Ֆինանսական համակարգի երկրային մոդելների համեմատական գնահատականը

Պողոսյան Սուրեն Հ.
տ.գ.թ., Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների ամբիոնի դոցենտ,
Կիրառական ֆինանսների ֆակուլտետ,
Հայկական պետական տնտեսագիտական համալսարան (Երևան, ՀՀ)
https://orcid.org/0009-0004-0454-474X
surenpoghosyan.asue@gmail.com
Բալասանյան Նարինե Հ.
Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների ամբիոնի դասախոս,
Կիրառական ֆինանսների ֆակուլտետ,
Հայկական պետական տնտեսագիտական համալսարան (Երևան, ՀՀ)
https://orcid.org/0009-0002-0598-075X
balasanyann19@gmail.com

ՀՏԴ 336:338.2; **EDN:** XKUHXI; **JEL:** E5, G21, O16
DOI: 10.58587/18292437-2025.6-226
Հանգուցաբառեր և բառակապակցություններ՝ Ֆինանսական համակարգ, մոդել, հռենոսյան, անգլո-ամերիկյան, խառը, անցումային, բանկային գերակայություն, կապիտալի շուկա, կլաստերային մոտեցում

Сравнительная оценка наземных моделей финансовой системы

Погосян Сурен О.
к.э.н., доцент кафедры финансовых рынков и институтов, Факультет прикладных финансов, Армянский государственный экономический университет (Ереван, РА)
Баласанян Нарине Г.
преподаватель кафедры финансовых рынков и институтов, Факультет прикладных финансов, Армянский государственный экономический университет (Ереван, РА)

Аннотация. В статье представлены рейнская (немецкая, японская), англо-американская, смешанная и переходная финансовые системы, сформировавшиеся в ведущих странах мира, а также их модельные характеристики. Кластерный подход позволил более четко разграничить модельные границы финансовой системы страны. Задача более сложна при характеристике финансовой системы Армении, поскольку она недостаточно развита, чтобы ее можно было рассматривать в рамках какой-либо финансовой модели. С комплексным кластерным подходом больше оснований характеризовать модель финансовой системы Армении как формирующуюся переходную, имея в качестве целевой задачи внедрение смешанной модели финансирования, а в недалеком будущем – становление цифровой финансовой системы.
Ключевые слова и фразы: финансовая система, модель, рейнская, англо-американская, смешанная, переходная, банковское доминирование, рынок капитала, кластерный подход

Comparative Assessment of Terrestrial Models of the Financial System

Poghosyan Suren H.
Associate Professor, Department of Financial Markets and Institutions, Faculty of Applied Finance, Armenian State University of Economics (Yerevan, RA)
Balasanyan Narine H.
Lecturer, Chair of Financial Markets and Institutions, Faculty of Applied Finance, Armenian State University of Economics (Yerevan, RA)

Abstract. The article presents the Rhineland (German, Japanese), Anglo-American, mixed and transitional financial systems formed in the world's leading countries, as well as their model characteristics. The cluster approach has made it possible to more clearly delineate the model boundaries of the country's financial system.
The task is more complex when characterizing the financial system of Armenia, as it is not sufficiently developed to be viewed within the framework of any financial model. With a complex cluster approach, there are more grounds to characterize the model of Armenia's financial system as an emerging transitional one, with the target objective being the implementation of a mixed financing model, and in the near future, the establishment of a digital financial system.

Keywords and phrases: Financial system, model, Rhenish, Anglo-American, mixed, transition model, bank dominance, capital market, cluster approach

Հետազոտության նպատակն է զննել մակրոդակով դիրքավորել Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, բացահայտել արդի առանձնահատկությունները: Նախքան գրականության ակնարկին անդրադառնալը իմաստ ունի ներկայացնել հոդվածում բազմաթիվ անգամ օգտագործվող «կապիտալիզմ» և «ֆինանսական համակարգ» հասկացությունների մեր ընկալումները: Կապիտալիզմի մասով դասական կարելի է համարել հետևյալ սահմանումը. «*Կապիտալիզմը ֆեոդալիզմի փլուզումից ի վեր արևմտյան աշխարհում գերիշխող տնտեսական համակարգ է, որում արտադրության միջոցների մեծ մասը գտնվում է մասնավոր սեփականության ներքո, իսկ արտադրության կառավարումը և եկամուտների բաշխումն իրականացվում է գերազանցապես շուկայական մեխանիզմների միջոցով*» [**1**]:

Ինչ վերաբերում է ֆինանսական համակարգին ապա տիպական կարելի է համարել Ֆրեդերիկ Միշկինի լայն տարածում ստացած հետևյալ սահմանումը. «*Ֆինանսական համակարգը (financial system) այն համակարգն է, որն ապահովում է միջոցների շարժը նրանցից, ովքեր խնայում են, դեպի նրանք, ովքեր զբաղվում են ներդրումներով կամ ծախսում են միջոցները*» [**2**, էջ 4]: Սակայն հետազոտության տեսանկյունից առավել ընդունելի է դրամական միջոցների շարժի ըստ փոխատվական-բանկային և արժեթղթերի (կապիտալի) շուկայի տարբերակումը, երբ առաջինը դիտարկվում է միջնորդավորված, իսկ կապիտալի շուկան ուղղակի ֆինանսավորման մեխանիզմ: Այդ առումով առավել նպատակահարմար է հեղինակային հետևյալ սահմանումը՝ «*Ֆինանսական համակարգը յուրաքանչյուր երկրում պատմականորեն ձևավորվող և զարգացող փոխատվական-բանկային և արժեթղթերի շուկաների, ինստիտուտների, մեխանիզմների և գործիքների համախումբ է, որն ապահովում է փողի շրջանառությունը, տնտեսության ֆինանսավորումը, վճարահաշվարկային գործառնությունների իրականացումը և ֆինանսական ռիսկերի կառավարումը*»: Նման սահմանումը թույլ է տալիս ընդգծել երկրների ֆինանսական համակարգերի կառուցվածքային ընդհանրությունը, միաժամանակ յուրաքանչյուր երկրի որոշակի պատմական՝ սոցիալ-տնտեսական, քաղաքական, իրավական, սոցիալական և նաև մշակութային պայմաններում ձևավորվող և զարգացող ֆինանսական համակարգի յուրահատկությունը: Սահմանման մեջ ներկայացված է նաև ֆինանսական համակարգի հիմնական բաղադրիչները (շուկաներ, ինստիտուտներ, մեխանիզմներ, գործիքներ), ինչպես նաև հիմնական գործառույթները (փողի շրջանառություն, տնտեսության ֆինանսավորում, վճարահաշվարկային գործառնություններ, ֆինանսական ռիսկերի կառավարում):

Տնտեսագիտական գրականության մեջ երկրների տարբերակումը սովորաբար իրականացվում է շուկայի ազատականության և ինստիտուցիոնալ գործոնների հիման վրա: Այդ առումով կարելի է առանձնացնել Փիթեր Հոլի և Դեյվիդ Սոսկիսի «*Կապիտալիզմի տարատեսակներ. համեմատական առավելության ինստիտուցիոնալ հիմքերը*» [**3**] ազդեցիկ աշխատանքը: Հեղինակները առաջատար արդյունաբերական երկրները տարբերակել են «ազատական շուկայական տնտեսությունների» (ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Կանադա, Ավստրալիա, Իռլանդիա) և «համակարգված շուկայական տնտեսությունների» (Գերմանիա, Ճապոնիա, Շվեցարիա, Նիդեռլանդներ, Ավստրիա, Սկանդինավյան երկրներ): Ազատական տնտեսությամբ երկրներում առկա է զգալի շուկայական կարգավորում և ճկուն աշխատաշուկա, ֆինանսական համակարգերը կենտրոնացած են բաժնետիրական շուկաների և արտաքին ներդրումների վրա, ընկերությունները հակված են ընդունելու կարճաժամկետ և շուկայական կողմնորոշված ռազմավարություններ: Համակարգված շուկայական տնտեսությունների համար բնութագրական է պետական կարգավորումը և ոչ շուկայական հարաբերությունները, համագործակցությունը կառավարության, գործատուների և արհմիությունների միջև, բանկային ֆինանսավորումը:

Հեղինակները պնդում են, որ մոդելներին բնորոշ ֆինանսական և ինստիտուցիոնալ առանձնահատկությունների առումով ազատական տնտեսություններն առավելություն ունեն արմատական նորամուծությունների (radical innovation) ոլորտներում (օրինակ՝ բիոտեխնոլոգիա, ծրագրային ապահովում), որտեղ պահանջվում է ռիսկի ընդունում և արագ արձագանքում: Մինչդեռ համակարգված տնտեսությունները հակված են աստիճանական նորամուծությունների (incremental innovation), օրինակ՝ ավտոմոբիլաշինության, ճշգրիտ մեքենաշինության ոլորտներում, որտեղ պահանջվում է երկարաժամկետ ներդրումներ և բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժ:

Ներկայացված տեսությունը երկրների իր համակարգված ինստիտուցիոնալ տարբերակումով հանդերձ զերծ չէ թերություններից: Իրական աշխարհում երկրների մեծ մասը չեն տեղավորվում «կամ-կամ» ենթադրող երկու տիպերի մեջ: Օրինակ՝ Ֆրանսիան և Հարավային Կորեան ունեն և՛ ազատական և՛ համակարգված

տնտեսության հատկանիշներ: Բացի դրանից գլոբալացման և ինտեգրացման աճող ազդեցությունն աստիճանաբար հանգեցնում է ֆինանսական համակարգերի երկրային տարբերությունների նվազեցմանը: Վիճարկելի է նաև երկու մոդելների նորամուծական ներուժների «արմատական» և «աստիճանական» տարբերակումը: Հետազոտության մեջ անտեսված են նաև զարգացող երկրները:

Երկրների մոդելային տարբերակման առումով ավելի ճկուն կարելի է համարել Բրունո Ամաբլեի «աշխարհագրական բազմազանության» տեսությունը, թեև հեղինակը ընդգծում է, որ ՏՀԶԿ 21 զարգացած երկրների իր մոդելային տարբերակման հիմքում ոչ թե աշխարհագրական, այլ կլաստերային ինստիտուցիոնալ մոտեցումն է:

Ըստ հեղինակի 1980-ականներին տիրապետող էր այն տեսակետը, որ ԱՄՆ-ի տնտեսական մոդելը գտնվում է երկարաժամկետ անկման մեջ, ի տարբերություն Եվրոպայի և Ճապոնիայի տնտեսությունների: ԱՄՆ-ը մոդելի հիմնական թերություն էր դիտվում կարճաժամկետ շահույթի վրա կենտրոնացումը, պայմանավորված բաժնետերերի և ֆինանսական շուկաների ազդեցությամբ: Մինչդեռ Եվրոպայում, մասնավորապես Գերմանիայում և Ճապոնիայում բանկերի և ընկերությունների միջև երկարաժամկետ հարաբերությունները և «համբերատար կապիտալի» առկայությունը հնարավորություն էին տալիս իրականացնել երկարաժամկետ ռազմավարություններ, ապահովել արտադրական ոլորտի առավել բարձր կատարողականություն:

1990-ականներին տնտեսական իրավիճակը բերեց նախկին գնահատականների վերանայմանը: Ճապոնիան հայտնվեց «կորցրած տասնամյակում»՝ գրեթե զրոյական աճով: ԱՄՆ-ն, ընդհակառակը, ապրեց երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո ամենաերկար տնտեսական վերելքը՝ բարձր աճի տեմպեր, ցածր գործազրկություն և գիտատեխնոլոգիական ոլորտների զարգացում («Նոր Տնտեսություն»): Միջին հաշվով ցածր արդյունքներ ցույց տվեց նաև Եվրոպան, այդ թվում առանձնանալով գործազրկության բարձր մակարդակով:

Բ. Ամաբլը ելնելով հինգ հիմնարար ինստիտուցիոնալ ոլորտների դիտարկումից՝ 1) ապրանքների և ծառայությունների շուկայում մրցակցություն, 2) «Աշխատավարձ – աշխատանք» կապն ու աշխատաշուկայի ինստիտուտներ, 3) ֆինանսական միջնորդություն և կորպորատիվ կառավարում, 4) սոցիալական պաշտպանություն և բարեկեցության պետություն, 5) կրթության ոլորտ՝ առանձնացնում է կապիտալիզմի հետևյալ հինգ մոդելները.

1. *Շուկայական-կողմնորոշված մոդել* (ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Կանադա, Ավստրալիա): Մոդելում տնտեսական կոորդինացիան հիմնականում իրականացվում է շուկայական մեխանիզմների միջոցով: Բնութագրական է աշխատաշուկայի բարձր ճկունություն, սոցիալական պաշտպանության ցածր մակարդակ և ֆինանսական համակարգ, որտեղ գերակշռում են բաժնետիրական շուկաները: Մոդելը հատկապես արդյունավետ է արմատական (հեղափոխական) նորամուծությունների ոլորտում՝ բիոտեխնոլոգիաներ, ինֆորմատիկա և էլեկտրոնիկա, որտեղ կարևոր են արագ արձագանքը և արդյունաբերության ու համալսարանների միջև լավ կապերը:

2. *Սոցիալ-Դեմոկրատական մոդել* (սկանդինավյան երկրներ՝ Շվեդիա, Դանիա, Ֆինլանդիա): Մոդելը համատեղում է շուկայական տնտեսության արդյունավետությունը համընդհանուր պետության հետ բարօրության համատեքստում, որը բնութագրվում է ցածր գործազրկությամբ և բարձր աշխատավարձերով: Տնտեսական հաջողությունն ապահովվում է բարձրորակ կրթության և նորարարությունների (հատկապես էկոլոգիական և աստիճանական) աջակցության միջոցով:

3. *Մայրցամաքային եվրոպական մոդել* (Գերմանիա, Ֆրանսիա, Ավստրիա, Բելգիա): Մոդելը համատեղում է շուկայական տնտեսությունը սոցիալական ներդաշնակության հետ: Բնութագրվում է բանկակենտրոն ֆինանսական համակարգով, աշխատաշուկայի ուժեղ կարգավորմամբ և սոցիալական գործընկերության ավանդույթով:

4. *Միջերկրածովյան մոդել* (Իտալիա, Իսպանիա, Հունաստան, Պորտուգալիա): Մոդելին բնորոշ է ընտանեկան բիզնեսի գերակայությունը, պետության ակտիվ միջամտությունը տնտեսությունում և համեմատաբար թույլ սոցիալական պետությունը: Աշխատաշուկան բնութագրվում է աշխատողների համար աշխատանքի բարձր պաշտպանությամբ, սակայն երիտասարդների և շուկա նոր մուտք գործողների համար գործազրկության բարձր մակարդակով: Միջերկրածովյան մոդելի երկրները մասնագիտանում են թեթև արդյունաբերության և ցածր տեխնոլոգիական գործունեության ոլորտներում:

5. *Ասիական մոդել* (Ճապոնիա, Հարավային Կորեա): Մոդելի հիմքում ընկած է պետության, բանկերի և խոշոր կորպորացիաների (կեյրեցու, չեբոլ) սերտ համագործակցությունը: Աշխատանքի կայունությունն ու կարիերայի աճն ապահովվում են ընկերությունների ներսում, իսկ սոցիալական պաշտպանության պետական համակարգը համեմատաբար թույլ է զարգացած: Կապիտալիզմի ասիական մոդելի երկրները համեմատական առավելություն ունեն համակարգիչների, էլեկտրոնիկայի և մեքենաշինության արտադրություններում [**4**, էջեր 13-22]:

Բրունո Ամաբլեի աշխատանքի արժանիքներից է իր կողմից առաջարկվող մոդելների ինստիտուցիոնալ և էմպիրիկ-վիճակագրական հիմնավորումը: Սակայն աշխատանքում ուսումնասիրված են սահմանափակ թվով երկրներ՝ 1990-ական թվականների տվյալների հիման վրա: Հասկանալի պատճառներով չեն ներառվել բազմաթիվ կարևոր ցուցանիշներ, որոնք հասանելի են դարձել վիճակագրական տվյալների բազաների արագ զարգացման շնորհիվ: Վիճարկելի է նաև հեղինակի այն պնդումը, որ մայրցամաքային մոդելի երկրների տնտեսությունները չունեն հստակ մասնագիտացման կառուցվածք, անտեսելով Գերմանիայի խիստ զարգացած հաստոցաշինությունն ու սարքաշինությունը, Ֆրանսիայի ատոմային էներգետիկան և ռազմական արդյունաբերությունը, ֆրանս-գերմանական Airbus ավիացիոն ընկերությունը և այլը:

Ֆինանսական համակարգի հետազոտող՝ առաջիններից մեկը համարվող ֆրանսիացի տնտեսագետ Միշել Ալբերը 1991 թվականին ֆրանսերեն հրապարակած և 1993 թ. անգլերեն թարգմանված_**"Capitalism Against Capitalism"** («Կապիտալիզմը ընդեմ կապիտալիզմի») աշխատությունում հստակ տարանջատել և համակարգված դիտարկել է 1970-1980-ական թվականներին Արևմուտքում ձևավորված կապիտալիզմի երկու հիմնական՝ «հռենոսյան» և «նեո-ամերիկյան» մոդելները, չթաքցնելով հռենոսյան մոդելի իր նախապատվությունը:

Ալբերը «հռենոսյան» անվանում է Երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո ձևավորված՝ Գերմանիայի, Ֆրանսիայի, Շվեյցարիայի, Բենիլյուքսի երկրների և հյուսիսեվրոպական պետությունների տնտեսական համակարգը: Այս մոդելի հիմնական բնութագրերն են շուկայական տնտեսության սոցիալական ուղղվածությունը («սոցիալական շուկայական տնտեսություն») և բանկային ֆինանսավորումը:

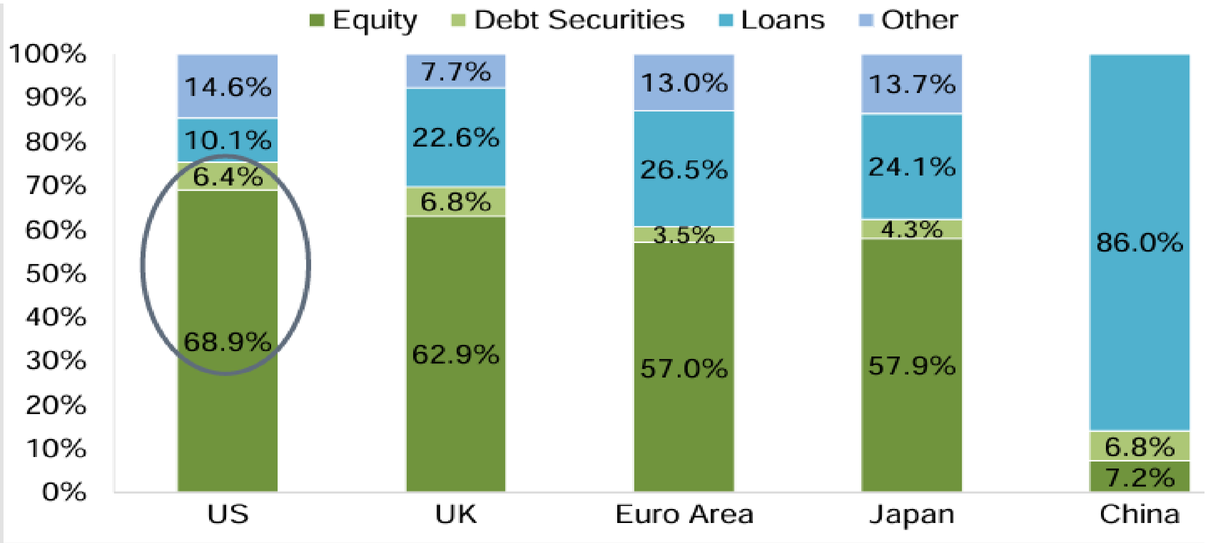
«Նեո-ամերիկյան»-ը՝ 1970-ականներին սթագֆլյացիայի և հակաքեյնսականության ալիքի վրա ձևավորված և հանձինս «ռեյգանէկոնոմիկայի» և «թետչերիզմի» անգլոսաքսոնական աշխարհում տարածում ստացած մոդելների անվանումն է: «Նեո-ամերիկյան» կապիտալիզմի համար բնութագրական է ծայրահեղ անհատապաշտությունը, կապիտալի շուկայի և բաժնետերերի շահերի գերակայությունը:

Ըստ Ալբերի ամերիկյան մոդելի հիմնական թերությունը այն է, որ ֆիրման այլևս չի դիտարկվում բաժնետերերի, ընկերության ղեկավարության և վարձու աշխատողների շահերը միավորող կայուն կազմավորում: Հակառակը, ֆիրման դիտվում է շուկայական արժեք կրող ապրանք, դրամական հոսքերի(cash flow) շարժը ապահովող մեքենա, որն օրորվում է շուկայական ալիքների վրա ենթակվելով բորսայական սպեկուլյացիաների փոթորիկների աննախադեպ վտանգների [**5**, էջ 85]:

Հռենոսյան կապիտալիզմի համակարգը ներկայացնում է բաժնետերերի, կազմակերպության ղեկավարության և վարձու աշխատողների փոխհարաբերությունների բոլորովին այլ մոդել: Այս մոդելում, ինչպես ցույց է տալիս Ալբերը, գլխավոր դերը պատկանում է ոչ թե ֆոնդային բորսաներին, այլ բանկերին: Ընդ որում, ձեռնարկությունների և բանկերի հարաբերությունները կրում են յուրահատուկ բնույթ, ինչը հայտնի է որպես «բաժնետոմսերի խաչաձև սեփականություն»: Բանկերը տիրապետում են ֆիրմաների կապիտալի զգալի մասին, իսկ ձեռնարկությունները, իրենց հերթին, խոշոր բանկերի բաժնետերերն են: Նման համակարգը ստեղծում է շահերի երկարաժամկետ համընկնում և անհրաժեշտ կայունություն: Երկրորդ, հռենոսյան կորպորատիվ մշակույթը իր կազմակերպական կառուցվածքով և կառավարմամբ միտված է ձեռնարկության բոլոր մասնակիցների շահերի հաշվառմանը և ներդաշնակեցմանը [**5**, էջեր 125-126]:

Հռենոսյան, նախ և առաջ, գերմանական և ամերիկյան, հատկապես ԱՄՆ-ը ֆինանսական համակարգի մոդելների հիմնական տարբերությունը ֆինանսավորման աղբյուրներն են: Գերմանական մոդելում ֆիրմայի ֆինանսավորման հիմնական աղբյուրը բանկային վարկն է, իսկ ամերիկյան ֆիրման միջոցներ սովորաբար ներգրավում է կապիտալի շուկայից:

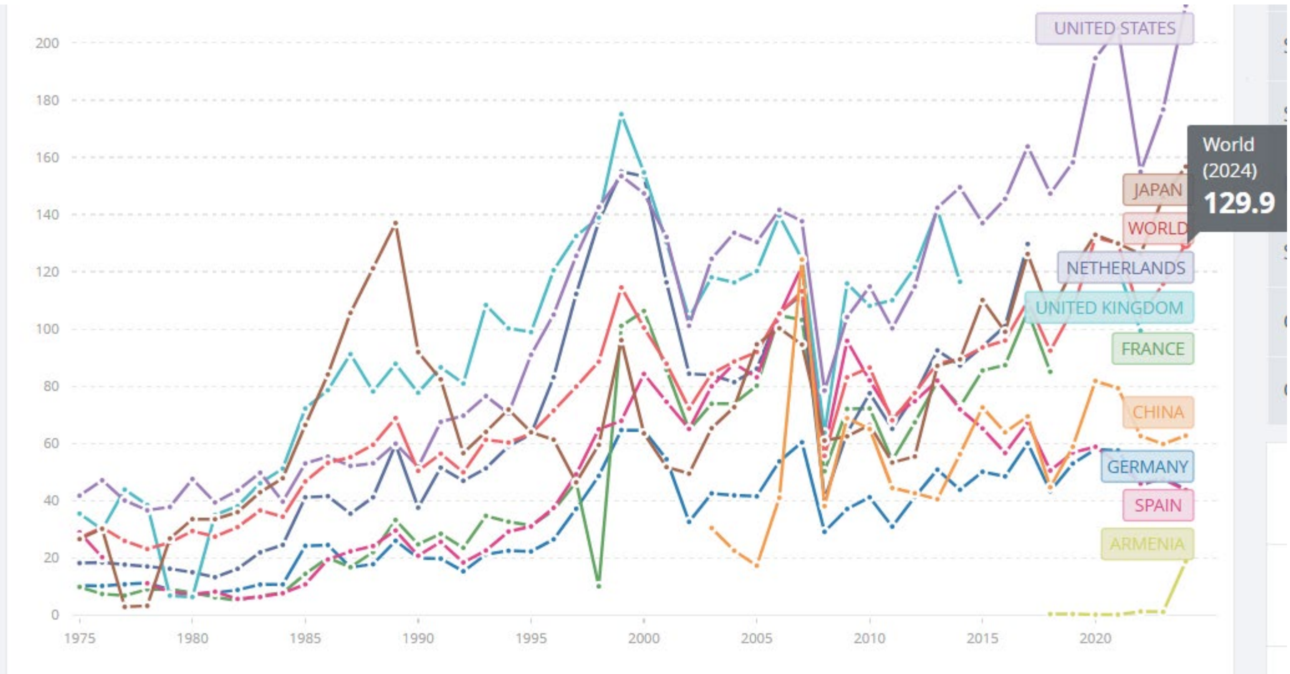
Այսպես, 2024 թվականի ամփոփ տարեկան տվյալներով ԱՄՆ-ում կապիտալ շուկաները՝ բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի թողարկման միջոցով ապահովում են ոչ ֆինանսական կորպորացիաների ֆինանսավորման 75,3%-ը: Մեծ Բրիտանիայում կապիտալի շուկային բաժին է ընկնում ֆիրմաների ֆինանսավորման 69,7%-ը, Եվրոգոտու երկրներում 60,5%-ը, իսկ Ճապոնիայում՝ 62,2%-ը:



Գծապատկեր 1. *ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Եվրոգոտի, Ճապոնիա, Չինաստան. ոչ ֆինանսական կորպորացիաների ֆինանսավորման կառուցվածքը, 2024 թ.,%* [**6**]

Եվրոգոտու երկրներում կապիտալի շուկայի ավելի քան 60% ցուցանիշը, առաջին հայացքից խիստ վիճարկելի է դարձնում հռենոսյան մոդելի ներկայիս գոյությունը և Գերմանիայի դրան պատկանելիությունը: Իրականում բերված ցուցանիշը միջինացված է, քանի որ ներառում է նաև ֆինանսավորման տարբեր համակարգերին հարող Նիդեռլանդների, Իռլանդիայի, Ֆրանսիայի և եվրոգոտու մեկ տասնյակից ավել այլ երկրների տվյալները: Ի տարբերություն Գերմանիայի, անգլոամերիկյան և խառը ֆինանսավորման մոդել ունեցող երկրներում կապիտալի շուկայի, այդ թվում բաժնետոմսերի կապիտալիզացիայի ցուցանիշը անհամեմատ ավելի բարձր է:

Համաշխարհային բանկի տվյալներով 2024 թվականի ավարտին ֆոնդային բորսաներում ցուցակված հայրենական(ներքին) ընկերությունների բաժնետոմսերի կապիտալիզացիայի գումարային մեծությունը կազմել է համաշխարհային ՀՆԱ-ի 129,9%-ը: ԱՄՆ-ում կապիտալիզացիան կազմել է երկրի ՀՆԱ-ի 213,1%-ը, Նիդեռլանդներում՝ 129,7% (2017) Մեծ Բրիտանիայում՝ 99,4% (2022): Թվարկված երեք երկրները, ինչպես նաև Ավստրալիան և մի շարք այլ երկրներ սովորաբար համարվում են կապիտալի շուկայի գերակայությամբ կամ անգլոամերիկյան մոդելի երկրներ: Դա չի բացառում այդ երկրներում, մասնավորապես Նիդեռլանդներում և Բրիտանիայում, զարգացած բանկային համակարգերի և ավանդույթների առկայությունը:



Գծապատկեր 2. *Առանձին երկրների կապիտալիզացիա/ՀՆԱ ցուցանիշի դինամիկան 1975-2024 թթ.,%* [**9.1**]

Խառը ֆինանսավորման մոդել ներկայացնող Ֆրանսիայում հայրենական ընկերությունների շուկայական կապիտալիզացիան դեռևս 2018 թվականին կազմում էր երկրի ՀՆԱ-ի 85,1%-ը: Համեմատության համար 2024 թվականին Գերմանիայում շուկայական կապիտալիզացիան կազմել է երկրի ՀՆԱ-ի 43,9%-ը, իսկ Իսպանիայում՝ 43,8%:

Կարելի է համաձայնվել ռուսաստանցի հետազոտող Գ. Կանարշի հետ, որ գերմանական մոդելն արդյունաբերական կապիտալիզմի օրինակելի մոդել է ներկայացնում, իսկ ամերիկյան մոդելը իր առավելություններն է ապացուցում հետարդյունաբերական զարգացման պայմաններում [7] :

Չնայած Գերմանիայի կառավարության կողմից 2000-ականներին իրականացված սոցիալ-տնտեսական բարեփոխումների, հռենոսյան մոդելի հենքը հանդիսացող Գերմանիայի տնտեսության հետարդյունաբերական զարգացումը չի կարող համարվել արդյունավետ: Սա լուրջ խնդիրներ է հարուցում նաև Եվրոմիության համար, քանի որ տասնամյակներ շարունակ Գերմանիան հանդես էր գալիս, որպես Եվրոմիության «տնտեսական շոգեքարշ»:

Գերմանացի հետազոտող Օլոֆ Գերզեմանը համեմատելով «կովբոյական կապիտալիզմի» ամերիկյան մոդելը՝ «հարմարավետ կապիտալիզմի» եվրոպական մոդելի հետ նշում է, որ առաջինը հենվում է շուկայական ուժերի վրա, երկրորդը՝ տնտեսական և սոցիալական կյանքի տարբեր ասպեկտների պետական կարգավորման վրա: Համեմատությունը անբարենպաստ է եվրոպական մոդելի համար ոչ միայն տնտեսական աճի և արդյունավետության, այլև քաղաքացիների սոցիալական անվտանգության մակարդակի առումով [**8**, էջեր 75-78]:

Աղյուսակ 1. *ԱՄՆ-ի և Գերմանիայի ֆինանսական համակարգերի սոցիալ տնտեսական արդյունավետությունը(2015–2024)*

		Տնտեսական աճ	Գործազրկության մակարդակ	ՍԳԻ	Շնչային եկամուտ ($)
2015	ԱՄՆ	2.95%	5.28%	0.12%	56,849
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	1.65%	4.61%	0.51%	41,911
2016	ԱՄՆ	1.82%	4.87%	1.26%	57,977
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	2.29%	4.10%	0.49%	42,961
2017	ԱՄՆ	2.46%	4.36%	2.13%	60,048
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	2.72%	3.78%	1.51%	45,527
2018	ԱՄՆ	2.97%	3.90%	2.44%	62,876
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	1.12%	3.38%	1.73%	48,875
2019	ԱՄՆ	2.58%	3.67%	1.81%	65,228
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	0.99%	3.16%	1.45%	47,624
2020	ԱՄՆ	-2.16%	8.06%	1.23%	64,402
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	-4.10%	3.88%	0.14%	47,380
2021	ԱՄՆ	6.06%	5.35%	4.70%	71,307
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	3.67%	3.59%	3.07%	52,266
2022	ԱՄՆ	2.51%	3.65%	8.00%	77,861
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	1.37%	3.14%	6.87%	49,686
2023	ԱՄՆ	2.89%	3.64%	4.12%	82,305
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	-0.27%	3.07%	5.95%	53,940
2024	ԱՄՆ	2.80%	4.02%	2.95%	85,810
	ԳԵՐՄԱՆԻԱ	-0.24%	3.37%	2.26%	55,800

Աղյուսակը կազմվել է հեղինակների կողմից Համաշխարհային բանկի [9] պաշտոնական կայք էջում զետեղված տվյալների հիման վրա

Ամփոփելով կարող ենք ասել, որ վերջին 10 տարիների ընթացքում.

- ԱՄՆ-ում միջին աճը (2.5%) զգալիորեն բարձր է, ինչը վկայում է կապիտալի շուկայի գերակայությամբ մոդելի առավել ճկունության մասին:
- Գերմանիայի ցածր միջին գործազրկությունը (3.6%) ցույց է տալիս բանկակենտրոն համակարգի կայունությունը

- Գնաճի առումով երկու մոդելներում իրավիճակը գրեթե նույնական է, շնորհիվ ցածր ինֆլյացիայի՝ ԴՊՀ-ի և ԵԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության
- ԱՄՆ-ի շնչային եկամուտը շուրջ 29%–ով բարձր է:

Ֆինանսական համակարգերի երկրային տարբերություններին և դասակարգումներին նվիրված աշխատություններում գրեթե բացակայում են զարգացող երկրների ֆինանսական համակարգերին նվիրված ուսումնասիրությունները: Պատճառներից թերևս կարելի է մատնանշել զարգացող շատ երկրների վերաբերյալ տեւական և վստահելի վիճակագրական շարքերի բացակայությունը և այն համոզմունքը, որ զարգացող երկրների ֆինանսական համակարգերն արդեն գոյություն ունեցող մոդելների սոսկ թերզարգացած կամ անցումային տարբերակներն են:

Հայաստանի ֆինանսական համակարգի բնութագրման առումով հետաքրքրություն է ներկայացնում նախկին սոցիալիստական երկրների, մասնավորապես Լեհաստանի, Չեխիայի, Սլովակիայի, Հունգարիայի, Սլովենիայի, Էստոնիայի ֆինանսական համակարգերի էվոլյուցիան և որքանով է թվարկված երկրներին հաջողվել պլանայինից շուկայական տնտեսության անցումը համատեղել ֆինանսկան համակարգերի շուկայական բարեփոխման, կապիտալի շուկայի զարգացման հետ:

Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների ֆինանսական համակարգերը հիմնականում բանկակենտրոն են, բացառությամբ Լեհաստանի և մասամբ Չեխիայի, որտեղ կապիտալի շուկաների զարգացումը հասել է հարաբերականորեն բարձր մակարդակի: Սլովակիան, Սլովենիան և Էստոնիան շարունակում են մնալ գերազանցապես բանկակենտրոն, մինչդեռ Հունգարիան զարգացնում է պետական կարգավորվող մոդել՝ սահմանափակ շուկայական տարրերով:

Աղյուսակ 2. *ԿԱԵ առանձին երկրների և Հայաստանի բանկային ակտիվներ/ՀՆԱ, կապիտալիզացիա/ ՀՆԱ ֆինանսական խորության ցուցանիշները, %*

Երկիր	Բանկային Ակտիվները / ՀՆԱ (%)	Շուկայական Կապիտալիզացիա / ՀՆԱ (%)	Բնութագիր
Չեխիա	70.8%	10.0%(2024)	Բանկակենտրոն՝ կապիտալի շուկայի ցածր կապիտալիզացիա:
Սլովակիա	79.2%	1.8%(2021-2022)	Ծայրահեղ Բանկակենտրոն՝ կապիտալի շուկան աննշան է:
Լեհաստան	65.8%	21.6%(2024)	Անցումային՝ համեմատաբար զարգացած կապիտալի շուկայով
Հունգարիա	Մոտ 70%	18.6%(2024)	Բանկակենտրոն՝ կապիտալի շուկայի ցածր կապիտալիզացիա
Սլովենիա	Մոտ 75-80%	15.8%(2024)	Բանկակենտրոն՝ կապիտալի շուկայի ցածր կապիտալիզացիա:
Էստոնիա	106%(2023)	12,8%(2024)	Բանկակենտրոն՝ կապիտալի շուկայի ցածր կապիտալիզացիա
Հայաստան	108,9%(2024)	4,3%(2024)	Բանկակենտրոն՝ կապիտալի շուկայի ցածր կապիտալիզացիա

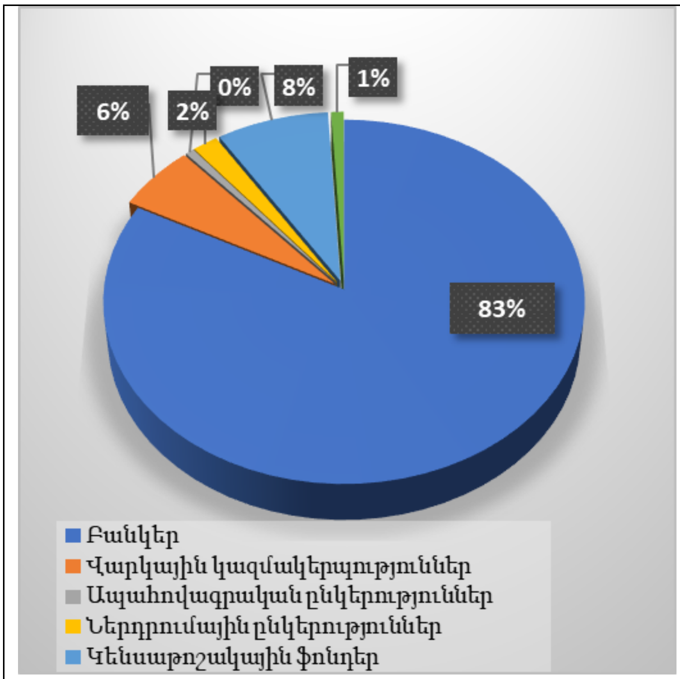
Աղյուսակը կազմվել է հեղինակների կողմից Համաշխարհային բանկի պաշտոնական կայք էջում զեղետված տվյալների հիման վրա [**9**], ՀՀ-ի մասով՝ Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2024 [**10**], Տեղեկագրեր. Ամսական բորսայական տվյալներ 2024 [**11**]:

Թվարկված երկրներից կապիտալի շուկան առավել զարգացած է Լեհաստանում (Վարշավայի ֆոնդային բորսան): Սա մասամբ պայմանավորված է կենսաթոշակային ֆոնդերի բարեփոխումներով, որոնք մեծացրել են պահանջարկը տեղական արժեթղթերի նկատմամբ: Լեհաստանի կապիտալի շուկայի զարգացման նման փորձը ուսանելի կարող է լինել նաև Հայաստանի համար, հատկապես նկատի ունենալով Վարշավայի բորսայի կողմից Հայաստանի ֆոնդային բորսայի ձեռքբերումը:

Լեհաստանին, Էստոնիային, ԿԱԵ այլ երկրների ֆինանսական համակարգերին նմանություններով հանդերձ, հատկապես ինչ վերաբերում է պլանային տնտեսության անցյալին, տրանսֆորմացիայի փորձին, միջազգային ֆինանսական ինստիտուտների աջակցությամբ ֆինանսական կայունության ապահովմանը, օտարերկրյա կապիտալի ներգրավման և մասնավորեցման ջանքերին, բանկերի գերիշխող դերին՝ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը աշխարհաքաղաքական, տնտեսական և այլ

հանգամանքների բերումով ունի նաև իր առանձնահատկությունները:

Անդրադառնանք նաև ՀՀ ֆինանսական համակարգին և չնայած 2011 թ. և 2014 թ. բարեփոխումների, որով ավտոտրանսպորտային պատահարների ապահովագրությամբ և կուտակային կենսաթոշակային համակարգերի ներդրմամբ ակտիվների աճ գրանցվեց նաև ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտներում՝ բերելով ֆինանսական համակարգում բանկային ակտիվների տեսակարար կշռի նվազման 2014 թ. 90.0%-ից 2024-ի՝ 82.7%, այնուամենայնիվ բանկային համակարգի ակտիվները 2024-ին կազմել են մոտ 11 տրիլիոն ՀՀ դրամ, իսկ բանկային ակտիվները/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 2017 թ.՝ 78.2%-ից աճել է մինչև 108.9% (2024): 2024 թ-ին առևտրային բանկերի կողմից տնտեսության իրական հատվածին տրամադրված վարկերի ծավալն աճել է շուրջ 25.5%-ով, իսկ բանկային համակարգի՝ տնտեսությանը տրված վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 59.6%՝ նախորդ տարվա համեմատ աճելով 9.0%-ով, ընդ որում աճ արձանագրվել է ինչպես ֆիզիկական (29.9%), այնպես էլ իրավաբանական անձանց (22.4%) մասով: Հատկապես բարձր աճի տեմպեր շարունակվել է արձանագրվել սպառողական, հիպոտեկային և շինարարության ոլորտին տրամադրված վարկերի մասով: Աճել է նաև բանկերի ավանդային պորտֆելը և կազմել է 6.5 մլրդ ՀՀ դրամ, 2024 թ. նախորդ տարվա համեմատ աճելով շուրջ 14.0%, արդյունքում ավանդներ/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 57.3%:



Ակտիվների փոփոխությունը.

	Աճը 2023-ի նկատմամբ	Վերջին 5 տարում /միջին/
Առևտրային բանկեր	20.2%	13.6%
Վարկային կազմակերպություններ	6.8%	1.5%
Ապահովագրական ընկերություններ	9.7%	7.8%
Կենսաթոշակային ֆոնդեր	34.9%	33.8%
Ներդրումային ընկերություններ	57.1%	31.2%

Գծապատկեր 3. *ՀՀ ֆինանսական համակարգի կառուցվածքը 31.12.2024 թ.* [**10.1**; **10.2**, էջ 4]

Կլաստերային մոտեցմամբ Հայաստանի տնտեսությունը և ֆինանսական համակարգը բնութագրվում է մի շարք կառուցվածքային մարտահրավերներով, որոնք թույլ չեն տալիս այն բնութագրել պարզապես «անցումային»: Դրանց թվին են դասվում.

- Բանկային վարկի՝ ֆինանսական մենաշնորհով հանդերձ, բարձր ծախսատարությունն ու նորամուծական ներուժի ցածր մակարդակը
- Ֆինանսական համակարգի ինստիտուցիոնալ թերզարգացվածությունը, մասնավորապես բորսայում ընկերությունների սակավությունը և ոչ բանկային ներդրումային ինստիտուտների, բացառությամբ կենսաթոշակային ֆոնդերի, սակավ ներկայությունը
- Կապիտալի, հատկապես բաժնետոմսերի շուկայի աննշան խորությունը և իրացվելիությունը
- Վենչուրային և ներդրումային ֆոնդերի, բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի(IPO), քրաունդֆանդիգի և բիզնեսի ֆինանսավորման ոչ ավանդական այլ ձևերի գրեթե բացակայությունը
- Ստվերային տնտեսության և ֆինանսների դեռևս զգալի չափը:

Այս պայմաններում նպատակահարմար է Հայաստանի ֆինանսական համակարգը բնութագրել որպես թերզարգացած կամ ձևավորվող անցումային համակարգ, որի հիմնական խնդիրը կապիտալի շուկայի և ինստիտուտների առաջանցիկ զարգացմամբ դեպի խառը՝ բանկային-շուկայական ֆինանսավորման մոդելին անցումն

է: Նման համակարգի ձևավորումը կարող է նպաստել մրցակցային ֆինանսական միջնորդության ձևավորմանը և կապիտալի շուկայի խորացմանը, կապիտալի առավել արդյունավետ բաշխմանը, ոչ միայն արդյունաբերական, այլ հետարդյունաբերական նորամուծական նախագծերի ֆինանսավորմանը և վերջնաարդյունքում կայուն և որակյալ աճի ապահովմանը:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. "Capitalism" Written by **Robert L. Heilbroner, Peter J. Boettke** https://www.britannica.com/money/capitalism
2. **Frederic S. Mishkin.** The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. // 10th Global Edition. Pearson Education, 2013.
3. **Peter A. Hall – David Soskice (eds.)**: Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage Oxford 2001: Oxford University Press, 540 pp. https://www.researchgate.net/publication/30527161_Varieties_of_Capitalism_The_Institutional_Foundations_of_Comparative_Advantage
4. **Amable, B.** The Diversity of Modern Capitalism. Oxford University Press. 2003. https://books.google.com.cy/books?id=1oBGYhXsPeYC&printsec=frontcover#v=onepage&q&f=false (16.11.2025)
5. **Альбер, М.** Капитализм против капитализма / пер. с фр. под ред. В. М. Гальперина. – СПб.: Экономическая школа. (Этическая экономия: Исследования по этике, культуре и философии хозяйства; вып. 4). 1998. – 296 с.
6. **Capital Markets Fact Book**, 2025 https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2024/07/2025-SIFMA-Capital-Markets-Factbook.pdf (01.11.2025)
7. **Канарш Г. Ю.** Две модели капитализма [Электронный ресурс] // Горизонты гуманитарного знания. 2018. №2. С. 35-51. https://www.researchgate.net/publication/326547865_Dve_modeli_kapitalizma (19.10.2025).
8. **Герземанн, Олаф** Ковбойский капитализм : европейские мифы и американская реальность / О. Герземанн; пер. с англ. Б. Пинскера ; науч. ред. А. Куряев. – М.: ИРИСЭН, 2006. – 270 с.

Աղյուսակների և գծապատկերների կազման համար օգտագործված կայք-էջեր

9. Համաշխարհային բանկի պաշտոնական կայք էջ https://data.worldbank.org/
   - 9.1. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) - Germany, France, Netherlands, Spain, United Kingdom, United States, Armenia, World, Japan, China https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=DE-FR-NL-ES-GB-US-AM-1W-JP-CN (01.11.2025)
10. ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայք էջ www.cba.am (15.11.2025)
    - 10.1. ՀՀ կենտրոնական բանկ: Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2024 https://www.cba.am/file_manager/Financial%20Stability%20Report%202024%20ARM.pdf
    - 10.2. ՀՀ կենտրոնական բանկ: Ֆինանսական կայունություն. Զարգացումներ և ռիսկեր: Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2024: Հունիս 2025: https://www.cba.am/file_manager/Financial%20Stability%20Report%202024%20Presentation%20.pdf
11. «Հայաստանի ֆոնդային բորսա» ԲԲԸ-ի պաշտոնական կայք էջ www.amx.am

Сдана/Հանձնվել է 28.11.2025
Рецензирована/Գրախոսվել է 05.12.2025
Принята/Ընդունվել է 12.12.2025