

# ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԱՎԵՏԻՄՅԱՆ ԱՐԱ ԱՆԴՐԱՆԻԿԻ

**ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾԻ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ՎՐԱ**

Ը.00.08 – «Տնտեսության մաթեմատիկական մոդելավորում» մասնագիտությամբ  
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման  
ատենախոսության

**ՍԵՂՄԱԳԻՐ**

ԵՐԵՎԱՆ 2024

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Երևանի պետական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝

Տնտեսագիտության դոկտոր,  
պրոֆեսոր  
ՎԱՍԱԿ ՀՈՎՀԱՆՆԵՍԻ ԹՈՐՈՅԱՆ

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

Տնտեսագիտության դոկտոր,  
պրոֆեսոր  
ԱՇՈՏ ԱՂԱՍՈՒ ԹԱՎԱԴՅԱՆ

Ֆիզիկամաթեմատիկական գիտությունների թեկնածու,  
ՎԱՐԴԱՆ ԳԵՎՈՐԳԻ ԲԱՐԴԱԽՆՉՅԱՆ

Առաջատար կազմակերպություն՝

Հայաստանի պետական  
տնտեսագիտական համալսարան

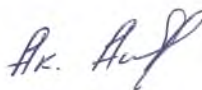
Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2024թ. սեպտեմբերի 13-ին,  
ժամը 15:00-ին Երևանի պետական համալսարանում գործող ՀՀ ԲԿԳԿ-ի  
Տնտեսագիտության 015 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցեն՝ ՀՀ, ք.Երևան, 0025, Աբովյան 52:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Երևանի պետական համալսարանի  
գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 09/07/2024թ.:

015 մասնագիտական խորհրդի  
գիտական քարտուղար,  
տնտեսագիտության թեկնածու,  
դոցենտ



Ա. Հ. Հակոբջանյան

## Ատենախոսության ընդհանուր բնութագիրը

**Հետազոտության թեմայի արդիականությունը:** Վերջին տասնամյակների ընթացքում համաշխարհային ֆինանսական միջավայրը լուրջ վերափոխումների է ենթարկվել, որոնք նշանավորվել են բարդ ֆինանսական գործիքների ներդրմամբ և կարգավորողների կողմից տնտեսական շուկերին արձագանքման համապատասխան ճկուն գործիքակազմի առկայության պահանջով: Այս զարգացումները հանգեցրել են ֆինանսական շուկաների և իրական տնտեսության միջև փոխգործակցության մեխանիզմների էլ ավելի ընդգրկուն համակարգի ձևավորմանը՝ իր ազդեցությունն ունենալով ֆինանսական կայունության և տնտեսական աճի կարևորագույն խնդիրներում: Այս ամենի արդյունքում դարեր շարունակ տնտեսագիտության մեջ գերակշռող համարվող այն տեսակետը, համաձայն որի, ֆինանսական հատվածը իրական մակրոտնտեսական փոփոխականների վրա չունի նշանակալի ազդեցություն՝ տնտեսագիտության մոդելավորման խնդիրներում անտեսելով վարկային և ֆինանսական շուկայում տեղի ունեցող շուկերը, ակհայտորեն ժամանակավրեպ է դառնում, հատկապես 20-րդ դարասկզբին տեղի ունեցած Մեծ Ճգնաժամից և 2008 թվականի ֆինանսատնտեսական ճգնաժամից հետո:

Արդյունքում, արդի տնտեսագիտության մոդելավորման խնդիրներում ավելի ու ավելի մեծ ուշադրություն սկսեց դարձվել ֆինանսական հատվածին, և վերջինիս անկատարությունների պայմաններում իրական մակրոտնտեսական շուկերի ազդեցության ընդլայնմանը: Նշված տեսությունը էական զարգացում է ապրել և դինամիկ ստոխաստիկ ընդհանուր հավասարակշռության մոդելներում ինտեգրվել՝ անվանվելով Ֆինանսական աքսելերատոր, որը ի ցույց էր դնում այն ճանապարհները, որոնցով ֆինանսական շուկաների տատանումները խորացնում և տարածում են մակրոտնտեսական շուկերը և իրենց ազդեցությունը թողնում իրական հատվածի վրա:

Իրական հատվածի վրա Ֆինանսական հատվածի ազդեցության գնահատման և մասնավորապես վարկային շուկաներում անկատարությունների ուսումնասիրությունը այժմ հատկապես արդիական է Հայաստանում՝ կապիտալի շուկաների թերզարգացվածության և կազմակերպությունների կողմից վարկը, որպես ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր դիտարկելու պայմաններում:

Միևնույն ժամանակ, տեսությունը պնդում է, որ ֆինանսական միջնորդները տնտեսության շուկերի պայմաններում հակված են վարկավորում իրականացնել ավելի կայուն հաշվեկշռային տվյալներ ունեցող և ավելի մեծ ու իրացվելի գրավային ապահովվածություն առաջարկող կազմակերպություններին: Այս համատեքստում կազմակերպությունների կողմից գրավային ապահովվածությունը մեծ ազդեցություն է ունենում իրենց գործունեության համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու, ներդրումներ իրականացնելու և ի վերջո թողարկում ապահովելու խնդրում: Միևնույն

Ժամանակ, վարկի գրավային ապահովվածության վրա ուղղակի ազդեցություն է ունենում գրավի շուկայական արժեքը: Ակտիվների շուկայական գների՝ հիմնարար արժեքներից նշանակալի շեղումների, կամ այսպես կոչված «փուչիկների» առկայության պայմաններում կազմակերպությունների կողմից առաջարկվող գրավային ապահովվածության արժեքի փոփոխությունը իր ազդեցությունն է ունենում նաև վերջիններիս կողմից ֆինանսական ռեսուրսների հասանելիության վրա՝ այսպիսով դարձնելով վերջիններիս ավելի զգայուն տնտեսական շուկերի նկատմամբ, միևնույն ժամանակ ընդլայնելով շուկերի խորությունը և ազդեցության շրջանակը: Հաշվի առնելով այս հանգամանքը՝ ակտիվների գնագոյացման մոդելների ուսումնասիրությունը նույնպես իր կարևորությունն է ներկայացնում և հանդիսանում է ֆինանսական հատվածի՝ իրական փոփոխականների վրա ազդեցության տեսության անկյունաքարերից:

Դիտարկելով Հայաստանում ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունների կողմից, որպես գրավային ապահովվածություն, անշարժ գույքի դիտարկման նախապատվությունը, ինչպես նաև վերջին տարիներին ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի գների ցուցաբերած բարձր տատանողականությունը՝ Հայաստանի պարագայում առանձնակի ուշադրության է արժանի անշարժ գույքի գնագոյացման և վերջինում փուչիկների վաղ ճանաչման մոդելների ուսումնասիրությունը, և այնուհետև կարգավորողների կողմից վերջիններիս արձագանքման ճիշտ քաղաքականության կիրառումը:

Իրական և ֆինանսական հատվածների միջև փոխառնչությունների գնահատումը, ֆինանսական միջնորդ ընկերությունների՝ տնտեսական աճի վրա ունեցած ինստիտուցիոնալ ազդեցության հետազոտումը, ակտիվների գների փուչիկների ճանաչման, չափման և կարգավորողների կողմից արձագանքման հիմնախնդիրների ուսումնասիրությունն ու առաջարկությունների ներկայացումը պայմանավորել են ատենախոսության թեմայի արդիականությունն ու հետազոտության կարևորությունը:

**Հետազոտության նպատակը և խնդիրները:** Հետազոտության նպատակը իրական մակրոտնտեսական փոփոխականների (մասնավորապես՝ տնտեսական աճի), և ֆինանսական հատվածի միջև փոխառնչությունների, ինչպես նաև ֆինանսական անկատարությունների պայմաններում արքսելերատորի մեխանիզմի ազդեցության գնահատումն է ՀՀ օրինակով: Ելնելով սահմանված նպատակից, ատենախոսության մեջ առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- Ուսումնասիրել ֆինանսական և իրական հատվածների միջև փոխառնչությունների բացահայտմանը վերաբերող տեսական մոտեցումներն ու առավել նշանակալի հետազոտությունները,
- Ուսումնասիրել տնտեսական աճի ինստիտուցիոնալ տեսությունը և հետազոտությունները, գնահատել ֆինանսական ինստիտուտների ազդեցության՝ նշված տեսության շրջանակներում դիտարկելու նպատակահարմարությունը,

• Ուսումնասիրել ակտիվների գնագոյացման, մասնավորապես՝ ակտիվների գների փոփոխների ճանաչման և արձագանքմանն ուղղված տեսություններն ու մոդելները,

• Վերլուծել զարգացման տարբեր մակարդակներ ունեցող երկրների տնտեսական աճերի դինամիկան և վերջիններիս բաշխման վարքագիծը ժամանակի ընթացքում,

• Սահմանել ինստիտուտների (մասնավորապես՝ ֆինանսական) զարգացվածությունը չափող փոփոխականներ և տարբեր երկրների համար վերլուծել վերջիններիս դինամիկան,

• Վերլուծել ՀՀ-ում կազմակերպությունների կողմից ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման հնարավորությունների վրա ազդեցություն ունեցող գործոնները՝ կենտրոնանալով գրավային ապահովվածության դերի վրա,

• Վերլուծել ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի գների դինամիկան և վերջինիս վրա պոտենցիալ ազդեցություն ունեցող գործոնները,

• Գնահատել տնտեսական աճի վրա ինստիտուտների ազդեցությունը՝ կենտրոնանալով ֆինանսական ինստիտուտների վրա,

• Գնահատել Ֆինանսական քսելերատորի միկրոհիմքերի առկայությունը ՀՀ-ում,

• Վիճակագրական մոդելների կիրառմամբ գնահատել ակտիվների գներում փոփոխների առկայությունը՝ կենտրոնանալով ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի վրա,

• ՀՀ տնտեսության օրինակով գնահատել ֆինանսական քսելերատորի մեխանիզմի ազդեցությունը իրական մակրոտնտեսական փոփոխականների վրա,

• Ներկայացնել նշված ազդեցությունների բացահայտումից բխող քաղաքականության բարելավմանն ուղղված առաջարկություններ:

**Հետազոտության օբյեկտը և առարկան:** Հետազոտության օբյեկտը ֆինանսական և իրական հատվածների միջև փոխառնչությունների, մասնավորապես՝ տնտեսական աճի վրա ազեցության բացահայտումն է: Հետազոտության առարկան տնտեսական աճի վրա ֆինանսական հատվածի ազդեցության գնահատումն է ֆինանսական քսելերատորի մեխանիզմի ենթադրությամբ ՀՀ օրինակով:

**Ատենախոսության գիտական նորոյթը:** Ատենախոսության գիտական նորոյթն արտահայտվել է հետևյալ հիմնական դրույթներում.

• Իրականացվել է երկրների համախառն ներքին արդյունքի վրա ինստիտուտների ազդեցությունը չափող վիճակագրական/էկոնոմետրիկական մոդելների գնահատում, և հիմնավորվել է տնտեսական աճի վրա ինստիտուտների վիճակագրորեն նշանակալի ազդեցությունը,

• Որպես ինստիտուտների առանձին համախումբ՝ գնահատվել է ֆինանսական ինստիտուտների ազդեցությունը երկրների տնտեսական աճի վրա, և հիմնավորվել է տնտեսական աճի վրա ֆինանսական ինստիտուտների վիճակագրորեն նշանակալի ազդեցությունը,

• ՀՀ բանկային համակարգից ստացված ինֆորմացիայի հիման վրա էնպիրիկ վերլուծության միջոցով միկրոմակարդակում հիմնավորվել է ֆինանսական արքսելերատորի մեխանիզմի առկայությունը ՀՀ ֆինանսական համակարգում,

• Հիմնվելով ՀՀ ֆինանսական համակարգում, որպես արքսելերատորի մեխանիզմի մաս՝ գրավային ապահովվածության ազդեցության գնահատված կարևորության վրա՝ մշակվել/կիրարկվել են անշարժ գույքի գներում փոփոխությունների վիճակագրական թեստավորման մոդելներ,

• Իրականացվել է ֆինանսական արքսելերատորի և գերիշխող արտարժույթի ենթադրությամբ դինամիկ ստոխաստիկ ընդհանուր հավասարակշռության (DSGE) մոդելի կալիբրացիա, գնահատվել են դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների շուկերին համախառն ներքին արդյունքի և այլ մակրոտնտեսական փոփոխականների արձագանքը, և մակրոմակարդակում հիմնավորվել է ՀՀ-ում ֆինանսական արքսելերատորի մեխանիզմի ազդեցության առկայությունը:

**Հետազոտության գործնական նշանակությունը:**

Հետազոտության արդյունքները կարող են կիրառվել դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների մշակման և իրականացման գործընթացում՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարության, ՀՀ կենտրոնական բանկի և այլ մարմինների կողմից: Հետազոտության արդյունքները կարող են կիրառություն գտնել նաև ֆինանսական միջնորդ կազմակերպություններում և մասնավորապես՝ ՀՀ առևտրային բանկերում՝ տնտեսության տարբեր փուլերում վարկավորման որոշումների կայացման և դրա հնարավոր հետևանքների արդյունավետ գնահատման գործընթացներում:

**Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները:**

Աշխատանքի հիմնական դրույքները քննարկվել են ԵՊՀ ակտուարական մաթեմատիկայի և ռիսկերի կառավարման ամբիոնի նիստերի ընթացքում, ՀՀ ֆինանսների նախարարությունում, ՀՀ առևտրային բանկերում:

Հետազոտության առանձին արդյունքներ ներդրվել են ՀՀ առևտրային բանկերում:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքներն ամփոփվել են թվով 6 հոդվածներում:

**Ատենախոսության կառուցվածքը:** Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից: Աշխատանքը շարադրված է 143 էջում:

**Ատենախոսության հիմնական բովանդակությունը**

**Ներածությունում** հիմնավորվել է ատենախոսության թեմայի արդիականությունը, ներկայացված են հետազոտության նպատակը և խնդիրները, ուսումնասիրության օբյեկտը և առարկան, հետազոտության մեթոդաբանական, տեսական և տեղեկատվական հիմքերը, ստացված գիտական

նորոյթները, հետազոտության գործնական նշանակությունը, արդյունքների փորձարկումը և ատենախոսության կառուցվածքը:

Ատենախոսության առաջին՝ **«Ֆինանսական և իրական հատվածների միջև փոխառնչությունները»** գլխում նախ ներկայացվում են ֆինանսական և իրական հատվածների փոխառնչությունների վերաբերյալ տեսությունները և մոդելները: Վերը նշված փոխառնչությունների համատեքստում մասնավորապես դիտարկվել են ֆինանսական արքայադարձի մեխանիզմի կիրառմամբ մոդելավորման աշխատանքներ՝ իրականացված տարբեր հեղինակների կողմից և տարբեր տնտեսությունների համար:

Աշխատանքի այս գլխում ներկայացվում են նաև այն ճանապարհները, որոնցով ֆինանսական հատվածում առկա անկատարությունները իրենց ազդեցությունն են ունենում կարգավորողների կողմից իրականացված դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմում՝ անվանվելով վարկային ալիք<sup>1</sup>:

Փոխանցումային մեխանիզմի վարկային ալիքի տեսության անկյունաքարերից է հանդիսանում արտաքին ֆինանսավորման պրեմիումի (արտաքին և ներքին ֆինանսավորման ռեսուրսավճարների միջև տարբերության) և կազմակերպության զուտ արժեքի միջև կապը: Արտաքին ֆինանսավորման պրեմիումի որոշման հարցում մեծ ազդեցություն ունի կազմակերպության հաշվեկշռի կայունությունը, ինչպես նաև վերջիններիս կողմից առաջարկող գրավային ապահովվածությունը: Հաշվի առնելով այս հանգամանքը՝ աշխատանքի այս գլխում անդրադարձ է կատարվում նաև ակտիվների գների գնագոյացման խնդրին, մասնավորապես՝ հիմնարար արժեքներից շեղումներին կամ «փուչիկներին» և վերջիններիս դրամավարկային քաղաքականության արձագանքի հիմնահարցերին:

Ատենախոսության երկրորդ՝ **«Ֆինանսական ինստիտուտների ազդեցությունը Համախառն ներքին արդյունքի վրա»** գլխում ֆինանսական և իրական հատվածի փոխառնչությունների ուսումնասիրման նպատակով առաջին քայլով, որպես ազդեցությունները ավելի ավելի մեծ նկարում դիտարկելու առաջնային մոտեցում, ֆինանսական հատվածի դերը ուսումնասիրվել է հենց ինստիտուցիոնալ աճի համատեքստում: Տեսական և կիրառական հետազոտողացման համար իրականացվել է ինստիտուտների ավելի նեղ տարանջատում՝ տնտեսական և քաղաքական ինստիտուտների<sup>2</sup>:

Համախառն ներքին արդյունքի վրա ինստիտուտների ազդեցության քանակական գնահատման համար, հիմնվելով Աճեմոլուի և Ջոնսոնի

---

<sup>1</sup> Bernanke B., Gertler M., “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1995

<sup>2</sup> Acemoglu D., Robinson J., “Economic Origins of Dictatorship and democracy”, Cambridge University Press, 2006

տեսության<sup>3</sup> վրա՝ ինստիտուտները աշխատանքում ևս տարանջատվել են երկու խմբի՝ պայմանագրային ինստիտուտներ և իրավունքների պաշտպանվածության ինստիտուտներ, և գնահատվել է վերջիններիս ազդեցությունը երկրների Համախառն ներքին արդյունքի վրա:

Դիցուք՝ դիտարկվում է հետևյալ մոդելը՝

$$\ln Y_c = \varphi_0 + \alpha \cdot F_c + \beta \cdot P_c + \varepsilon_c$$

Որտեղ  $Y_c$ -ը  $c$ -րդ երկրի թողարկման մակարդակն է (մեկ շնչի հաշվով PPP-ճշգրտված համախառն ներքին արդյունքը՝ արտահայտված 2017 թվականի ԱՄՆ դոլարներով),  $F_c$ -ը պայմանագրային ինստիտուտները չափող փոփոխականն է,  $P_c$ -ն՝ իրավունքների պաշտպանվածության ինստիտուտը չափող փոփոխականը:

$Y_c$ -ի համար որպես չափող փոփոխական վերցվել են 2017 թվականի դրությամբ հնարավոր հասանելի բոլոր երկրների մեկ շնչի հաշվով PPP-ճշգրտված համախառն ներքին արդյունքները՝ արտահայտված 2017 թվականի ԱՄՆ դոլարներով:

Երկրների պայմանագրային ինստիտուտների համար որպես չափող փոփոխական վերցվել են Համաշխարհային բանկի հրապարակած պայմանագրերի կատարման համար անհրաժեշտ դատական պրոցեսների որակի ինդեքսի արժեքները:

Սեփականության իրավունքի պաշտպանվածության ինստիտուտի համար որպես չափող փոփոխական վերցվել են սեփականության իրավունքի պաշտպանվածության ինդեքսի ցուցանիշները:

Հավասարումը գնահատվել է երկքայլ փոքրագույն քառակուսիների եղանակով 2SLS՝ ընտրելով խելամիտ գործիքային փոփոխականներ պայմանագրային և իրավունքների պաշտպանվածության ինստիտուտների համար:

Գործիքային փոփոխականներով գնահատման առաջին քայլը հետևյալն է՝

$$F_c = \gamma_1 + \delta_1 I_c + \eta_1 O_c + u_{1c}$$

$$P_c = \gamma_2 + \delta_2 I_c + \eta_2 O_c + u_{2c}$$

$I_c$ -ն իրենից ներկայացնում է 2017 թվականի դրությամբ երկրների անկախության տարիների թիվը. այն կառուցվածքային առումով հանդիսանում է իրավունքների պաշտպանվածության ինստիտուտի համար գործիքային փոփոխական:

$O_c$ -ն բինարային փոփոխական է, որը անվանվում է երկրի «իրավական ծագում» և ցույց է տալիս, թե ո՞ր երկրի գաղութն է եղել կամ ո՞ր երկրի իրավական ակունքներն ունի նշված պետությունը:

<sup>3</sup> Acemoglu D., Johnson S., “Unbundling Institutions”, Journal of Political Economy, 2005, vol. 113



Գնահատման համար հիմք են ծառայել 120 երկրների համար հավաքագրված տվյալները: Մեկ շնչի հաշվով համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշները, պայմանագրերի կատարման համար անհրաժեշտ դատական պրոցեսների որակի ինդեքսի արժեքները, երկրների իրավական ծագումը վերցվել են Համաշխարհային բանկի հրապարակած աղյուսակներից, իսկ երկրներում սեփականության իրավունքի պաշտպանվածության ինդեքսի տվյալները վերցվել են Սեփականության իրավունքի միության կողմից (Property Rights Alliance) հրապարակած Միջազգային սեփականության իրավունքի ինդեքսի (IRPI) ցուցանիշները 2017 թվականի դրությամբ:

Հավասարումը երկբայլ փոքրագույն քառակուսիների եղանակով գնահատելուց հետո արդյունքները ներկայացված են Աղյուսակ 1-ում:

***Աղյուսակ 1. Մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի կապը պայմանագրային և սեփականության իրավունքի պաշտպանվածության ինստիտուտների հետ՝ գնահատված երկբայլ փոքրագույն քառակուսիների եղանակով***

Dependent Variable: LOGGDP				
Method: Two-Stage Least Squares				
Sample (adjusted): 3 179				
Included observations: 117 after adjustments				
Instrument specification: INDEP ORIGIN				
Constant added to instrument list				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PROP_RIGHTS_INDEX	0.379446	0.166151	2.283736	0.0242
ENFORCE_CONTR_JUDICAL	0.257319	0.081632	3.152169	0.0021
C	5.096031	1.294987	3.935199	0.0001
R-squared	0.357500	Mean dependent var		9.608192
Adjusted R-squared	0.346228	S.D. dependent var		1.189040
S.E. of regression	0.961413	Sum squared resid		105.3718
F-statistic	6.604821	Durbin-Watson stat		2.405420
Prob(F-statistic)	0.001932	Second-Stage SSR		151.7929
J-statistic	2.79E-41	Instrument rank		3

Աղյուսակ 1-ից երևում է, որ սեփականության իրավունքի պաշտպանվածության և պայմանագրային ինստիտուտները չափող փոփոխականները ունեն նշանակալի ազդեցություն երկրների մեկ շնչի հաշվով

ՀՆԱ-ի վրա: Այլ հավասար պայմաններում Սեփականության իրավունքի պաշտպանվածության ինդեքսի մեկ միավոր աճը բերում է մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի 38% աճի, իսկ երկրի պայմանագրերի կատարման համար անհրաժեշտ դատական պրոցեսների որակի ինդեքսի մեկ միավոր աճը բերում է մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի ավելի քան 26% աճի: Պարզ է դառնում նաև, որ նախկին սոցիալիստական երկրները միջինում զգալիորեն զիջում են մյուս երկրներին իրավունքների պաշտպանվածության ինստիտուտի կայացվածությամբ, բայց սոցիալիստական ծագումը միջինում դրական է անդրադառնում երկրներում պայմանագրային ինստիտուտի կայացման հարցում:

Հավասարումը 2SLS եղանակով գնահատվել է նաև պանելային տվյալներով՝ ընդգրկելով 109 երկրների կտրվածքով մեկ շնչի հաշվով գնողունակությամբ ճշգրտված Համախառն ներքին արդյունքի, սեփականության իրավունքի պաշտպանվածության և դատական պրոցեսների որակի ինդեքսի արժեքները 2015, 2016 և 2017 թվականների ժամանակային միջակայքում: Ստացված արդյունքները համանման են վերը ներկայացված արդյունքներին:

Հաջորդ քայլով աշխատանքում, ավելի լայն քաղաքական և տնտեսական ինստիտուտներից մեկ քայլ առաջ անցնելով՝ անցում գնահատվել է ֆինանսական ինստիտուտների ազդեցությունը մեկ շնչի հաշվով համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշի վրա: Ֆինանսական ինստիտուտների գործունեությունը չափելու նպատակով վերցվել են հեկյալ փոփոխականները՝ հասուն բնակչության 100,000 անձին բաժին ընկնող առևտրային բանկերի մասնաճյուղերի քանակ, առևտրային բանկերի կողմից մասնավոր հատվածին տրամադրվող վարկերի ծավալ՝ Համախառն ներքին արդյունքից տոկոսային արտահայտությամբ, և տոկոսադրույքի սփրեդ, որը ներկայացվում է որպես բանկերի կողմից վարկերի և ավանդների միջին տոկոսադրույքների տարբերություն: Տվյալները դիտարկվել են 2018 թվականի դրությամբ և հրապարակվում են Համաշխարհային բանկի կողմից:

Մոդելի վերջնական արդյունքները ամփոփված են Աղյուսակ 3-ում:

**Աղյուսակ 3. Մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի կապը ֆինանսական ինստիտուտները չափող փոփոխականների հետ (տարածական տվյալներով մոդել)**

Dependent Variable: LOG_GDP				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 2 192				
Included observations: 75 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

COMMERCIAL_BANK_BRANCHES	0.017591	0.007650	2.299357	0.0244
DOMESTIC_CREDIT_TO_PRIVA	0.012365	0.002625	4.711155	0.0000
INTEREST_RATE_SPREAD_LE	-0.037178	0.021375	-1.739316	0.0863
C	8.738112	0.264744	33.00587	0.0000
R-squared	0.387149	Mean dependent var		9.408977
Adjusted R-squared	0.361253	S.D. dependent var		1.015445
S.E. of regression	0.811560	Akaike info criterion		2.472141
Sum squared resid	46.76270	Schwarz criterion		2.595741
Log likelihood	-88.70530	Hannan-Quinn criter.		2.521493
F-statistic	14.95063	Durbin-Watson stat		1.781352
Prob(F-statistic)	0.000000			

Այսպիսով, մեկնաբանելով արդյունքները կարող ենք պնդել, որ 100,000 հոգուն բաժին ընկնող առևտրային բանկի մասնաճյուղերի քանակը ունի դրական ազդեցություն մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ վրա. մասնաճյուղերի մեկ միավոր ավելացումը այլ հավասար պայմաններում հանգեցնում է մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ 1,76% աճի: Մասնավոր հատվածին տրամադրված վարկերի ծավալի ազդեցությունը ևս դրական է. վարկավորման՝ որպես ՀՆԱ% մեկ տոկոսային կետով աճը այլ հավասար պայմաններում հանգեցնում է մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ 1.2% աճի: Տոկոսադրույքի սփրեդի ազդեցությունը բացասական է. ներգրավվող և տեղաբաշխվող տոկոսադրույքների տարբերության մեկ տոկոսային կետ աճը այլ հավասար պայմաններում հանգեցնում է մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ 3,7% նվազման:

Պանելային վերլուծության նպատակով վերցվել են վերը նշված փոփոխականների ցուցանիշները 2010-2018 թթ. ընթացքում: Արդյունքները ամփոփված են Աղյուսակ 4-ում:

**Աղյուսակ 4. Մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի կապը ֆինանսական ինստիտուտները չափող փոփոխականների հետ (պանելային տվյալներով մոդել)**

Dependent Variable: LOG_GDP		
Method: Panel Least Squares		
Sample: 2010 2018		
Periods included: 9		
Cross-sections included: 111		

Total panel (balanced) observations: 999				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COMMERCIAL_BANK_BRANCHES	-0.005793	0.001525	-3.799172	0.0002
DOMESTIC_CREDIT_TO_PRIV	0.004734	0.000520	9.104980	0.0000
INTEREST_RATE_SPREAD	-0.008587	0.002163	-3.970699	0.0001
C	9.069690	0.034453	263.2455	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.991618	Mean dependent var	9.144787	
Adjusted R-squared	0.990547	S.D. dependent var	1.101016	
S.E. of regression	0.107045	Akaike info criterion	-1.524071	
Sum squared resid	10.14092	Schwarz criterion	-0.964141	
Log likelihood	875.2733	Hannan-Quinn criter.	-1.311248	
F-statistic	926.5081	Durbin-Watson stat	1.115718	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Այսպիսով, մեկնաբանելով արդյունքները՝ կարող ենք պնդել, որ պանելային վերլուծության արդյունքում 100,000 հոգուն բաժին ընկնող առևտրային բանկի մասնաճյուղերի քանակի փոփոխականը նշանակալի է, սակայն փոխել է ազդեցության նշանը և ունի բացասական ազդեցություն մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ վրա. 100,000 հոգուն բաժին ընկնող առևտրային բանկի մասնաճյուղերի քանակի մեկ միավորով աճը հանգեցնում է ՀՆԱ 0,58% անկման: Պանելային վերլուծության արդյունքում առևտրային բանկերի մասնաճյուղերի քանակի ազդեցության նշանի փոփոխությունը կարող է մեկնաբանվել հետևյալ կերպ. տարածական տվյեղների վերլուծության արդյունքում, առևտրային բանկերի՝ հասարակությանը սպասարկող մասնաճյուղերի քանակը խոսում է ֆինանսական

ծառայությունների հասանելիության մակարդակի մասին և, բնականաբար, ունի դրական ազդեցություն: Այնուամենայնիվ, ժամանակի ընթացքում հեռահար ծառայությունների հասանելիության, ինչպես նաև FinTech տեխնոլոգիաների զարգացման արդյունքում զարգացած երկրներում առևտրային բանկերի և այլ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից արդեն իսկ տեղեկաց է նկատվում ֆինանսական ծառայությունների մատուցումը կետրոնացնել առցանց հարթակներում, ինչը հնարավորություն է տալիս հեռախոսային հավելվածների կիրառման և On Line բենքինգի ծառայությունների միջոցով խնայել ռեսուրսներ և ստանալ լրացուցիչ ճկունության հնարավորություն: Այսպիսով, կարող ենք փաստել, որ առևտրային մասնաճյուղերի քանակը դեռևս ունի դրական նշանակալի ազդեցություն մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ վրա, սակայն ժամանակի ընթացքում այդ ազդեցությունը կփոխի իր նշանը՝ տեղը զիջելով առցանց ֆինանսական ծառայությունների մատուցման ավելի ժամանակակից մեթոդների:

Մասնավոր հատվածին տրամադրված վարկերի ծավալի ազդեցությունը ևս դրական է: Վարկավորման՝ որպես ՀՆԱ% մեկ տոկոսային կետով աճը այլ հավասար պայմաններում հանգեցնում է մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ 0,47% աճի:

Տոկոսադրույքի սփռեղը, ինչպես նախորդ մոդելում, այս դեպքում նույնպես ունի բացասական ազդեցություն: Ներգրավվող և տեղաբաշխվող տոկոսադրույքների տարբերության մեկ տոկոսային կետով աճը այլ հավասար պայմաններում հանգեցնում է մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ 0,86% նվազման:

Ամփոփելով՝ կարող ենք ասել, որ քաղաքական և տնտեսական ինստիտուտների և ֆինանսական ինստիտուտների փոխազդեցությունը բարդ և սիմբիոտիկ հարաբերություն է: Կայացած քաղաքական և տնտեսական ինստիտուտների աջակցությամբ կայուն իրավական և կարգավորող դաշտի ստեղծումը նպաստում է ֆինանսական հաստատությունների աճին: Իր հերթին, լավ գործող ֆինանսական հաստատությունները նպաստում են տնտեսական աճին ֆինանսական միջնորդության, նորարարությունների խթանման և ֆինանսական կայունության պահպանման միջոցով: Այս հարաբերությունների ըմբռնումը և զարգացումը կարևոր է քաղաքականություն մշակողների և շահագրգիռ կողմերի համար, որոնք նպատակ ունեն խթանել կայուն տնտեսական զարգացումը:

Ատենախոսության երրորդ՝ «**Ֆինանսական արքեւերատոր**» գլխում ներկայացված է ՀՀ տնտեսության օրինակով ֆինանսական արքեւերատորի մեխանիզմի ազդեցության գնահատումը: Նախ ՀՀ-ում արքեւերատորի մեխանիզմի միկրոհիմքերի բացահայտման նպատակով էմպիրիկ վերլուծության միջոցով գնահատվել է, թե կազմակերպությունների ներդրումային որոշումների կայացման խնդրում որքանով ազդեցություն ունի ընկերությունների կողմից ֆինանսական կազմակերպություններից միջոցների ներգրավման արտաքին ֆինանսավորման պրեմիումը, որը իր մեջ արտացոլելու է վարկավորման շուկայում առկա ինֆորմացիոն ասիմետրիաները: Այդ նպատակով

ուսումնասիրվել են 6220 հայկական կազմակերպությունների հաշվեկշռային և եկամուտ/ծախսերի հաշվետվությունների տվյալներ 2008-2020 թթ. ժամանակահատվածում՝ տարեկան պարբերականությամբ: Այնուամենայնիվ, ոչ բոլոր կազմակերպություններն են, որոնց տվյալները հասանելի են նշված ժամանակահատվածում յուրաքանչյուր տարի, ինչի արդյունքում հավաքագրված տվյալները իրենցից ներկայացնում են չբալանսավորված պանելային տվյալներ: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ չբալանսավորված պանելային տվյալների առկայության պարագայում տարբեր ժամանակահատվածների տվյալների համեմատականության հետ կապված կարող են առաջանալ որոշակի թերություններ, առանձնացվել են նաև բալանսավորված պանելային տվյալներ՝ ընդգրկելով 2017-2019թթ. ժամանակահատվածում 250 կազմակերպության հաշվեկշռային և եկամուտ/ծախսերի տվյալներ, որոնք նշված ժամանակահատվածներից յուրաքանչյուրում հասանելի են եղել: Վերլուծության նպատակով դիտարկվել են կազմակերպությունների հաշվեկշռային և եկամուտ/ծախս հաշվետվությունների հետևյալ ցուցանիշները՝ իրացվելի միջոցներ, հիմնական միջոցներ, ընդամենը ակտիվներ, սեփական կապիտալ, ընդամենը պարտավորություններ, հասույթ (միջին ամսեկան կտրվածքով), այլ ծախսեր (միջին ամսեկան կտրվածքով), վարկերի տոկոսային ծախս (միջին ամսեկան կտրվածքով), վարկերի գրավային ապահովվածություն, ֆինանսական պարտք, տոկոսային ծախս/հասույթ հարաբերակցություն: Արդյունքները ամփոփված են Աղյուսակ 5-ում:

**Աղյուսակ 5. Սկզբնական ընտրանքի վիճակագրական ամփոփ տվյալները**

Փոփոխականներ	Դիտարկումների քանակ	Միջին	Ստանդարտ շեղում
Իրացվելի միջոցներ ( <i>ՀՀ դրամ</i> )	9499	2,357,673	50,292,362
Հիմնական Միջոցներ( <i>ՀՀ դրամ</i> )		173,894,495	1,165,319,570
Ընդամենը Ակտիվներ( <i>ՀՀ դրամ</i> )		230,176,183	1,916,287,151
Սեփական Կապիտալ( <i>ՀՀ դրամ</i> )		169,909,608	1,644,268,88
Ընդամենը Պարտավորություններ( <i>ՀՀ դրամ</i> )		60,266,575	432,379,622
Հասույթ( <i>ՀՀ դրամ</i> )		28,090,998	267,276,933
Այլ Ծախսեր( <i>ՀՀ դրամ</i> )		665,623	1,220,566
Վարկերի Տոկոսային Ծախս ( <i>ՀՀ դրամ</i> )		526,059	20,333,352

<b>Վարկերի Գրավային Ապահովվածություն</b>		139%	203%
<b>Ֆինանսական Պարտք (&lt;&lt; դրամ)</b>		4,441,026	158,026,399
<b>Տոկոսային Ծախս/Հասույթ</b>		1.02%	2.18%

Աշխատանքում որպես կազմակերպության ֆինանսավորման պայմանները չափող փոփոխական վերցվել է տոկոսային ծախսերի և հասույթի հարաբերությունը (այսուհետ՝ տոկոսային ծախս):

Որպես կազմակերպության ներդրումային որոշումները չափող փոփոխական վերցվել է հիմնական միջոցները (հազար դրամ), որի փոփոխությունը կդիտվի որպես տվյալ ժամանակահատվածում կազմակերպության կողմից իրականացված ներդրում, և ուղղակի կապի մեջ է վերջինիս զուտ արժեքի հետ:

Էկոնոմետրիկական հետազոտությունը իրականացվել է բալանսավորված և չբալանսավորված պանելային տվյալների համար Մոմենտների ընդհանրացված մեթոդով՝ դինամիկ պանելային մոդելով: Մոդելը մաթեմատիկական տեսքով հետևյալն է՝

$$\begin{aligned} \Delta Total\ Fixed\ Assets(i,t) &= \beta_1 * \Delta Sales\ Revenue(i,t) + \beta_2 * \Delta Total\ Assets(i,t) + \beta_3 \\ &* \Delta Financial\ Debt(i,t) + \beta_4 * \Delta Other\ Expenses(i,t) + \beta_5 \\ &* \Delta Interest\ Expenses(i,t) \end{aligned}$$

Որտեղ՝

**Total Fixed Assets**-կազմակերպության հիմնական միջոցները (<< դրամ)

**Sales Revenue**- կազմակերպության հասույթները (միջին ամսեկան պարբերականությամբ) (<< դրամ)

**Total Assets**- կազմակերպության ընդհանուր ակտիվները (<< դրամ)

**Financial Debt**- կազմակերպության ֆինանսական պարտքը, որը իրենից ներկայացնում է գործող վարկերի ընթացիկ գումարների հանրագումարը (<< դրամ)

**Other Expenses**- կազմակերպության այն ծախսերը, որոնք անմիջականորեն չեն առնչվում վերջինիս գործունեության հետ և ընդգրկում են հիմնադիրներին հատկացվող շահաբաժինները (միջին ամսեկան պարբերականությամբ) (<< դրամ)

**Interest Expenses**- կազմակերպության տոկոսային ծախս/հասույթ հարաբերությունը (միջին ամսեկան պարբերականությամբ)

t-ինդեքսով նշանակված են դիտարկվող ժամանակահատվածը

i-ինդեքսով ներկայացված են կազմակերպությունները:

Կազմակերպության ֆինանսավորման պայմանների համար որպես չափող փոփոխական հանդիսանում է տոկոսային ծախս/հասույթ հարաբերությունը:

Բալանսավորված ընտրանքի համար հավասարման գնահատված մոդելը ներկայացված է ստորև՝

**Աղյուսակ 6. Բալանսավորված ընտրանքի համար գնահատված մոդելի ամփոփ ներկայացումը**

Dependent Variable: TOTAL_FIXED_ASSETS				
Method: Panel Generalized Method of Moments				
Transformation: First Differences				
Sample (adjusted): 2017 2019				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 115				
Total panel (balanced) observations: 115				
White period instrument weighting matrix				
White period standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Instrument specification: @DYN(TOTAL_FIXED_ASSETS,-2)				
SALES_REVENUE SALES_REVENUE(-1) TOTAL_ASSETS(-1)				
FINANCIAL_DEBT FINANCIAL_DEBT(-1) OTHER_EXPANSES				
OTHER_EXPANSES(-1) INTEREST_EXPENSES INTEREST_EXPENS				
ES(-1)				
Constant added to instrument list				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SALES_REVENUE	-1.265598	0.258781	-4.890610	0.0000
TOTAL_ASSETS	0.319327	0.028498	11.20542	0.0000
FINANCIAL_DEBT	1.130345	0.161703	6.990265	0.0000
OTHER_EXPANSES	-34.43934	10.75956	-3.200814	0.0017
INTEREST_EXPENSES	-8.71E+08	2.10E+08	-4.142194	0.0001
	Effects Specification			



Cross-section fixed (first differences)			
Mean dependent var	18604328	S.D. dependent var	1.30E+08
S.E. of regression	40345696	Sum squared resid	2.44E+17
J-statistic	6.456425	Instrument rank	10
Prob(J-statistic)	0.264304		

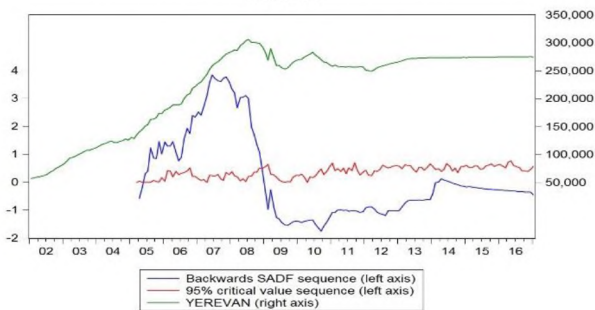
Ինչպես տեսնում ենք, գնահատված մոդելում տոկոսային ծախս փոփոխականը ունի վիճակագրորեն նշանակալի բացասական անմիջական ազդեցություն կազմակերպության ներդրումային որոշումների վրա, և ազդեցության չափը բավականին մեծ է: Գործակցի բացասական նշանը ցույց է տալիս, որ գոյություն ունի կապ կազմակերպության ներդրումային քաղաքականության և ֆինանսավորման պայմանների միջև, և վարկավորման առաջարկի անկման կամ ֆինանսական միջոցների ներգրավման պայմանների վատթարացման պարագայում կազմակերպությունները էականորեն նվազեցնելու են կապիտալ ծախսերը, ինչը իր ազդեցությունն է ունենալու կազմակերպության զուտ արժեքի, հետագա վարկունակության և հետագա թողարկման վրա:

Աշխատանքում համանման արդյունքներ են ստացվել նաև՝ գնահատված չբալանսավորված ընտրանքի համար:

Հաշվի առնելով, որ <<-ում կազմակերպությունների կողմից ներգրավվող ֆինանսական ռեսուրսների հիմնական աղբյուր դիտարկվում են վարկային միջոցները, ինչպես նաև ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունների կողմից անշարժ գույքը, որպես այդ միջոցների համար գրավային ապահովություն դիտարկելը, ֆինանսական արժեքատորի վարկային ալիքի համատեքստում անշարժ գույքի գների ֆունդամենտալ արժեքներից շեղումների գնահատումը դառնում է խիստ կարևոր: Այդ նպատակով Երևան քաղաքում անշարժ գույքի շուկայում գերտաքացումների առկայության թեստավորման համար կիրառվել են Էկոնոմետրիկ գնահատման, ինչպես նաև անշարժ գույքի գների ժամանակային շարքերում գերտաքացման ժամանակաշրջանների վիճակագրական թեստավորման մոդելներ:

2002-2017թթ. համար Երևան քաղաքում անշարժ գույքի ամսեկան տվյալների ժամանակային շարքում գերտաքացման թեստավորման համար կիրառվել է GSADF վիճակագրական թեստը, որի արդյունքները ներկայացված են գծապատկեր 1-ում:

**Գծապատկեր 1. Փուչիկների ժամանակաշրջանները Երևան քաղաքում բնակարանների գների համար. GSADF թեստ**



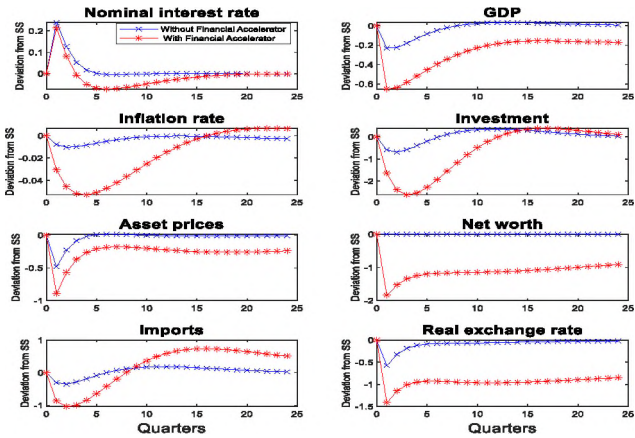
Ինչպես տեսնում ենք գծապատկերից, թեստը որպես փուչիկ ճանաչել է միայն 2008 թվականի հիպոթեքային ճգնաժամը (06.2005-11.2008): Արդյունքները ցույց են տալիս, որ GSADF թեստը 2017 թվականի հունվար ամսվա դրությամբ չի ճանաչել գերտաքացող պրոցեսի առկայություն:

Անշարժ գույքի գների գնագոյացման գործոնների գնահատման համար իրականացված տարածական տվյալներով էկոնոմետրիկ մոդելը հանգեցնում է նույնանման արդյունքի՝ 2017 թվականի հունվար ամսվա դրությամբ Երևան քաղաքում չճանաչելով գերտաքացման իրավիճակի առկայություն:

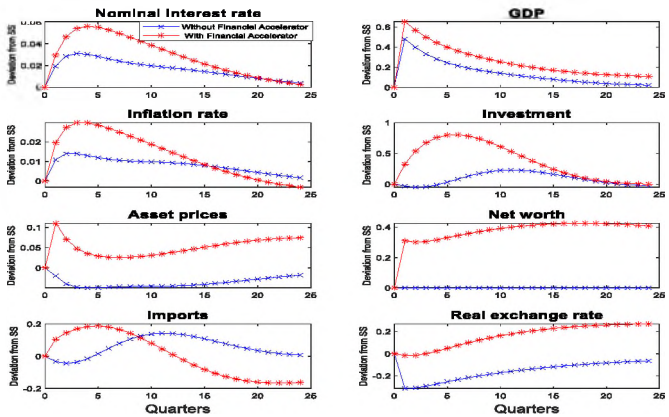
Ֆինանսական արքսելերատորի ազդեցությունը մակրոմակարդակում գնահատելու նպատակով իրականացվել է ՀՀ տնտեսության հիմնական բնութագրիչները արտացոլող փոքր բաց տնտեսության դինամիկ ստոխաստիկ ընդհանուր հավասարակշռության մոդելի կալիբրացիա՝ գերիշխող արտարժույթի ենթադրությամբ: Մոդելում դիտարկվել է զսպող դրամավարկային և խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ազդեցությունները տնտեսական աճի վրա և փոխանցումային մեխանիզմները՝ ֆինանսական արքսելերատորի առկայության և բացակայության պայմաններում:

Զսպող դրամավարկային և խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունների շոկերին մակրոտնտեսական փոփոխականների և մասնավորապես՝ Համախառն ներքին արդյունքի արձագանքը ներկայացված են Գծապատկեր 2 և 3-ում:

**Գծապարկեր 2. Հսպող դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունները ֆիանասական արքելերարորի առկայության և բացակայության պայմաններում**



**Գծապարկեր 3. Խթանող հարկաբյուջեային քաղաքականության ազդեցությունները ֆիանասական արքելերարորի առկայության և բացակայության պայմաններում**



**Եզրակացություններ բաժնում** ամփոփվել են հետազոտության հիմնական արդյունքները: Վերջիններս ամփոփ ձևով ներկայացված են ստորև:

- Տարածական և պանելային տվյալներով էկոնոմետրիկ գնահատմամբ ցույց է տրվում քաղաքական և տնտեսական ինստիտուտների համար որպես չափող փոփոխական հանդիսացող երկու խմբի՝ պայմանագրային ինստիտուտների և իրավունքների պաշտպանվածության ինստիտուտների ունեցած վիճակագրորեն նշանակալի ազդեցությունը երկրների մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի վրա, ընդ որում, սեփականության պաշտպանվածության ինստիտուտը գերազանցում է իր ազդեցության չափով: Միևնույն ժամանակ, պարզվում է, որ նախկին սոցիալիստական երկրները միջինում զգալիորեն զիջում են մյուս երկրներին իրավունքների պաշտպանվածության ինստիտուտի կայացվածությամբ:
- Ցույց է տրվում, որ Ֆինանսական ինստիտուտները չափող փոփոխականները ունեն վիճակագրորեն նշանակալի դրական ազդեցություն մեկ շնչին բաժին ընկնող ՀՆԱ-ի վրա: Միևնույն ժամանակ, գնահատումները ցույց են տալիս, որ ժամանակի ընթացքում ֆինանսական ծառայությունների ֆիզիկական հասանելիությունը իր ազդեցությամբ նշանակալի է՝ ի ցույց դնելով FinTech, օնլայն և մոբայլ բենքինգի տեխնոլոգիաների զարգացման արդյունքում ֆինանսական ծառայությունների ֆիզիկական հասանելիության անհրաժեշտության դերի անկումը:
- ՀՀ տնտեսության օրինակով արքեպիսկոպի մեխանիզմի միկրոհիմքերի ուսումնասիրման համատեքստում ցույց է տրվում, որ արտաքին ֆինանսավորման պրեմիումը ունի վիճակագրորեն նշանակալի բացասական անմիջական ազդեցություն կազմակերպության ներդրումային որոշումների վրա:
- Վերը նշված ազդեցությունների տարանջատումը ըստ փոքր և միջին կազմակերպությունների ցույց է տալիս, որ ի հակադրություն տեսության պնդմանը՝ ՀՀ-ում փոքր և միջին ֆիրմաների պարագայում արքեպիսկոպի մեխանիզմի ազդեցությունը համանման է գնահատվում:
- Ակտիվների գների փուչիկների ճանաչման վիճակագրական թեստերի և էկոնոմետրիկ մոդելավորմամբ գնահատվել է Երևան քաղաքում անշարժ գույքի շուկայում «փուչիկներ» առկայությունը: Երկու մոդելների միջոցով իրականացված գնահատումները ցուցաբերում են համանման արդյունքներ՝ 2017 թվականի հունվար ամսվա դրությամբ Երևան քաղաքում անշարժ գույքի գների գներում չճանաչելով «գերտաքացող պրոցեսի» կամ փուչիկի առկայություն: Միևնույն ժամանակ, փուչիկների ճանաչման վիճակագրական թեստի միջոցով Երևան քաղաքի անշարժ գույքի գներում մինչև 2008

թվականի հիպոթեզային ճգնաժամը ընկած ժամանակահատվածը (06.2005-11.2008) ճանաչվում է, որպես «փուչիկ»:

- Գերիշխող արտարժույթի ենթադրությամբ փոքր բաց տնտեսության համար կալիբրացված ֆինանսական արքեպիսկոպի DSGE մոդելով ցույց է տրվում սպող դրամավարկային և խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ազդեցությունները տնտեսական աճի վրա և փոխանցումային մեխանիզմները՝ ֆինանսական արքեպիսկոպի առկայության և բացակայության պայմաններում: Եվ՝ դրամավարկային, և՛ հարկաբյուջետային շոկերի պայմաններում ֆինանսական արքեպիսկոպի առկայության պայմաններում խթանող/զսպող քաղաքականության ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա ավելի արագանում և խորանում է՝ մակրոմակարդակում ևս ցուցադրելով տնտեսական շոկերի ազդեցության ընդլայնման ֆինանսական արքեպիսկոպի մեխանիզմի ազդեցությունը:

Ստացված արդյունքները ցույց են տալիս, որ ՀՀ տնտեսության վերաբերյալ մակրոտնտեսական մոդելավորման խնդիրներում, ինչպես նաև դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների մշակման համատեքստում անհրաժեշտ է հաշվի առնել և՛ միկրո, և՛ մակրոմակարդակներում ֆինանսական արքեպիսկոպի մեխանիզմի ազդեցության առկայությունը:

Ատենախոսության հիմնական դրույթները հրապարակված են հետևյալ գիտական հոդվածներում.

1. Ավետիսյան Ա., «Ակտիվների գների «փուչիկների» առաջացման նախադրյալները և ազդեցությունը մակրոտնտեսական միջավայրի վրա», Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, Երևան, 2017, էջ 138-146
2. Խաչատրյան Կ., Գասպարյան Գ., Ավետիսյան Ա., «Համախառն ներքին արդյունքի վրա ինստիտուտների ազդեցության քանակական գնահատում», Կրթությունը և Գիտությունը Արցախում, Երևան, 2018, էջ 117-124
3. Խաչատրյան Կ., Գասպարյան Գ., Ավետիսյան Ա., «Ֆինանսական ինստիտուտների ազդեցությունը համախառն ներքին արդյունքի վրա», Այլընտրանք գիտական հանդես, Երևան, 2020, էջ 122-132
4. Հարությունյան Ա., Ավետիսյան Ա., «Դրամավարկային և Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը ֆինանսական արքեպիսկոպի առկայությամբ DSGE մոդելներում ՀՀ օրինակով», Հայկական տնտեսագիտական հանդես, Երևան, 2021, էջ 71-99
5. Ավետիսյան Ա., «Ֆինանսական արքեպիսկոպի միկրոհիմքերը ՀՀ-ում», Հայկական տնտեսագիտական հանդես, Երևան, 2021, էջ 150-174
6. Avetisyan A., “The issues of monetary policy response to asset price bubbles in models with assumption of the financial accelerator”, ALTERNATIVE Quarterly Academic Journal, Yerevan, 2022, էջ 40-49

## АВЕТИСЯН АРА АНДРАНИКОВИЧ

### “ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ”

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08- "Математическое моделирование экономики".  
Защита диссертации состоится 13-го Сентября 2024 года, в 15:00 часов, на заседании специализированного совета по экономике 015 КВОН РА, действующего в Ереванском государственном университете по адресу г. Ереван, 0025, ул. Абовяна 52.

#### РЕЗЮМЕ

За последние десятилетия глобальная финансовая среда претерпела серьезные изменения, отмеченные внедрением сложных финансовых инструментов и требованием регулирующих органов иметь соответствующий гибкий инструментарий реагирования на экономические потрясения. Эти события привели к формированию еще более комплексной системы механизмов взаимодействия финансовых рынков и реальной экономики, оказав влияние на важнейшие вопросы финансовой стабильности и экономического роста. В результате господствовавшая в экономической науке на протяжении столетий точка зрения, согласно которой, финансовый сектор не оказывает существенного влияния на реальные макроэкономические переменные, игнорируя в задачах моделирования экономики шоки, имеющие место на кредитно-финансовом рынке, по всей вероятности, устарела, особенно после Великой депрессии в начале 20-ого века и финансово-экономического кризиса 2008 года. В результате, в задачах моделирования современной экономики все больше внимания стало уделяться финансовому сектору, и в условиях несовершенства последнего, расширению воздействия реальных макроэкономических шоков. Указанная теория получила существенное развитие и была интегрирована в динамические стохастические модели общего равновесия под названием «Финансовый акселератор» демонстрируя пути, по которым колебания на финансовых рынках углубляют и распространяют макроэкономические шоки и оказывают влияние на реальный сектор.

Оценка влияния финансового сектора на реальный сектор и, в частности, изучение несовершенства кредитных рынков сейчас особенно актуальны в Армении в условиях неразвитости рынков капитала и рассмотрения организациями кредита в качестве основного источника финансирования.

В то же время теория утверждает, что во время экономических потрясений финансовые посредники склонны кредитовать организации с более стабильными балансовыми показателями и предлагающие более крупное и ликвидное залоговое обеспечение. В этом контексте залоговое обеспечение организаций оказывает большое влияние на привлечение необходимых финансовых ресурсов для их деятельности, осуществление инвестиций и, в конечном итоге, обеспечение выпуска. При этом на залоговое обеспечение кредита напрямую влияет рыночная стоимость залога. Учитывая это обстоятельство, исследование моделей ценообразования активов также представляет важность и является одним из краеугольных камней теории влияния финансового сектора на реальные экономические переменные.

Отмечая предпочтение финансовых посреднических организаций в Армении рассматривать недвижимость в качестве залогового обеспечения, а также высокую волатильность цен, наблюдаемую на рынке недвижимости в РА в последние годы, особого внимания заслуживает изучение моделей ценообразования на недвижимость, раннее выявление пузырей, и применение правильной политики реагирования со стороны регулирующих органов.

Актуальность темы диссертации и значимость исследования определяются оценкой взаимосвязи реального и финансового секторов, исследованием институционального влияния финансовых посреднических компаний на экономический рост, изучением проблем распознавания, измерения и реагирования регуляторов на пузыри цен на активы.

Цель исследования – оценить на примере РА взаимосвязь между финансовым сектором и реальными макроэкономическими переменными (в частности, экономическим ростом), а также влияние механизма акселератора в условиях финансового несовершенства. Для достижения указанной цели в диссертации были поставлены и решены следующие задачи исследования:

- Изучить теоретические подходы и наиболее значимые исследования, связанные с выявлением взаимодействия финансового и реального секторов;
- Изучить институциональную теорию экономического роста и исследования в данной сфере, оценить целесообразность рассмотрения влияния финансовых институтов в рамках указанной теории;
- Изучить теории и модели ценообразования на активы, в частности, распознавание и реагирование на пузыри цен на активы;
- Проанализировать динамику экономического роста стран с разным уровнем развития и поведение ее распределения во времени;
- Определить переменные, измеряющие развитие институтов (в частности финансовых) и проанализировать их динамику для разных стран;
- Проанализировать факторы, влияющие на способность организаций привлекать финансовые ресурсы в РА, уделяя особое внимание роли залогового обеспечения;
- Проанализировать динамику цен на рынке недвижимости РА и факторы, которые могут на нее повлиять;
- Оценить влияние институтов на экономический рост, уделяя особое внимание финансовым институтам;
- Оценить наличие микрофундаментов финансового акселератора в РА;
- С помощью статистических моделей оценить наличие пузырей цен на активы, ориентируясь на рынок недвижимости РА;
- На примере экономики РА оценить влияние механизма финансового акселератора на реальные макроэкономические переменные;
- Представить рекомендации, направленные на улучшение политики, вытекающие из результатов выявления упомянутых воздействий.

Основные результаты и научная новизна диссертации выражена в следующих основных положениях:

- Проведена оценка статистических/эконометрических моделей, измеряющих влияние институтов на валовой внутренний продукт стран, и обосновано статистически значимое влияние институтов на экономический рост;

- В качестве отдельного комплекса институтов, оценено влияние финансовых институтов на экономический рост стран и обосновано статистически значимое влияние финансовых институтов на экономический рост;
- На основании информации, полученной из банковской системы РА, посредством эмпирического анализа на микроуровне обосновано наличие механизма финансового акселератора в финансовой системе Республики Армения;
- На основе оценки важности влияния залогового обеспечения как части механизма акселератора на финансовую систему были разработаны/внедрены модели статистического тестирования пузырей цен на недвижимость;
- Была проведена калибровка модели динамического стохастического общего равновесия (DSGE) в предположении финансового акселератора и доминирующей иностранной валюты, оценена реакция валового внутреннего продукта и других макроэкономических переменных на шоки денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, а также обосновано на макроуровне наличие влияния механизма финансового акселератора в РА.



## **ARA ANDRANIK AVETISYAN**

### **“THE INFLUENCE OF FINANCIAL SECTOR ON ECONOMIC GROWTH”**

The abstract of the thesis for receiving the scientific degree of PhD in economics in the field of 08.00.08- “Mathematical modeling of the economy”.

The defense of the thesis will take place on September 13, 2024 at 15:00 at the meeting of the Specialized Council 015 in Economics of HESC RA, acting at the Yerevan State University.

Address: 0025, 52 Abovyan Street, Yerevan.

### **ABSTRACT**

Over the past decades, the global financial environment has undergone major transformations, marked by the introduction of complex financial instruments and the need for regulators to have an appropriate flexible toolkit to respond to economic shocks. These developments have led to the formation of an even more comprehensive system of interaction mechanisms between financial markets and the real economy, having an impact on such critical issues as financial stability and economic growth. As a result, the view that has been dominant in economics for centuries, according to which the financial sector does not have a significant impact on real macroeconomic variables and ignoring the shocks occurring in the credit and financial markets in economic models, is obviously becoming outdated, especially after the Great Depression and the Global financial crisis of 2008.

As a result, in the modern economic modeling problems, more and more attention began to be paid to the financial sector, and to the expansion of the impact of real macroeconomic shocks in case of financial sector imperfections. This theory was significantly developed and integrated into dynamic stochastic general equilibrium models, called the Financial Accelerator, which demonstrated the ways in which fluctuations in financial markets deepen and spread macroeconomic shocks and have an impact on the real sector.

The assessment of the impact of the financial sector on the real sector and particularly the study of imperfections in the credit markets is now especially relevant in Armenia, in the conditions of the underdevelopment of capital markets and organizations considering credit as the main source of financing.

At the same time, the theory posits that during economic breakdowns financial intermediaries tend to finance the organizations with more stable balance sheets and larger and more liquid collateral. In this context, the collateral presented by the organizations has a huge impact on attracting the financial resources necessary for the activity, investments and finally, the production. Meanwhile, the collateral coverage ratio of the loan is directly affected by the market value of the collateral. Considering this, the study of asset pricing models presents its importance and is one of the cornerstones of the theory of influence of the financial sector on real economy.

Taking into consideration the preference of financial intermediary organizations to consider real estate as collateral, as well as the high volatility of real estate market prices in recent years in the RA, the study of real estate pricing models, early recognition of bubbles,

and the application of the correct response policy to the latter by regulators, deserves special attention in the case of Armenia.

The evaluation of the interactions between the real and financial sectors, the investigation of the institutional influence of financial intermediary companies on economic growth, the study of the problems of recognition, measurement and response of the regulators to asset price bubbles and the presentation of recommendations substantiated the relevance of the dissertation topic and the importance of the research.

The purpose of the research is to assess the relationship between real macroeconomic variables (in particular, economic growth) and the financial sector, as well as the impact of the accelerator mechanism in conditions of financial imperfections, using the example of RA. Based on the defined goal, the following problems have been put forward and solved in the dissertation:

- study the theoretical approaches and the most significant researches related to the identification of interactions between the financial and real sectors;
- study the institutional theory of economic growth and assess the expediency of considering the impact of financial institutions within this framework;
- study the asset pricing theories and models, in particular, the recognition and response to asset price bubbles;
- analyze the dynamics of economic growth of countries with different levels of development and their distribution behavior over time;
- define variables measuring the development of institutions (especially financial) and analyze their dynamics for different countries;
- analyze the factors affecting the ability of organizations to attract financial resources in RA, focusing on the role of collateral;
- analyze the real estate market price dynamics in RA and the factors potentially impacting it;
- assess the impact of institutions on economic growth, focusing on financial institutions;
- assess the presence of Financial Accelerator microfundamentals in RA;
- using statistical models to test the hypothesis of the presence of asset price bubbles, focusing on the RA real estate market;
- evaluate the impact of the financial accelerator mechanism on real macroeconomic variables, on the example of the RA;
- make recommendations aimed at improving the economic policy arising from the identification of the mentioned impacts.

The main results and scientific novelty of the dissertation are as follows:

- An evaluation of statistical/econometric models measuring the impact of institutions on the gross domestic product of countries was carried out, and the statistically significant impact of institutions on economic growth was substantiated;
- As a separate set of institutions, the impact of financial institutions on the economic growth of countries was assessed and the statistically significant impact of financial institutions on economic growth was substantiated;
- According to data obtained from the banking system of the Republic of Armenia, empirical analysis has confirmed the existence of the financial accelerator mechanism within the country's financial system at the micro level;

- Statistical models for detecting bubbles in real estate prices were developed/implemented based on the assessed significance of collateral security within the financial system of the Republic of Armenia as part of the accelerator mechanism;
- Calibration of the dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model under the assumption of a financial accelerator and a dominant currency was carried out, the response of the gross domestic product and other macroeconomic variables to monetary and fiscal policy shocks was evaluated, and the presence of the influence of the financial accelerator mechanism in RA was substantiated at the macro level.

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'L. J. ...', is centered on the page.