

«Հաստատում եմ,
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական
համալսարանի ռեկտոր, տ.գ.թ. դոցենտ
Ա.Վ.Գրիգորյան
« 02 » 2025թ.



ԿԱՐԾԻՔ

առաջատար կազմակերպության

Վլադիմեր Վալերիի Ներսեսյանի «Պայմանագրային ներդրումային ինստիտուտների կայացման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում» թեմայով, Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման ատենախոսության վերաբերյալ

Ատենախոսությունը քննարկվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների 31.03.2025թ.-ի N8 ամբիոնի նիստում: Նիստին ներկա էին ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների ամբիոնի վարիչ, տ.գ.թ. դոցենտ Ա.Մարդոյանը (նախագահող), տ.գ.թ., դոցենտ Է.Աղաբեկյանը (գրախոսող), տ.գ.թ., դոցենտ Ս.Պողոսյանը (գրախոսող), տ.գ.թ., դոցենտ Ռ.Սահակյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Ա.Մխիթարյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Լ.Ղազարյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Գ.Հարությունյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Ս.Ավետիսյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Գ.Սարգսյանը, տ.գ.թ., դասախոս Հ.Սարգսյանը, տ.գ.թ., դասախոս Գ.Գրիգորյանը, տ.գ.թ., դասախոս Օ.Փափազյան, դասախոս Զ.Մարգարյան, դասախոս Ն.Բալասանյանը, դասախոս Ա.Ավետիսյանը, ասիստենտ Ժ.Ստեփանյանը, ամբիոնի ավագ լաբորանտ Հ.Սաֆարյանը:

Արենախոսության թեմայի արդիականությունը

Ֆինանսական համակարգի կայունությունը և ներդրումային գործիքների բազմազանությունը հանդիսանում են ցանկացած երկրի տնտեսական աճի հիմնաքարերը: Հատկապես հետխորհրդային երկրներում, որտեղ ֆինանսական շուկաները հիմնականում կառուցված են պարտքային ֆինանսավորման վրա, ստեղծվում են համակարգային ռիսկեր, որոնք կարող են խոչընդոտել նորարարություններին և ձեռնարկատիրության զարգացմանը: Բաժնային

Ֆինանսավորումն, ի տարբերություն պարտքային գործիքներով միջոցների ներգրավման, ունի իր առանձնահատկությունները և երակրաժամկետ կապիտալի ձևավորման լավագույն աղբյուր է: Սակայն կապիտալի շուկայում առկա հիմնախնդիրները մարտահրավեր են նման գործիքների կայացման, բիզնեսի կողմից դրանց կիրառման և ներդրողների կողմից այդ շուկաներին վստահելու առումով: Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության մեջ նորարարական ոլորտների զարգացման անհրաժեշտությունը, ֆինանսական շուկաների դիվերսիֆիկացման պահանջը և ռիսկերի կառավարման հրատապությունը կասկած չեն հարուցում: Հայաստանի ֆինանսական համակարգը բնութագրվում է պարտքային ֆինանսավորման գերակշռությամբ: Բանկային վարկերը, պարտքային գործիքներով ֆինանսավորումը հանդիսանում են ձեռնարկատիրության ֆինանսավորման հիմնական աղբյուրները: Սակայն այս մոդելը սահմանափակում է փոքր կազմակերպությունների և ստարտափների հնարավորությունները: Բանկերը հակված են ֆինանսավորելու կայացած ձեռնարկություններ՝ նվազագույնի հասցնելով ռիսկերը, մինչդեռ նորարարական նախագծերը հաճախ չեն համապատասխանում վարկավորման պայմաններին: Ստարտափները, որոնք հիմնված են ոչ նյութական ակտիվների վրա (օրինակ՝ ինտելեկտուալ սեփականություն), չեն կարողանում ապահովել վարկերի համար պահանջվող գրավներ: Պարտքերի բարձր մակարդակը մեծացնում է ձեռնարկությունների սնանկացման ռիսկերը, հատկապես տնտեսական անկանխատեսելի պայմաններում: Այս խնդիրները հանգեցնում են ֆինանսական ռեսուրսների անհավասար բաշխման՝ խոչընդոտելով տնտեսության ինտելեկտուալացումը եւ տեխնոլոգիական առաջընթացը:

Բաժնեմասային ֆինանսավորումը հնարավորություն է տալիս կիսել ռիսկերը այլ ներդրողների հետ շնորհիվ կազմակերպության կապիտալում բաժնային մասնակցության: Այս գործում անուրանալի է ներդրումային ֆոնդերի և մասնավորապես նորարարությունների ոլորտի համար կարևոր վենչուրային ֆոնդերի դերը: Բիզնես-հրեշտակները և քրաուդֆանդինգային հարթակները նախատեսված են բարձր ռիսկային, բայց բարձր եկամտաբեր նախագծերի համար: Սրանց շնորհիվ ձեռնարկությունները ազատվում են պարտքային բեռից և կարողանում են ներդրումներ կատարել երկարաժամկետ աճի համար: Հայաստանի Հանրապետությունում կելեկտիվ ներդրումային ինստիտուտները և մասնավորապես ներդրումային ֆոնդերը դեռևս երիտասարդ, սակայն դինամիկ զարգացող ոլորտ են: Այս ֆինանսական ինստիտուտները կարևոր դեր կարող են ունենալ կապիտալի շուկայի և ամբողջ տնտեսության կայուն զարգացման համար: Առկա հիմնախնդիրների վերացումը, ենթակառուցվածքային համակարգերի կատարելագործումը, իրավական համակարգի արդիականացումը ոլորտի զարգացման կարևոր նախապայման են: Այս առումով կասկած չի հարուցում թեմայի

արդիականությունը և բաժնային ֆինանսավորման ինստիտուտների զարգացումը կարող է լինել տնտեսության կայունացման հիմնական լծակ հանդիսանալ:

Արենախոսության հիմնական բովանդակությունը, ստացված արդյունքների հավաստիությունը, գիտական նորույթը և կիրառական նշանակությունը

Հետազոտության նպատակն է վերլուծել Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական համակարգի ներկա վիճակը, բացահայտել առկա հիմնական ուղղակի և անուղղակի հիմնախնդիրները, ինչպես նաև տնտեսական աճի համատեքստում ֆինանսավորման բաժնային ինստիտուտների համար մշակել զարգացման հեռանկարներ:

Նշված նպատակին հասնելու համար առանձնացվել են հետևյալ խնդիրները.

- Վերլուծել գիտական առկա հետազոտությունները՝ ֆինանսավորման բաժնային ինստիտուտների դերի որոշման համար:
- Իրականացնել համեմատական վերլուծություն համատեղ և պարտքային ֆինանսավորման միջև՝ բացահայտել դրանց դրական և բացասական կողմերը, ինչպես նաև մակրո և միկրոտնտեսական մակարդակներում դրանց ազդեցությունը:
- Ուսումնասիրել համատեղ ներդրումների հիմնական գործիքները և դրանց կիրառման հնարավոր սցենարները:
- Կատարել հետադարձ վերլուծություն, միջազգային փորձի հիման վրա որոշել հիմնական միտումները և համատեղ ներդրումների զարգացման առանցքային գործոնները:
- Սահմանել ֆինանսավորման բաժնային ինստիտուտների ներդրման երկարաժամկետ հնարավոր նպատակները, ինչպես նաև իրականացնել կորեյլացիոն, ռեգրեսիոն, համեմատական և էքստրապոլյացիոն ստուգում՝ տնտեսության համար այդ նպատակի նշանակության գնահատման նպատակով:
- Ուսումնասիրել համատեղ ֆինանսավորման ինստիտուտների ժամանակակից վիճակը, խնդիրները և դերը Հայաստանի Հանրապետության տնտեսական զարգացման գործընթացում:
- Հայաստանի Հանրապետության օրինակով մշակել հայեցակարգ և առաջարկություններ՝ փայտաիրական ֆինանսավորման գործիքների կիրառման վերաբերյալ:

Տվյալ հետազոտության գիտական նորույթ են մատնանշվել.

- Ալտմանի Z-մոդելի և վճարունակության գործակիցների համակցությունը փորձարկում է անցել Հայաստանի Հանրապետության ընկերությունների օրինակով՝ կապիտալի կառուցվածքի ազդեցությունը ֆինանսական կայունության ցուցանիշների վրա գնահատելու նպատակով:
- Մշակվել է բաժնային ֆինանսավորման ինստիտուտների փուլային ներդրման մոդել Հայաստանի Հանրապետությունում՝ որպես տնտեսության ռազմավարական նորարարական զարգացման գործիք՝ հաշվի առնելով պատմական և աշխարհագրական առանձնահատկությունները:
- Մշակվել է ռեգրեսիոն մոդել՝ Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության վրա նորարարական զարգացման ազդեցությունը գնահատելու համար, որը հիմնված է համատեղ ֆինանսավորման գործիքների, նորարարական զարգացման և տնտեսական աճի փոխկապվածության վրա:

Հետազոտության տեսական և գործնական նշանակությունը.

Տեսական նշանակությունն արտահայտվում է համատեղ ֆինանսավորման ինստիտուտների համալիր ուսումնասիրության և Հայաստանի Հանրապետությունում ընկերությունների ֆինանսավորման ընթացիկ վիճակի գնահատման մեջ: Վերլուծելով համատեղ ֆինանսավորման տարբեր ասպեկտներ և հիմնվելով էմպիրիկական տվյալների ու տեսական հիմքերի վրա՝ տվյալ ատենախոսությունը փորձում է ներդրում ունենալ ֆինանսական մեխանիզմների և դրանց դերի վերաբերյալ գիտական քննարկման մեջ՝ Հայաստանի Հանրապետության տնտեսական զարգացման համատեքստում:

Գործնական նշանակությունն այն է, որ սույն ատենախոսությունը կարող է առաջարկել մշակված սխեմաների և ձևակերպված առաջարկությունների կիրառություն՝ համատեղ ֆինանսավորման ինստիտուտների զարգացման և ոլորտի պետական կարգավորման ծրագրերի մշակման ու իրականացման գործընթացում:

Դիպոզիտներն արենախոսության վերաբերյալ

Գրախոսվող ատենախոսությունն, իր դրական արժանիքներով հանդերձ, ունի նաև որոշակի թերություններ, որոնցից կարելի է նշել հետևյալները.

1. Հեղինակը ներածական մասում, աշխատանքի հիմնական հիպոտեզի քննարկման ժամանակ հակադրում է ավանդական ֆինանսավորման և բաժնային ֆինանսավորման մեթոդները, մինչդեռ բաժնային ֆինանսավորումը ևս ավանդական ֆինանսավորման տեսակ է: Հավանաբար հեղինակը ցանկանում է նեղացնել բաժնային ֆինանսավորումը՝ այլընտրանքային և

մասնավորապես ստարտափների ֆինանսավորման հիմնական գործիքների շրջանակներում: Սակայն հետագայում աշխատանքի վերլուծական բաժիններում որևէ կերպ անդրադարձ չկա նշված այլընտրանքային գործիքների շուկաներին, դրանց կարգավորման առանձնահատկություններին:

2. Աշխատանքի նպատակը, առարկան, օբյեկտը հակադրվում են կատարված վերլուծության հետ: Հեղինակը նշում է, որ հետազոտության նպատակն է “վերլուծել Հայաստանի ֆինանսական համակարգի ներկա վիճակը: Հիմնական ուղղակի և անուղղակի խնդիրների վերհանումը, ինչպես նաև տնտեսական աճի համատեքստում բաժնային ֆինանսավորող հաստատությունների զարգացման հեռանկարների բացահայտումը”: Ըստ աշխատանքի ներածության՝ աշխատանքի օբյեկտը ներդրումային ֆոնդերի, պետական կարգավորման մեխանիզմների և ֆինանսավորվող ընկերությունների փոխգոծակցության ամբողջությունն է, իսկ օբյեկտը կոլեկտիվ ներդրումային գործիքները՝ դրանց խթանման և կարգավորման մեխանիզմները: Մինչդեռ աշխատանքի վերլուծական բաժնում չի կատարել ֆինանսական համակարգի ներկա վիճակի վերլուծություն, չի անդրադարձել գոծող մեծաթիվ ներդրումային ֆոնդերի գործունեությանը և միայն անդրադարձել է պետական կենսաթոշակային ֆոնդերին, դրանց ակտիվների կառուցվածքին:
3. Որպես առաջին նորույթ նշված է, որ «Կապիտալի կառուցվածքի ազդեցությունը ֆինանսական կայունության ցուցանիշների վրա գնահատելու համար հայկական ընկերությունների օրինակով փորձարկվել է Ալտմանի Z-մոդելի և ծածկույթի գործակիցների հավաքածուի համադրությունը»: Սրա շրջանակներում հեղինակը 1.4 պարագրաֆում ներկայացրել է տարբեր հեղինակների կողմից կազմակերպության արդյունքների վրա ֆինանսական լծակի ազդեցության տարբեր մոտեցումներ, Ալթմանի նշված մոդելը, վերջինիս բաղադրիչները և արդյունքների մեկնաբանությունը: Այնուհետև 3.1 պարագրաֆում Տելեկոմ Արմենիա և Յուքոմ Արմենիա ընկերությունների ցուցանիշների հիման վրա հաշվարկել և ներկայացրել է մոդելի արդյունքները: Սակայն անհայտ է մնում թե հեղինակի կողմից թեմայի նպատակին հասնելու համար երկու ընկերությունների օրինակով կատարված հաշվարկի հիման վրա ինչ խնդիր է հնարավոր եղել բացահայտել կամ լուծել թեմայի առարկայի ու օբյեկտի շրջանակներում : Չենք կարծում, որ ուղղակի մոդելի շրջանակներում երկու ընկերության օրինակով կատարված հաշվարկը կարող է նորույթ համարվել:
4. Որպես երկրորդ նորույթ նշվել է, որ «Մշակվել է Հայաստանի Հանրապետությունում բաժնային կամ փայտտիրական ֆինանսավորող հաստատությունների՝ որպես տնտեսության ռազմավարական նորարարական զարգացման գործիքի փուլային ներդրման մոդել՝ հաշվի առնելով պատմաաշխարհագրական առանձնահատկությունները»: Այս առումով հիմնավորված չեն առաջարկվող ֆինանսավորման մոդելի շրջանակներում պետության մասնակցության նպատակահարմարությունը՝ պետական ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ օգտագործման տեսանկյունից: Որևէ

կերպ չի հիմնավորվում պետության կողմից վենչուրային ֆինանսավորման ոլորտում ներդրումներ կատարելու նպատակահարմարությունը: Վերջինս կարևոր է հատկապես պետական ծախսային քաղաքականության տեսանկյունից մի ոլորտում, որտեղ արդյունքները անորոշ են ու բավականին դիսկային:

5. Որպես երրորդ նորույթ նշվել է, որ Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության վրա ինովացիոն զարգացման ազդեցությունը գնահատելու համար մշակվել է ռեգրեսիոն մոդել՝ հիմնվելով սեփական կապիտալի ֆինանսավորման գործիքների, ինովացիոն զարգացման և տնտեսական աճի փոխհարաբերությունների վրա: Աշխատանքի երկրորդ գլխի երրորդ պարագրաֆում իրականացված վերլուծության մեջ հեղինակը ընդամենը ռեգրեսիոն մոդել է կառուցել, որը ցույց է տվել էական կապ գլոբալ ինովացիոն ինդեքսի և մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ միջև: Այս առումով նշենք, որ մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ն տնտեսական աճը բնութագրող ցուցանիշ չէ և որպես այդպիսին սովորաբար դիտարկվում է իրական ՀՆԱ աճը: Բացի այս գլոբալ ինովացիոն ինդեքսը բավականին լայն շրջանակով բաղադրիչներ ունի (ինստիտուտներ, մարդկային կապիտալ և հետազոտություններ, Ենթակառուցվածքներ, շուկայի կատարելագործում, բիզնեսի կատարելագործում), որոնց առանձին տարրերի փոխկապվածությունը մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ի հետ հեղինակը չի անդրադարձել: Արդյունքում անհասկանալի է մնում նաև թե ինչ կապ ունի նշված մոդելի հետ բաժնային ֆինանսավորումը:
6. Նկար 1-ում /էջ 9/ բերված առանձին երկրներում բնակչության խնայողություններում բաժնետոմսերի բաժինը գծապատկերը 2004թ աղբյուրի հղումով մեղմ ասած ամբողջական չէ, քանի որ հասանելի են 2022-2023թթ տվյալները: Ինչ վերաբերում է Ճապոնիային որպես պարտքով խիստ ծանրաբեռնված երկիր, իրականում այդ երկրում խիստ զարգացած է նաև բաժնետոմսերի շուկան, ինչի վկայությունը ներկայումս 150 տոկոս գերազանցող կապիտալիզացիա/ՀՆԱ հարաբերությունն է:
7. Աշխատանքում ներկայացված է քրաուդֆանդինգի միջոցով ամողջ աշխարհում հավաքագրված միջոցները 2017-2023թթ ժամանակային ընդգրկումով, սակայն աղբյուրին հղումը ամբողջական չէ, մասնավորապես որպես ժամկետ նշված է 2020 թիվը:
8. Պնդումը, որ Հայաստանում ֆոնդային շուկայի զարգացման խոչընդոտներից է ԲԲԸ և ՓԲԸ ընկերությունների կանոնադրական կապիտալների նվազագույն մակարդակների սահմանումը(էջ 108-109) ժամանակավրեպ է, քանի որ 2008թ դեկտեմբերի 26-ի օրենսդրական փոփոխությունների արդյունքում նման սահմանափակումները վերացվել են:
9. Ընդհանուր և բավական պարզունակ է այն տեսակետը, որ կառավարությունը և կարգավորող մարմինները խթանների տրամադրման, գրանտների, հարկային արտոնությունների, կարգավորման գործընթացների օպտիմալացման և ներդրողների պաշտպանության միջոցառումների իրականացմամբ կարող են խթանել մասնավոր բիզնեսի բաժնետիրացմանը և բորսայում բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխմանը(էջ 109):

10. Հայաստանում բաժնային ֆինանսավորման հիմնախնդիրների թվարկումը(էջ 124) չափազանց ընդհանուր է որևէ գործնական նշանակություն ունենալու համար:

Եզրակացություն

Հետազոտության խնդիրների և ստացված արդյունքների հիմնադրույթներն արտացոլված են ատենախոսության սեղմագրում և հեղինակի հրատարակած գիտական հոդվածներում:

Վլադիմեր Վալերիի Ներսեսյանի «Պայմանագրային ներդրումային ինստիտուտների կայացման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում» թեմայով ատենախոսությունը համապատասխանում է ՀՀ Բարձրագույն կրթության և գիտության կոմիտեի կողմից թեկնածուական ատենախոսություններին ներկայացվող պահանջներին, իսկ հեղինակն արժանի է տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի շնորհմանը՝ Ը.00.03-«Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ:

Առաջատար կազմակերպության կարծիքը քննարկվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների 31.03.2025թ.-ի (արձանագրություն թիվ 8) ամբիոնի նիստում:

ՀՊՏՀ, Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների ամբիոնի վարիչ, տ.գ.թ., դոցենտ

Ա.Վ.Մարդոյան

ՀՊՏՀ, Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների ամբիոնի դոցենտ, տ.գ.թ.

Է.Վ.Աղաբեկյան

ՀՊՏՀ, Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների ամբիոնի դոցենտ, տ.գ.թ.

Ս.Վ.Պողոսյան

Ա.Վ.Մարդոյանի, Է.Վ.Աղաբեկյան և Ս.Վ.Պողոսյան ստորագրությունները հաստատում են՝

ՀՊՏՀ գիտքարտուղար



02.04.2025

Ս.Վ.Պողոսյան