



ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐ

ԱՇՈՏ ՍԱՆՍԱԶԱՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի վարիչ,
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

ՍՐԲՈՒՀԻ ԻՍՐԱՅԵԼՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԽՈՐՈՒԹՅԱՆ ՓՈԽԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ԺԱՄԱՆԱԿԱԿԻՑ ԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

Ներկա պայմաններում ցանկացած տնտեսության զարգացածության կարևորագույն բնութագրիչներից մեկը կայուն և արդյունավետ գործող ֆինանսական շուկայի, ինչպես նաև տնտեսության ֆինանսական խորության ապահովումն է:

Հողվածում քննարկվում են ֆինանսական խորության տնտեսագիտական բովանդակությունը, դրա արդի կարևորագույն բնութագրիչները և առանցքային նշանակությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում: Բարրոյի տնտեսական աճի ռեգրեսիոն մոդելի՝ Քինգի և Լևինի զարգացրած տարբերակի միջոցով տրվում են ֆինանսական խորության հիմնական ցուցանիշների և տնտեսական աճի փոխազդեցության քանակական գնահատականները՝ տարածաշրջանի մի շարք երկրների համապատասխան ցուցանիշների հիման վրա:

Հիմնաբառեր. ֆինանսական շուկա, ֆինանսական խորություն, ֆինանսական ներգրավվածություն, տնտեսական աճ, ռեգրեսիոն մոդել, պետական ծախսեր, առևտրային հաշվեկշիռ, ՀՆԱ

JEL: G10, G01, G18, G23

Այսօր ցանկացած տնտեսության զարգացածության կարևորագույն բնորոշիչներից մեկը կայուն և արդյունավետ ֆինանսական շուկայի առկայությունն է: Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Համաշխարհային բանկի և Համաշխարհային տնտեսական ֆորումի հետազոտությունների արդյունքների

համաձայն՝ արդյունավետ ֆինանսական շուկաների բնութագրիչները ներառում են հետևյալ չորս չափանիշները. ա/ ֆինանսավորման հասանելիություն, բ/ ներդրումային տարբերակների բազմազանեցում, գ/ որակյալ և աջակցող շուկայական ենթակառուցվածքներ, դ/ անընդհատ վերահսկվող ռիսկերի կառավարում¹: Իր հերթին, ֆինանսական շուկայի զարգացումը միջնաժամկետում և երկարաժամկետում որոշվում է մի շարք հիմնական չափանիշներով, որոնցից կարևորվում է ֆինանսական խորությունը:

«Ֆինանսական շուկայի խորություն» հասկացությունը շրջանառության մեջ է դրվել Ջարգացման և վերակառուցման համաշխարհային բանկի փորձագետների կողմից, ովքեր հետազոտությունների մեջ օգտագործել են դրա առավելությունները՝ ուսումնասիրելով երկրի կամ երկրների խմբի, նախևառաջ՝ զարգացող երկրների տնտեսական զարգացման համար անհրաժեշտ ֆինանսական ռեսուրսներով ապահովվածության մակարդակը:

Տնտեսության ֆինանսական խորություն ասելով հաճախ հասկանում են հայեցակարգային հետևյալ կարևոր բնութագրիչները. առաջին՝ տնտեսության հատվածները և գործակալները կարող են օգտագործել բոլոր ֆինանսական շուկաները խնայողությունների և ներդրումային որոշումների կայացման համար, երկրորդ՝ ֆինանսական միջնորդները և շուկաները ի վիճակի են տեղակայել ավելի մեծ ծավալի կապիտալ և կառավարել, կարգավորել ավելի մեծ շրջանառություն՝ առանց ակտիվների գների էական փոփոխությունների, երրորդ՝ ֆինանսական հատվածը կարող է ստեղծել ակտիվների լայն ցանկ ռիսկերի տեղաբաշխման համար (մասնավորապես՝ հեջավորում կամ բազմազանեցում):

Այլ կերպ ասած՝ «խորը» շուկաները հասարակությանը թույլ են տալիս ներդրումներ կատարել ներդրումային և ռիսկերի տեղաբաշխման լայն և որակյալ ֆինանսական գործիքների շրջանակում, ինչպես նաև փոխառուներին տալիս են ֆինանսավորման և ռիսկի կառավարման գործիքներից օգտվելու նման հնարավորություն²:

Տնտեսական զարգացման միջազգային փորձի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ տնտեսության ֆինանսական խորությունն ապահովում է մի շարք առավելություններ: Առաջին՝ ավելի խորը ներքին ֆինանսական շուկաները կարող են ընդլայնել պետության ու համապատասխան մարմինների կողմից իրականացվող քաղաքականության գործիքների ցանկը և մեծացնել քաղաքականության ներդրման արդյունավետությունը: Վերջին հետազոտությունները ցույց են տվել, որ երկրի կողմից ընտրված մակրոտնտեսական քաղաքականությունը (փոխանակային կուրսի ընտրություն և դրամական ռեժիմ), ինչպես նաև ֆիսկալ քաղաքականության փուլայնությունը և իրականացման արդյունավետությունը կարող են բացատրվել ֆինանսական զարգացման մակարդակով: Միևնույն ժամանակ, կարող է գոյություն ունենալ հետադարձ կապ քաղաքականության և ֆինանսական խորության մակարդակի միջև. ֆինանսական համակարգի խորությունը, լայնությունը և համապատասխան գործընթացները կորոշվեն մակրոտնտեսական քաղաքականության ընտրու-

¹ Տե՛ս IMF, World Bank, WEF, Oliver Wyman study (2014).

² Տե՛ս King and Levine, 1993. Rajan and Zingales, 1998. Chami, Fullenkamp and Sharma, 2009. Goswami and Sharma, 2011: IMF STAFF DISCUSSION NOTE. October 19, 2011 SDN/11/16 Financial Deepening and International Monetary Stability, Rishi Goyal, Chris Marsh, Narayanan Raman, Shengzu Wang, and Swarnali Ahmed, էջ 4:

թյամբ: Երկրորդ՝ ֆինանսական խորության լավ վիճակը օտարերկրյա խաղացողների հետ մրցելու հնարավորություն է տալիս, արդյունքում՝ ապահովում է նաև ներգրավվածության մեծացում: Երրորդ՝ օգնում է զարգացնել ներքին ինստիտուտների չափորոշիչները: Չորրորդ՝ ենթադրվում է, որ դերակատարություն ունի նաև երկրի ֆինանսական շուկայի ձևավորման մեջ՝ դարձնելով այն ավելի արդյունավետ: Բացելով շուկան օտարերկրյա մասնակիցների համար՝ ներքին խաղացողները պետք է հնարավորություն ստանան մուտք գործելու կապիտալի համաշխարհային շուկա, որպեսզի նվազեցնեն արբիտրաժային ծախսերը և կարողանալ ներդրումներ կատարել արտաքին շուկաներում: Այնուամենայնիվ, դա պահանջում է ուժեղ ներքին ֆինանսական ինստիտուտներ և կայուն մակրոտնտեսական պայմաններ՝ նվազեցնելու բաց շուկայական համակարգի անբարենպաստ հետևանքները: Հինգերորդ՝ ֆինանսական խորությունը գործընթաց է, որի արդյունքում արդյունավետությունը, խորությունը (վարկային միջնորդություն և շուկայի շրջանառություն), լայնությունը (շուկաների շրջանակ և գործիքներ), ֆինանսական շուկաների հասանելիությունն աճում են:

Այսինքն՝ ֆինանսական խորությունը կարող է ազդել աղքատության, բնակչության ֆինանսական ներգրավվածության վրա: Դա փոխազդեցության մեջ է մտնում նաև տնտեսական աճի հետ: Թեև, որպես կանոն, արդյունավետ և խորը ֆինանսական շուկաները սովորաբար ընդհանուր պայման են կայուն տնտեսական աճի համար, որոշ երկրների հաջողվել է զարգանալ՝ ունենալով համեմատաբար փոքր ֆինանսական շուկաներ: Օրինակ՝ Գերմանիան, որտեղ ֆինանսական շուկայի խորությունը նշանակալիորեն ցածր է, քան հավասարազոր մյուս պետություններում, 2013 թ. այդ երկրի՝ շրջանառության մեջ գտնվող կորպորատիվ արժեթղթերի հարաբերությունը ՀՆԱ-ին 58% էր, մինչդեռ Մեծ Բրիտանիայում՝ 140%:

Ֆինանսական խորության և տնտեսական աճի միջև կապն ուսումնասիրող աշխատանքներում ավելի շատ հարցեր են առաջանում, քան տրվում են պատասխաններ: Ներկայումս ֆինանսական խորության հաշվարկման համար համապատասխան ցուցանիշների հավաքագրումը և կառուցումը մեթոդաբանական և տեխնիկական մեծ դժվարություն է են ներկայացնում. տվյալներն իրենց արտացոլումն են գտնում տարբեր երկրների բոլոսայական և բանկային վիճակագրություններում, որոնք հրապարակվում են միջազգային տնտեսական կազմակերպությունների կողմից: Մասնավորապես՝ Համաշխարհային բանկի փորձագետների կողմից վարվում է ֆինանսական կառուցվածքի մասին բոլորի համար հասանելի տվյալների բազա (Financial Structure Database), որը ներառում է ֆինանսական շուկայի 22 ցուցանիշ: Տվյալ ցուցանիշները թույլ են տալիս բացահայտել ինչպես այս կամ այն երկրի ֆինանսական շուկայի զարգացման մակարդակը, այնպես էլ դրա առանձին հատվածներին: Առանձին երկրների կամ երկրների խմբերի շուկաների ֆինանսական խորության գործակցի որոշման համար օգտագործվում է ցուցանիշների երեք խումբ: Դրանց թվին են դասվում. ա/ բանկային համակարգի զարգացման ցուցանիշները՝ մասնավոր հատվածին տրամադրված վարկերի և ՀՆԱ հարաբերությունը, բանկային ավանդների ծավալի և ՀՆԱ հարաբերությունը, զուտ տոկոսային մարժայի և տոկոսային ակտիվների հարաբերությունը և այլն, բ/ արժեթղթերի շուկայի զարգացման ցուցանիշները՝ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման և ՀՆԱ հարաբերությունը և այլն, գ/ ապահովագրական հատվածի զարգացման ցուցանիշները՝ կյանքի և

ապահովագրության այլ տեսակների գծով հավաքագրված պարզևավճարների և ՀՆԱ հարաբերությունը³:

Տնտեսական աճի ապահովման գործում ֆինանսական շուկաների առանցքային նշանակության վերաբերյալ տեսության հիմնադիրը անգլիացի տնտեսագետ, դասական դպրոցի ներկայացուցիչ Ուոլտեր Բեյջիոթն է: Իհարկե, նախորդ ժամանակաշրջանի տնտեսագետները մատնանշել են այն տարբեր տարրերի էականությունը, որոնք այժմ ձևավորում են ֆինանսական շուկան կամ համակարգը: Նախևառաջ, այս ենթատեքստում նկատի էր առնվում դրամաշրջանառությունը, և կարելի է, օրինակ, հիշատակել ավելի վաղ ժամանակաշրջանի մտածողների՝ Ռ. Կանտիլյոնի, Ղ. Յունի և Գ. Տորնրոնայի ներդրումը: Բացի դրանից, 19-րդ դարի 30–40-ական թվականներին Անգլիայում դրամաշրջանառության գործնական հարցերի շուրջ ակտիվ բանավիճում էին դրամական (լորդ Օվերսթուն, Ռ. Տորենս) և բանկային (Տ. Տուկ, Ջ.Ս. Միլ)⁴ դպրոցների ներկայացուցիչները: Սակայն հենց Ու. Բեյջիոթը 1873 թ. իր «Լոմբարդ - Սթրիթ. դրամական շուկայի նկարագիրը» աշխատությունում մանրամասն բնութագրում է ֆինանսական ոլորտում գործընթացների և իրական հատվածի միջև կապը:

Ընդհանուր առմամբ, 19-րդ դարի վերջը և 20-րդ դարի սկիզբը նշանավորվել են համաշխարհային տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխություններով. տեքստիլ արդյունաբերության բուռն զարգացում, երկաթգծի կառուցում, համաշխարհային տնտեսությունում առաջատար դիրքի անցում Մեծ Բրիտանիայից ԱՄՆ-ին, կապիտալիստական զարգացած երկրներում արդյունաբերական հեղաշրջում: Այդ ժամանակահատվածում Կ. Մարքսը և նրա հետևորդները կատարեցին արդյունաբերական աճի, իրական հատվածում մենաշնորհայնացման գործընթացների և ֆինանսական միջնորդության միջև կապի վերլուծություն: Այս համատեքստում կարևոր է նշել, որ հետագա ուսումնասիրություններում որոշ հետազոտողներ համարում էին, որ ֆինանսական շուկան և ֆինանսական զարգացումը կարևոր տարր են տնտեսական աճի ապահովման համար (Հիլֆերդինգ, Շունպետեր, Գոլդսմիթ, Մաք-Քինոն, Շոու, Քինգ և Լևին), իսկ ոմանք էլ՝ որ դա տնտեսական աճի ոչ նշանակալի գործոն է (Ռոբինսոն, Լուկաս)⁵:

1960-ական թթ. նկարագրական և պատմատնտեսագիտական բնույթ կրող վերոնշյալ աշխատանքներին հետևեցին Ռ. Մաք-Քինոնի և Է. Շոուի հիմնարար տեսական աշխատանքները: 1980 թ. հետո տնտեսական աճի վրա ֆինանսական շուկայի ազդեցությանը վերաբերող հետազոտություններն ավելի մեծաթիվ դարձան: Եթե 1969–1980 թթ., ամերիկյան հեղինակավոր «Տնտեսագիտական գրականություն» ամսագրի (Journal of Economic Literature) տվյալներով, առաջատար համաշխարհային տնտեսական գիտու-

³ Տե՛ս **World Bank**, 2012. Global Financial Development Report , 2013: Rethinking the Role of the State in Finance. World Bank, Washington, DC:

⁴ Մանրամասն տե՛ս История экономических учений / Под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой. М., "ИНФРА-М", 2006, էջ 93:

⁵ Տե՛ս **Schumpeter J.A.**, The Theory of Economic Development, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1934: **Goldsmith R.W.**, Financial Structure and Development, New Haven, CT, Yale University Press, 1969: **McKinnon R.I.**, Money and Capital in Economic Development, Washington D.C., The Brookings Institution, 1973: **Shaw E.S.**, Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973: **Robinson J.**, The generalization of the general theory, in The Rate of Interest and Other Essays, London, 1952: **Lucas R.E.**, On the mechanics of economic development, Journal of Monetary Economics, 1988: **Hilferding R.**, Finance Capital: A study in the latest phase of capitalist development, 1910:

թյունների պարբերականներում ընդամենը հինգ աշխատանք է հրապարակվել այդ թեմայով, ապա 1981–1990 թթ.՝ 144⁶: Դա պայմանավորված էր 80-ական թվականների լայնածավալ տնտեսական ցնցումներով՝ մի շարք զարգացող երկրների արտաքին պարտքի և ֆինանսական համակարգերի ճգնաժամով, երբ առաջացավ տնտեսական աճի վրա ֆինանսական շուկաների ազդեցության օբյեկտիվ գնահատման մոդելների որոնման անհրաժեշտություն:

Տնտեսական աճի վրա ֆինանսական շուկայի ազդեցության գնահատման խնդիրը 20-րդ դարի 90-ական թթ. շարունակեց մնալ արդիական՝ պայմանավորված ֆինանսական շուկաների ծավալների ընդլայնման, ակտիվների տեսակների ավելացման հետ:

Ընդհանուր առմամբ, 90-ական թվականներից մինչև այսօր այս խնդրի վերաբերյալ բոլոր հետազոտությունները կարելի է բաժանել երեք խմբի: Առաջին խմբի աշխատանքներում ուսումնասիրվում է ֆինանսական շուկաների ազդեցությունը՝ բնութագրվելով բացարձակ մրցակցության առկայության մասին որևէ նախապայմանի անհրազոր ձեռնարկով: Հետազոտությունների երկրորդ խումբը ենթադրում է ֆինանսական շուկաների գործունեությունը նկարագրող փոփոխականների ներառում ներծին տնտեսական աճի մոդելներում: Եվ, վերջապես, երրորդ խումբն ընդգրկում է աշխատանքներ, որոնք նվիրված են ֆինանսական շուկաների զարգացման և տնտեսական աճի միջև կապվածության բացահայտմանը՝ զուտ տնտեսագիտական մեթոդների և ընթացակարգերի միջոցով:

Եթե ենթադրենք, որ տնտեսությունում բոլոր շուկաները կատարյալ մրցունակ են, տնտեսական գործակալները տիրապետում են ամբողջ տեղեկատվությանը, և բացակայում են գործարքային ծախսերը, ապա ֆինանսական շուկան ոչ մի ազդեցություն չի ունենում ռեսուրսների տեղաբաշխման վրա: Այս նախապայմանները կարևոր դեր են խաղում Կ.Էրոուի և Ժ.Դեբրիի աշխատանքներում նկարագրված ընդհանուր տնտեսական հավասարակշռության մոդելներում: Սակայն հարկ է նշել, որ դրանք շատ հեռու են իրականությունից: Այդ իսկ պատճառով, հետազոտելով տնտեսական աճի վրա ֆինանսական շուկայի ազդեցությունը, հետազոտողները հրաժարվել են կատարյալ մրցակցային իրավիճակի դիտարկումից՝ թույլ տալով այնպիսի երևույթների առկայություն, ինչպիսիք են տեղեկատվության անհամաչափությունը, գործարքային ծախսերի գոյությունը և այլն:

Այսպիսով՝ առաջին խումբ մոդելներն ունեն մակրոտնտեսական արմատներ: Այս շրջանակում առավել հայտնի հեղինակներ են Ջ. Ստիգլիցը, Վ. Բենսիվենգան, Բ. Սմիթը, Դ. Դայմոնդը, Ջ. Գրինվուդը և այլք⁷: Երկրորդ խումբը ներառում է այն մոդելները, որոնք ֆինանսական շուկան դիտարկում են որպես տեխնիկական առաջընթացը խթանող գործոն, որն, այդպիսով, անուղղակիորեն ազդում է տնտեսական աճի վրա. օրինակ՝ Ռ. Լուկասի և Պ. Ռոմերի կուտակված կապիտալի մոդելը (Ak-model)⁸:

Մոդելների հաջորդ տեսակը հաշվի է առնում ֆինանսական շուկայի գործողությունը բացահայտ կերպով, մասնավորապես՝ ներմուծելով ֆինան-

⁶ Տե՛ս **Sinha T.**, The Role of Financial Intermediation in Economic Growth: Schumpeter Revisited. In Economic Theory in the light of Schumpeter's Scientific Heritage. Spellbound Publishers, India, 2001, էջ 67:

⁷ Տե՛ս **Levine R.**, Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper № 10766, September, 2004, էջ 98:

⁸ Տե՛ս **Thiel M.**, Finance and Economic Growth - A Review of Theory and the Available Evidence. European Commission, 2001, էջ 17:

սական միջնորդության հատուկ գործառնություն: Այս դեպքում ծախսերի տվյալ տեսակը անորոշիզացիայի նորմայի կամ ֆոնդերի օտարման հետ մեկտեղ սահմանափակում է կապիտալի կուտակումը, հետևապես՝ տնտեսական աճը⁹: Բացի այդ, վերջերս տարածում են ստացել մոդելներ, որոնցում ֆինանսական շուկան խթանում է տեխնիկական առաջընթացը և նորարարությունները՝ ավելացնելով ռեսուրսները, որոնք ուղղվում են գիտահետազոտական և փորձարարական աշխատանքներին¹⁰: Այս խմբի մոդելներում ավելի շատ գիտական մշակումներ են իրականացրել Մ. Պագանոն, Պ. Հովիթը, Փ. Ազիոնը, Ա. Սանտոմերոն:

Վերոնշյալ մոդելները հիշատակվել են այն առումով, որ դրանք թույլ են տալիս ֆորմալ ապացուցել տնտեսական աճի տեմպի վրա ֆինանսական շուկաների ազդեցության ուղիների առկայությունը: Դրանք բնութագրվում են բարձր աստիճանի մաթեմատիկական նկարագրությամբ և նախապայմանների կառուցված համակարգով: Այդ գործոնները բարդացնում են նշված մոդելների եզրակացությունների վիճակագրական ստուգումը: Այդ իսկ պատճառով առաջին պլան են մղվում այնպիսի մոդելներ, որոնք տնտեսական աճի և ֆինանսական շուկաների խորության կապը բնութագրում են տնտեսաչափական մեթոդներով: Այս մոտեցումը հիմնվում է ամերիկացի հայտնի տնտեսագետ Ռ. Բարոյի եզրահանգումների վրա, ով 90-ական թվականներին տնտեսական աճը գնահատելու համար առաջարկեց բավական սեղմ և համեմատաբար հասարակ գործիքներ՝ կիրառելով փոքրագույն քառակուսիների մեթոդը և ժամանակային շարքերի (ոչ պակաս, քան 15–20 տարի) մեծ ընտրանքը: 1993 թ. հետո, երբ լույս տեսավ Ռ. Քինգի և Ռ. Լևինի «Ֆինանսներ և տնտեսական աճ. հնարավոր է, որ Շումպետերը ճիշտ է» վերնագրով հոդվածը՝ սկիզբ դնելով ֆինանսական շուկաների զարգացման և տնտեսական աճի միջև դրական կապի առկայության բացահայտմանը, ի հայտ եկան այս թեմային վերաբերող շատ ուսումնասիրություններ:

Անցած դարի 80-ական թվականներին Համաշխարհային բանկի հետազոտություններում մի քանի տասնյակ երկրների օրինակով ապացուցվել է, որ ինչքան մեծ է տնտեսության ֆինանսական խորությունը, այսինքն՝ որքան բարձր է տնտեսության հագեցվածության աստիճանը դրամական միջոցներով, այնքան, այլ հավասար պայմաններում, բարձր է տնտեսական աճի տեմպը (ավելի ծավալային և բազմազանեցված է դրամական առաջարկը, դրամական միջոցների ավելի խոշոր հոսքերը վերաբաշխվում են՝ ֆինանսավորելու համար տնտեսական զարգացումը, չի թույլատրվում փողի արհեստական, ներդրումները սահմանափակող պակասուրդի առկայություն)¹¹:

Այնուամենայնիվ, ֆինանսական խորության և տնտեսական աճի փոխհարաբերության հարցը վիճահարույց է: Առաջադրված տեսակետների ապացույցը կամ հերքումը ցույց տալու համար իրականացրել ենք հետազոտություն, որը ներառում է խաչաձև և պանելային տվյալներ 5 երկրների՝ ՀՀ-ի, Ադրբեյջանի, Վրաստանի, Թուրքիայի և ՌԴ-ի համար, որոնք ընդգրկում են 1991–2014 թթ. ժամանակահատվածը: Տվյալները վերցվել են Համաշ-

⁹ Տե՛ս **Lee J.**, Financial Reforms: Benefits and Inherent Risks. Asian Development Bank Institute Discussion Paper № 44, February, 2005:

¹⁰ Տե՛ս **Morales M.**, Financial Intermediation in a Model of Growth Through Creative Destruction. University of Murcia, Spain, March, 2001:

¹¹ Տե՛ս World Bank, 2012. Global Financial Development Report 2013: Rethinking the Role of the State in Finance. World Bank, Washington, DC.

խարհային բանկի համաշխարհային զարգացման ցուցանիշների բազայից: Քինգի և Լևինի սկզբնական վերլուծության հետ համադրելիությունը պահելու համար որպես ֆինանսական խորությունը բնութագրող ցուցանիշ է ընդունվել մասնավոր հատվածին տրամադրված վարկերի և ՀՆԱ-ի միջև հարաբերակցությունը: Հետազոտության համար որպես տեսամեթոդաբանական հիմք ծառայել է Քինգի և Լևինի հիմնական աշխատությունը, որում ընդլայնվել է Բարոյի ռեգրեսիայում ներկայացված միջերկրային վերլուծության շրջանակը՝ ավելացնելով ֆինանսական այնպիսի փոփոխականներ, ինչպիսիք են մասնավոր հատվածում իրացվելի պարտավորությունների կամ պահանջների և ՀՆԱ հարաբերությունը: Նրանք գտել են կայուն, դրական և վիճակագրորեն նշանակալի կապ սկզբնական ֆինանսական պայմանների և մեկ շնչին բաժին ընկնող իրական եկամտի միջև:

Բարոյի տնտեսական աճի ռեգրեսիոն մոդելի՝ Քինգի և Լևինի զարգացրած տարբերակը դարձել է մեր վերլուծության ելակետը.

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha F_{it} + \beta X_{it} + u_{it}, \tag{1}$$

որտեղ՝ Y_{it} – i շնչին բաժին ընկնող իրական ՀՆԱ աճի տեմպն է,

F_{it} – i ՝ ֆինանսական հատվածի զարգացման ցուցանիշը,

X_{it} – i ՝ ելակետային բացատրող փոփոխականների հավաքածուն¹²:

Բերված (1) հավասարումը գնահատելու համար ռեգրեսիոն մոդելում դիտարկվել են հետևյալ բնութագրիչները.

Աղյուսակ 1

Ռեգրեսիոն մոդելում ներառված ցուցանիշները

Ցուցանիշ	Նկարագրություն
ֆինանսական հատվածի զարգացման ցուցանիշ	ֆինանսական խորություն
եկակետային բացատրող փոփոխականների հավաքածու	միջնակարգ դպրոցի ընդգրկվածության մակարդակ
	պետական ծախսերի բաժինը ՀՆԱ-ում
	առևտրային հաշվեկշռի և ՀՆԱ հարաբերությունը
	միջնակարգ դպրոցի ընդգրկվածության մակարդակ

Առաջինը մասնավոր հատվածին տրամադրված վարկի և ՀՆԱ հարաբերությունն է (PC), որը դիտարկվում է որպես ֆինանսական խորության ցուցիչ: Դա ՀՆԱ-ի նկատմամբ տնային տնտեսություններին և մասնավոր ձեռնարկություններին բանկերի տրամադրած վարկերի հարաբերակցությունն է, որը ֆինանսական խորության և բանկային հատվածի զարգացման ցուցանիշ է:

Երկրորդը պետական ծախսերի բաժինն է ՀՆԱ-ում (GE), որն ընդգրկում է բոլոր ընթացիկ ծախսերը՝ ներառյալ ապրանքների և ծառայությունների գնումը, այդ թվում՝ աշխատողների վարձատրությունը, ինչպես նաև ազգային անվտանգության և պաշտպանության ծախսերը, բացառությամբ ռազմական ծախսերի, որոնք ևս կառավարության կապիտալի ձևավորման մասն են կազմում:

Երրորդը վերաբերում է մարդկային կապիտալին, որի համար ներմուծվել է անուղղակի՝ մարդկային կապիտալում ներդրումների մակարդակը

¹² Տե՛ս King R., Levine R., Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and evidence, Journal of Monetary Economics, 1993:

նկարագրող ցուցանիշ, մասնավորապես՝ միջնակարգ դպրոցի ընդգրկվածության մակարդակը (SE), որը, ըստ կանխատեսման, տնտեսական աճի վրա կունենա դրական ազդեցություն՝ աշխատանքի արտադրողականության վրա ազդեցության միջոցով:

Չորրորդը առևտրային հաշվեկշռի և ՀՆԱ հարաբերությունն է (TD): Առևտուրը ներմուծման և արտահանման գումարն է, որը գնահատվում է որպես ՀՆԱ մասնաբաժին: Դա արտացոլում է տվյալ երկրի՝ համաշխարհային տնտեսությանն ինտեգրման մակարդակը: Իսկ միջազգային առևտրի բացությունն արտահայտվում է միջազգային առևտրի քաղաքականության փոփոխականի միջոցով, այսինքն՝ առևտրի և ՀՆԱ հարաբերությունը:

Որպես կախյալ փոփոխական է ընդունվել տնտեսական աճը, մասնավորապես՝ մեկ շնչին բաժին ընկնող իրական ՀՆԱ աճը¹³: Տնտեսական աճի վրա ազդող մնացած փոփոխականները, որոնք ներկայացվել են մոդելում, ներառում են մեկ շնչին բաժին ընկնող եկամուտը, միջին կրթությունը, քաղաքական և կայունության ցուցանիշները, որոնք արտացոլում են առևտուրը, ֆիսկալ և մոնետար քաղաքականությունը՝ պետական ծախսերը և առևտրի բացությունը:

Վերլուծության արդյունքում ռեգրեսիոն մոդելը ստացել է հետևյալ տեսքը.

$$Y = - 0.064 PC + 0.11 GE + 0.07 SE - 0.063 TD \quad (2)^{14}$$

Մոդելում ընդգրկված բոլոր գործոնները վիճակագրորեն նշանակալի են.

Աղյուսակ 2

Տնտեսական աճի վրա գործոնների ազդեցությունը

<i>Տնտեսական աճի առաձգականության գործակիցներն ըստ</i>			
<i>մասնավոր հատվածին տրամադրած վարկ/ՀՆԱ (PC)</i>	<i>պետական ծախսեր/ՀՆԱ (GE)</i>	<i>միջնակարգ դպրոցի ընդգրկվածության մակարդակ (SE)</i>	<i>առևտրային հաշվեկշիռ/ՀՆԱ (TD)</i>
- 0.064	0.11	0.07	- 0.063

Այսպես՝ ըստ աղյուսակ 2-ի, պետական ծախսերի տնտեսական աճի առաձգականության գործակիցը 0.11 է: Այսինքն՝ պետական ծախսերի մակարդակի աճը 1 տոկոսային կետով, այլ հավասար պայմաններում (այլ գործոնների անփոփոխության պայմաններում), ավելացնում է տնտեսական աճի տեմպը 0.11 տոկոսով: Մյուս երկու գործոնները, այլ հավասար պայմաններում, բացասական փոփոխություն են առաջացնում տնտեսական աճի տեմպի մեջ (նվազեցնում են, համապատասխանաբար՝ 0.064%-ով և 0.063%-ով): Միջնակարգ դպրոցի ընդգրկվածության մակարդակի 1% աճը հանգեցնում է տնտեսական աճի տեմպի բարձրացման 0.07%-ով: Այսպիսով՝ ՀՀ-ի, ՌԴ-ի, Վրաստանի, Ադրբեջանի և Թուրքիայի համար կատարված վերլուծությունը չի համապատասխանում Քինգի և Լևինի ստացած արդյունքներին:

¹³Տե՛ս **Levine R.**, Financial development and economic growth: Views and agenda, Journal of Economic Literature, 1997:

¹⁴Հավասարումը ստացել ենք 5 երկրների 1991–2014 թթ. պանելային տվյալների խաչաձև ռեգրեսիոն գնահատականի հիման վրա: Հետազոտության համար որպես հիմք է ծառայել Համաշխարհային բանկի համաշխարհային զարգացման ցուցանիշների բազան:

Ամփոփելով հետազոտության արդյունքները՝ կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

Առաջին՝ տարածաշրջանի երկրների և ՌԴ-ի համար ֆինանսական խորությունը բնութագրող ցուցանիշի՝ մասնավոր վարկի ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա բացասական է, որը տրամաբանական չէ և հակադրվում է Լեհինի և Քինգի ստացած արդյունքներին: Փաստորեն, դա նշանակում է, որ այդ երկրներում մասնավոր հատվածին տրամադրված վարկերը չեն նպաստում տնտեսական աճին, քանի որ իրականում դրանք ուղղված են վարկառուների անձնական կարիքների բավարարմանը: Ենթադրվում է, որ այդ վարկերը հիմնականում սպառողական են և չեն նպաստում ո՛չ նոր բիզնեսի ստեղծմանը, ո՛չ էլ տնտեսության որևէ ճյուղի զարգացմանը:

Երկրորդ՝ TD փոփոխականի (ՀՆԱ-ի մեջ առևտրի տեսակարար կշիռը) ազդեցությունը բացասական է: Դա բացատրվում է նրանով, որ դիտարկված երկրների խմբի գերակշիռ մասի առևտրային հաշվեկշիռը բացասական է (ՀՀ, Թուրքիա, Վրաստան): Օրինակ՝ զարգացած այնպիսի երկրներում, ինչպիսիք են ԱՄՆ-ը և Մեծ Բրիտանիան, առևտրային հաշվեկշիռը նույնպես բացասական է, սակայն դա թույլ է տալիս կանխել գնաճը և ապահովել կյանքի բարձր որակ՝ երկրի սահմաններից դուրս տեղափոխելով աշխատատար արտադրությունը: Այդպիսի երկրներն ունեն կապիտալատար և բարձր տեխնոլոգիաներով տնտեսության ճյուղեր, որոնք ներգրավում են կապիտալի էական ծավալներ փաթեթային կամ ուղղակի ներդրումների տեսքով: Մինչդեռ, թույլ զարգացած երկրների այս բացասական տարբերությունը վկայում է տնտեսության արտահանվող հատվածների ոչ մրցունակության մասին, որը հաճախ հանգեցնում է երկրի արժույթի արժեզրկման՝ կապված ներմուծումների դիմաց չվճարման հետ:

Առևտրային հաշվեկշռի բացասական տարբերությունը, որպես կանոն, անբարենպաստ ազդեցություն է ունենում ազգային տնտեսության վրա: Դա արտահայտվում է ներքին արտադրողին ցուցաբերվող աջակցության նվազմամբ, որը հանգեցնում է արտահանվող ճյուղերի ոչ բավարար մրցունակության, նվազում են երկրի պահուստները: Այս ամենը բացասական ազդեցություն է ունենում պետության տնտեսական աճի վրա, որը սովորաբար հանգեցնում է տնտեսության անկման, հետագայում՝ լճացման և ստագֆլյացիայի, ինչպես նաև նվազեցնում է բնակչությանը տրամադրվող պետության պատերնալիստական աջակցությունը: Արտահանվող ճյուղերի ոչ բավարար մրցունակության պատճառով առևտրային հաշվեկշռի պակասուրդի հիմնական մասը երկրները ստիպված են լինում ծածկել մասնավոր և պետական պարտքային գործիքների էմիսիայի հաշվին:

Միկրոմակարդակում բացասական հաշվեկշիռը տնտեսավարող անձի վրա բացասական ազդեցություն ունեցող գործոն է, որի պատճառով նա չի կարողանում ծածկել տնտեսական գործունեության ծախսերը, ուստի ներգրավվում է վարկեր կամ պետությունից ստանում դոտացիաներ, լրահատկացումներ, չի կարողանում ներգրավել ներդրումներ՝ վճարման համար բավարար դրամական միջոցներ չունենալու պատճառով, նվազեցնում է աշխատատեղերը, որն էլ հանգեցնում է գործազրկության մակարդակի բարձրացման, աշխատողների անվանական աշխատավարձի կրճատման, ոչ մրցունակության պատճառով սկսում է պահեստավորել ապրանքը և այլն, որը հետագայում կարող է տնտեսավարող անձի սնանկացման պատճառ դառնալ:

Այսպիսով՝ այս փոփոխականը ևս, որի համարիչում արտահանման և ներմուծման միջև տարբերությունն է, բացասական ազդեցություն է ունենում տնտեսական աճի վրա:

Երրորդ՝ անդրադառնալով պետական ծախսերի և ՀՆԱ հարաբերությանը (GE), հարկ է նշել, որ այն, ընդհանուր առմամբ, խթանում է տնտեսական աճը: Սակայն տնտեսության վրա պետական ծախսերի ազդեցության մասին տեսությունները միանշանակ չեն: Շատերը կհամաձայնեն, որ գոյություն ունի իրավիճակ, երբ պետական ծախսերի ցածր մակարդակը խթանում է տնտեսական աճը, իսկ պետական ծախսերի ավելի բարձր մակարդակը ցանկալի կլինի այլ իրավիճակներում: Այսինքն՝ տնտեսական աճի վրա պետական ծախսերի ընդհանուր ազդեցությունը կախված է այնպիսի գործոններից, ինչպիսիք են պետական ծախսերի արտադրողականությունը և կառավարումը, հարկերի ազդեցությունը, բյուջեի պակասուրդի ծավալները և ֆինանսավորման ուղղությունները, որոնք հիմնականում պարտադիր են փորձնական վերլուծությունների համար:

Օգտագործված գրականություն

1. Goldsmith R.W., Financial Structure and Development, New Haven, CT, Yale University Press, 1969.
2. King R.G., Levine R., Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, Journal of Monetary Economics, 1993.
3. Lee J., Financial Reforms: Benefits and Inherent Risks. – Asian Development Bank Institute Discussion Paper № 44, February, 2005.
4. Levine R., Financial development and economic growth: Views and agenda, Journal of Economic Literature, 1997.
5. Levine R., Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper № 10766, September, 2004.
6. Lucas R.E., On the mechanics of economic development, Journal of Monetary Economics, 1988.
7. McKinnon R.I., Money and Capital in Economic Development”, Washington D.C., The Brookings Institution, 1973.
8. Morales M., Financial Intermediation in a Model of Growth Through Creative Destruction. University of Murcia, Spain, March, 2001.
9. Robinson J., The generalization of the general theory, in The Rate of Interest and Other Essays, London, 1952.
10. Hilferding R., Finance Capital: A study in the latest phase of capitalist development, 1910.
11. Schumpeter J.A., The Theory of Economic Development, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1934.
12. Shaw E.S., Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973.
13. Sinha T., The Role of Financial Intermediation in Economic Growth: Schumpeter Revisited. In Economic Theory in the light of Schumpeter’s Scientific Heritage. Spellbound Publishers, India, 2001.
14. Thiel M., Finance and Economic Growth. A Review of Theory and the available evidence. European Commission, 2001.
15. World Bank, 2012. Global Financial Development Report 2013. Rethinking the Role of the State in Finance. WorldBank, Washington, DC.
16. История экономических учений / Под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой. М., “ИНФРА-М”, 2006.
17. www.data.worldbank.org

АШОТ САЛНАЗАРЯН

*Заведующий кафедрой Финансов АГЭУ,
доктор экономических наук, профессор*

СРПУИ ИСРАЕЛЯН

Аспирант кафедры Финансов АГЭУ

Современные проблемы оценки взаимодействия экономического роста и финансовой глубины.

– В современных условиях одна из важных характеристик развития любой экономики – это обеспечение стабильно и эффективно функционирующего финансового рынка, а также финансовой глубины экономики.

В статье рассматриваются экономическое содержание финансовой глубины экономики, ее современные характеристики и ключевая роль в обеспечении экономического роста. Посредством версии регрессионной модели экономического роста Барро, разработанной Кингом и Левином, даны количественные оценки взаимодействия основных показателей финансовой глубины и экономического роста в ряде стран региона.

Ключевые слова: *финансовый рынок, финансовая глубина, финансовое вовлечение, экономический рост, регрессионная модель, государственные расходы, сальдо торгового баланса, ВВП.*

JEL: G10, G01, G18, G23

ASHOT SALNAZARYAN

*Head of the Chair of Finance at ASUE,
Doctor of Economics, Professor*

SRBUHI ISRAYELIAN

Assistant at the Chair of Finance at ASUE

Contemporary Issues of Assessing Economic Growth and Financial Depth Interaction.

– Nowadays, provision of a stable and efficiently functioning financial market, as well as financial depth are important characteristics of any economy's development.

The article examines the economic content of the financial depth of the economy, its current characteristics and its key role in the promotion of economic growth. Through the version of Barro's economic growth regression model, developed by King and Levin, quantitative estimates of the interaction of the main indicators of financial depth and economic growth are given for a number of countries in the region.

Key words: *financial market, financial depth, financial inclusion, economic growth, regression model, public expenditure, trade balance, GDP.*

JEL: G10, G01, G18, G23