

**ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ
ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ**

ՏԵՓՈՅԱՆ ՎԱՀԱԳՆ ԼԻՊԱՐԻՏԻ

**ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԱՊԱՀՈՎՄԱՆ
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ
ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ**

Ը. 00. 03 – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման ատենախոսության

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ – 2022

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Երևանի պետական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Հայկ Լևոնի Սարգսյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Հակոբյան Արմեն Աշմատի

տնտեսագիտության թեկնածու
Դինգյան Գարիկ Վահանի

Առաջատար կազմակերպություն՝

**ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան
տնտեսագիտության ինստիտուտ**

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2022թ. մայիսի 17-ին, ժամը 14:00-ին Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի տնտեսագիտության թիվ 014 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

Հասցե՝ 0025, ք. Երևան, Նալբանդյան փ., 128 շենք:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2022թ. ապրիլի 7-ին:

**014 մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար,**

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր



S.S. Խարտիրոսյան

ԱՏԵՆԱՆՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը: Ֆինանսական կայունությունը այնպիսի վիճակ է, երբ տնտեսության բանկային, ոչ բանկ ֆինանսավարկային հատվածները, ֆինանսական շուկան և վճարահաշվարկային համակարգը անհրաժեշտ կերպով իրականացնում են իրենց բնականոն գործունեությունը և ունակ են ապահովելու երկրում իրացվելիության մակարդակը արտաքին և ներքին միջավայրերի անբարենպաստ ազդեցությունների պայմաններում:

Հայաստանում մակրոմակարդակում ֆինանսական կայունության ապահովումը ՀՀ Կենտրոնական բանկի հիմնական նպատակներից մեկն է: ՀՀ ԿԲ-ն երկրի ֆինանսական կայունության գնահատման համար կիրառում է հետևյալ մոդելը: Ֆինանսական կայունության գնահատման համար հնարավոր ռիսկերը հատվածավորվում են ըստ դրանց առաջացման հինգ աղբյուրների: Այդ աղբյուրներից մեկը համաշխարհային տնտեսությունն է, իսկ մյուս չորսը էնդոգեն են՝ վերաբերում են ՀՀ տնտեսությանը: Այդ աղբյուրներն են.

1. արտաքին միջավայր՝ գնահատվում է գլոբալ տնտեսությունը և ֆինանսական շուկաները,
2. ՀՀ մակրո միջավայրը՝ գնահատվում է ՀՀ մակրոտնտեսական վիճակը,
3. ՀՀ ֆինանսական շուկաների կայունությունը,
4. ՀՀ ֆինանսական հաստատությունների կայունությունը,
5. ՀՀ ֆինանսական ենթակառուցվածքների կայունությունը:

Ֆինանսական կայունության կարևորությունը վերջին տասնամյակում զգալի աճել է, ինչը պայմանավորված է մի կողմից 2009թ. գլոբալ տնտեսական ճգնաժամով, մյուս կողմից բազմաթիվ այլ սոցիալ-տնտեսական երևույթներով՝ բորսաներում արժեթղթերի և այլ ակտիվների գների կտրուկ տատանումները, ինչպես զարգացող, այնպես էլ մի շարք զարգացած երկրներում պարտքային բեռի՝ ՀՆԱ-ի բազմապատիկ անգամ ավելի մեծ չափերը, մի շարք երկրներում բացասական կամ գրոյին մոտ տոկոսադրույքների (Ճապոնիա, Եվրամիություն) ի հայտ գալը, զարգացած երկրների Կենտրոնական բանկերի կողմից, այդ թվում՝ ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգի, Ճապոնիայի բանկի, Եվրոպական Կենտրոնական բանկի, Անգլիայի բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության նոր գործիքի՝ այսպես կոչված քանակական մեղմացման (Quantitative Easing) քաղաքականության իրականացումը, որի արդյունքում կենտրոնական բանկերը մեծ ծավալներով գնում են տվյալ պետության թողարկած պարտատուները՝ դրանով իսկ կտրուկ ավելացնելով փողի պեսզվածը, ներկայումս հանգեցրել են գլոբալ տնտեսությունում ֆինանսական անկայունությունների և ռիսկերի աճին: Տնտեսական գործոնների գումարվում են այլ վտանգներ, ինչպես օրինակ գլոբալ համաճարակներն են, որոնք սպառնում են ինչպես առանձին երկրների, այնպես էլ գլոբալ ֆինանսական կայունությանը: Այս պայմաններում ֆինանսական կայունության և այն պայմանավորող գործոնների ուսումնասիրությունը, այս ոլորտում տնտեսագետների՝ ֆինանսական կայունությունը ամրապնդող, հնարավոր ռիսկերի կանխարգելմանն ուղղված վերլուծությունները առաջնային կարևորություն են ձեռք բերում:

ՀՀ տնտեսությունը, որպես փոքր բաց տնտեսություն, անմասն չի մնում էկզոգեն միջավայրի անբարենպաստ ցնցումներից: 2008-2009թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը, 2014թ Ռուսաստան-Արևմուտք հակամարտության սրացումը և Ռուսաստանի նկատմամբ պատժամիջոցների կիրառումը, 2020-2021թթ կորոնավիրուսի համաճարակը և դրա հարուցած սոցիալ-տնտեսական ցնցումները

Հայաստանում հանգեցրին տնտեսական ճգնաժամերի, ամբողջական պահանջարկի կտրուկ անկման: Վերը նշված գործոններին գումարվում է Հայաստանի անբարենպաստ ռազմաքաղաքական միջավայրը, պատերազմը՝ իր սոցիալ տնտեսական, ժողովրդագրական և քաղաքական ծանր հետևանքներով, Ռուսաստանից ՀՀ կախվածությունը, ինչի հետևանքով, օրինակ, ՀՀ-ն խիստ բարձրգներով է ձեռք բերում տնտեսության համար համակարգային նշանակություն ունեցող այնպիսի ռեսուրսներ, ինչպիսիք էներգակիրներն են: Որպես հետևանք՝ Հայաստանը պարբերաբար հայտնվում է բազմաթիվ ճգնաժամային վիճակներում, խաթարվում է տնտեսական համակարգի բնականոն գործունեությունը:

Հարկ է նկատել, որ վերը թվարկված բազմաթիվ գործոնները Հայաստանի համար երկարաժամկետ սպառնալիքներ են, որոնց հաղթահարման արդյունավետ լուծումների որոնումը երկրի համար դառնում է առաջնային կարևորության խնդիր:

Ատենախոսության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության նպատակն է գնահատել ՀՀ ֆինանսական և ոչ ֆինանսական առևտրային կազմակերպությունների կայունության մակարդակը, ինչպես նաև վեր հանել արդյունավետության բարձրացմանը նպաստող առաջարկություններ և միջոցառումներ:

ՀՀ ֆինանսական և ոչ ֆինանսական առևտրային կազմակերպությունների կայունության ապահովման համար առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- ✓ Ուսումնասիրել ֆինանսական կայունության հասկացության նպատակը;
- ✓ Համակողմանի վերլուծել ֆինանսական կայունությունը բնութագրող հիմնական ցուցանիշները և գնահատման հայրենական և միջազգային փորձը՝ համադրելով ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից որդեգրած մոտեցման, ֆինանսական կայունության հնարավոր ռիսկերի դիտարկման և հակազդեցության միջոցառումներին;
- ✓ Կառուցել ֆինանսական կայունության ներառական ֆինանսատնտեսական ինդեքս, որը կբացահայտի ՀՀ ֆինանսական և ոչ ֆինանսական առևտրային կազմակերպությունների ֆինանսական կայունության վրա ազդող ֆինանսական, իրական, պետական և արտաքին հատվածի գործոնները և թույլ կտա կանխորոշել մոտալուտ ճգնաժամերը և կազմակերպությունների սնանկացման պատճառները;
- ✓ Առաջադրել մակրոտնտեսական ցուցանիշների հենքի վրա կառուցվող մեթոդական մոտեցում, որը գործոնային վերլուծության կիրառմամբ թույլ կտա հասկանալ և գնահատել ֆինանսական ցուցանիշների՝ տնտեսության վրա ազդեցությունը, փոխկապվածությունը և կլինի ներկայացուցչական;
- ✓ Մատնանշել վերջին տարիներին նշանակալի տնտեսական ճգնաժամերի ընթացքում (2008-2009թթ., 2014թ. տարեվերջ-2016թ, 2020-2021թթ.) ՀՀ մակրոտնտեսական միջավայրը, տնտեսության տարբեր ինդիկատորների դինամիկան և օրինաչափությունները;

Առաջարկել ՀՀ-ում հակաճգնաժամային կառավարման արդյունավետ միջոցառումներ՝ վերլուծելով ՀՀ կառավարության կողմից փաստացի ձեռնարկված քայլաշարերը:

Ատենախոսության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ֆինանսական կայունության տեսանկյունից ուսումնասիրված ՀՀ ֆինանսական և ոչ ֆինանսական առևտրային կազմակերպություններն են (այսուհետ՝ կազմակերպություն): Հետազոտության առարկան այն առաջարկվող միջոցառումներն և գործիքակազմերն են, որոնք Կառավարությունը, Ֆինանսների նախարարությունը և Կենտրոնական բանկը

կարող են ձեռնարկել ֆինանսական համակարգի բնականոն և անխաթար գործունեությունն ապահովելու համար:

Ատենախոսության տեսամեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը:

Ատենախոսության համար տեսական ու մեթոդական հիմք են հանդիսացել հայրենական ու արտասահմանյան հեղինակների ոլորտի առաձնահատկությունների հետազոտմանը նվիրված ուսումնասիրությունները: Տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ Սահմանադրությունը, Կենտրոնական բանկի մասին ՀՀ օրենքը, Բանկերի և բանկային գործունեության մասին ՀՀ օրենքը, ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրքը, ՀՀ դատական օրենսգիրքը, ՀՀ կառավարության հայեցակարգերն ու որոշումները, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի (ՎԿ) հրապարակումները, ՀՀ պետական եկամուտների կոմիտեի, պետական կառավարման մարմինների պաշտոնական տվյալներն ու հրապարակումները, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ) տվյալների շտեմարանները, Համաշխարհային բանկի ու այլ միջազգային կառույցների զեկույցները, ՀՀ կազմակերպությունների արտաքին առտիտի հաշվետվությունները, ՀՀ կազմակերպությունների տարեկան հաշվետվությունները: Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են տնտեսաչափական, համեմատական, դիսկրետ մոդելավորման և գործոնային վերլուծության մեթոդներ և մոդելներ:

Ատենախոսության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը:

Հետազոտության ընթացքում ստացվել են գիտագործնական նշանակության արդյունքներ, որոնց գիտական նորույթը կայանում է հետևյալում.

1. Միջազգային փորձի հիման վրա կառուցվել են ֆինանսական համակարգի ցուցիչներից բաղկացած այնպիսի մեթոդական մոտեցում, որը թույլ է տալիս հասկանալ և չափելի դարձնել տնտեսության ամփոփ ցուցանիշների վրա ազդեցությունը և փոխկապակցությունը;
2. Միջազգային փորձի հիման վրա կատարել ենք տնտեսական ռիսկերի կանխատեսում և ֆինանսական կայունության ապահովման գործիքակազմի կատարելագործում միկրոմակարդակում և մակրոմակարդակում՝ կառուցելով ֆինանսական կայունությունը ներկայացնող ֆինանսատնտեսական ինդեքս;
3. Գնահատել և ներկայացրել ենք այն միջոցառումները և գործիքակազմը, որոնք ՀՀ Կառավարությունը և Կենտրոնական բանկը կարող են ձեռնարկել ճգնաժամերի առաջացման դեպքում՝ դրանց զարգացումը կանխելու և արդյունավետ հակազդելու համար;
4. Իրականացրել ենք ՀՀ առևտրային կազմակերպությունների՝ ֆինանսական կայունության վրա ազդող գործոնների գնահատում այն հիմնական վիճակագրորեն նշանակալի փոփոխականների բացահայտմամբ, որոնք էապես կանխորոշում են կազմակերպությունների սնանկացումը:

Ատենախոսության արդյունքների տեսական և գործնական նշանակությունը:

Իրականացված վերլուծություններից բխող առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ գործադիր և օրենսդիր մարմինների կողմից խնդրո առարկա կառավարման համակարգի արդյունավետության բարձրացման աշխատանքներում: Ուսումնասիրության արդյունքները կարող են օգտակար լինել ՀՀ կենտրոնական բանկի, Կառավարության, ֆինանսական համակարգի կայունության հիմնախնդիրներով հետաքրքրվող տնտեսագետների և այլ հետազոտողների համար:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումները և հրապարակումները:

Ատենախոսության հիմնադրույթները և ստացված արդյունքները քննարկվել են Երևանի պետական համալսարանի տնտեսագիտության և կառավարման ֆակուլտետի

«Ֆինանսահաշվային» ամբիոնում: Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն ու բովանդակությունը արտացոլված են հրապարակված 6 (վեց) գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք զլովսներից, եզրակացություններից և օգտագործված գրականության ցանկից: Ատենախոսության տեքստը շարադրված է 129 էջի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականության ցանկը:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության առաջին՝ **«Ֆինանսական կայունությունը և դրա գնահատման տեսամեթոդաբանական սկզբունքները»** գլխում նկարագրվում են ֆինանսական կայունության բնութագրման հասկացության հասկացության ապարատը, Ֆինանսական կայունության վրա ազդող գործոնները, ֆինանսական հարաբերությունների կարգավորման առանձնահատկությունները և Ֆինանսական կայունության գնահատման հիմնահարցերը:

«Հետադարձ կապի սահմանման համաձայն»՝ ֆինանսական կայունությունը ֆինանսական համակարգը վերականգնելու կամ խափանումից զերծ պահելն է, այնպես, որ համակարգը շարունակի ապահովել անհրաժեշտ իրացվելիության մակարդակ, գործարքների և փոխանցումների անխափան իրականացում, տնտեսությունում խնայողությունների ներդրման ունակության պահպանում: Ֆինանսական կայունության համար համընդհանուր սահմանում որպես այդպիսին գոյություն չունի: Տարբեր կառուցվածքներ և վերլուծաբաններ տալիս են հասկացության տարբեր սահմանումներ, որոնք կարող են մասամբ համընկնել, սակայն տրված սահմանումներում կա մեկ ընդհանրություն, այն է, ֆինանսական համակարգի իրացվելիության ապահովումը:

Կազմակերպության համար ֆինանսական կայունության ապահովումը կախված է դրա վրա ազդող ներքին և արտաքին գործոններից: Ներքին և արտաքին գործոններն իրենց հերթին բաժանվում են ըստ իրենց ուղղակի և անուղղակի ազդեցության: Որպես արտաքին ուղղակի գործոն կառանձնացնենք մատակարարներին, սպառողներին և մրցակիցներին, իսկ որպես արտաքին անուղղակի գործոն հատկանշական են քաղաքական, տնտեսական, սոցիալական, գիտատեխնիկական, ժողովրդագրական և բնասպահական գործոնները: Ինչ վերաբերում է ներքին գործոններին, ապա դրանցից հատկանշական են ֆինանսական, շուկայական, արտադրական, կազմակերպչական և կադրային գործոնները:

Ֆինանսական հարաբերությունների կարգավորման առարկա են համարվում այն հասարակական հարաբերությունները, որոնք առաջանում են պետության ֆինանսական գործունեության ընթացքում, ֆինանսական միջոցների կուտակման, բաշխման և օգտագործման գործընթացում: Ֆինանսական իրավունքի տեսաբանները ֆինանսական իրավունքը համարում են հանրային իրավունքի ինքնուրույն ճյուղ, որը հիմնականում վարչաիրավական բնույթ ունի: Սակայն հանրային իրավունքի շրջանակներում ֆինանսիրավական հարաբերությունները հաճախ կարգավորվում են քաղաքացիական իրավունքի նորմերով: Ֆինանսական իրավունքի ճյուղով կարգավորվող հասարակական հարաբերությունները մի շարք առանձնահատկություններ ունեն.

1. Դրանք ունեն կազմակերպական բնույթ, ձևավորվում են ֆինանսական գործունեության ընթացքում պետությանն անհրաժեշտ դրամական ֆոնդերի

¹ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/finstabilityintroduction.aspx>, ՀՀ ԿԲ կայքէջ

կազմավորման նպատակով: Դրանց շարքում առանձնանում են էմիսիոն, հարկային և բյուջետային հարաբերությունները, որոնք պատմականորեն ծագել ու զարգացել են պետության հետ մեկտեղ:

2. այդ հարաբերություններն ունեն իշխանական բնույթ, դրանց մասնակիցներից մեկը պարտադիր իշխանական լիազորություններով օժտված մարմին է:
3. նշված հարաբերությունների գերակշռող մասն ունի գույքային բնույթ, կապված են դրամական ֆոնդերի կազմավորման և օգտագործման հետ:

Ֆինանսական իրավունքի առանձնահատկություններից են՝

1. հասարակական հարաբերությունների վրա ֆինանսական ներգործության իմպերատիվ բնույթը,
2. ֆինանսական իրավունքի սուբյեկտները հավասար չեն,
3. հարմարվողականությունը՝ կոնֆորմիզմը, անձը ֆինանսաիրավական հարաբերության մեջ է մտնում իշխանական կարգադրագրերի ուժով,
4. ֆինանսական պատասխանատվության վերականգնող բնույթը:

Ի թիվս ֆինանսական համակարգի մասնակիցների, կան նաև մասնակիցներ որոնք ստեղծված են շուկայի բնականոն ընթացքը կարգավորելու և վերահսկելու առաջացած վիճահարույց դեպքերը, մասնավորապես.

1. ՀՀ կենտրոնական բանկը, որն իրականացնում է Հայաստանի ֆինանսական հատվածի կարգավորումն ու վերահսկողությունը,
2. Ավանդների հատուցումը երաշխավորող հիմնադրամը, որը հիմնադրվել է 2005 թվականին ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից և որի հիմնական նպատակը Հայաստանի բանկային համակարգի կայունության և հուսալիության ապահովումն է՝ ֆիզիկական անձանց և անհատ ձեռնարկատերերի բանկային ավանդների հատուցումը երաշխավորելու միջոցով,
3. Ֆինանսական համակարգի հաշտարարը, որը հիմնադրվել է 2009 թվականին ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից «Ֆինանսական համակարգի հաշտարարի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն և որի հիմնական նպատակներն են ֆինանսական ոլորտում սպառողների իրավունքների ու շահերի պաշտպանությունը, սպառողների պահանջների արագ, արդյունավետ և անվճար քննությունը, ֆինանսական համակարգի նկատմամբ հանրության վստահության բարձրացումը,
4. ԱՔՌԱ վարկային բյուրոն, որը հիմնադրվել է 2004 թվականին և համագործակցում է ՀՀ-ում գործող բոլոր բանկերի և վարկային կազմակերպությունների հետ: Բյուրոյի նպատակն է նվազեցնել վարկառուի ռիսկի գնահատման ժամանակն ու ծախսերը, օժանդակել ֆինանսական դաշտի վարկային ռեսուրսների օպտիմալ տեղաբաշխմանը և խթան հանդիսանալ վարկավորման ծավալների ավելացմանը:

Ուսումնասիրելով ՀՀ ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին և ֆինանսաիրավական հարաբերությունները կարգավորող իրավական ակտերը, կարող ենք ասել, որ շուկան կարգավորված է, մասնակից խմբերից յուրաքանչյուրի համար առկա է համապատասխան, գործող և կիրառվող իրավական ակտ, ինչպես նաև, միջնորդավորող և փոխլրացնող ինստիտուտներ, ինչպիսիք են ՀՀ կենտրոնական բանկը, Ֆինանսական համակարգի հաշտարարը, ԱՔՌԱ վարկային բյուրոն և Ավանդների հատուցումը երաշխավորող հիմնադրամը: Աշխատանքում առանձնակի ուշադրություն է դարձվում Ֆինանսական կայունության գնահատման սկզբունքներին, որոնք հիմնականում իրարից տարբերվում են տեղի Կենտրոնական բանկերի մոտեցումներից ելնելով: Հայաստանում

մակրոմակարդակում ֆինանսական կայունության ապահովումը հանդիսանում է ՀՀ Կենտրոնական բանկի երկու հիմնական նպատակներից մեկը²:

ՀՀ Կենտրոնական բանկը հրապարակում է ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող յոթ հիմնական ցուցանիշներ (այս ցուցանիշները հրապարակում է նաև Արժույթի միջազգային հիմնադրամը՝ Financial Soundness Indicators)³:

1. Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին
2. Նորմատիվային հիմնական կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին
3. Չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին
4. Շահութաբերությունն ըստ ակտիվների
5. Շահութաբերությունն ըստ կապիտալի
6. Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունն ընդհանուր ակտիվներին
7. Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը ցպահանջ պարտավորություններին:

Մեր դիտարկմամբ, նշված ոչ բոլոր ցուցանիշներն են արդյունավետ մատնանշում ֆինանսական համակարգի կայունության խնդիրները և հնարավոր ցնցումները: Օրինակ «նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին» և «Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունն ընդհանուր ակտիվներին» ցուցանիշները էական տատանումներ չեն արձանագրել ՀՀ տնտեսության համար ճգնաժամային խոշոր երկու իրավիճակներում՝ 2008-2009թթ. Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի և 2014թ. վերջին-2015թ. սկզբին արժույթային ճգնաժամի ժամանակահատվածում: Այսպիսով, մեր կարծիքով, Կենտրոնական բանկի կողմից որդեգրած նման մոտեցումը և ֆինանսական կայունության հնարավոր ռիսկերի դիտարկումը հնարավոր բոլոր հատվածներում հիմնավորված է: Ֆինանսական կայունության ռիսկերը կարող են ի հայտ գալ ինչպես էկզոգեն, այնպես էլ էնդոգեն միջավայրում, ուստի դրանց մշտադիտարկումը և հակազդեցության միջոցառումների մշակումը կարևոր նշանակություն ունի ֆինանսական համակարգի բնականոն գործունեությունը ապահովելու համար:

Ատենախոսության երկրորդ՝ **«Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման և ֆինանսական հոսքերի կառավարման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում»** գլուխը նվիրված է ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության իրականացման և ֆինանսական հոսքերի կառավարման հիմնախնդիրներին, որտեղ ուսումնասիրվում է ֆինանսական քաղաքականության և դրամավարկային քաղաքականության փոխառնչությունները, ճգնաժամային ռիսկերը և ֆինանսական համակարգի կառավարումը: Տնտեսագիտության տեսությունում կարևոր նշանակություն ունեցող հարցերից են ֆինանսական (ֆիսկալ) քաղաքականության և դրամավարկային կառավարկային փոխառնչությունները: Մասնավորապես, տնտեսագետները կանգնում են այն հարցի առաջ, թե որ իրավիճակում որն է ավելի օպտիմալ՝ կարգավորումը ֆինանսական թե դրամավարկային մեխանիզմով: Նաև կիրառելի է հետևյալ հարցադրումը՝ ֆինանսական և դրամավարկային միջոցառումների ինչ հարաբերակցություն կհամապատասխանի տնտեսության որոշակի իրավիճակին: Մի

² ՀՀ օրենքը ՀՀ Կենտրոնական բանկի մասին, ընդունված 30 հունիսի 1996թ..., Հոդված 5,

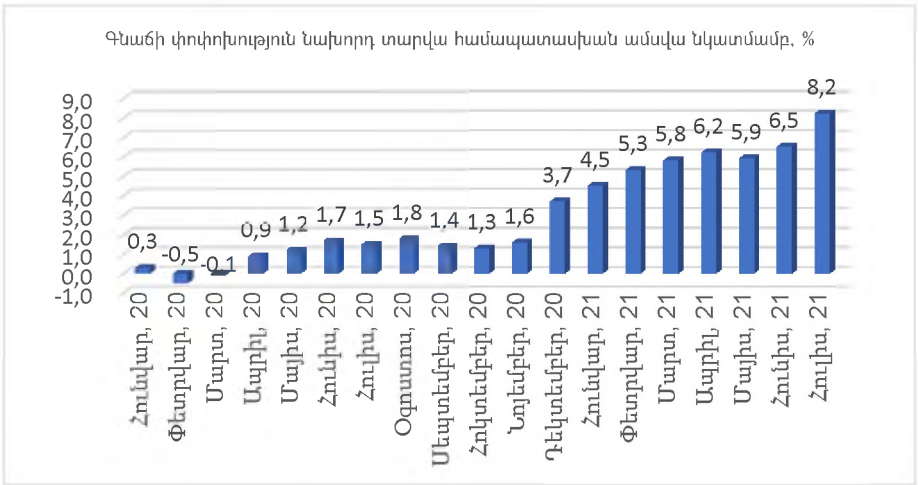
³ Sfr'u <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61404590> կայքէջ,

շարք երկրներում տնտեսական քաղաքականության իրականացման փորձը ցույց է տվել, որ առավել ուսցիոնալ է հանդիսանում կարգավորման երկու ուղղությունների համատեղումը: Սակայն, կախված տարբեր տնտեսական իրավիճակներից, սովորաբար մոտեցումներից մեկը գերակշռում է մյուսի նկատմամբ: Ինչ վերաբերում է կարգավորման երկու մեխանիզմների փոխառնչություններին, նրանց ուժեղ և թույլ կողմերին, ապա նշենք, որ՝

1. Ի տարբերություն ֆինանսական քաղաքականության, դրամավարկային կարգավորումը իրականացվում է ավելի ճկուն, շուկային ուղղված մեթոդներով: Հիմնական շեշտը դրվում է ձեռնարկատիրական գործունեության խթանման վրա: Ձեռնարկատերերը ինքնուրույն որոշում կայացնողներ են, սակայն սովորաբար, տարբեր խթանների ազդեցության ներքո, նախընտրում են այնպիսի տնտեսական գործունեություն, որում հետաքրքրված է կառավարությունը;
2. Տնտեսության վրա ազդեցության դրամավարկային (ինչպես նաև ֆինանսական) մեթոդները երկակի բնույթ ունեն: Մի կողմից նրանք հանդիսանում են պետության տնտեսական քաղաքականության իրականացման մեխանիզմ, մյուս կողմից այն մակրոտնտեսական քաղաքականության անկախ ուղղություն է:

«Տնտեսական քաղաքականությունում կիրառվում է երկու գործիքների կիրառման փորձը: Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման գործընթացում առաջնահերթ խնդիր է դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականության կոորդինացումը: Կոորդինացման դաշտին են վերաբերում ինչպես մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշների ընտրությունը, այնպես էլ Կենտրոնական բանկի կողմից իրացվելիության կարճաժամկետ կարգավորմանը, Կառավարության կողմից արտաքին ֆինանսական հոսքերի ստացմանն ու ծախսմանը, պետական պարտատոմսերի թողարկմանն ու տեղաբաշխմանն առնչվող խնդիրները: ԿԲ-ն «Կառավարության հետ մշակում է տնտեսական և ֆինանսական ծրագրեր, ինչպես նաև աջակցում դրանց իրագործմանը, եթե դրանք չեն հակասում ԿԲ նպատակներին»:

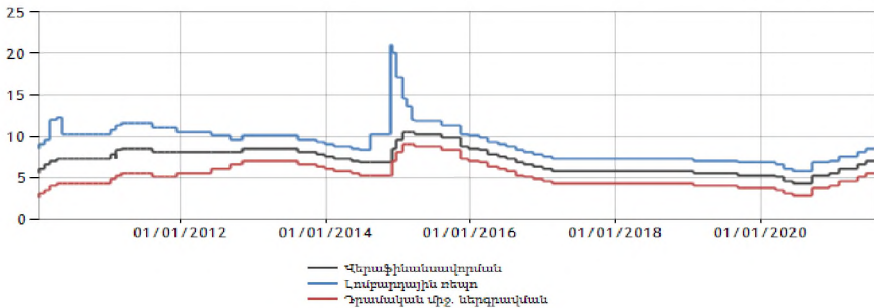
Գծապատկեր 1



⁴ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/mpoperatingprocedures.aspx> կայքէջ.

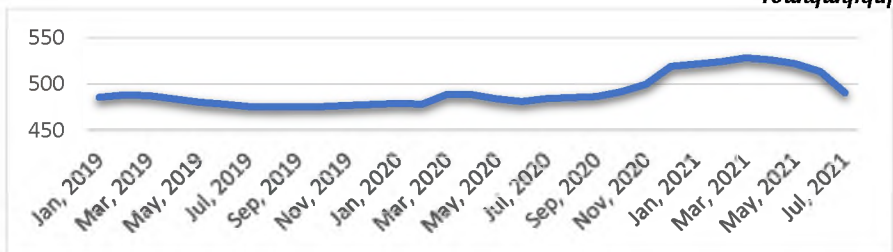
Գծապատկեր 1-ը⁵ ցույց է տալիս, որ եթե 2020թ. գնաճը ՀՀ-ում չէր գերազանցում 3,7%-ը, ապա 2021թ. Հուլիս ամսին այն կրկնապատկիցի ավել է, հասնելով՝ 8,2%-ի: 2021թ. հուլիս ամսվա 8,2% գնաճը 2020թ. առավելագույն գրանցված գնաճից (դեկտեմբեր 2020՝ 3.7%) կրկնապատիկ անգամ ավել է, իսկ 2020թ. նույն ամսի համեմատությամբ՝ մոտ 5 անգամով կամ 6.7%-ային կետով, ինչն էլ հանդիսանում է Կենտրոնական բանկի մակրոտնտեսական քաղաքականության մաս կազմով դրամավարկային գործիքների լայնորեն և հաճախակի կիրառման պատճառ: Գծապատկերներով 2-ով⁶ ներկայացնում ենք դրամավարկային քաղաքականության գործիքների տոկոսադրույքները 2012-2021թթ. համար:

Գծապատկեր 2



2020 և 2021թթ. համար Կենտրոնական բանկի խորհուրդը վերանայել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը համապատասխանաբար 5 անգամ (որից 4-ում իջեցնելով) և 4 անգամ (բոլորում բարձացնելով)՝ 0.25%, 0.5%, 0.75% և 1% կետով: Իր հայտարարություններում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերանայումը Կենտրոնական բանկի խորհուրդը հիմնականում պայմանավորում է արտաքին հատվածից սպասվող բարձր գնաճային ազդեցություններով, մասնավորապես միջազգային գների և բեռնափոխադրումների սակագների բարձր աճով, փոխարժեքի արժևորման պայմաններում գների ոչ բավարար և հետաձգված արձագանքով, ինչպես նաև խորհրդի գնաճային սպասումների և ՀՀ դիսկի հավելավճարի վերաբերյալ գնահատականներով: Ստորև գծապատկեր 3-ով⁷ ներկայացնենք ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը դրամի նկատմամբ հաշվարկված տվյալ ամսվա միջինով:

Գծապատկեր 3



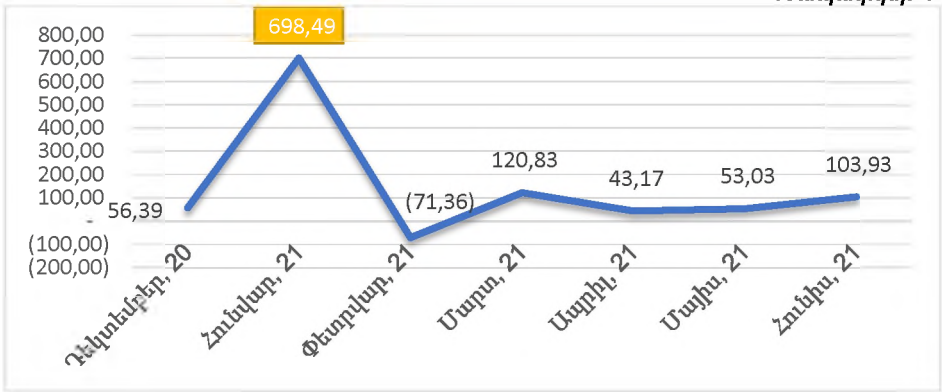
⁵ Տե՛ս ԱՎԾ <https://armstat.am/am/?nid=82> կայքէջ.

⁶ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/fmcompinterestrates.aspx> կայքէջ.

⁷ Կազմվել է հեղինակի կողմից, աղբյուրը՝ <https://www.cba.am/EN/SitePages/ExchangeArchive.aspx> կայքէջ.

2020թ.-ից սկսված նկատելի է դրամ-դուլար փոխարժեքի կտրուկ տատանում, առանձնացնենք անցումային ամիսները՝ 2020թ. փետրվար-մարտ, հունիս-հուլիս, նոյեմբեր դեկտեմբերին տեղի ունեցած տատանումները, որը սակայն 2021թ. մայիս ամսվանից դանդաղ բայց կայուն կերպով վերականգնվում է: Տատանումները մեծապես պայմանավորված են կորոնավիրուսային համաճարակի, Ադրբեջանի կողմից Սեպտեմբերի 27-ին սանձազերծած Հայ-ադրբեջանական 44-օրյա պատերազմի և միջազգային գների բարձրացմամբ:

Գծապատկեր 4⁸



Վերոնշյալ գծապատկերից պարզ է դառնում, որ պետական պարտքի 1 միլիարդ դուլարով ավելացումը հիմնականում պայմանավորված է 2021թ.-ին միջազգային շուկայում 750 մլն. դուլար արժողությամբ, տեղաբաշխման 3.8% եկամտաբերությամբ և 10 տարի մարման ժամկետով եվրապարտատոմսերի տեղաբաշխումով:

Եվրապարտատոմսերի տեղաբաշխումը նպատակ ունեցավ ՀՀ միջազգային պահուստների համալրման, ինչի արդյունքում, 2021թ. երկրորդ եռամսյակի դրությամբ դրանք կազմեցին 3.1 միլիարդ դուլար⁹: Ճիշտ է, ներգրավված վարկը համարյոց ՀՀ միջազգային պահուստները, սակայն դրա վերջնանպատակը խրոնիկ ՀՀ պետական բյուջեի պակասուրդի համալրումն է:

Վերջին տարիներին նշանակալի տնտեսական ճգնաժամեր Հայաստանում արձանագրվել են 2008-2009թթ., 2014թ. տարեվերջ-2016թ. և 2020-2021թթ.: Ուսումնասիրելով այդ ճգնաժամերի ընթացքում ՀՀ մակրոտնտեսական միջավայրը, տնտեսության տարբեր ինդիկատորների դինամիկան կարելի է մատնանշել հետևյալ օրինաչափությունները: Ի լրումն տնտեսական աճի անկման, սպառողական պահանջարկի կրճատման՝ ճգնաժամային իրավիճակներում Հայաստանում նկատվում է արտերկրից ստացվող տրանսֆերտների կտրուկ կրճատում: Այսպես, 2009թ. նախորդ տարվա համեմատ տրանսֆերտները կրճատվեցին 28.2%-ով, 2015-2016թ. 2013թ. համեմատ գրեթե կիսով չափ:

1. ՀՀ ֆինանսական ճգնաժամերը ուղեկցվում են արժույթային շուկայի ցնցումներով և կտրուկ տատանումներով:

⁸ Տե՛ս ՀՀ պետական պարտքի տեղեկագիր - 2021 թվական (հուլիս) https://minfin.am/hy/page/amsakan_vichakagrakan_teghekager/kայքէջ.

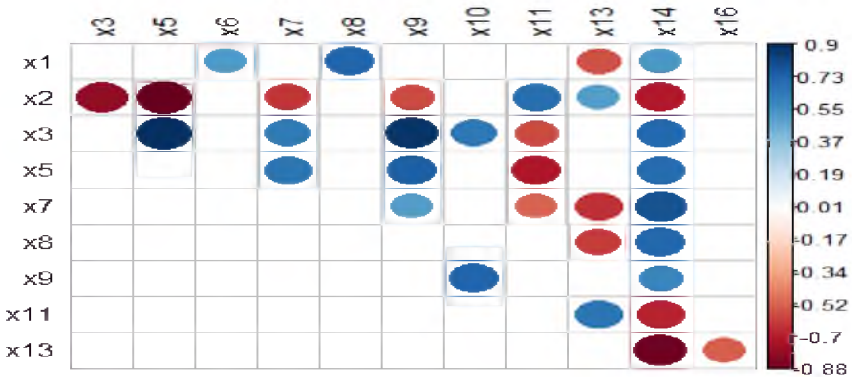
⁹ Տե՛ս Հայաստանի Հանրապետության միջազգային պահուստների վիճակը և կազմը 30.06.21թ., ՀՀ ԿԲ կայքէջ:

2. Ճգնաժամային իրավիճակներում ՀՀ բանկային համակարգը ապացուցում է իր հուսալիությունը, քանի որ չեն եղել ավանդների նշանակալի արտահոսք, իրացվելիության պակաս, իսկ չաշխատող վարկերը մնացել և մնում են կառավարելի մակարդակում;
3. Ճգնաժամային իրավիճակներում Հայաստանում զգալի անկումներ են նկատվում շինարարության ոլորտում: Այսպես, 2020թ.կորոնավիրուսի և պատերազմի հետևանքով Հայաստանում շինարարության ծավալները 2019թ. համեմատությամբ կրճատվել են 9,5%-ով, 2009թ.՝ 36,4%-ով¹⁰:
4. ՀՀ տնտեսությունում կրճատվում են օտարերկրյա ներդրումները, մասնավորապես՝ ուղղակի ներդրումները: Եթե 2009թ. դա պայմանավորված էր գլոբալ շուկայում ֆինանսական միջոցների իրացվելիության պակասով, ապա 2020թ.՝ կորոնավիրուսի համաճարակի և պատերազմի հետևանքով դիսկերի ավելացմամբ: Այսպես, 2019թ. հունվար սեպտեմբերին ՀՀ-ում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները կազմում էին 38,4 մլրդ դրամ, իսկ 2020թ. դրանք գրեթե բացակայում էին՝ 0,3 մլրդ դրամ¹¹:
5. Պետական բյուջեի դեֆիցիտի կտրուկ աճ:

Ատենախոսության երրորդ՝ **«Տնտեսության հակաճգնաժամային կառավարման և ֆինանսական կայունության ապահովման ուղիները Հայաստանի Հանրապետությունում»** գլուխը վերաբերում է ՀՀ-ում տնտեսության հակաճգնաժամային կառավարման և ֆինանսական կայունության ապահովման ուղիներին, որտեղ ուսումնասիրվել է հակաճգնաժամային կառավարման միջոցառումները և տրվել առաջարկություններ, ՀՀ համար իրականացվել են տնտեսական դիսկերի կանխատեսում և տրվել ֆինանսական կայունության ապահովման գործիքակազմի կատարելագործմանն ուղղված առաջարկություններ: Տնտեսական ցուցանիշների վրա ֆինանսական համակարգի ցուցիչների վերլուծության կարևորությունը վերջին տասնամյակում էապես մեծացել է: Ցուցիչների վերլուծությունը թույլ է տալիս հայտնաբերել և գնահատել տնտեսությանը սպառնացող շոկային իրավիճակները: Հայաստանի տնտեսության վրա ֆինանսական համակարգի ցուցիչների ազդեցությունների գնահատման մեր մեթոդական մոտեցման համաձայն դիտարկված թվով 16 ցուցանիշները ենթարկվել են էմպիրիկ հարթեցման: Գործոնային վերլուծությունն իրականացվել է R ծրագրային փաթեթի միջոցով՝ օգտագործելով կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելը (SVAR): Ժամանակային շարքի տեսքով փոփոխական են հանդիսացել վերոնշյալ 16 մակրոտնտեսական ցուցանիշները՝ արտահանված 2007-2019թթ. համար, եռամսյակային պարբերականությամբ: Ցուցանիշները դասակարգել ենք 2 խմբի՝ տնտեսական փոփոխականներ և ֆինանսական փոփոխականներ: Բացառել ենք նույն խմբում դասակարգված այն փոփոխականները, որոնց միջև ուժեղ կորելյացիա է եղել և մյուս խմբում դասակարգված փոփոխականների հետ կապը նույնն է եղել: Աշխատանքում ակնկալվող ազդեցության չափ ենք համարում 50% և ավել ազդեցությամբ միջանկյալ կապերը, իսկ որպես ուղղություն առաձնակի ուշադրություն ենք դարձնում ֆինանսական համակարգի ազդեցությունը տնտեսության վրա՝ ցուցիչների միջոցով:

¹⁰ ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, ՀՀ սոցիալ տնտեսական վիճակը 2009թ. հունվար դեկտեմբերին, էջ 28, ՀՀ սոցիալ տնտեսական վիճակը 2020թ. հունվար դեկտեմբերին, էջ 28

¹¹ ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, ՀՀ սոցիալ տնտեսական վիճակը 2020թ. հունվար նոյեմբերին, էջ 101



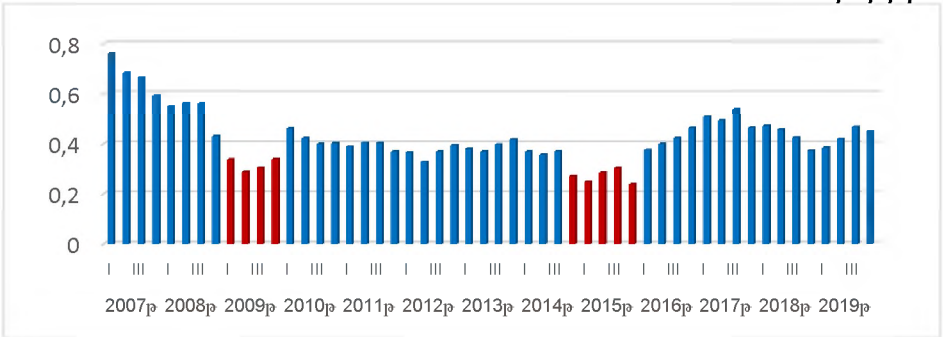
Համաձայն մեր կողմից ՀՀ-ի օրինակով ներկառուցված մեթոդական մոտեցման և կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելի (SVAR) միջոցով իրականացված գործոնային վերլուծության արդյունքների՝ ֆինանսական ցուցանիշները հատկանշական են գործազրկության և սպառողական գների ինդեքսի վրա ունեցած ազդեցություններով: Մեր ուսումնասիրության շրջանակներում և՛ տնտեսական, և՛ ֆինանսական ցուցիչների վրա ունեցած էական ազդեցությամբ ֆինանսական ցուցիչներից հատկանշական է եղել չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին ցուցիչը:

Հաջորդիվ, ՀՀ համար ֆինանսական կայունությունը մոդելավորելու և ֆինանսական կայունության ինդեքս հաշվարկելու նպատակով մենք հիմք ենք ընդունում հետևյալ ցուցանիշները.

1. Ֆինանսական հատված՝ ԱՄՀ կողմից առաջարկված և ՀՀ ԿԲ կողմից հաշվարկվող ֆինանսական կայունության թվով յոթ ցուցանիշները
2. Իրական հատված՝ ՀՆԱ-ի եռամսյակային իրական աճի տեմպ, գործազրկության մակարդակ, վարկեր/ՀՆԱ, Դրամ-դոլար փոխարժեք (ՀՀ ԿԲ հաշվարկային փոխարժեքի եռամսյակային վարիացիայի գործակիցը),
3. Պետական հատված՝ պետական պարտք/ՀՆԱ, բյուջեի դեֆիցիտ/ՀՆԱ
4. Արտաքին հատված՝ արտերկրից եկող տրանսֆերտների ծավալ (աճի ինդեքսը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ), արտաքին առևտրաշրջանառություն (աճի ինդեքսը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ):

Հայաստանի համար կառուցված ֆինանսատնտեսական ինդեքսի ցուցանիշները եռամսյակային կտրվածքով ներկայացված են ստորև զծապատկերում 6-ում¹³:

¹² Կազմվել է հեղինակի կողմից R ծրագրային փաթեթի միջոցով
¹³ ՀՀ ֆինանսական կայունության գնահատման ժամանակ օգտագործված բոլոր տվյալները վերցված են armstat.am, cba.am կայքերից



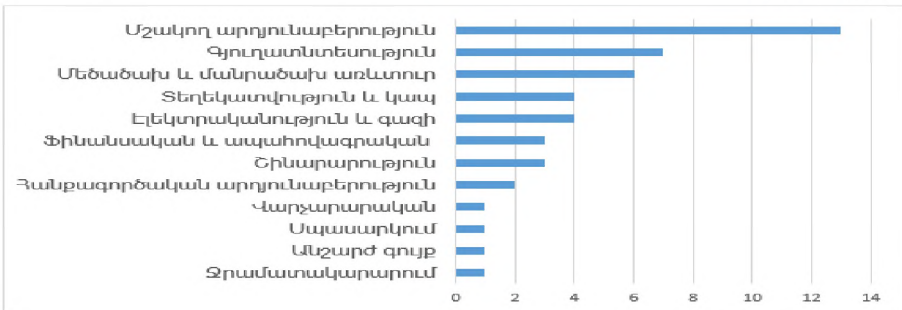
Մեր կողմից կառուցված ֆինանսատնտեսական ինդեքսը թույլ է տալիս մի շարք եզրակացություններ կատարել: Մասնավորապես՝ ֆինանսական կայունությունը ՀՀ-ում դիտարկված ամբողջ ժամանակահատվածում ամենամեծը եղել է 2007թ., իսկ հետագայում նվազել է՝ հիմնականում 0.4 գործակցից ցածր: ՀՀ ֆինանսական կայունության ինդեքսի մեր կարծիքով ոչ բարենպաստ դինամիկան պայմանավորված է մի շարք օբյեկտիվ հանգամանքներով:

1. ՀՀ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը և դրա հարուցած հետևանքները:
2. 2014թ. ռուս-ուկրաինական ճգնաժամը, ՌԴ նկատմամբ պատժամիջոցների կիրառումը, արևմտյան երկրների կողմից ՌԴ նկատմամբ արտաքին առևտրի սահմանափակումների կիրառումը անուղղակիորեն մեծ հարված հասցրեցին ՀՀ տնտեսությանը: Բացի այդ, վերը թվարկված գործոնների և 2014-2016թ. նավթի գների կտրուկ անկումները հանգեցրին ռուսական ռուբլու բազմապատիկ արժեզրկմանը, ինչի հետևանքով ՌԴ-ից Հայաստան եկող տրանսֆերտները, որոնք կազմում են արտերկրից եկող տրանսֆերտների առյուծի բաժինը (90%-ից ավելի), կտրուկ կրճատվեցին: ՌԴ-ն ՀՀ հիմնական առևտրային գործընկերն է և այդ երկրում տնտեսական-քաղաքական ցնցումները բացասաբար են անդրադառնում Հայաստանի ֆինանսական կայունության վրա:
3. Հայաստանում նկատվում է խիստ բացասական մի միտում՝ պետական պարտքի կայուն կերպով աճ: Ընդ որում պարտքի նման կտրուկ աճը չի ուղեկցվել տնտեսության մեջ ենթակառուցվածքների ստեղծմամբ, ՀՆԱ-ի շոշափելի աճ տեղի չի ունեցել: Բացի այս ՀՀ պետական բյուջեն աչքի է ընկնում խրոնիկ դեֆիցիտով, երբեմն եռամսյակի բյուջեի դեֆիցիտ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը արտահայտվում է երկնիչ թվերով: Պետական ֆինանսական համակարգի նման անբարենպաստ վիճակը իր արտահայտությունն է գտել մեր ինդեքսում:
4. Բացի պետական ֆինանսական համակարգի պարտքային բեռի աճից, Հայաստանում նկատվում է նաև մասնավոր հատվածի պարտքային բեռնվածության աճ: Այսպես, ֆինանսական կայունությունը բնութագրող կարևոր ցուցանիշներից է, ինչպես վկայում են էմպիրիկ վերլուծությունները, վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը: Այս հարաբերակցությունը Հայաստանում վերջին տարիներին կտրուկ աճել է: Եթե 2017թ. բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 13.5%, ապա 2019թ. այս ցուցանիշը գրեթե

քառապատկվել է՝ 52.1%¹⁴։ Սա նշանակում է, որ տնտեսությունը նույն միավոր ՀՆԱ-ն թողարկելու համար արդեն չորս անգամ ավելի վարկ է ներգրավում, քան 2007թ.։ Այս փաստը բացասաբար է անդրադառնում ՀՀ կորպորատիվ հատվածի և տնային տնտեսությունների ֆինանսական կայունության վրա։

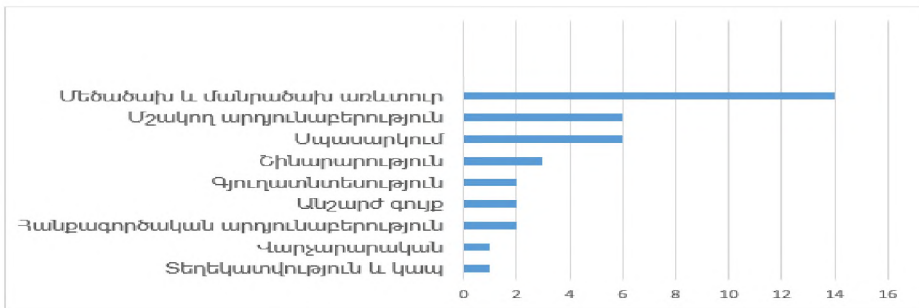
Միկրոմակարդակում տնտեսական ռիսկերի կանխատեսման համար իրականացրել ենք ՀՀ առևտրային կազմակերպությունների ֆինանսական կայունության վրա ազդող գործոնների գնահատում բինարական պրոբիթ մոդելի միջոցով։ Կարևորվում է ՀՀ առևտրային կազմակերպությունների սնանկության վրա ազդող գործոնների ռեգրեսիոն վերլուծությունը, որի նպատակով ընտրվել են 83 ՀՀ առևտրային կազմակերպություն, որից 46-ը՝ գործող, իսկ 37-ը՝ սնանկ։ Գործող կազմակերպությունների համար ձեռք են բերվել 2017 թ.-ին ավարտվող տարվա արտաքին առտիտ անցած ֆինանսական վիճակի և շահույթի և վնասի մասին հաշվետվությունները։ Գծապատկեր 7-ում¹⁵ ներկայացված են գործող կազմակերպություններն ըստ ոլորտների 2017թ. համար։

Գծապատկեր 7



Գծապատկեր 8-ում¹⁶ ներկայացված են սնանկ կազմակերպություններն ըստ ոլորտների 2017թ. համար։

Գծապատկեր 8



¹⁴ Աղբյուրը՝ cba.am, Վիճակագրություն, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն

¹⁵ Ըստ ոլորտներում ներառված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվությունների (տե՛ս azdarar.am կայքէջը)։

¹⁶ Ըստ ոլորտներում ներառված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվությունների (տե՛ս azdarar.am կայքէջը)։

Հետազոտության համար ընտրվել է բինարական պրոբիթ մոդելը, որը ցույց է տալիս ուսումնասիրվող կազմակերպությունների սնանկացման հավանականության առկայությունը (բացասական էլք) կամ բացակայությունը (դրական էլք):

Գծապատկեր 9

Dependent Variable: BANKRUPTCY
 Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)
 Date: 02/23/19 Time: 18:24
 Sample: 1 83
 Included observations: 83
 Convergence achieved after 7 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.484529	0.226977	2.134704	0.0328
CAPITAL_TO_ASSET				
S	-7.982115	2.075745	-3.845421	0.0001
ROCE	1.959965	0.671811	2.917436	0.0035
McFadden R-squared	0.567919	Mean dependent var	0.445783	
S.D. dependent var	0.500073	S.E. of regression	0.317469	
Akaike info criterion	0.666190	Sum squared resid	8.062907	
Schwarz criterion	0.753618	Log likelihood	24.64688	
Hannan-Quinn criter.	0.701313	Restr. log likelihood	57.04230	
LR statistic	64.79085	Avg. log likelihood	0.296950	
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	46	Total obs	83	
Obs with Dep=1	37			

Պրոբիթ վերլուծությունում դիտարկում ենք կազմակերպության սնանկացման հավանականությունը որպես կախյալ փոփոխական: Գործոնային վերլուծության արդյունքում վիճակագրորեն նշանակալի ստացված գործոնները հետևյալն են՝ ինքնավարություն (գործոն 1) և կապիտալի շահութաբերություն (գործոն 2): Սա նշանակում է, որ տվյալ գործոնները նշանակալիորեն ազդել են ընկերությունների սնանկացման հավանականության վրա: Ընդ որում, ինքնավարության գործակիցը ազդել է բացասաբար, իսկ կապիտալի շահութաբերության ազդեցությունը դրական է եղել: Հաշվի առնելով Հայաստանում տնտեսական ճգնաժամերի և տնտեսության 2.2 կետում թվարկված փաստերը, կարելի է առանձնացնել ՀՀ-ում հակաճգնաժամային կառավարման մի շարք առանձնահատկություններ: Կառավարությունը և կենտրոնական բանկը հակաճգնաժամային միջոցառումների մշակման և իրականացման ընթացքում պետք է հնարավորինս արդյունավետ օգտագործեն ՀՀ տնտեսության ուժեղ կողմը՝ զարգացած և կայուն բանկային համակարգը: Կենտրոնական բանկի կողմից առևտրային բանկերին առաջարկվող գործիքները ներկայումս բավարար են ճգնաժամի պայմաններում ֆինանսական դիսկերին արագ հակազդելու և բանկերի իրացվելիությունը ապահովելու համար: Ավանդների հատուցումը երաշխավորող հիմնադրամը, պարբերաբար բարձրացնելով երաշխավորվող ավանդների չափերը, նպաստում է բանկային համակարգի նկատմամբ վստահության աճին: Կարող ենք արձանագրել, որ տնտեսության ճգնաժամային վիճակներում կառավարության և կենտրոնական բանկի ակտիվ միջամտությունը անխուսափելի է՝ ճգնաժամի հետագա զարգացումը կանխելու, տնտեսավարող սուբյեկտների վարքագիծը կորդինացնելու և ի հայտ եկած բացասական

սոցիալ-տնտեսական հետևանքները հաղթահարելու համար: Հակաճգնաժամային կառավարման միջոցառումները անհրաժեշտ են տնտեսության կազմալուծումը, զանգվածային սնանկացումները, բնակչության կենսամակարդակի կտրուկ անկումները կանխելու նպատակով: Այնուամենայնիվ ՀՀ տնտեսության բնականոն գործունեության ապահովման, հասարակության սոցիալ-տնտեսական լուրջ առաջընթացի համար անհրաժեշտ է եկարաժամկետ լուծումներ գտնել պետության առջև ծառայած այնպիսի գերխնդիրների համար, ինչպիսիք են՝ արտագաղթը, պատերազմի ամենօրյա վտանգը, բնակչության ծերացումը, ինքնիշխանության կորստի վտանգը, շրջափակումը: Առանց այդ խնդիրները լուծելու ՀՀ տնտեսությունը մշտապես ենթակա է լինելու զանազան տնտեսական ցնցումների, նվազելու է ճգնաժամերին հակազդելու ունակությունը:

Ատենախոսության **«Եզրակացություններ»** բաժնում ամփոփ ներկայացված են հետազոտության հիմնական արդյունքները.

1. Մեր կարծիքով, ֆինանսական կայունությունը համակողմանի գնահատելու համար միայն ԱՄՀ յոթ ցուցանիշների դիտարկումը բավարար չէ, քանի որ գնահատման ժամանակ պետական և կորպորատիվ հատվածի ֆինանսական վիճակը հաշվի չի առնվում: ՀՀ-ի համար ֆինանսական կայունությունը մոդելավորելու և ֆինանսատնտեսական ինդեքս հաշվարկելու նպատակով առաջարկում ենք հիմք ընդունել հետևյալ ցուցանիշները.

- ✓ ֆինանսական հատված՝ ԱՄՀ-ի առաջարկած և ՀՀ ԿԲ կողմից հաշվարկվող ֆինանսական կայունության յոթ ցուցանիշները;
- ✓ իրական հատված՝ ՀՆԱ-ի եռամսյակային իրական աճի տեմպ, գործազրկության մակարդակ, վարկեր/ՀՆԱ, դրամ-դոլար փոխարժեք (ՀՀ ԿԲ հաշվարկային փոխարժեքի եռամսյակային վարիացիայի գործակիցը);
- ✓ պետական հատված՝ պետական պարտք/ՀՆԱ, բյուջեի դեֆիցիտ/ՀՆԱ,
- ✓ արտաքին հատված՝ արտերկրից եկող տրանսֆերտների ծավալ (աճի ինդեքսը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ), արտաքին առևտրաշրջանառություն (աճի ինդեքսը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ):

2. ՀՀ-ում հակաճգնաժամային կառավարման արդյունավետության բարձրացման նպատակով առաջարկում ենք հետևյալ միջոցառումները՝

- ✓ սուբսիդավորում,
- ✓ փոքր և միջին ձեռնարկություններին վարկային երաշխիքների տրամադրում,
- ✓ մասնակցությունը ձեռնարկության կապիտալում,

Ճգնաժամերի ժամանակ պետական միջոցների արդյունավետ ծախսային ուղղությունը կլինեն այն միջոցառումների իրականացումը, որոնք նախկինում ունեցել են ռեկվարատիվ բնույթ, ինչպես օրինակ.

- ✓ Հյուսիս հարավ տրանսպորտային միջանցքի կառուցման ծրագիրը,
- ✓ Իրան-Հայաստան երկաթգծի կառուցումը,
- ✓ Գյուղական ճանապարհների վերականգման ծրագրերը,
- ✓ Նոր առումակայանի կառուցումը, Աղետի գոտու բնակարանային շինարարությունը և այլն:

3. Համաձայն մեր կողմից ՀՀ-ի օրինակով ներկառուցված մեթոդական մոտեցման և կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելի (SVAR) միջոցով իրականացված գործոնային վերլուծության արդյունքների՝ ֆինանսական

ցուցանիշները հատկանշական են գործազրկության և սպառողական գների ինդեքսի վրա ունեցած ազդեցություններով:

Առաջին կապը ցույց է տալիս ֆինանսական ցուցիչներից չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին ցուցիչի անմիջական ազդեցությունը գործազրկության մակարդակի վրա, որը բացատրվում է չաշխատող վարկերի բացասական իմպուլսին (նվազմանը) զուգահեռ գործազրկության նվազող դինամիկայով: Ավելին՝ գործազրկության մակարդակն իր բացարձակ արժեքով հարաբերած ակտիվ բնակչության թվաքանակին 2019թ.-ի համար նվազել է 7%-ով՝ կազմելով 18.9%, որին նախորդել է 2018թ.-ի տվյալներով 23.5% աղքատության մակարդակը, որը նախորդ տարվա նկատմամբ նվազել էր 8.6%: Կարևոր ենք համարում նշել նաև ֆինանսական միջնորդությունը սնծացնելու ֆոնին չաշխատող վարկերի տեսակարար կշռի կառավարելի մակարդակում մնալու հանգամանքը: Երկրորդ կապը ցույց է տալիս ֆինանսական ցուցիչներից երկուսի՝ չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին և շահութաբերությունն ըստ ակտիվների ցուցիչների անմիջական ու բացասական ազդեցությունները սպառողական գների ինդեքսի վրա, որը վերականգնվում է համապատասխանաբար միայն 5 և 8 եռամսյակ անց: Մեր համոզմամբ՝ չաշխատող վարկերի աճը նվազեցնում է ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ սպառումը/ստացումը՝ կրճատելով դրանց նկատմամբ պահանջարկը, որն էլ ունենում է ՍԳԻ վրա բացասական ազդեցություն: Շահութաբերությունն ըստ ակտիվների գերակշռ մասը պայմանավորված է բանկերի կողմից տրամադրված վարկերից ստացվող տոկոսային եկամուտներով, որոնց բացասական ազդեցությունը կորելացված է հենց չաշխատող վարկերի հետ: Մեր ուսումնասիրության շրջանակներում և՛ տնտեսական, և՛ ֆինանսական ցուցիչների վրա ունեցած էական ազդեցությամբ ֆինանսական ցուցիչներից հատկանշական է եղել չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին ցուցիչը:

4. ՀՀ առևտրային կազմակերպությունների սնանկության վրա ազդող գործոնների ռեգրեսիոն վերլուծությունը, որի նպատակով ընտրվել են 83 ՀՀ առևտրային կազմակերպություն, որից 46-ը՝ գործող, իսկ 37-ը՝ սնանկ: Պրոբիթ վերլուծությունում դիտարկում ենք կազմակերպության սնանկացման հավանականությունը որպես կախյալ փոփոխական: Գործոնային վերլուծության արդյունքում վիճակագրորեն նշանակալի ստացված գործոնները հետևյալն են՝ ինքնավարություն (գործոն 1) և կապիտալի շահութաբերություն (գործոն 2): Սա նշանակում է, որ տվյալ գործոնները նշանակալիորեն ազդել են ընկերությունների սնանկացման հավանականության վրա: Ընդ որում, ինքնավարության գործակիցը ազդել է բացասաբար, իսկ կապիտալի շահութաբերության ազդեցությունը դրական է եղել:

Դիտարկենք ինքնավարության գործակիցը:

$$\text{Ինքնավարության գործակից} = \frac{\text{Շտամներ սեփական կապիտալ}}{\text{Շտամներ ակտիվներ}}$$

Գործակիցը ցույց է տալիս՝ արդյոք կազմակերպությունն ունի բավարար կապիտալ իր ակտիվներն ապահովելու և շարունակական գործունեություն ծավալելու համար: Գործակիցը հատկապես կարևոր է ներդրողների համար, որոշելով՝ արդյոք արժե ներդրում անել տվյալ ընկերությունում: Բինարական պրոբիթ մոդելի արդյունքներով գործոնը նշանակալի է և ունի բացասական նշան, այն է, գործակցի աճը կբերի կազմակերպությունների սնանկացման հավանականության նվազման և հակառակը:

Այժմ դիտարկենք կապիտալի շահութաբերությունը:

$$\text{Կապիտալի շահութաբերություն} = \frac{\text{Շահույթ/վնաս նախքան հարկումը}}{\text{Շտամներ ակտիվներ} - \text{Շտապիկ պարտավորություն}}$$

Բինարական պրոբիթ մոդելի արդյունքներով կապիտալի շահութաբերությունը նույնպես նշանակալի է, սակայն դրական նշանով: Արդյունքը բացատրվում է հետևյալ երկու փաստարկներով.

✓ վերլուծության ենթարկված ՀՀ առևտրային կազմակերպություններից մեծամասնության մոտ 2017 թ-ին ավարտված տարվա արդյունքները բացասական են, այն է, կազմակերպությունները տարին փակել են զուտ վնասով: Առկա է ընթացիկ պարտավորությունների զգալի բարձր մակարդակ, որը գերազանցում է ընդամենը ակտիվներին՝ առաջացնելով իրացվելիության անբավարար մակարդակ: Արդյունքում ստացվում է դրական մեծ գործակից, որը համաչափ է կազմակերպությունների սնանկացման ռիսկի աճին:

✓ 2017 թ-ին ավարտված տարվա արդյունքները բացասական են, և ընդամենը ակտիվների առավելությունը ընթացիկ պարտավորությունների նկատմամբ բերում է բացասական փոքր գործակցի, որը նույնպես համաչափ է սնանկացման ռիսկի նվազմանը:

Ամփոփելով՝ կարող ենք փաստել, որ, ըստ վերլուծության, ՀՀ-ում կազմակերպությունների սնանկացման հիմնական գործոններն են կապիտալի շահութաբերության և ինքնավարության գործակիցների ցուցանիշները: Համադրելով այս երկու ցուցանիշները՝ կարող ենք նշել, որ կազմակերպությունների սնանկացման հավանականությունը դիտարկված գործոնների շրջանակում հիմնականում պայմանավորված է երկարաժամկետ պարտավորությունների, մասնավորապես՝ երկարաժամկետ վարկերի մարման անկարողությամբ:

Առենախոսության հիմնական դրոյթներն ու արդյունքներն արտացոլված են հրապարակված հետևյալ 6 հոդվածներում.

1. Տեփոյան Վ. Ֆինանսական կայունության ցուցանիշների համեմատական վերլուծություն ԵՊՀ Բանբեր համալսարանի, Նոյեմբեր 2018, էջ 62-75
2. Տեփոյան Վ. Ֆինանսական կայունության գնահատման մոտեցումները, Տարածաշրջան և աշխարհ, Նոյեմբեր 2019, էջ 102-108
3. Մնացականյան Գ., Սարգսյան Վ., Տեփոյան Վ. Մնանկության կանխարգելման հիմնահարցերը ֆինանսական կայունության համատեքստում, ԵՊՀ Բանբեր համալսարանի, 2019 (1), էջ 50-62
4. Մնացականյան Գ., Տեփոյան Վ., Սարգսյան Վ. Ֆինանսական կայունության վրա ազդող գործոնների գնահատման մոդելը ՀՀ առևտրային կազմակերպությունների օրինակով, Հանրային կառավարում գիտական հանդես, 2019 (1), էջ 159-167
5. Տեփոյան Վ. Տնտեսության ամփոփ ցուցանիշների վրա ֆինանսական համակարգի ցուցիչների ազդեցությունների գործոնային վերլուծություններ, Գիտական Արցախ 2020 4(7), էջ 164-176
6. Տեփոյան Վ. Ֆինանսական կայունության գնահատման հիմնահարցերը Հայաստանի Հանրապետությունում, ԵՊՀ Բանբեր համալսարանի, Նոյեմբեր 2020, էջ 71-80

ВААГН ЛИПАРИТОВИЧ ТЕПОЯН
ПРОБЛЕМЫ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности: 08.00.03 - «Финансы, бухгалтерский учёт»

Защита диссертации состоится 17-го мая 2022 г. в 14:00 часов на заседании Специализированного совета по экономике 014 ВАК РА, действующего в Армянском государственном экономическом университете.
Адрес: 0025, г. Ереван, ул. Налбандяна 128.

РЕЗЮМЕ

Финансовая стабильность является важнейшей предпосылкой развития экономики любой страны. Как известно, Центральный банк Республики Армения регулирует и контролирует финансовую систему, и одной из важнейших задач последнего является обеспечение необходимых условий для стабильности и ликвидности финансовой системы, в том числе стабильности, ликвидности, платежеспособность и нормальное функционирование банковской системы.

Цель диссертации и проблемы. Целью диссертации является оценка уровня устойчивости финансовых и нефинансовых организаций Республики Армения, а также выявление предложений и мер по повышению эффективности.

Для обеспечения стабильности финансовых и нефинансовых организаций Республики Армения предложены следующие вопросы.

- ✓ Изучить аппарат финансовой устойчивости;
- ✓ Давать комплексный анализ основных показателей, характеризующих финансовую устойчивость, отечественный и международный опыт, сочетающий меры, предпринимаемые Центральным банком РА, мониторинг возможных рисков для финансовой стабильности и контрмеры;
- ✓ Построить финансово-экономический индекс финансовой устойчивости, который будет позволять выявлять реальное финансовое состояние и внешние факторы, влияющих на финансовую устойчивость финансовых и нефинансово-финансовых организаций РА и позволит определить надвигающиеся кризисы;
- ✓ Разработать методологический подход на основе макроэкономических показателей, которые можно понять с помощью факторного анализа и оценить влияние финансовых показателей на экономические показатели, позволит прогнозировать надвигающиеся кризисы и причины банкротства организаций;
- ✓ Отметить значительные экономические кризисы последних лет (2008-2009, конец 2014-2016, 2020-2021), макроэкономическая среда РА, динамика различных экономических показателей и закономерности;
- ✓ Предложить эффективные меры антикризисного управления в Республике Армения, проанализировав фактические меры, принятые правительством Республики Армения.

Основные результаты исследования и ее научная новизна заключаются в следующем:

1. Основываясь на международном опыте, мы построили методологический подход, состоящий из таких показателей финансовой системы, который позволяет нам понять сделать влияние на сводные показатели экономики измеримым и их взаимосвязанность;
2. Основываясь на международном опыте, мы прогнозировали экономические риски и совершенствование инструментов обеспечения финансовой устойчивости на микроуровне и макроуровне, построение финансово-экономического показателя, отражающего финансовую устойчивость;
3. Были оценены и представлены те меры и инструменты, которые Правительство Республики Армения и Центральный банк могут предпринять в случае кризисов для предотвращения их развития, также для эффективного реагирования;
4. Проведена оценка факторов, влияющих на финансовую устойчивость коммерческих организаций Армении, путем выявления основных статистически значимых переменных, существенно предопределяющих банкротство организаций.

YAHAGN LIPARIT TEPOYAN
FINANCIAL STABILITY PROBLEMS IN THE REPUBLIC OF ARMENIA

Abstract of the Dissertation for pursuing the degree of PhD in Economics in the field
08.00.03 – "Finance, accounting"

The defense of the Dissertation will take place on May 17, 2022, at 14:00 at the meeting of the
Specialized Council 014 in Economics of the RA Supreme Certifying Committee acting at the
Armenian State University of Economics
Address: 128 Nalbandyan St., Yerevan, 0025

ABSTRACT

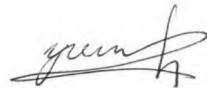
Financial stability is a key precondition for any country's economic development. As we know, the institution that controls and regulates the financial system is Central Bank of the Republic of Armenia and one of the most important tasks of the latter is to ensure the necessary conditions for financial system stability, including the stability, liquidity, solvency and normal operation of the banking system of RA.

The purpose and the problems of the dissertation: The purpose of the dissertation is to evaluate the stability level of the financial and non-financial commercial organizations in the Republic of Armenia, as well as to identify recommendations and measures to increase their efficiency. To ensure the stability of the financial and non-financial commercial organizations of the Republic of Armenia, the following issues have been proposed and solved:

- ✓ To investigate the conceptual apparatus of financial stability;
- ✓ To analyze comprehensively the key indicators characterizing financial stability and to evaluate the domestic and the international experience combining it to the approach adopted by Central Bank of the Republic of Armenia and monitoring the possible risks of the financial stability;
- ✓ To build and inclusive financial and economic index of financial stability which will reveal the financial, real, state and external factors affecting the financial stability of financial and non-financial commercial organizations of the Republic of Armenia and will allow to predict the impending crises and the reasons of the bankruptcy of the organizations;
- ✓ To build a methodological approach consisting of macroeconomic indicators which according to factor analysis will allow to understand and assess the impact of financial indicators on the summary indicators of the economy, their relationship and will be representative;
- ✓ To point out in recent years during significant economic crises (2008-2009, end of 2014-2016, 2020-2021) the Macroeconomic environment of the Republic of Armenia, the dynamics and the patterns of different economic indicators;
- ✓ To propose effective anti-crisis management measures in the Republic of Armenia by analyzing the steps actually taken by the government of the Republic of Armenia.

The main scientific results and the novelty of the study: During the research results of scientific and practical significance were obtained, the scientific novelty of which is as follows:

1. Based on international experience, we have built a methodological approach consisting of such financial system indicators, which allows to understand and make measurable the impact of the summary indicators on the economy and their interconnections;
2. Based on international experience, we have made a forecast of economic risks and an improvement of financial stability ensuring tools at Micro level and Macro level building a financial and economic index representing financial stability;
3. We have evaluated and represented the measures and the tools the Government of the Republic of Armenia and the Central Bank can take in case of crises to prevent their development and to respond them effectively
4. We have conducted an assessment of the factors affecting the financial stability of Armenian commercial organizations by identifying the main statistically significant variables that significantly predetermine the bankruptcy of organizations.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Yegh...' followed by a stylized flourish.