեցույց է բոլոր ձեռներեցների համար: Այն մշակում է ձեռներեցը (ֆիզիկական կամ իրավաբանական անձ կամ խումբ մասնագետներ մենեջերներ, մարքեթոլոգներ, տնտեսագետ-հաշվապահներ և այլոք): Բիզնես պլանի հիմնավորված, խելացի մշակումը տեխնիկատնտեսական հիմնավորումը ձեռնարկությունների գործունեության անհրաժեշտ պայմանն է: Գործարարության ծրագրի կամ «Բիզնես պլան» տերմինը ժամանակակից դարձավ 1991-1992թթ-ից: Դասական բիզնես-ծրագրի մշակման հիմնադիրներն են եղել Ջոն Մակկորկմոկը և Ռեյ Քրոկը (ԱՄՆ): Բիզնես պլանն իրենից ներկայացնում է մի փաստաթուղթ, որում ձևավորվում է անհատ ձեռներեցի, ձեռնարկության նպատակները, տրվում նրա տնտեսական հիմնավորումը, որոշվում ռեսուրսների ձեռք բերման և ապրանքի վաճառքի ուղիները, որոնք անհրաժեշտ են վերջնական ֆինանսական արդյունքի հասնելու համար:

*Բիզնես-պլանի հիմնական ձևերն են՝*

*Ամբողջական բիզնես պլան* - սա կոչվում է նաև առևտրային մտքի կամ ներդրումային

նախագիծ: Այս բիզնես պլանը շարադրված է պոտենցիալ գործընկերոջ կամ ներդրողների համար: Այն մարքեթինգային հետազոտությունների արդյունքում հիմնված է շուկայական ռազմավարության վրա և ենթադրում է ցանկալի ֆինանսական արդյունքներ:

*Կոնցեպտ բիզնես պլան* - այս բիզնես պլանը հիմնված է պոտենցիալ գործընկերների և ներդրողների համար, ինչպես նախորդը, սակայն՝ այս մեկը որոշում է ներդրողների և պոտենցիալ գործընկերների հետաքրքրության աստիճանը նախագծի վերաբերյալ:

*Ընկերության բիզնես պլան* - այս բիզնես պլանը շարադրված է ընկերության զարգացման հեռանկարները մոտակա պլանային շրջանում, այսինքն՝ մինչև տնօրենների խորհրդի կամ բաժնետերերի ժողովից առաջ: Այս բիզնես պլանը ցույց է տալիս հիմնական բյուջետային նախնական հաշվարկը, նախագծումը և տնտեսական ցուցանիշներ, որպեսզի հիմնավորվի ինվեստիցիայի չափերը:

*Շինարարական ենթամասի բիզնես պլան* - կոչվում է նաև ֆինանսական պարտավորությունների կենտրոնի բիզնես պլան: Սա շարադրված է ընկերության գլխավոր ղեկավարության համար: Ծավալների հիմնավորման համար ուսումնասիրվում է արտադրամասի օպերացիոն գործունեությունը և աճի մեծությունը, որը գտնվում է ենթախմբի (խմբի) ղեկավարման ներքո:

*Բիզնես պլան՝ որպես գրանտի դիմում* - պետական բյուջեից կամ այլ կազմակերպությունների, ֆոնդերի կողմից տրվող միջոցների ստացման համար:

*Բիզնես պլան՝ երկրի, պետության, մարզի զարգացման համար:*

Բիզնես պլանավորման մեջ պետք է հետևել 3 կանոնների՝

1. Բիզնես պլանում չպետք է լինի «հեղափոխություն»
2. Այն պետք է լինի հնարավորինս հոռետեսական (վատատեսական)
3. Այն պետք է լինի լողացող

Բիզնես պլանը՝ թեև ազատ ստեղծագործական փաստաթուղթ է, իր մշակման ձևն ունի: Բիզնես պլանը սովորաբար տարբեր կերպ է ներկայացվում:

**Բիզնես պլանի տիպային օրինակ. կազմված հետևյալ հատվածներից կամ բաժիններից**

*Ամփոփ բաժին*

- ա) ձեռնարկության նպատակը և խնդիրները
- բ) արտադրանքի մրցակցային առավելությունները
- գ) վաճառքի ծավալը
- դ) հասույթը վաճառքից
- ե) արտադրական և իրացման ծախսերը
- զ) համախառն շահույթը
- է) արտադրության շահութաբերությունը
- ը) ներդրումների հետզնման ժամկետը

*Ընկերության նկարագիրը*

--Իրավական բաժինը

ա) Ընկերության պատմությունը

բ) Ձեռնարկության իրավ-կազմակերպական ձևը

- գ) Ձեռնարկության նպատակները
- դ) Իրավական դաշտը, որում գործում է ձեռնարկությունը
- ե) Նոր նախագիծը
  - Մարքեթինգային բաժինը
- ա) Ապրանքների և ծառայությունների բնութագրությունը
- բ) Ապրանքների և ծառայությունների իրացման շուկան
- գ) Տեղեկություններ մրցակիցների մասի
  - Արտադրական ծրագիրը
- ա) արտադրանքի ծավալը
- բ) արտադրական կարողությունները
- գ) սարքավորումների, հումքի, նյութերի, վառելիք-էներգետիկ ռեսուրսների մատակարարումը
- դ) արտադրական կոոպերացիան
- ե) արտադրության տեխնոլոգիան
- զ) արտադրանքի որակի վերահսկման համակարգը, կիրառվող ստանդարտները
- է) թափոնների օգտագործումը և շրջակա միջավայրի պահպանությունը
  - Կառավարման կազմակերպումը և անձնակազմը*
- ա) կառավարման կազմակերպական կառուցվածքը և լիազորությունների փոխանցումը
- բ) անձնակազմի կառուցվածքը, աշխատողների թիվը, որակավորման մակարդակը և փորձը
- գ) նյութական խթանման համակարգը, շահութաբաժինների բաշխման կարգը
  - Ռիսկերի կանխատեսում և կառավարում*
- ա) հնարավոր ռիսկերը, դրանց արտաքին ապահովագրումը
- բ) ռիսկերից ինքնապահովագրման ծրագիրը
  - Ֆինանսական պլան (ծրագիր)*
- ա) վաճառքի (իրացման) ծավալը
- բ) շահույթը նաև իրացումից և արտաիրացումային ֆունկցիաներից
- գ) շահույթի բաշխումը և օգտագործումը
- դ) ամորտիզացիոն հատկացումներ
- ե) վարկային մուտքեր և ելքեր
- զ) ֆինանսական ռազմավարությունը և ինվեստիցիաները
- է) եկամուտները և ծախսերը
- ը) շահութաբերության մակարդակը
- թ) միջոցները և պարտավորությունները:

*ՆԵՐՇՐՈՒՄԱՅԻՆ ՆԱԽԱԳԾԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄ*

Ցանկացած բիզնես պայմանավորված է որոշակի գործողություններով, որոնք ամփոփվում են բիզնես ծրագրերում կամ ներդրումային նախագծերում, որտեղ արտացոլված են նոր ստեղծվող կամ գոյություն ունեցող ձեռնարկության գործառույթների իրականացման հիմնական սկզբունքները և ընթացակարգը: Յուրաքանչյուր ներդրող ցանկանում է համոզված լինել, որ միջոցները ներդնում է իրապես շահույթաբեր նախագծի մեջ: Դրա համար

անհրաժեշտ է իրականացնել ներդրումային նախագծի գնահատում: Ներդրումային նախագծի գնահատումը խիստ կարևոր է տվյալ նախագծի իրականացումից սպասվող եկամուտների և շահույթի մակարդակը որոշելու նպատակով: Ներդրումային նախագծերի կառուցվածքներն ու բովանդակությունները կարող են լինել տարբեր՝ սկսած նոր ձեռնարկության ստեղծման նախագծից մինչև անշարժ գույքի ձեռք բերման նպատակահարմարության գնահատումը: Պետք է տարբերել ներդրումային նախագծերի արժեքային և տնտեսական գնահատումները:

Ներդրումային նախագծերի արժեքային գնահատման նպատակն է որոշել ներդրումային նախագծի արժեքը կոնկրետ ամսաթվի դրությամբ: Սա կարող է օգտագործվել տարատեսակ իրավիճակներում նախագիծը ֆինանսավորող համաներդրողների համար, ներդրումային նախագծի իրականացման, վարկային միջոցների ներգրավման նպատակով և այլն:

Ներդրումային նախագծերի արդյունավետության գնահատման նպատակն է ներդրումային որոշումների կայացումը: Նման առաջադրանքները ունեն ավելի ազատ պահանջներ գնահատման արդյունքների և արժեքի որոշման համար կիրառվող մեթոդների վերաբերյալ, որոնք պայմանավորված են գնահատման նպատակներով և գործառույթներով:

Ներդրումային նախագծի գնահատումը ենթադրում է ֆինանսական ցուցանիշների, տնտեսական արդյունավետության, եկամուտների և ռիսկերի հարաբերակցության և այլ գործոնների բացահայտում, վերլուծություն և ներկայացում: Ներդրումային նախագծի գնահատումը, հանգեցվում է նախագծի իրականացման գործընթացի որոշակի տնտեսամաթեմատիկական մոդելի կառուցման, ուսումնասիրության և վերլուծության: Ներդրումային նախագծի գնահատման ժամանակ անհրաժեշտ է ուսումնասիրել և վերլուծել բոլոր այն գործոնները, որոնք ազդում են նախագծի իրագործման և արդյունավետության վրա: Այդ գործոններից են՝

- ներդրումների եկամտաբերությունը,
- վերադարձելիության ժամկետները,
- ռիսկերի գործոնները և դրանց մակարդակը:

Ներդրումային նախագծի գնահատման արդյունքների իրատեսականությունը, մեծապես կախված է ելակետային տվյալների ամբողջականությունից, հավաստիությունից և դրանց վերլուծության համար կիրառված մեթոդների ճիշտ ընտրությունից:

Ներդրումային նախագծի գնահատման ծառայությունները ներառում են.

- Ներդրումային նախագծի իրականացման հետ կապված ռիսկերի վերլուծություն և բաշխում,
- ֆինանսական կենսունակության գնահատում,
- տեխնիկատնտեսական հիմնավորման և բիզնես նախագծերի վերլուծություն:

Ներդրումային նախագծերի գնահատումն առավելապես պահանջված է նախագծի ֆինանսավորման համար վարկային միջոցների ներգրավման, պոտենցիալ ներդրողների՝ այդ թվում միջազգային ընկերությունների, ֆոնդերի համար:

### ***Հարց 5. Ներդրումային ռիսկերը, դրանց գնահատումը և կառավարումը***

Ռիսկը ցանկացած տնտեսական գործունեության պարտադիր տարրերից մեկն է: Դա կորուստ և/կամ օգուտ կրելու հնարավոր վտանգն է, որը բխում է վերջնական արդյունքի



անորոշությունից: Յուրաքանչյուր տնտեսավարող սուբյեկտ ձգտում է նվազեցնել ռիսկը: Ռիսկի ճիշտ գնահատման ունակությունը դառնում է ձեռնարկության ղեկավարի վարքագծի կարևորագույն հատկանիշներից մեկը: Ռիսկը ներդրումների եկամտաբերության մակարդակի փոփոխության հավանականությունն է. որքան մեծ է այն, այնքան մեծ է ռիսկը և հակառակը: Ռիսկի և եկամտաբերության հարաբերակցությունը պայմանավորված է մեծ ռիսկ՝ մեծ եկամտաբերություն և հակառակը փոքր ռիսկ՝ փոքր եկամտաբերություն սկզբունքներով:

Նշվածների հիման վրա կարելի է սահմանել ռիսկը, որպես անորոշության պայմաններում ընտրված որոշումն իրականացնելու ուղղությամբ գործունեություն, երբ հաշվի է առնված հաջողության հասնելու, անհաջողության կամ առաջադրված նպատակից շեղվելու հավանականությունը: Վերը նշվածներից կարելի է ասել, որ ռիսկը չի ենթադրում միայն վտանգ կամ վնաս: Այն առաջին հերթին նպատակաուղղված է դեպի գործունեության հաջող ելքը, կամ նպատակից որոշ շեղումները: Տնտեսական գործունեության մեջ ռիսկի հիմնախնդրի հետ կապված անհրաժեշտ է նշել, որ այն օբյեկտիվ երևույթ է, այսինքն, եթե իրականացվում է որևէ գործունեություն, ապա ռիսկն անպայմանորեն գոյություն ունի՝ անկախ նրանից՝ հաշվի են առնում, թե անտեսում են այն:

Ընդհանուր առմամբ ռիսկային ազդեցությունների հետևանքով հնարավոր են հետևյալ 3 բնույթի ելքերը՝

1. դրական (շահում, շահույթ, հաղթանակ),
2. բացասական (վնաս, պարտություն),
3. գրոյական (վերադարձ ելակետային դիրքին):

Արդյունաբերական ձեռնարկատիրության ռիսկերին վերաբերում են այն ռիսկերը, որոնք առաջանում են արդյութերական ձեռնարկությունների հիմնական ճյուղերի տնտեսական գործունեության գործընթացում:

Առևտրային ռիսկն առաջանում է ձեռնարկատիրոջ կողմից արտադրվող կամ գնվող ապրանքների կամ ծառայությունների իրացման ընթացքում: Ցանկացած ներդրում առնչվում է որոշակի աստիճանի ռիսկի հետ: Ձեռներեցին ռիսկի է մղում շահույթ ստանալու ձգտումը: Ֆինանսական ռիսկերի հիմնական պատճառներն են ռեսուրսների սահմանափակվածությունը և տնտեսական իրավիճակի անորոշությունը: Ներդրումային ռիսկը մտնում է ֆինանսական ռիսկերի խմբի մեջ: Ներդրումային ռիսկերը հանդես են գալիս 3 տեսակներով:

1. Շահույթի ստացման հնարավորության չօգտագործում:
2. Շահութաբերության մակարդակի նվազման ռիսկ:
3. Ուղղակի ֆինանսական կորուստներ:

Առաջին դեպքում տնտեսավարող սուբյեկտը կամ քաղաքացին կարող է նախօրոք ճիշտ կողմնորոշվել ներդրումների իրականացման տարբերակների ընտրության փուլում: Դրա պատճառն այն է, որ հնարավոր չէ միշտ ճշգրիտ գնահատել ակնկալվող շահութաբերության ցուցանիշները, բացի այդ ներդրումների տարբերակներից յուրաքանչյուրն ունենում է շահութաբերության և ռիսկայնության զանազան ցուցանիշներ և միշտ չէ, որ հնարավոր է լինում ճիշտ համադրել դրանք:

Երկրորդը իր հերթին բաժանվում է տոկոսայինի և վարկայինի:

--Տոկոսային ռիսկերը հանդես են գալիս վարկավորման տոկոսի փոփոխության դեպքում:

--Վարկային ռիսկերը բաժանվում են 3 մասի`

- սելեկցիոն ռիսկ, որն հանդես է գալիս այն դեպքում, երբ ներդրողին չի հաջողվում արդյունավետ պորտֆել ձևավորել,
- անվճարունակության ռիսկ, որն հանդես է գալիս այն դեպքում, երբ գործարքի իրականացման ժամանակահատվածում մասնակից կողմերի մի մասը անվճարունակ է դառնում պարտավորությունները կատարելու տեսանկյունից,
- բորսային ռիսկ, որն հանդես է գալիս այն դեպքում, երբ ձեռնարկությունը, մասնակցելով բորսային գործարքներում, չի կարողանում կատարել իր գործառույթները:

Ներդրումային ռիսկերը ըստ բովանդակության դասակարգվում են.

1. Քաղաքական. պայմանավորված է տեղի ունեցող քաղաքական գործընթացներով, ինչպես նաև երկրի և տարածաշրջանային քաղաքական գործոններով:
2. Արտաքին տնտեսական. Պայմանավորված է արտաքին առևարաշրջանառության և տարածաշրջանային առևտրատնտեսական հարաբերությունների զարգացման աստիճանով:
3. Օրենսդրական. պայմանավորված է օրենսդրական դաշտի հաճախակի փոփոխություններով` հատկապես հարկային և մաքսային օրենքների անկայունությամբ, որոնք ձևավորում են անվստահության մթնոլորտ, ապագայի նկատմամբ անորոշություն և կարճաժամկետ ներդրումների գծով եկամտաբերության զգալի փոփոխություն:
4. Բնակլիմայական և էկոլոգիական. պայմանավորված է բնակլիմայական փոփոխություններով, անկանխատեսելի բնական երևույթներով, աղետներով (ֆորս-մաժորային), ինչպես նաև էկոլոգիայի, մթնոլորտի աղտոտման հետ կապված այլ բնապահպանական միջոցառումների, որոշումների, օրենքների և այլ օրենսդրական ու ենթաօրենսդրական ակտերի ընդունմամբ:
5. Տեղեկատվական կամ ռազմավարական. հիմնականում վերաբերում է այնպիսի տեղեկատվության ստացման անհնարինությանը, որն անհրաժեշտ է ընկերությանը տվյալ տնտեսական իրավիճակում ճիշտ և արդյունավետ որոշումներ կայացնելու համար:
6. Արտադրատեխնոլոգիական. պայմանավորված է բարձր տեխնոլոգիական սարքավորումների և ավտոմատացված արտադրության միջոցների հնարավոր խափանումների հետ, որոնց հետևանքները կարող են զգալի վնասաբեր լինել ընկերությունների համար:
7. Գործարարության հետ կապված ռիսկ. պայմանավորված է սնանկության հետ, երբ շահույթը բավարար չէ պարտավորությունների ծածկման համար` չնայած այս երևույթը կարող է չեզոքացվել ընկերության կողմից նախկինում տրամադրված փոխառությունների հաշվին:
8. Ֆինանսական ռիսկ. սեփական և փոխառու միջոցների համախմբության անորոշության աստիճանն է: Հետևաբար, որքան ֆինանսավորման աղբյուրների մեջ մեծ է փոխառու միջոցների բաժինը, այնքան մեծ է ֆինանսական ռիսկը:
9. Գնողունակության հետ կապված ռիսկ. ամբողջ տնտեսության մեջ տեղի ունեցող գների

մակարդակի տատանումը կարող է առաջացնել ռիսկ:

10. Տոկոսների հետ կապված ռիսկեր. արժեթղթերի կուրսերի մակարդակով պայմանավորված շուկայական տոկոսադրույքների փոփոխության անորոշությունն է՝ հատկապես ֆիքսված եկամտով արժեթղթերի համար է:
11. Իրացվելիության ռիսկ. ներկա կամ ապագա վտանգը, որ կազմակերպությունը ի վիճակի չի լինի ճիշտ ժամանակին բավարարել իր պարտատերերի պահանջներն առանց լրացուցիչ կորուստներ կրելու, ինչը բացասաբար կազդի դրա շահույթի և/կամ կապիտալի վրա: Կապված է վաճառքի անհնարինության կամ ապրանքների և ծառայությունների նախընտրելի գներով իրացման անհնարինության հետ:
12. Շուկայական ռիսկ. շուկայական են համարվում տոկոսային, արտարժույթային և գների փոփոխության հետ կապված ռիսկերը:
13. Պատահական ռիսկ. կապված է ընկերության ներսում տեղի ունեցող անցանկալի և պատահական երևույթների հետ, որոնք իրենց ազդեցությունն են ունենում ընկերության ֆինանսական վիճակի վրա:
14. Վարկային ռիսկ. այն ներկա կամ ապագա հավանականությունն է, որ բանկի վարկառուն կամ այլ պարտապանը կխախտի բանկի հետ կնքած պայմանագրի պայմանները կամ չի գործի այդ պայմանագրի պայմաններին համապատասխան, ինչը բացասաբար կազդի բանկի շահույթի և/կամ կապիտալի վրա:
15. Օպերացիոն ռիսկ. ներկա կամ ապագա հավանականությունն է, որ գործարքը չի իրականանա տեխնիկական, բանկում անարդյունավետ որոշումների ընդունման գործընթացի կամ անբավարար մարդկային ռեսուրսների պատճառով:

Թվարկված ռիսկերը պայմանավորված են մեկը մյուսով, դրանց առաջացման գործոնները գտնվում են փոխադարձ կապի և կախվածության մեջ: Նման պայմաններում ռիսկերի նվազեցման կարևոր միջոց է դիվերսիֆիկացիան, որն իրենից ներկայացնում է ներդրումային փաթեթում բազմատեսակ արժեթղթերի ներգրավման միջոցով ռիսկի նվազեցում: Ռիսկերը դասակարգվում են դիվերսիֆիկացվող և դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող:

Դիվերսիֆիկացվող ռիսկը հնարավոր է վերացնել և ստացել է ոչ սիստեմատիկ ռիսկ անվանումը:

Դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող ռիսկը պայմանավորված է տարբեր ազդեցություններով և կոնկրետ մեխանիզմի համար չի հանդիսանում յուրահատուկ՝ պատերազմներ, քաղաքական անկայունություն և այլն, ստացել է սիստեմատիկ ռիսկ անվանումը: Դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող ռիսկը մնում է հաստատուն անկախ այն բանից, թե որքան միջոցներ են ներդրվել և հակառակը, դիվերսիֆիկացման ենթակա ռիսկը նկատելի նվազում է պայմանավորված ներդրված արժեթղթերի տեսակներով և քանակով: Եթե փաթեթում տարբեր արժեթղթերի քանակը շատ է, բնականաբար դիվերսիֆիկացվող ռիսկը զգալիորեն կնվազի:

Պարզվում է, որ հիմնական ուշադրությունը պետք է դարձնել դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող ռիսկի վրա, քանի որ օպտիմալ ներդրումային փաթեթ ընտրելու դեպքում դիվերսիֆիկացվող ռիսկից հնարավոր է խուսափել, մինչդեռ դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող ռիսկը հանդիսանում է անփոխարինելի: Ռիսկերի նվազեցման համար լավագույն

տարբերակներից մեկը համահարթեցումն է: Համահարթեցումը դա երկու կամ ավելի արժեթղթերի միավորումն է մեկ ներդրումային առաջարկում նպատակ ունենալով նվազեցնել ներդրումային ռիսկը, կամ հնարավոր կորուստներից ռիսկի նվազեցման գործընթացն է: Այսպիսի ռազմավարությունը ենթադրում է արժեթղթերի և օպցիոնների միաժամանակյա գնում և/կամ վաճառք:

Գոյություն ունեն համահարթեցման տարբեր ձևեր, որոնց մի մասը շատ բարդ է, մյուսը, ընդհակառակը պարզ: Դրանք հնարավորություն են տալիս ներդրումներն ապահովագրել հնարավոր լուրջ կորուստներից առանց էական ծախսերի: Համահարթեցումը պայմանավորված է երկու գործարքով արժեթղթերի գնում և օպցիոնների գնում:

Ռիսկի կառավարման հիմնական խնդիրներն են ֆինանսական կայունության մակարդակի բարձրացումը և կառավարման մեխանիզմների կատարելագործումը: Ռիսկ-մենեջմենթն իր մեջ ներառում է կառավարման ռազմավարություն և մարտավարություն: Կառավարման ռազմավարությունն իրենից ենթադրում է դրված նպատակի իրականացման համար միջոցների օգտագործման ուղղություն և եղանակ: Կառավարման մարտավարությունը կոնկրետ գործելաձևեր և մեթոդներ են կոնկրետ պայմաններում, որոնք դրված են նպատակի իրականացման համար:

Ռիսկ-մենեջմենթը որոշակի գործառույթներ է իրականացնում.

1. Նախնական իմացություն կամ պլանավորում, օբյեկտի ֆինանսական դրության մասին փոփոխությունների հեռանկարային մշակում,
2. Կազմակերպում, ներդրումային ծրագիր իրականացնող մարդկանց համախմբում,
3. Կարգավորում, օբյեկտի վրա ազդեցություն,
4. Համաձայնեցում, կազմակերպում է համակազմի օղակների համաձայնեցում,
5. Խթանում, մասնագետների մոտ հետաքրքրություն է առաջացնում, մղում գործելու,
6. Վերահսկում, ռիսկի աստիճանի նվազեցում:

Ներդրումային ռիսկի որոշման բազմաթիվ մոտեցումներ կան, որոնցից կարևորներն են.

- ռիսկի հաշվառման իմիտացիոն մոդել, որն իրենից ներկայացնում է դրամական հոսքերի ճշգրտում բոլոր տարբերակներով,
- ոչ ռիսկային համարժեք դրամական հոսքի կառուցման մեթոդաբանություն, որի հիմքում օգտակարության և խաղերի տեսությունների հիմնական գաղափարներն են,
- դիսկոնտավորման դրույքով ռիսկի ճշգրտման մեթոդաբանություն, որը ենթադրում է դիսկոնտավորման գործակցի ճշգրտում:

Առաջացող ներդրումային ռիսկերը կարելի է տարանջատել մակրո (տնտեսական անկման, ֆինանսական ճգնաժամի, քաղաքական, սոցիալական) և միկրո ռիսկերի<sup>2</sup>:

Ռիսկը գնահատելու և համապատասխան որոշում ընդունելու համար անհրաժեշտ է հավաքել նախնական տեղեկություններ ռիսկը կրող օբյեկտի վերաբերյալ: Այս սկզբնական փուլը կոչվում է ռիսկի բացահայտում և ներառում է երկու ենթափուլ օբյեկտի կառուցվածքի մասին տեղեկությունների ընտրություն և վտանգների կամ միջադեպերի բացահայտում:<sup>3</sup>

<sup>2</sup> «Риск-анализ инвестиционного проекта», Пол рел. М.В. Грачевой, М.: ЮНИТИ, 2000, с. 104.

<sup>3</sup> Хохлов Н.В., «Управление риском», Учебное пособие, 2001. стр. 45

Ռիսկերի ընդհանուր գնահատման արդյունքում հնարավոր է դառնում գնահատել ներդրումային նախագծի արդյունավետությունը: Ներդրումային նախագծի արդյունավետությունը որոշվում է, նախ, դրա իրագործման արժեքի մեծությամբ: Անհրաժեշտ է նշել, որ անկայուն տնտեսության պայմաններում, որը բնորոշ է անցումային տիպի տնտեսություն-ներին, ներդրումային նախագծի արժեքը դրա իրագործման ողջ ընթացքում փոփոխվում է բազմաթիվ գործոնների ազդեցությամբ, որոնցից առավել մեծ կշիռ ունեցողներից է ինֆլյացիոն գործընթացի ինտենսիվությունը:

Ներդրումային որոշման կայացումը բազմափուլային գործընթաց է, որտեղ անհրաժեշտ է հնարավորինս օբյեկտիվորեն գնահատել իրավիճակը: Ներդրումային որոշումների կայացումը ամբողջությամբ տեղի է ունենում անորոշության և ռիսկի պայմաններում, ինչի հետևանքն այն է, որ չկա ենթակայություն դասական հավանականության տեսության հիմնական դրույթներին:

Ձեռնարկատիրական ցանկացած որոշման ընդունման նպատակահարմարությունը կարող է բացահայտվել վերլուծության և գնահատման միջոցով: Դա նշանակում է, որ տնտեսական արդյունավետ գործունեության համար անհրաժեշտ է ոչ միայն բացահայտել ռիսկը և կատարել վերլուծություն, այլև գնահատել դրա մակարդակը: Ձեռնարկատիրական ռիսկի կառավարման, իւելամիտ համակարգ ընտրելու, ռիսկի նվազեցման հնարավոր ուղիներն ուսումնասիրելու նպատակով անհրաժեշտ է ուսումնասիրել դրանց գնահատման մեթոդները: Ընդ որում ռիսկի կառավարումը ենթադրում է տնտեսական գործունեության մեջ բազմաբնույթ մոտեցումների, գործընթացների, միջոցառումների կիրառում, որոնք հնարավորություն կտան կանախատեսել ռիսկային դրությունը և նվազեցնել դրա ազդեցության մակարդակը:<sup>4</sup>

#### ***Թեմա 4. Տնտեսական քաղաքականության ազդեցությունը ներդրումային միջավայրի վրա***

1. Ներդրումների դրական և բացասական ազդեցությունը տնտեսության վրա -----	45
2. Հարկային օրենսդրության և ներդրումային քաղաքականության փոխազդեցությունը -----	49
3. Ներդրումային շուկայի հավասարակշռությունը -----	51
4. Ներդրումային շուկան բնութագրող ցուցանիշները -----	53

#### ***Հարց 1. Ներդրումների դրական և բացասական ազդեցությունը տնտեսության վրա***

Բազմիցս նշել ենք տնտեսության վրա ներդրումների դրական ազդեցության մասին: Սակայն դա միանշանակ չէ: Ինչպես ցանկացած երևույթ, այնպես էլ ներդրումները, ունեն բացասական կողմեր, որոնք հատկապես տեսանելի են որոշակի սահմանից հետո:

<sup>4</sup> Кадинская О.А., «Управление финансовыми рисками», М. 2000, стр. 57.

Տնտեսական իրադրությունն ու պայմաններն են թելադրում, թե որ ուղղությամբ կգարգանան ներդրումները: Անհրաժեշտ է ճիշտ կողմնորոշվել, թե որն է այն ժամանակահատվածն ու պայմանները, երբ ՕՆ-ը պետք է կրճատվեն: Ըստ էության դա տնտեսության զարգացման այն մակարդակն է, երբ արձանագրվում է կայուն տնտեսական աճ և ներքին ներդրումային ակտիվություն:

Միանշանակ է ՕՆ-ի դրական կողմերը: Այն տնտեսության զարգացման հզոր ուժ է տլիս, նպաստում է տնտեսական աճին: Սակայն դա միայն բավարար չէ: Տնտեսական աճը քանակական ցուցանիշ է և պետք է մեծ ուշադրություն դարձնել նաև տնտեսության զարգացման որակական կողմին՝ կենսամակարդակի բարձրացմանը, եկամուտների կազմին և կառուցվածքին, մասնավոր խնայողությունների առկայությանը և մակարդակին, ԳՏԱ-ին և այլն: Որպես կանոն ներքին ներդրումներն են, որ ապահովում են տնտեսության զարգացումը: Արտաքին կապիտալի ներգրավման բացասական ազդեցությունը դրսևորվում է պետական պարտքի մեծացմամբ: Դա պատճառներից մեկն է, որ գրանցված տնտեսական աճը չի երևում բնակչության կենսամակարդակի ու սոցիալական վիճակի վրա:

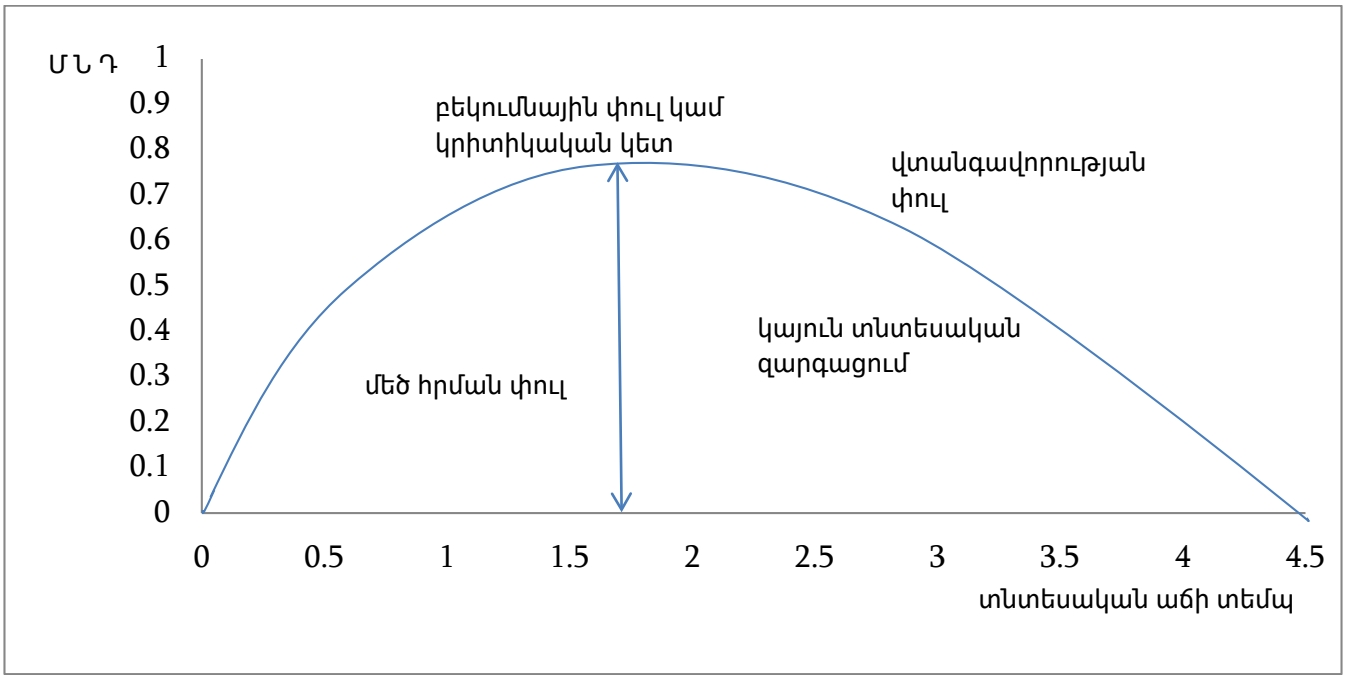
Ներքին ներդրումների ակտիվացմանը խոչընդոտող բազմաթիվ հանգամանքներ կան՝ մասնավորապես. ներքին մասնավոր խնայողությունների ցածր մակարդակը, գործարար ակտիվությանը խոչընդոտող իրավական համակարգի անկայունությունը, ինստիտուտների թերի գործունեությունը, կոռուպցիոն երևույթները և այլն: Այն իրավիճակում երբ ՉՆԴ-ը մոտենում են ՀՆԱ-ի մակարդակին, երկիրը հայտնվում է բավականին բարդ և հակասական իրավիճակում թե տնտեսապես, թե քաղաքական առումով: Փաստորեն երկիրը արտաքին աշխարհին պարտք է ավելին քան իր երկրի տարեկան արտադրական հզորությունն է: Այսինքն, ՕՆ-ի ներգրավման ակտիվ քաղաքականություն կարելի վարել այնքան ժամանակ, քանի դեռ պարտավորությունները չեն մոտեցել վտանգավոր սահմանագծին: Միևնույն ժամանակ պետք է նպաստավոր պայմաններ ապահովել ներքին ներդրումների համար:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ հայտնի տեսություններից կարելի է առանձնացնել ամերիկացի տնտեսագետ Հ. Չեներիի տեսությունը, որի հիմնական դրույթները կարելի է արտահայտել հետևյալ գծապատկերի օգնությամբ (գծ.1): Եթե արտաքին կապիտալի ներգրավման գործընթացը իրականանում է պարաբոլի տեսքով, ապա երկիրն ունի կայուն տնտեսական աճ: ՕՆ-ի ակտիվ քաղաքականություն պետք է իրականացնել այնքան ժամանակ քանի դեռ տնտեսական աճի տեմպը չի անցել պարաբոլի գագաթի կետը: Մա կոչվում է կրիտիկական կետ կամ բեկումնային փուլ: Մինչ բեկումնային պահը՝ Չեներիի տեսության համաձայն, կոչվում է մեծ հրման փուլ, որի ընթացքում դրսևորվում է ՕՆ-ի դրական ազդեցությունը երկրի տնտեսության վրա: Այս փուլի ավարտը հեղինակները համարում են այն պահը, երբ տնտեսական աճի տեմպը հավասարվում է ներքին ներդրումների աճի տեմպին: Այդ պահից ներքին ներդրումների աճը ավելի արագ է տեղի ունենում, քան տնտեսական աճը:

Բեկումնային փուլից հետո այն երկիրը, որը կգարգանա պարաբոլի վեկտորով, զերծ կլինի արտաքին աշխարհի կախումից տնտեսական և քաղաքական առումով, ակնհայտ կլինի որակական տնտեսական աճը, կհաղթահարած ներդրումային ճգնաժամը: Այդ կետից հետո

տնտեսական աճի տեմպը և ՕՆ-ը պետք է հակադարձ կապ արտահայտեն: Տնտեսական աճը պետք է ապահովված լինի ներքին ներդրումների հաշվին: Երկիրը պետք է երկկողմանի ռազմավարություն իրականացնի ներքին ներդրումների խթանման և միևնույն ժամանակ զսպող քաղաքականություն՝ ՕՆ-ի ներգրավման գործում:

Եթե երկիրը չի գտում այդ կրիտիկական կետը, ապա հայտնվում է վտանգավորության փուլում: Նման երկրում գրանցվում է տնտեսական աճ, սակայն դա ուղիղ համեմատական է արտաքին պարտքի հետզհետե աճող տեմպերի հետ: Այդ պարագայում երկիրը հայտնվում է տնտեսական ու քաղաքական կախվածության մեջ արտաքին աշխարհից՝ դրանից բխող բազմաթիվ բացասական հետևանքներով: Մա վտանգավոր է հատկապես զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրների համար: Ըստ մեկ այլ ամերիկացի տնտեսագետ Հ. Լեյբենստանի լավագույն դեպքը երբ կրիտիկական կետում ներդրումների մակարդակը կազմում է ազգային եկամտի մոտ 12-15%: Նա հիմնավորում է, որ այդ դեպքում կավելանա բնակչության 1 շնչի հաշվով ՀՆԱ մակարդակը՝ եկամուտների աճը կբերի խնայողությունների աճի, կակտիվանան ներդրումային գործընթացները, կավելանան տնտեսվարողները, հետևաբար կավելա ՀՆԱ-ն և տնտեսական աճը կգրանցվի որակական և կառուցվածքային դրական ցուցանիշներով:



Գծապատկեր 1. Արտաքին կապիտալի ներգրավման և տնտեսական աճի կապը

Մալազիայի, Հունգարիայի, Չեխիայի, Լեհաստանի և մի շարք այլ երկրների փորձը 20-րդ դ. վերջում ցույց է տալիս, որ ՕՆ-ի բաժինը երկրի համախառն կապիտալում չպետք է հասնի 60-70%-ի շեմը: Դեռևս 19-րդ դ. վերջում Բ. Բրանդտը նշել է, որ նման երկիրը դատապարտված է լինելու ապրել այլ երկրների հավերժական պարտքի տակ, աշխատել բացառապես օտարերկրացիների շահերի համար, ծախել իր ազգային հարստությունը այլ երկրների հարստացման համար: Փոխարեն սեփական միջոցներով զարգացում ապահովելու՝

կհայտնվեն այլ երկրների տնտեսություններից կախման մեջ, ինչն ավելի կսրվի քաղաքական բարդությունների դեպքում: Երկիրը տնտեսապես ու քաղաքական առումով կհայտնվի այլ երկրներից կախվածության մեջ: Սակայն այդպես լինում է ոչ միշտ: Կապիտալի ներհոսքը տարբեր կերպ է ազդում փոքր տարածք ու թույլ քաղաքական դիրք ունեցող երկրների և քաղաքական հզորություն ունեցող, որոշակի կշիռ կամ կոշտ իշխանությամբ կառավարվող երկրների դեպքում: Առաջին խումբ երկրների համար իրական հատվածի կենտրոնացումն օտարերկրացիների ձեռքում իսկապես կբերի երկրի կախվածության մեծացմանը, ազգաբնակչության շահերը կդառնան երկրորդական, կմեծանան կոռուպցիոն ռիսկերը:

Երկրորդ խումբ երկրների դեպքում նման վտանգներ գրեթե չկան, քանի որ իշխանությունը կարող է ժամանակին կանխել դրանք, զսպել ՕՆ-ի ներհոսքը և/կամ դրանց ազդեցությունը:

Ցանկացած երկրի՝ հատկապես զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրների համար, էական նշանակություն ունի տնտեսական անվտանգության խնդիրը: Տնտեսական անվտանգության ապահովումը բարդ և բազմակողմանի գործընթաց է, որն տնտեսական քաղաքականության անբաժան մասն է կազմում: Ժամանակակից գլոբալ զարգացումների համատեքստում դա էլ ավելի բարդ է: Տնտեսական անվտանգությունը դիտարկվում է հետևյալ՝ ազգային հետաքրքրությունների, տնտեսական անկախության, երկրի տնտեսության, սոցիալ-տնտեսական համակարգի կայունության և ներքին ու արտաքին ցնցումների տեսանկյուններով: Զարգացած տնտեսությամբ երկրներում, որտեղ առկա է մակրոտնտեսական կայունություն, տնտեսական աճ ու զարգացում, լրիվ զբաղվածություն, նվազագույն ինֆլյացիայի տեմպ, ավելի քիչ են տնտեսական անվտանգությանը սպառնացող երևույթները:

Սակայն զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրների համար դա գերակա խնդիրներից մեկն է: Այդպիսի երկրները, որպես կանոն, բնութագրվում են մակրոտնտեսական անկայունությամբ, ֆինանսական շուկաների ու հարկաբյուջետային համակարգի թերզարգացվածությամբ, իրական հատվածի ոչ լիարժեք գործունեությամբ, տնտեսական ու ինստիտուցիոնալ համակարգերի անկայունությամբ, գործազրկության բարձր մակարդակով, ինֆլյացիայի բարձր տեմպով, երբեմն նաև քաղաքական անկայուն իրադրությամբ: Վերջիս ավելի է բարդացնում ստեղծված իրավիճակը և ի հայտ բերում լրացուցիչ վտանգներ: Նման դեպքում երկիրն էլ ավելի զգայուն է դառնում արտաքին ազդակների հանդեպ: Եթե դրան ավելացնենք նաև ՕՆ-ի և/կամ արտաքին պարտքի բարձր աստիճանը, ապա պարզ է որ տնտեսապես երկիրն ավտագ իրավիճակում չէ:

Այսպիսով, ՕՆ-ը կարող է նպաստել տնտեսական աճին ու զարգացմանը այն դեպքում

- ✓ երբ առավելություն է տրվում ուղղակի օտարերկրյա ներդրումներին (ՕՈՆ),
- ✓ ՕՈՆ-ները ուղղվում են բարձր տեխնոլոգիական ոլորտների զարգացմանը,
- ✓ ուղղված են երկրի թույլ զարգացած մարզերի զարգացմանը,
- ✓ նարդրումներ են կատարվում այն ոլորտներում, որոնք հեռանակային են միջազգային շուկաներ դուրս գալու տեսանկյունից,
- ✓ նպաստում են մրցակցային պայմանների բարելավմանը, մոնապոլիաների վերացմանը:



## **Հարց 2. Հարկային օրենսդրության և ներդրումային քաղաքականության փոխազդեցությունը**

Նոր սարքավորումների, արտադրանքի, հումքի, էներգետիկ ռեսուրսների ստեղծումն ու ներդրումը ենթադրում է դրամական ծախսեր: Ացնումայն տնտեսությամբ երկրներում ֆինանսական ռեսուրսների սահմանափակության պայմաններում ներդրումների լավագույն տարբերակի ընտրությունը հատկապես կարևոր է: Այն հանգամանքը, որ բարձր արտադրողականությամբ սարքավորումների ու տեխնոլոգիաների ներդրումը բարձրացնում է ձեռնարկության մրցունակությունը՝ անհերքելի է:

Գործարարները միևնույն խնդիրը լուծում են տարբեր եղանակներով, որոնք պահանջում են տարբեր ծախսեր և տարբեր ժամկետներ: Անհրաժեշտ է ընտրել լավագույն տարբերակը: Որպես այդպիսին ընտրում են նվազագույն ծախսերով առավելագույն շահույթ ստանալու հնարավորությունը, և քանի որ հարկերը կազմում են ծախսերի անբաժանելի մասը՝ ձեռնարկատերը ձգտում է դրանք հասցնել նվազագույնի, ուշադրության կենտրոնում է պահում հարկային համակարգի փոփոխությունները, հնարավորինս մանրամասն ծանոթանում հարկային օրենսդրությանը:

Հարկային համակարգերն ունեն դրսևորման առանձնահատկություններ և դասվում են տնտեսական, ազգային անվտանգության, ինչպես նաև տնտեսական աճի ապահովման գործիքների շարքին, որը ենթադրում է.

- ✓ հարկերը, ինչպես նաև դրանց հետ կապված ծախսերը պետք է լինեն նվազագույն,
- ✓ հարկային համակարգը պետք է նպաստի եկամուտների արդարացի վերաբաշխմանը՝ բացառելով կրկնակի հարկում,
- ✓ հարկային համակարգը պետք է բացառի խտրականությունները և հարկման արդարացի ու անկողմնակալ մոտեցում ցուցաբերի հարկատուներին,
- ✓ հարկումը պետք է ենթադրի նվազագույն միջամտություն հարկատուի կյանքում,
- ✓ հարկային համակարգը պետք է լինի կայուն,
- ✓ հարկային օրենսդրության փոփոխությունները պետք է հասանելի, պարզ ու մատչելի կերպով ներկայացվեն հանրությանը:

Հարկային քաղաքականության արդյունավետությունը բնութագրվում է ստվերային տնտեսության չափերով: Ստվերային տնտեսության հիմնական բնութագրիչները ոչ միայն հարկման դաշտից դուրս գործող սուբյեկտների առկայությունն է, այլ և մրցակցային ու ներդրումային հարաբերությունների բացակայությունը կամ անկայունությունը:

Գոյություն ունեն ստվերային տնտեսության բազմաթիվ սահմանումներ, որոնց բոլորի հիմնական, առանցքային գաղափարը նույնն է՝ պետության վերահսկողությունից ու գիտությունից դուրս գործող տնտեսվարողների առկայությունը: Ստվերային տնտեսության չափի որոշումը բավականին բարդ է: Չնայած գոյություն ունեն գնահատման մի քանի մեթոդներ, սակայն երբեք հնարավոր չէ ճշգրիտ հաշվարկել դրա չափերը:

Ստվերային տնտեսությունը կարելի է բաժանել երկու խմբի՝

1. ստվերային տնտեսություն, որը պայմանավորված է պետական կառավարման համակարգում կոռուպցիայի և հովանավորչության առկայությամբ,

2. ստվերային տնտեսություն, որը պայմանավորված է որոշ տնտեսվարողների կողմից, առանց կոռուպցիոն քայլերի, հարկերից խուսափելու կարողությամբ:

Ստվերային տնտեսության պատճառած վնասները բազմաթիվ են ու բազմաբնույթ: Նախ կրճատվում են բյուջեի մուտքերը, հետևաբար կկրճատվեն նաև պետության կողմից ֆինանսավորվող ոլորտների հատկացումները: Աղավաղվում են բոլոր տնտեսական գործընթացները, ինչը հատկապես երկարաժամկետում լի է անդառնալի վտանգներով: Սրվում են ոչ կատարյալ մրցակցությանը բնորոշ երևույթները: Բյուջեի մուտքերը ավելացնելու նպատակով պետությունը կարող է բարձրացնել հարկային դրույքաչափերը: Մակայն դա ևս կրերի հարկերց խուսափելու մի նոր ալիք: Հարկային դրույքաչափերի և բյուջեի մուտքերի կապը նկարագրված է Ա. Լաֆֆերի կողմից և հիմնավոր փաստարկներով ներկայացված է դրանց փոխներգործությունը և ազդեցությունը տնտեսության վրա:

Ֆրիդմանը և Ջոնսոնը իրենց աշխատությունում երկրների համեմատական վերլուծության միջոցով եկել են այն եզրակացության, որ ոչ թե բարձր դրույքաչափերն են ազդում ստվերային տնտեսության չափերի վրա, այլ կառավարության կողմից հարկային համակարգի ոչ արդյունավետ և դիսկրեցիոն քաղաքականության կիրառումը և կարգավորումը: Մեծ նշանակություն ունեն նաև կոռուպցիան, հարկային կարգապահությունը և քաղաքացիական գիտակցությունը:

Այնուամենայնիվ հարկադրույքների չափը և հարկային վարչարարությունը էապես ազդում են ներդրումային ակտիվության վրա: Խստացվող հարկային վարչարարությունը ժամանակի ընթացքում ստեղծում է մի իրավիճակ, երբ հասարակության մոտ նվազում կամ բացակայում է օրինական դաշտում գործելու ցանկությունը: Մեծ է նաև բյուրոկրատական քաշքշուկների ազդեցությունը: Տնտեսագետները նշում են, որ պետական կառույցները և քաղաքական գործընթացները կանխորոշում են կոռուպցիոն մթնոլորտը: Արդյունքում առաջանում է փակ շղթա:

Ներդրումների խթանման անհրաժեշտությունից ելնելով, հայտնի է Անգլիայի կառավարության փորձը, որը գործում է երկու անշեղ կանոնով.

- ✓ ոսկյա կանոն – պետությունը միջոցներ է փոխառում միայն ներդրումներ իրականացնելու համար, այլ ոչ թե՝ ընթացիկ ծախսերի:
- ✓ ներդրումային կանոն – պետական հատվածի գուտ պարտքը ՀՆԱ-ի նկատմամբ պետք է պահպանվի կայուն մակարդակի վրա:

*Երկրի ներդրումային գրավչությունը կախված է երկու պայմանից՝*

- հարկման ցածր մակարդակ և արդյունավետ գործող հարկային համակարգ:
- ներդրումների պաշտպանվածության բարձր մակարդակ:

Երկրորդ պայմանը գործելու դեպքում, նույնիսկ հարկային օրենսդրության հաճախակի փոփոխությունների պարագայում, ապահովված կլինեն ներդրումների հոսքը, տնտեսական հարաբերությունների նոր, ավելի կայուն հարաբերությունները:

Լավագույնը համարվում է այն ներդրումային ծրագիրը, որն ապահովում է միավոր հաշվով ամենամեծ եկամուտը և իրականացման ամենակարճ ժամկետները:

Ըստ էության, շուկայական տնտեսությունը համարվում է մի այնպիսի գործիք, որը

խթանում է աշխատանքի արտադրողականության աճը և ամեն կերպ բարձրացնում արտադրության արդյունավետությունը: Տնտեսական արդյունավետությունը արտահայտվում է հասարակական աշխատանքի արտադրողականության բարձրացմամբ: Հասարակական աշխատանքի արտադրողականության մակարդակը որքան բարձր է, այնքան ցածր են արտադրական ծախսերը, և բարձր է տնտեսական արդյունավետությունը:

Տարբերում ենք տնտեսական արդյունավետության հետևյալ տեսակները՝

*Բացարձակ արդյունավետությունը* ներկայացվում է որպես արդյունքի հավելաճի և այդ հավելաճն ապահովող կապիտալ ներդրումների հարաբերություն: Այն բնութագրում է կատարված ծախսերի դիմաց ստացված արդյունքի բացարձակ մեծությունը: Հաշվարկը իրականացվում է կապիտալ ներդրումներ կատարելուց հետո:

*Համեմատական արդյունավետությունը* հաշվարկում են միևնույն խնդրի լուծման համար առաջարկվող երկու կամ ավելի տարբերակներից լավագույնն ընտրելու նպատակով: Համեմատական տնտեսական արդյունավետությունը գնահատող ցուցանիշներն են կապիտալ ներդրումների ծավալը, արտադրանքի ինքնարժեքը, աշխատանքի արտադրողականությունը, լրացուցիչ կապիտալ ներդրումները, լրացուցիչ կապիտալ ներդրումների հետգնման ժամկետը, արդյունավետության ճյուղային գործակիցը, բերված ծախսերը, տարեկան տնտեսական արդյունավետությունը և այլն:

Ներդրումային ծրագրերի, նախագծերի, տնտեսական արդյունավետության մասին ավելի ճիշտ պատկերացում կարող են տալ դրանց իրականացման համար կատարված հասարակական աշխատանքի ծախսումները, այսինքն՝ արժեքը: Ներդրումային ծրագրերի, նախագծերի արժեքը հաշվարկելու համար որպես չափանիշներ օգտագործվում են տեսակարար ծախսերը, արտադրանքի գինը և ինքնարժեքը: Ներդրումային ծրագրերի արդյունավետությունը կարելի է գնահատել բնաիրային և արժեքային ցուցանիշների համակարգի օգնությամբ:

Արտադրության արդյունավետությունը բնութագրող ցուցանիշներն են՝

1. Բացարձակ - դրանք բնութագրում են արտադրվող արտադրանքի միավորին բաժին ընկնող կապիտալ ներդրումների մեծությունը՝ այսինքն կապիտալ ներդրումների ամբողջ ծավալի և թողարկված արտադրանքի քանակի հարաբերությունն է:
2. Հարաբերական - արտահայտում են արտադրանքի որոշակի տեսակի արտադրության համար ձեռնարկության կատարած ընթացիկ ծախսերի ամբողջությունը:
3. Ընդհանուր - դրանք բնութագրում են կենդանի աշխատանքի ծախսումների մակարդակը արտադրանքի ծավալի և աշխատողների միջին ցուցակային թվաքանակի հարաբերությամբ:

### ***Հարց 3. Ներդրումային շուկայի հավասարակշռությունը***

Ներդրումային շուկայի իրավիճակը բնութագրվում է ներդրումային միջոցների առաջարկի ու պահանջարկի հարաբերակցությամբ, գների մակարդակով, մրցակցությամբ և իրացման ծավալը որոշող գործոնների ամբողջությամբ: Ներդրումային շուկային բնորոշ է մշտական փոփոխությունները և պարբերաշրջանային զարգացումը, որը բաղկացած է 4 ձուլից՝

- Վերելք – նկատվում է ընդհանուր գործարար ակտիվության բարձրացմանը զուգահեռ: Աճում է ներդրումային միջոցների պահանջարկը, դրանց գները, ակտիվանում է ներդրումային շուկան:
- Բում - շահադիտական նպատակով իրավիճակայն իրարանցում, որն արտահայտվում է ներդրումային շուկայում իրացման ծավալների, ներդրումային միջոցների առաջարկի ու պահանջարկի, դրանց գների աճով, ներդրողների ու միջնորդների եկամուտների կտրուկ բարձրացմամբ:
- Թուլացում – տեղի է ունենում տնտեսության ընդհանուր անկման արդյունքում: Այս փուլում առաջարկի որոշակի ավելցուկի պայմաններում պահանջարկը հարաբերականորեն բավարարվում է, որոշ կարճ ժամանակով կայունանում, ապա՝ գների իջեցման հետևանքով, ներդրողների ու միջնորդների եկամուտները կրճատվում են:
- Անկում – բնութագրվում է ներդրումային ակտիվության խիստ ցածր մակարդակով, առաջարկի ու պահանջարկի կտրուկ անկմամբ: Ներդրողների ու միջնորդների եկամուտները իջնում են հնարավոր ամենացածր մակարդակի, մի շարք դեպքերում դառնում են վնասաբեր:

Ներդրումային պահանջարկը ներկայացնում են ներդրողները: Այն լինում է՝

- ✓ Ներուժային – տնտեսվարող սուբյեկտների ու տնային տնտեսությունների այն խնայողություններն են, որոնք բարենպաստ պայմանների դեպքում կարող են դրվել շրջանառության մեջ:
- ✓ Իրական – բնութագրում է տնտեսվարող սուբյեկտների ու տնային տնտեսությունների իրականում, սվյալ պահին ներդրումներ կատարելու պատրաստակամությունը, ներդրումային միջոցների նկատմամբ պահանջարկը:

Ներդրումային առաջարկը ցանկացած տիպի ներդրումային միջոցների ամբողջությունն է՝ ներդրումային կապիտալը:

Ներդրումային շուկայի գործողության վրա ազդում են բազմաթիվ գործոններ: Տնտեսագիտական տարբեր դպրոցների ներկայացուցիչներ բազմիցս անդրադարձել են ներդրումային շուկայի ուսումնասիրությանը և եզրահանգումները միանշանակ չեն: Մասնավորապես՝ արևմտյան դպրոցի ներկայացուցիչները ներդրումներն ուսումնասիրում են կատարյալ մրցակցային շուկայի մոդելի տեսանկյունով, որին հատուկ է առաջարկի ու պահանջարկի շարժունակությունը:

Քեյնսյան տեսության ելակետը համարվում է ներդրումային պահանջարկի փոփոխությունը: Նորդասական տեսության համաձայն որոշիչ դերը տրվում է առաջարկին, այդ թվում՝ ներդրումային ռեսուրսներին:

Ազատ մրցակցության պայմաններում առաջարկի ու պահանջարկի փոփոխությունը օրինաչափ երևույթ է: Իրական տնտեսության մեջ՝ ռեսուրսների սահմանափակության պայմաններում, մենաշնորհներից կախված շուկայի տարրերի ճկունությունը զգալիորեն նվազում է ինչը դառնում է շարունակական երևույթ: Ներդրումային շուկայի հավասարակշռությունը ձևավորող ու փոփոխող գործոնները բազմաթիվ են:

Ներդրումային պահանջարկը բնութագրվում է բարձր շարժունակությամբ և ձևավորվում է շարք գործոնների ազդեցությամբ, որոնցից կարելի է առանձնացնել.

- Ազգային արդյունքի ծավալը,
- Կապիտալի կուտակման ծավալը,
- Բնակչության դրամական եկամուտների ծավալը,
- Եկամուտների բաշխման առանձնահատկությունները՝ սպառման և խնայողությունների կախվածությունը,
- Գնաճի տեմպը,
- Փոխատվական կապիտալի տոկոսադրույքը,
- Հարկային քաղաքականությունը,
- Ֆինանսական շուկայի զարգացվածությունը,
- Արտարժույթի կուրսը,
- Օտարերկրյա ներդրումների առկայությունը,
- Մրցակցային իրադրությունը,
- Տնտեսական և քաղաքական իրավիճակը:

Ներդրումային առաջարկի ձևավորումն ունի մի շարք առանձնահատկություններ: Մի կողմից այն հանդես է գալիս որպես ապրանքների առաջարկ, որը պայմանավորված է գնային և ոչ գնային գործոններով: Մյուս կողմից՝ որպես եկամուտ, շահույթ ապահովող հատկություններով օժտված ներդրումային ապրանքների առաջարկ: Այստեղ առանձնանում է եկամտաբերության նորմ հասկացությունը, որն էլ որոշում է ներդրումային ապրանքի գինը: Ներդրումային առաջարկի վրա մեծապես ազդում է փոխատվական կապիտալի շուկան, տոկոսադրույքը և ֆոնդային շուկայի զարգացման աստիճանը:

Ներդրումային շուկայի հավասարակշռությանը ապահովելը բարդ գործընթաց է և կախված բազմաթիվ գործոններից, հատկապես եթե հաշվի առնենք ոչ կատարյալ մրցակցության առկայությունը:

#### ***Հարց 4. Ներդրումային շուկան բնութագրող ցուցանիշները***

Ազգային տնտեսության զարգացման, պետական ներդրումային քաղաքականության արդյունավետությունը և ներդրումային իրավիճակը բնութագրող հիմնական ցուցանիշները կարելի է ներկայացնել հետևյալ կերպ.

1. Ազգային տնտեսության ներդրումային գործունեությունը և պետական ներդրումային քաղաքականությունը բնութագրող ցուցանիշներն են.

- ✓ Համախառն ներքին արդյունք,
- ✓ Ազգային եկամտի ծավալ,
- ✓ Արդյունաբերական արտադրության ծավալ,
- ✓ Արտադրության և ներդրման զուտ հարկ,
- ✓ Սպառողական գների ինդեքս,
- ✓ Միջին աշխատավարձի մակարդակ:

2. Ներդրումային շուկայի տարողությունը և դրա ապահովումը բնութագրող ցուցանիշները.

- ✓ Կապիտալ ներդրումների ծավալ,
  - ✓ Երկրում շինարարության ծավալ,
  - ✓ Կապիտալ ներդրումների ծավալը բյուջետային միջոցների հաշվին,
  - ✓ Հիմնական միջոցների գործարկում,
  - ✓ Ամորտիզացիոն հատկացումներ տնտեսության բոլոր ճյուղերում,
  - ✓ Գների ինդեքս՝ ըստ կապիտալ ներդրումների,
  - ✓ Տնտեսության մեջ երկարաժամկետ վարկային ներդրումներ:
3. Անշարժ գույքի և հիմնական միջոցների շուկան և այն բնութագրող ցուցանիշները.
- ✓ Անշարժ գույքի առք ու վաճառքով զբաղվող բորսաների ու ընկերությունների թվաքանակը,
  - ✓ Անշարժ գույքի առք ու վաճառքի ուղղությամբ գրանցված գործարքների թվաքանակը,
  - ✓ Հիմնական միջոցների առաջարկը և իրացվող վաճառքի ծավալները՝ այդ թվում բնակելի մակերես,
4. Արժեթղթերի շուկայի իրավիճակը և այն բնութագրող հիմնական ցուցանիշները.
- ✓ Արտոնագրված/օրինական բորսաների քանակը,
  - ✓ Կնքված բորսային գործարքների քանակը,
  - ✓ Թողարկված և վաճառված արժեթղթերի քանակը, այդ թվում՝ բաժնետոմսեր, պետական պարտատոմսեր,
5. Փողի շուկայի իրավիճակը և այն բնութագրող հիմնական ցուցանիշները.
- ✓ Փոխատվական կապիտալի, որպես ռեսուրս՝ վաճառքը. դեպոզիտներ, առևտրային, միջբանկային վարկեր,
  - ✓ Ապահովագրական վճարումների ծավալ,
  - ✓ Բնակչության ավանդների համախառն ծավալ,
  - ✓ ԿԲ տոկոսադրույք:

Բերված հիմնական ցուցանիշների վիճակագրական տվյալների հիման վրա հաշվարկվում են ազգային տնտեսության զարգացման, պետական ներդրումային քաղաքականության և ներդրումային իրավիճակը բնութագրող հարաբերական ցուցանիշներ, որոնցից յուրաքանչյուրը ունի իր տնտեսագիտական իմաստնու նպատակը: Ներդրումների տնտեսական արդյունավետության գործակիցները ցույց է տալիս թե ինչպիսի փոփոխություններ են տեղի ունեցել մեկ միավոր կապիտալ ներդրման արդյունքում:

Երկրի տնտեսության և ներդրումային շուկայի վերլուծությունը, գնահատումը և կանխատեսումը հնարավորություն են տալիս կարգավորել ու կայունացնել ազգային տնտեսությունը: Մակրոտնտեսական զարգացման տեսություններից հայտնի է, որ տնտեսությունը զարգանում է որոշակի պարբերականությամբ՝ ճգնաժամ կամ անկում, լճացում, աշխուժացում և վերելք: Անհերքելի է ներդրումների դերը այդ փուլերից յուրաքանչյուրում:

## **Թեմա 5. Ներդրումային քաղաքականության առանձնահատկությունները**

1. Ներդրումային դաշտի պետական կարգավորում -----55
2. **Ներքին ներդրումների իրականացման հնարավորությունները ՀՀ-ում -----56**
3. ՕՈՒՆ-ների ներգրավման հնարավոր ուղիները և ՀՀ ներդրումային քաղաքականությունը 57

### **Հարց 1. Ներդրումային դաշտի պետական կարգավորում**

Ներդրումային գործունեությանը պետության մասնակցությունն իրականացվում է ներդրումային նախագծերի մշակման, հաստատման և ֆինանսավորման միջոցով պետական բյուջեի հաշվին: Պետության մասնակցությունը դրսևորվում է հետևյալ կերպ.

1. Պետությունը հանդես է գալիս որպես միասնական իրավական դաշտ ստեղծող և համակարգող ինստիտուտ:

2. Պետությունն ինքը ներդրումային գործընթացի մասնակից է, որին բյուջեից միջոցներ է հատկացնում: Սակայն որոշ վերապահումով՝ պետությունը երբեք շահույթի նպատակ չի հետապնդում կոնկրետ ներդրումային նախագծի իրականացման ընթացքում: Պետության նպատակը տնտեսական, սոցիալական, հասարակական, անվտանգության կամ շրջակա միջավայրի խնդիրների առավելագույն արդյունավետ լուծումն է:

3. Պետությունը վերահսկում է ներդրումային գործընթացների ռազմավարությունը, կազմը, կառուցվածքը:

Ելնելով տնտեսական իրավիճակից՝ ինֆլյացիայի մակարդակ, բյուջեի պակասորդ, արտադրության կառուցվածք, բնակչության վճարունակություն և այլն, կիրառվում է ներդրումային շուկայի կարգավորման այս կամ այն մոտեցումը: Ընդ որում, ցանկացած դեպքում, հիմքում կա երկու նպատակ՝ վերջնական և միջանկյալ:

Վերջնական նպատակներից է ՀՆԱ-ի աճը, զբաղվաշության մակարդակի բարձրացումը, ինֆլյացիայի կրճատումը և այլն: Վերջնական նպատակից է կախված դրամավարկային ու ֆիսկալ քաղաքականության ազդեցության աստիճանը իրական հատվածի վրա:

Միջանկյալ նպատակները կապված են կապիտալի առաջարկի ու պահանջարկի հավասարակշռության, փոխատվական տոկոսի, դրամի զանգվածի կարգավորման հետ: Միջանկյալ նպատակները հիմք են վերջնական նպատակներին հասնելու համար:

Վերոնշյալ ցանկացած նպատակի հասնելու համար պետությունը պետք է իրավական համապատասխան դաշտում կարգավորի ներդրողների, իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց հարաբերությունները՝ պաշտպանելով նրանց ու պետության շահերը: Դա արդյունավետ է երբ ներառում է բոլոր ուղղությունները, որը բարդ, բազմակողմանի և միաժամանակյա աշխատանք է:

1. Բարենպաստ տնտեսական միջավայրի ստեղծում, որը կրերի ներդրումների աճի.

- ✓ Նպաստավոր հարկային քաղաքականության իրականացում, հարկային արտոնություններ և այլն,
- ✓ Ամորտիզացիոն քաղաքականություն, արագացված ամորտիզացիայի կիրառում,
- ✓ Արտաբյուջետային միջոցների օգտագործում՝ քաղաքացիների խնայողություններ և այլ արտաբյուջետային միջոցներ,

- ✓ Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց վարկավորման գործընթացի պարզեցում, միաժամանակ գրավի առարկայի օգտագործման հնարավորություն,
- ✓ Շարժական և անշարժ լիզինգի առկայություն,
- ✓ Հնարավորություն ներդրումային գործընթացի մասնակիցների համար ստեղծելու սեփական ներդրումային ֆոնդեր,
- ✓ Հիմնական միջոցների վերագնահատում ինֆլյացիայի տեմպին համապատասխան,
- ✓ Որոշակի արտոնությունների սահմանում,
- ✓ Հակամենաշնորհային միջոցառումների իրականացում:

2. Պետության ուղղակի մասնակցությունը ներդրումային գործընթացներին՝ կապիտալ միջոցների ներդրման միջոցով.

- ✓ Պետական և տեղական բյուջեներից, ինչպես նաև օտարերկրյա կապիտալի մասնակցությամբ, ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորում,
- ✓ Պետական երաշխիքների տրամադրում մրցույթային կարգով բյուջեից ֆինանսավորվող ծրագրերի համար,
- ✓ կոնկրետ ներդրումային ծրագրի ֆինանսավորման նպատակով պետական պարտատոմսերի թողարկում,
- ✓ կոնցեսիոն պայմանագրերի կնքում ներքին և օտարերկրյա ներդրողների հետ,
- ✓ ժամանակավորապես սառեցված ծրագրերի, անշարժ գույքի կամ այլ կապիտալ միջոցների օգտագործում,

3. Ներդրումային գործունեության կարգավորման իրավական եղանակներ.

- ✓ Ներդրումային ծրագրերի փորձաքննության իրականացում
- ✓ Կողմերի իրավունքների ու պարտականությունների հստակ սահմանում, պայմանագրային հարաբերությունների կանոնակարգում,
- ✓ Վեճերի, տարաձայնությունների կամ իրավախախտումների դեպքում դատական մարմիններին դիմելու, համապատասխան իրավական կարգավորման հնարավորություն:

Ներդրումների ապահովագրությունը նույնպես պետական միջամտության, կարգավորման գործիք է, որը բավականին մեծ ազդեցություն ունի ներդրումային շուկայի կարգավորման գործում:

## **Հարց 2. Ներքին ներդրումների իրականացման հնարավորությունները ՀՀ-ում**



### *Հարց 3. ՕՈԻՆ-ների ներգրավման հնարավոր ուղիները և ՀՀ ներդրումային քաղաքականությունը*

ՀՀ ներդրումային քաղաքականությունը, ներդրումների աջակցությունը ՀՀ Կառավարության տնտեսական քաղաքականության առանցքային ուղղություններից մեկն է և ամրագրված է ՀՀ կառավարության գործունեության ծրագրում:

Ներդրումային քաղաքականությունը նպատակաուղղված է ներդրումային և գործարար բարենպաստ միջավայրի ձևավորմանը, կարգավորող միջավայրի թափանցիկության բարձրացմանը, երկրի մրցակցային առավելությունների բացահայտմանը, Հայաստանում իրականացվող ներդրումների ծավալների մեծացմանը, շուկայական ենթակառուցվածքի զարգացմանը, և արդյունքում՝ տնտեսական զարգացման խնդրի ապահովմանը:

Ներդրումային նպատակաուղղված քաղաքականությամբ և դրա արդյունավետ իրականացմամբ մեծապես պայմանավորված է երկրի արդյունաբերական և գիտատեխնիկական զարգացման հետագա ընթացքը: Հայաստանում իրականացվող ներդրումների աճի ապահովումը կլուծի մի շարք կարևորագույն խնդիրներ, ինչպիսիք են՝ աշխատատեղերի ստեղծումը, շուկայական տնտեսությանը հատուկ նորամուծությունների ներգրավումը (ընդհանուր և ֆինանսական կառավարում, շուկայավարում, նոր տեխնոլոգիաներ, հմտություններ և այլն), նոր շուկաների բացահայտումը, նրանց հասանելիությունը, այդ շուկաներ մուտք գործելու հնարավորությունները և այլն:

Նպատակ ունենալով ներդրումային քաղաքականության արդյունավետ իրականացման՝ ՀՀ-ն իրականացնում է բաց դռների քաղաքականություն: ՀՀ-ում ներդրումային ոլորտը կարգավորող հիմնական իրավական ակտն է 1994թ ընդունված «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքը, ինչպես նաև տնտեսական ոլորտը կարգավորող իրավական ակտերի ներդրումներին վերաբերող այլ դրույթները, որոնք պարբերաբար լրամշակվում են, ենթարկվում փոփոխությունների՝ ժամանակի պահանջներից ու զարգացումներից ելնելով: Կառավարության համապատասխան նախարարությունը պատասխանատու է ներդրումային քաղաքականության մշակման և ներդրումային միջավայրի բարելավման համար, աջակցում է ներդրումային քաղաքականության իրականացմանը: Զարգացման հայկական գործակալությունը պատասխանատու է ներդրումների խթանման, օտարերկրյա ներդրողներին և ներդրումային միջավայրի բարելավմանն աջակցության համար, ինչպես նաև ներդրողներին ծառայություններ է մատուցում մեկ պատուհանի սկզբունքով [www.ada.am](http://www.ada.am):

Պետությունը՝ ելնելով տնտեսական քաղաքաքանության նպատակներից, օրենսդրությամբ սահմանում է ներդրումային դաշտը կարգավորող օրենքների, նորմերի, իրավական ակտերի ամբողջություն: Այն նպաստում է ներդրումային ակտիվությանը, պաշտպանում ներդրողների և պետության շահերը, կարգավորում է տնտեսական հարաբերությունները և այլն: Հատկապես մեծ ուշադրություն է հատկացվում օտարերկրյա ներդրումներին:

Մասնավորապես՝ «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքը սահմանում է ՀՀ տարածքում օտարերկրյա ներդրումների իրականացման, իրավական, տնտեսական ու կազմակերպական հիմքերը և ուղղված է օտարերկրյա ներդրողների իրավունքների, օրինական շահերի, գույքի պաշտպանության ապահովմանը, օտարերկրյա նյութական և

ֆինանսական միջոցների ներգրավման, առաջավոր տեխնոլոգիաների, կառավարման և կազմակերպման փորձի ներդրման ու արդյունավետ օգտագործման նախադրյալների ստեղծմանը:

Օտարերկրյա ներդրող - օտարերկրյա պետություն, ցանկացած օտարերկրյա իրավաբանական անձ, օտարերկրյա քաղաքացի, քաղաքացիություն չունեցող անձ, ՀՀ տարածքից դուրս մշտապես բնակվող ՀՀ քաղաքացի, ինչպես նաև միջազգային կազմակերպություն, որն իր գտնվելու վայրի օրենսդրությանը համապատասխան ներդրում է կատարում ՀՀ-ում:

Օտարերկրյա ներդրում - գույքի ցանկացած տեսակ, այդ թվում ֆինանսական միջոցներ և մտավոր արժեքներ, որն օտարերկրյա ներդրողի կողմից անմիջականորեն ներդրվում է ՀՀ տարածքում իրականացվող ձեռնարկատիրական կամ այլ գործունեության ոլորտում՝ շահույթի (եկամտի) ստացման կամ այլ օգտակար արդյունքի հասնելու նպատակով:

Օտարերկրյա ներդրումներով ձեռնարկություն - ՀՀ օրենսդրությանը համապատասխան ստեղծված ցանկացած կազմակերպական - իրավական տեսակի ձեռնարկություն, որի հիմնադիրը կամ մասնակիցն օտարերկրյա ներդրող է:

Օտարերկրյա ներդրողները կարող են ՀՀ տարածքում ներդրումներ իրականացնել՝

- ա) արտարժույթով, արժույթային այլ արժեքներով, ՀՀ ազգային դրամով.
- բ) շարժական ու անշարժ գույքով (շենքեր, շինություններ, սարքավորումներ և նյութական այլ արժեքներ) և դրա հետ կապված գույքային ցանկացած իրավունքով.
- գ) բաժնետոմսերով, պարտատոմսերով, ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված այլ արժեթղթերով.
- դ) դրամական պահանջների ձևով և պայմանագրային արժեք ունեցող պարտավորությունների կատարման պահանջի իրավունքով.
- ե) արժեք ունեցող մտավոր սեփականության ցանկացած իրավունքով.
- զ) ՀՀ օրենսդրությամբ կամ պայմանագրով նախատեսված տնտեսական գործունեության իրականացման իրավունքով, այդ թվում նաև բնական ռեսուրսների հետախուզման, արդյունահանման, մշակման կամ շահագործման իրավունքով.
- է) վճարովի ծառայություններով.
- ը) ՀՀ օրենսդրությամբ չարգելված ներդրումների ցանկացած տեսակներով:

Օտարերկրյա ներդրումների և դրանց հետ կապված իրավական ռեժիմը չի կարող նվազ բարենպաստ լինել, քան ՀՀ քաղաքացիների, ձեռնարկությունների, հիմնարկների և կազմակերպությունների գույքի, գույքային իրավունքների և ներդրման գործունեության ռեժիմը: Օտարերկրյա ներդրումները կարգավորող՝ ՀՀ օրենսդրության փոփոխության դեպքում ներդրման պահից սկսած 5 տարվա ընթացքում, օտարերկրյա ներդրողի ցանկությամբ, կիրառվում է ներդրումների իրականացման պահին գործող օրենսդրությունը: Օտարերկրյա ներդրումները ՀՀ-ում ազգայնացման ենթակա չեն: Պետական մարմինները չեն կարող նաև բռնագրավել օտարերկրյա ներդրումները: Առգրավումը որպես բացառիկ միջոց թույլատրվում է միայն ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված արտակարգ դրության պայմաններում՝ դատարանի վճռով և լրիվ փոխհատուցմամբ: Օտարերկրյա ներդրողի շահույթը (եկամուտը), հարկերը վճարելուց և ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված այլ

վճարումները կատարելուց հետո, մնում է նրա տնօրինության տակ: Օտարերկրյա ներդրողներն իրավունք ունեն ՀՀ բանկերում բացելու ընթացիկ, հաշվարկային կամ ՀՀ օրենսդրությամբ թույլատրված այլ հաշիվներ օրենսդրությամբ սահմանված կարգով: Օտարերկրյա ներդրողներն իրավունք ունեն իրենց օրինական կարգով ստացած միջոցները, ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված կարգով, օգտագործել ՀՀ ներքին շուկայում կամ ապրանքներ ձեռք բերելու նպատակով: Օտարերկրյա ներդրումներով ձեռնարկության կողմից իր կանոնադրական հիմնադրամի համալրմանն ուղղված՝ ՀՀ կառավարության սահմանած ցանկում ընդգրկված ապրանքների ներմուծումն ազատվում է մաքսատուրքերի վճարումից: Սույն արտոնությունից օգտվելուց հետո երեք տարվա ընթացքում այդ ապրանքների օտարման դեպքում մաքսատուրքի գումարը, ներառյալ՝ դրա վճարումն ուշացնելու համար հաշվարկված տույժերի գանձումը, իրականացվում է մաքսային օրենսդրությամբ սահմանված ընդհանուր կարգով: Օտարերկրյա ներդրումներով ձեռնարկությունները հարկեր են վճարում և հարկային արտոնություններ ստանում ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված կարգով: