



ՀՀ ԿՐԹՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԳԻՏՈՒԹՅԱՆ  
ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ



ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ  
ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ  
ՀԱՄԱՐԱԿԵՆՏՐ



**ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԵՎ  
ՀԱՍԱՐԱԿՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄ.  
21-րդ դարի մարտահրավերներ  
և հնարավորություններ**

**DEVELOPMENT OF ECONOMY AND SOCIETY:  
Challenges and Opportunities of 21st Century**

**РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ И ОБЩЕСТВА:  
ВЫЗОВЫ И ВОЗМОЖНОСТИ 21-ого века**

**ՀՊՏՀ 27-ՐԴ ԳԻՏԱԺՈՂՈՎ**

2017 թ., նոյեմբերի 22-24

**Երևան 2018**

ՀՏԴ 330:06  
ԳՄԴ 65  
Տ 778

Հրատարակվում է  
ՀՊՏՀ գիտական խորհրդի որոշմամբ

**Խմբագրական խորհրդի նախագահ՝**

**ԿՈՐՅՈՒՆ ԱԹՈՅԱՆ**

ՀՊՏՀ ռեկտոր, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր

**Խմբագրական խորհուրդ՝**

- ԴԻԱՆԱ ԳԱԼՈՅԱՆ** - ՀՊՏՀ միջազգային տնտեսական հարաբերությունների ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., դոցենտ  
**ՍՈՒՐԵՆ ԳԵՎՈՐԳՅԱՆ** - ՀՊՏՀ բնօգտագործման տնտեսագիտության ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր  
**ԱՇՈՏ ՄԱԹԵՎՈՍՅԱՆ** - ՀՊՏՀ հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի ֆակուլտետի դեկան, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր  
**ԽՈՐԵՆ ՄԻՆԻՔԱՐՅԱՆ** - ՀՊՏՀ գիտության և ասպիրանտուրայի բաժնի պետ, Կ.գ.թ., դոցենտ  
**ԱՇՈՏ ՍԱԼԼԱԶԱՐՅԱՆ** - ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր  
**ՎԱՐԴԱՆ ՍԱՐԳՍՅԱՆ** - ՀՊՏՀ տնտես. ինֆորմ. և տեղեկ. համակ. ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր  
**ՅՈՒՐԻ ՍՈՒՎԱՐՅԱՆ** - ՀՊՏՀ կառավարման ամբիոնի վարիչ, ՀՀ ԳԱԱ ակադ., Կ.գ.դ., պրոֆեսոր  
**ԳԱԳԻԿ ՎԱՐԴԱՆՅԱՆ** - ՀՊՏՀ պրոռեկտոր, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր

ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ՀԱՍԱՐԱԿՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄ. 21-րդ դարի մարտահրավերներ և  
Տ 778 հնարավորություններ: ՀՊՏՀ 27-րդ գիտաժողովի նյութեր / ՀՊՏՀ: - Եր.: Տնտեսագետ,  
2018, 780 էջ:

ՀՏԴ 330:06  
ԳՄԴ 65

ISBN 978-9939-61-177-8

© «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, 2018 թ.

## ՈՂՋՈՒՅՆԻ ԽՈՍՔ

Գիտաժողովի հարգելի՛ մասնակիցներ,

շնորհավորում եմ բոլորիս Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի 27-րդ գիտաժողովի բացման առթիվ և ցանկանում եմ շնորհակալություն հայտնել գիտաժողովի բոլոր մասնակիցներին, ովքեր հեղափոխություն են ցուցաբերել տնտեսության և հասարակության զարգացմանն առնչվող հրապարակապ հարցերի նկատմամբ:

Մեր համալսարանի տարեկան գիտաժողովները գեղեցիկ ավանդույթ են դարձել, բայց ես ուրախությամբ եմ նշում, որ դրանց կողքին այսօր առկա են մեր համալսարանի գիտական գործունեությունն արտացոլող այլ ձևաչափեր նույնպես: Հպարտությամբ եմ նշում, որ հեղափոխական համալսարան դառնալու և մեր պետության տնտեսական կյանքին մասնագիտական մասնակցություն ունենալու իմ տեսլականը կամաց-կամաց կյանքի է կոչվում: Համալսարանի «Ամբերդ» հեղափոխական կենտրոնի գործունեությունն այսօր տալիս է նշանակալի արդյունքներ. այսօրեղ ոչ միայն իրականացվում են հանրապետության տնտեսական արդիական հիմնախնդիրների վերաբերյալ հեղափոխություններ, այլև կենտրոնի աշխատակիցները բուհի դասախոսական կազմի ներկայացուցիչների հետ, որպես փորձագետներ, հանդես են գալիս համապետական քննարկումներում:

Մինչ տարեկան գիտաժողովի կազմակերպումը գիտական սեմինարների ձևաչափերով հանդես եկան մեր ամբիոնները՝ շնորհանդեսներով ներկայացնելով իրենց ուսումնասիրության առանցքում առկա թեմաները: Այս ուսումնական տարվանից տրվեց գիտաուսումնական լաբորատորիաների մեկնարկը, ինչը գիտական դրամաշնորհներ, գիտաուսումնական խմբեր և գիտահեղափոխական կյանքի աշխուժացմանը միտված այլ ձևաչափեր ներդնելու մեր մոտեցումների հրաշալի շարունակությունն է:

Համալսարանի տարեկան գիտաժողովը ես հատկապես կարևորում եմ ակնկալիքով, որ այն պետք է վեր հանի մեր հավաքական գիտական ներուժը, ցույց տա համալսարանում գիտական կյանքի որակական փոփոխությունը և դառնա հեղափոխ գործունեության յուրօրինակ ուղենիշ: Այս գիտաժողովի հիմքում տնտեսության և հասարակության զարգացման հարցերն են, որոնք ի ցույց են դնում մեր դարաշրջանի մարտահրավերներն ու հնարավորությունները: Իսկապես, սրանք այնքան փոխկապակցված և կարևոր հարցեր են, որոնք չպետք է անտարբեր թողնեն տնտեսագետներին, չէ՞ որ չի կարող լինել հասարակական զարգացման որևէ մակարդակ՝ առանց կենսունակ տնտեսության:

Հուսով եմ, որ գիտաժողովը՝ իր բաժանմունքներով և կլոր սեղաններով, հնարավորություն կտա մասնագետներին ներկայացնելու իրենց մոտեցումները, բացահայտելու գիտաժողովի խորագրում արտացոլված թեման՝ իր բոլոր շերտերով և նրբություններով: Այնպես որ, արգասաբեր և աշխույժ աշխատանք եմ մատչում Ձեզ:

Շնորհակալ եմ ուշադրության համար:

ԿՈՐՅՈՒՆ ԱԹՅԱՆ  
ՀՊՏՀ ռեկտոր, պրոֆեսոր

## ՔՆԱՐԻԿ ՎԱՐԴԱՆՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ <ՊՏՀ

## ԳԱՅԱՆԵ ԱՎԱԳՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ <ՊՏՀ

# ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԵՎ ԻՐԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾՆԵՐԻ ՓՈԽԿԱՊՎԱԾՈՒԹՅԱՆ ՏԵՍԱԿԱՆ ՄԵԿՆԱԲԱՆՈՒՄՆԵՐԸ

*Հիմնաբառեր.* ֆինանսական և իրական հատված, փոխկապվածություն, բանավեճ, տնտեսական հետազոտություն, փոխանցման մեխանիզմ, ֆինանսական խորություն, լայնություն, բացություն

Հոդվածում ներկայացվել են տարբեր տնտեսագետ հետազոտողների՝ տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների փոխկապվածության մեկնաբանումները, ֆինանսական և իրական հատվածների ուղիղ և հակադարձ կապերի բնույթը, դրանց վերաբերող «Շումպետեր–Ռոբինսոն» բանավեճը: Քննարկվել են «առաջարկով պայմանավորված» և «պահանջարկով պայմանավորված» տնտեսական աճի մոդելների շրջանակներում տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների միջև փոխանցման մեխանիզմները, ՀՆԱ և ֆինանսական հատվածի որոշ ցուցանիշների կապը: Արտացոլվել է, որ աճի տարբեր փուլերում տնտեսության հատվածների միջև պատճառահետևանքային կապերի ուղղությունները փոխվում են:

Տնտեսության իրական հատվածի զարգացման և ֆինանսական համակարգի միջև կապի՝ ուղիղ, թե հակադարձ բնույթի հարցն այսօր էլ ակտիվորեն քննարկվում է տնտեսագիտական գրականության մեջ և հայտնի է որպես «Շումպետեր–Ռոբինսոն բանավեճ»<sup>1</sup>: Վերջինիս էությունը կարելի է ներկայացնել այսպես. արդյո՞ք տնտեսության հատվածների միջև պատճառահետևանքային կապերի ուղղությունը ֆինանսական հատվածից դեպի տնտեսական զարգացում է, թե՞ հակառակը՝ տնտեսական զարգացումն է հանգեցնում ֆինանսական համակարգի կատարելագործման և գործունեության արդյունավետության բարձրացման:

Շումպետերը պնդում էր, որ ֆինանսական համակարգը կարևոր դեր է խաղում տնտեսական զարգացման գործում, քանի որ ֆինանսական ինստիտուտները կարող են խթանել նորամուծական տեխնոլոգիաները և ապագա տնտեսական աճը՝ ներդրումներն ուղղորդելով դեպի բարձր արտադրողական ճյուղեր: «Բանկերն իրավունք ունեն որոշելու և ընտրելու՝ որ կազմակերպություններին վստահել հասարակության խնայողությունները»<sup>2</sup>: Այս տեսակետը հետագայում զարգացրին Գոլդսմիթը, Մք-Քինոն, Պազանոն,

<sup>1</sup> Economic Development with Finance: Studies of Emerging Economies, PUYANG SUN, 2009, p. 10.

<sup>2</sup> Նույն տեղում, էջ 17:

Քինգը և Լևինը, որոնք հանգում են այն եզրակացության, որ ֆինանսական միջնորդության արդյունավետությունը խթանող քաղաքականությունը ուղղակի ազդեցություն ունի տնտեսական աճի վրա<sup>1</sup>:

Բանավեճի հակառակ կողմում Ջոան Ռոբինսոնի այն տեսակետն է, որ ֆինանսական համակարգի զարգացումը պարզորեն հետևում է տնտեսական աճին<sup>2</sup>: Տնտեսական զարգացումը ստեղծում է որոշակի ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկ, ինչին էլ արձագանքում է ֆինանսական համակարգը<sup>3</sup>:

1960-ականներին մի խումբ տնտեսագետներ (Գերսչենկոն, Պատրիկ, Գոլդսմիթ) շարունակեցին քննարկել հիմնահարցը, սակայն արդեն այնպիսի հասկացությունների համատեքստում, ինչպիսիք են «առաջարկից մղված» և «պահանջարկին հետևող» տնտեսական աճի մոդելները<sup>4</sup>: Առաջին մոդելը գործում է տնտեսական զարգացման վաղ փուլում կամ թույլ զարգացած երկրներում, իսկ երկրորդը՝ զարգացման առավել բարձր փուլերում:

«Առաջարկից մղված» աճի փուլերում ֆինանսական հատվածը խթանում է տնտեսական աճը՝ բազմաթիվ սուբյեկտների փոքր խնայողությունները միավորելով և ուղղելով խոշոր ներդրումային ծրագրերի, ինչպես նաև ռեսուրսներն ավանդական ոլորտներից ուղղորդելով նորարար և բարձր արտադրողական ճյուղեր:

«Պահանջարկին հետևող» աճի փուլերում ֆինանսական միջոցների նկատմամբ պահանջարկն աճում է տնտեսության զարգացման շնորհիվ: Վերջինս հանգեցնում է տնտեսությունում կառուցվածքային անհամամասնությունների խորացմանը, ինչն էլ մեծացնում է ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկը:

Մեկ այլ է տնտեսագիտության Նոբելյան մրցանակակիր Ռ. Լուկասի տեսակետը, ով կարծում էր, որ տնտեսական աճի տեսաբանները գերազնահատել են տնտեսության զարգացման մեջ ֆինանսական հատվածի դերը<sup>5</sup>:

Վերջին շրջանում տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների կապի քննարկումը հանգում է տնտեսական աճի, այսպես կոչված, էնդոգեն մոդելներին՝ ըստ որոնց՝ սուբյեկտների տնտեսական վարքագիծը կարող է ազդեցություն ունենալ տնտեսական աճի տեմպի վրա:

Ֆինանսական համակարգի զարգացում – տնտեսական աճ փոխանցումային մեխանիզմը ներկայացնելու համար նշենք, որ Արժույթի միջազգային հիմնադրամը և ՀՀ ԿԲ-ն առանձնացնում են տնտեսության չորս հիմնական հատվածներ՝ իրական, ֆինան-

<sup>1</sup> Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, Robert G. King; Ross Levine, 1993, p. 2-4.

<sup>2</sup> Հետաքրքիր է Ռոբինսոնի կողմից այս թեզի առավել պատկերավոր մեկնաբանությունը. «Ճիշտ է, որ գնացքը չի կարող շարժվել, երբ արգելակները միացված են, սակայն հիմարություն է պնդել, որ գնացքի շարժման պատճառն արգելակների անջատումն է»:

<sup>3</sup> Economic Development with Finance: Studies of Emerging Economies, PUYANG SUN, 2009, p. 20.

<sup>4</sup> “Supply-leading pattern” and the “demand-following pattern”, Economic Development with Finance: Studies of Emerging Economies, PUYANG SUN, 2009, p. 43.

<sup>5</sup> Lucas, R.E., 1988. On the Mechanics of Economic Development, p 6.

սական (դրամավարկային), հարկաբյուջետային (պետական) և արտաքին<sup>1</sup>: Տնտեսագիտական գրականության մեջ հաճախ ֆինանսական հատվածը և ֆինանսական համակարգը նույնացվում են, ուստի նպատակահարմար ենք գտնում ներկայացնել ֆինանսական համակարգի սահմանումը:

Ֆինանսական համակարգը կազմված է ինստիտուցիոնալ միավորներից և շուկաներից, որոնք, առևտրային գործունեության ֆինանսավորման նպատակով, բարդ ուղիներով փոխազդում են միմյանց վրա՝ ռեսուրսների կենտրոնացման և ներդրումների իրականացման համար, ներառելով նաև վճարային համակարգը<sup>2</sup>: Ֆինանսական շուկայում սուբյեկտները կարող են գնել կամ վաճառել ֆինանսական պարտավորությունները՝ առաջնորդվելով որոշակի կանոններով: Ֆինանսական շուկայի բաղկացուցիչներից կապիտալի շուկայում անհատներն ու ֆինանսական ինստիտուտները գնում և վաճառում են բաժնետոմսեր ու պարտատոմսեր<sup>3</sup>: Տնտեսության իրական հատվածում ապահովվում է ազգային արդյունքի արտադրությունը և շրջանառությունը, իսկ ֆինանսական հատվածում՝ բաշխումն ու վերաբաշխումը<sup>4</sup>:

Ֆինանսական համակարգը տնտեսական զարգացման վրա ազդեցություն է ունենում ֆինանսական համակարգի գործառույթների միջոցով:

ԱՄՆ-ն առանձնացնում է ֆինանսական համակարգի 5 գործառույթներ՝ ա) հասարակության խնայողությունների հավաքագրում, բ) ֆինանսական ռեսուրսների տեղաբաշխում և փոխառուների մշտադիտարկում գ) վճարահաշվարկային ծառայությունների մատուցում դ) ռիսկերի զսպում (mitigation), ե) իրացվելիության ապահովում<sup>5</sup>:

Դեմիրգյուս-Կունտը և Լևին ևս առանձնացնում են 5 առանցքային գործառույթ<sup>6</sup>, որոնց անդրադառնանք ընդհանուր գծերով.

1. *Ֆինանսական համակարգը մատակարարում է տեղեկատվություն և բաշխում ռեսուրսները:* Խնայողությունների փոխակերպումը ներդրումների կախված է անհատ խնայողներին հասանելի տեղեկատվության քանակից և որակից, սակայն վերջիններիս համար այդպիսի տեղեկատվության տիրապետումը կարող է չափազանց թանկ լինել: Ֆինանսական միջնորդները հավաքագրում և մշակում են հնարավոր ներդրումներին վերաբերող տեղեկատվությունը ավելի արդյունավետ կերպով, քան դա կանեին անհատ խնայողները:

<sup>1</sup> Տնտեսության հատվածների նկարագիրը, ՀՀ ԿԲ, [https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram\\_fin\\_manual/tntthat.pdf](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram_fin_manual/tntthat.pdf)

<sup>2</sup> Overview of the Financial System, IMF, Financial Soundness Indicators Compilation Guide, 2006, p. 1.

<sup>3</sup> Աղբյուր՝ <http://www.investopedia.com/walkthrough/corporate-finance/1/financial-markets.aspx>

<sup>4</sup> Назмиев И.Ф., Специфика взаимодействия финансового и реального секторов современной российской экономики, 2014.

<sup>5</sup> Financial Sector Assessment A Handbook, IMF, Chapter 2: Indicators of Financial Structure, Development, and Soundness, 2005, p. 6.

<sup>6</sup> Demirgüç-Kunt A. and R. Levine., Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth. The World Bank, 2008, p. 3-17.

2. Ֆինանսական համակարգն իրականացնում է տնտեսավարող սուբյեկտների մշտադիտարկում և նպաստում ընկերությունների կորպորատիվ կառավարմանը:
3. Ֆինանսական գործիքները, միջնորդները և շուկաները իրականացնում են ռիսկերի փոխանցումը, միավորումը և հեջավորումը: Ապահովելով ռիսկերի բազմազանացումն առանձին սուբյեկտների և տնտեսության ճյուղերի միջև, ֆինանսական համակարգն ազդեցություն է ունենում ռեսուրսների բաշխման արդյունավետության և հետևաբար՝ տնտեսական աճի վրա: Ֆինանսական շուկաներն ու ինստիտուտները նաև մեղմում են իրացվելիության ռիսկը՝ խթանելով խնայողներին՝ ներդնելու բարձր եկամտաբեր և երկարաժամկետ ծրագրերում:
4. Ֆինանսական համակարգը միավորում է բազմաթիվ սուբյեկտների խնայողությունները՝ վերածելով դրանք ներդրումների: Խնայողությունների կենտրոնացումը և վերածումը ներդրումների առավել կարևորվում են ցածր եկամտային և կապիտալով սակավ տնտեսությունների համար, որոնց հիմնականում բնորոշ է ներդրումների բարձր հատույցը:
5. Ֆինանսական գործիքները, միջնորդները և շուկաները խթանում են մասնագիտացումը, նորարարությունը և, ի վերջո, տնտեսական աճը՝ կրճատելով գործարքային ծախսերը:

Յուրաքանչյուր երկրի ֆինանսական համակարգ կատարում է այս 5 գործառույթը, սակայն տնտեսական համակարգի զարգացման վրա դրանց ունեցած ազդեցությունը կախված է ֆինանսական համակարգի արդյունավետությունից:

Ֆինանսական համակարգի զարգացում–մակրոտնտեսական կայունություն փոխանցումային մեխանիզմը ներկայացվում է ֆինանսական միջնորդության մակարդակի և իրական հատվածի ցուցանիշների միջև տատանողականության կապի բացահայտմամբ:

Ֆինանսական միջնորդները թուլացնում, թե՛ մեծացնում են արտաքին հատվածի շուկերի ազդեցությունները և մակրոտնտեսական ցուցանիշների տատանման ամպլիտուդը. այս հարցը գրականության մեջ հակասական կարծիքների տեղիք է տվել: Հետազոտողների առաջին խումբը (Բերնանկե և Գերթլեր, Գրինվալդ և Ստիգլից) պնդում է, որ ֆինանսական համակարգում անհամաչափ տեղեկատվությունը և գործարքային ծախսերը կարող են տարածել իրական հատվածի շուկերը վարկային ուղով՝ սահմանափակելով ֆինանսական միջոցների հասանելիությունը կամ թանկացնելով ֆինանսական ռեսուրսները: Փոխառուների զուտ հարստության վրա արտաքին հատվածից եկող բացասական ազդեցությունները սահմանափակում են տնտեսությունում ռեսուրսների վերաբաշխման հնարավորությունները՝ սրելով մակրոտնտեսական տատանումները: Այս խմբի տեսաբանները ոչ թե դրա են ուղղակիորեն դիտում որպես անկայունության աղբյուր, այլ ֆինանսական համակարգի անկատարությունները:

Հետազոտողների մյուս խումբը (Աճեմօլլու և Զիլբրտի, Ադիոն և այլք) փաստում է, որ խոր ֆինանսական համակարգը թուլացնում է փոխառության արգելքները՝ նպաստելով ռիսկերի բազմազանացմանը և հետևաբար բարձրացնում արտաձին շուկերը կլանելու տնտեսության ունակությունը:

Մեկ այլ հետազոտությունում (Բեք և այլք) առանձին դիտարկվում են իրական հատվածի շոկերը, որոնց ազդեցությունը առաջին հերթին դրսևորվում է միայն ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների վրա, և մոնետար շոկերը, որոնց ազդեցությունը առաջին հերթին դրսևորվում է միայն բանկերի հաշվեկշիռների վրա: Հետազոտողները փաստում են, որ զարգացած ֆինանսական համակարգն ունակ է մեղմացնելու արտաքին հատվածից եկող շոկերը, քանի որ մեղմվում են ցածր եկամուտ ունեցող ընկերությունների նկատմամբ փոխառու միջոցներ ստանալու առումով սահմանափակումները: Եվ ընդհակառակը, ֆինանսական համակարգն ուժեղացնում է տնտեսության վրա մոնետար շոկերի ազդեցությունը, քանի որ վերջիններս ուղղակիորեն ազդեցություն են ունենում բանկերի հաշվեկշիռների վրա<sup>1</sup>: Ցածր եկամուտ ունեցող ընկերություններն ավելի շատ են տուժում բանկերի հաշվեկշիռների բացասական փոփոխությունից, և, փաստորեն, ֆինանսապես առավել զարգացած տնտեսություններում մոնետար շոկերն ավելի մեծ ազդեցություն են ունենում իրական հատվածի վրա<sup>2</sup>:

Ֆինանսական և իրական հատվածների կապերի էմպիրիկ գնահատում կատարել են բազմաթիվ հետազոտողներ: Առաջինները 1993 թ.-ին Քինգը և Լևինն էին, որոնք ուսումնասիրելով 77 երկրների ցուցանիշներ 1960–1989 թթ. համար, բացահայտեցին նշանակալի դրական կապ ֆինանսական խորության և իրական հատվածի մի շարք ցուցանիշների միջև: Այնուհետև ուսումնասիրություն է իրականացվել նաև 2010 թ.-ին Ասիական զարգացման բանկի կողմից՝ 116 երկրների համար, 1987–2008 թթ. ցուցանիշների հիման վրա: Արդյունքում բացահայտվել է նշանակալի դրական կապ ֆինանսական համակարգի խորության և տնտեսական աճի, ինչպես նաև ֆինանսական բացության և տնտեսական աճի միջև: Հետազոտության արդյունքները նշանակալիորեն չեն տարբերվել զարգացած ու զարգացող երկրների համար<sup>3</sup>:

Ընդհանուր առմամբ, հետազոտություններում հիմնականում ուսումնասիրվել են ֆինանսական հատվածի զարգացման մակարդակի և տնտեսական աճի փոխադարձ կապվածությունները և առավել քիչ՝ ֆինանսական հատվածի զարգացման մակարդակի և մակրոտնտեսական կայունության կապը:

Առաջին խմբի հետազոտություններում, ընդհանուր առմամբ, ուսումնասիրվել են այնպիսի մեծությունների ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա, ինչպիսիք են.

- *Ֆինանսական համակարգի խորությունը*, որը չափվում է՝
  - համախառն իրացվելի պարտավորություններ/ ՀՆԱ
  - բանկային վարկեր / ՀՆԱ
  - արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշներով:

<sup>1</sup> Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks? Thorsten Beck, Mattias Lundberg, and Giovanni Majnoni, 2001, p. 13-14.

<sup>2</sup> Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks? Thorsten Beck, Mattias Lundberg, and Giovanni Majnoni, 2001, p. 13-15.

<sup>3</sup> Financial Development and Economic Growth in Developing Asia, Asian Development Bank, 2010, 63, էջ 42.



- *Ֆինանսական համակարգի լայնությունը*, որը չափվում է բանկային վարկերի ծավալը հարաբերելով արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում:
- *Ֆինանսական բացությունը*, որը չափվում է օտարերկրյա ուղղակի կամ պորտ-ֆելային ներդրումների ծավալը հարաբերելով ՀՆԱ-ին<sup>1</sup>:

Իրական հատվածի համար ուսումնասիրվել են մեկ շնչին ընկնող իրական ՀՆԱ աճի տեմպը, երկրում կապիտալի ընդհանուր դրամական արժեքի աճի տեմպը, ներդրումներ/ՀՆԱ ցուցանիշը և տնտեսությունում արտադրողականության աճի տեմպը (չափված արտադրական ֆունկցիայի օգնությամբ<sup>2</sup> կամ, աշխատանքի արտադրողականության դեպքում՝ 1 զբաղվածին բաժին ընկնող անվանական ՀՆԱ աճի տեմպով):

2012 թ. ԱՄՀ հետազոտողները տարբեր էկոնոմետրիկ մոդելներով ուսումնասիրել են մինչև 99 երկրի ցուցանիշներ և պարզել, որ մասնավոր հատվածի վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցության 80-100% մակարդակից վեր ֆինանսական հատվածը սկսում է բացասական ազդեցություն ունենալ տնտեսական աճի վրա<sup>3</sup>: Ֆինանսական խորության առավել բարձր մակարդակ ունեցող երկրների համար վերջինիս մակարդակի և տնտեսական աճի միջև չկա որևէ դրական կապ, և ընդհակառակը՝ առկա է ուժեղ դրական կապ ֆինանսական խորության ցածր մակարդակով բնութագրվող երկրների դեպքում: Փաստորեն, այսպիսի արդյունքը հիմնավորում է «առաջարկից մղված» և «պահանջարկին հետևող» տնտեսական աճի փուլերի՝ իրական և ֆինանսական հատվածների կապերի համար որոշիչ լինելը:

Կարևոր է նաև պարզել, թե ինչ ձևով է դրսևորվում տնտեսության երկու՝ ֆինանսական և իրական հատվածների միջև խզումը, և թե ինչպես պետք է չափել, գնահատել այն: Այս հարցի քննարկումը հետագա գիտական աշխատանքների նյութ է:

**КНАРИК ВАРДАНЯН**

**ГАЯНЕ АВАГЯН**

## **ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ИНТЕРПРЕТАЦИИ ВЗАИМОСВЯЗИ ФИНАНСОВОГО И РЕАЛЬНОГО СЕКТОРОВ**

*Ключевые слова:* финансовый и реальный сектор, взаимосвязь, дискуссия, экономическое исследование, передаточный механизм, финансовая глубина, ширина, открытость

*В статье представлены интерпретации различных экономистов-исследователей о взаимосвязи финансового и реального секторов экономики, характер прямых и обратных связей между финансовым и реальным секторами, а также относящаяся к этому дискуссия “Шумпе-*

<sup>1</sup> Financial Development and Economic Growth in Developing Asia, Asian Development Bank, 2010, p. 7.

<sup>2</sup>  $PROD = GYP - \alpha(GK)$ , որտեղ  $PROD$ -ը արտադրողականության աճի տեմպն է,  $GYP$ -ը 1 շնչի ՀՆԱ աճի,  $GK$ -ը կապիտալի ընդհանուր դրամական արժեքի աճի տեմպն է, իսկ  $\alpha = 0.3$ :

<sup>3</sup> Too Much Finance?, Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes and Ugo Panizza, IMF, 2012, p. 24.

*тер-Робинсон". Обсуждены механизмы перехода между финансовым и реальным секторами экономики в рамках моделей экономического роста, обусловленные спросом и предложением, а также связь некоторых показателей ВВП и финансового сектора. Было показано, что на разных этапах роста, между секторами экономики, направления причинно-следственных связей меняются.*

**KNARIK YARDANYAN  
GAYANE AVAGYAN**

## **THEORETICAL INTERPRETATIONS OF INVESTMENT IN FINANCIAL AND REAL SECTORS**

***Key words:** financial and real sector, interrelation, discussion, economic research, transfer mechanism, financial depth, width, openness*

*The article presents the interpretations of various economists-researchers on the interrelationship between the financial and real sectors of the economy, the nature of direct and reverse connections between the financial and real sectors, also to this the relevant discussion of "Schumpeter-Robinson". Were discussed mechanisms for the transition between the financial and real sectors of the economy in the framework of economic growth models conditioned by supply and demand, also connection between some indicators of GDP and financial sector. It was shown, that at different stages of the growth the directions of the cause-effect connections between the sectors of the economy have been changed.*