

ԿԱՐԾԻՔ

ՊԱՇՏՈՆԱԿԱՆ ԸՆԴԴԻՄԱԽՈՍԻ

Դիանա Գևորգի Տերյանի Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի համար ներկայացված «Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը կապիտալի շուկայի զարգացման վրա ՀՀ-ում» թեմայով ատենախոսության վերաբերյալ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը

Մակրոտնտեսական կայունությունը պայմանավորող գործոնները և դրանցում տեղ գտնող զարգացումները յուրաքանչյուր երկրի տնտեսական և դրամային քաղաքականություն իրականացնող մարմինների մշտական ուշադրության կենտրոնում են: Այդ գործոնների քանակական և փոխկապվածության գնահատականներն ու ուսումնասիրությունները հնարավորություն են տալիս պատկերացում կազմելու երկրի իրական տնտեսական միջավայրի վերաբերյալ, ինչպես նաև հասկանալու, թե կառավարության որդեգրած հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունները որքանով են համահունչ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների զարգացման միտումներին: Այդպիսի գնահատականների և կանխատեսումների հիման վրա են մշակվում կառավարության միջնաժամկետ ծախսերի ծագրերը, ինչպես նաև երկրի ազգային անվտանգության ռազմավարությունը: Այդ երկու քաղաքականությունները խիստ փոխկապակցված են մեկը մյուսով և դրանց գերակայությունը մեկը մյուսի նկատմամբ մեծապես կախված է երկրի տնտեսական զարգացվածության աստիճանից, իսկ վարվող քաղաքականությունների արդյունավետությունը, հիմնականում, գնահատվում է ցածր գնաճով և տնտեսական աճի կայուն տեմպերով:

Ատենախոսության նպատակը և խնդիրները

Ատենախոսության նպատակն է գնահատել դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը կապիտալի շուկայի վրա, ուսումնասիրել դրանց միջև տնտեսամաթեմատիկական կապերը, վերհանել փոխազդեցության առանձնահատկությունները: Նշված նպատակն իրագործելու համար դրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները՝

- ուսումնասիրել դրամավարկային քաղաքականության նպատակները, խնդիրները, տարատեսակները, ավանդական ու ոչ ավանդական գործիքակազմը և բացահայտել

կապիտալի շուկայի էությունը, դերը երկրի տնտեսական համակարգում, փոխհարաբերությունները դրամավարկային քաղաքականության հետ,

- ուսումնասիրել դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի միջև փոխազդեցության գնահատման տեսամեթոդական հիմքերը,

- հետազոտել կապիտալի շուկայի և դրամավարկային քաղաքականության փոխազդեցության միջազգային փորձը,

- միջազգային պրակտիկայում դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի միջև փոխազդեցությունների էմպիրիկ գնահատման և կանխատեսումային վերլուծությունների իրականացման նպատակով՝ որոշ երկրների համար կառուցել և գնահատել տնտեսամաթեմատիկական մոդելներ,

- ուսումնասիրել ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության իրականացման առանձնահատկությունները,

- վերլուծել ՀՀ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների զարգացվածության մակարդակը բնութագրող կարևորագույն ցուցանիշների դինամիկան,

- հիմք ընդունելով օտարերկրյա կապիտալի շուկաների և դրամավարկային քաղաքականության համար կառուցված մոդելները՝ կառուցել և գնահատել համանման էկոնոմետրիկ մոդել ՀՀ ցուցանիշների համար,

- հիմնվելով ձևավորված մոդելի վրա՝ իրականացնել ՀՀ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների և դրամավարկային քաղաքականության միջև ազդեցությունների էմպիրիկ վերլուծություններ, մշակել կանխատեսումային սցենարներ, բացահայտել ցուցանիշների միջև առկա փոխկախվածությունները:

Հետազոտության առարկան և օբյեկտը: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականությունն է և կապիտալի շուկան, իսկ առարկան՝ դրամավարկային և կապիտալի շուկան բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունների ու փոխազդեցությունների առանձնահատկությունները:

Հետազոտության տեսական, տեղեկատվական և մեթոդաբանական հիմքերը:

Հետազոտության տեսական, տեղեկատվական և մեթոդաբանական հիմք են հանդիսացել զարգացող և զարգացած երկրների կապիտալի շուկաների և դրանցում վարվող քաղաքականությունների վերաբերյալ հայրենական և արտասահմանյան հետազոտողների աշխատությունները, գիտական հոդվածները և էմպիրիկ վերլուծությունները:

Ատենախոսության կառուցվածքը և բովանդակությունը

Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Շարադրված է 145 էջի վրա, ներառյալ գրականության ցանկը և հավելվածները:

«Ներածություն» բաժնում ներկայացված է ատենախոսության թեմայի արդիականությունը, նպատակն ու խնդիրները, առարկան ու օբյեկտը, հետազոտության տեղեկատվական ու տեսամեթոդաբանական հիմքերը, հիմնական գիտական արդյունքներն ու նորույթը, դրանց գիտագործնական նշանակությունը:

Հետազոտության առաջին՝ **«Դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի առանձնահատկություններն ու փոխազդեցության հիմքերը»** գլխում ներկայացվել են դրամավարկային քաղաքականության ավանդական և ոչ ավանդական գործիքները, դրանց էությունը, կապիտալի շուկայի և դրամավարկային քաղաքականության փոխներգործության առանձնահատկությունները: Դիտարկվել են զարգացման տարբեր մակարդակներ ունեցող երկրների կապիտալի շուկաների և դրանցում վարվող դրամավարկային քաղաքականության միջև տեղ գտնող փոխկապվածությունները, ինչպես նաև այդ կապերի բացահայտման և գնահատման համար օգտագործվող մեթոդաբանությունը, այդ նպատակով կիրառվող մոդելավորման տարածված մեթոդները, հետազոտության իրականացման համար առանձնացնելով կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելավորման մեթոդի կիրառման կարևորությունը ու նպատակահարմարությունը:

Երկրորդ՝ **«Դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի փոխհարաբերությունների միջազգային փորձը»** գլխում ուսումնասիրվել են, հիմնականում, ԱՄՆ, կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների և Դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության միջև փոխհարաբերությունները, իսկ դրանց գնահատման համար մշակվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել, որի հիման վրա իրականացվել են կանխատեսումներ, իմպուլս արձագանքման վերլուծություն, ինչպես նաև կանխատեսման սխալի վարիացիայի տրոհման վերլուծություն: Նույն տրամաբանությամբ հետազոտվել է, Եվրոպական կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության փոխազդեցությունը Եվրոպական պետական ու կորպորատիվ պարտատոմսերի, բաժնետոմսերի շուկաների ցուցանիշների հետ, դարձյալ մշակվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել Եվրոպական ցուցանիշների ընդգրկմամբ, իրականացվել են կանխատեսումներ, իմպուլս արձագանքման և սխալի վարիացիայի տրոհման հետազոտություններ:

Տարածաշրջանային երկրներից, համանման հետազոտություն է իրականացվել միայն Վրաստանի Ազգային բանկի դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների միջև փոխհարաբերությունների հետազոտման համար:

Ատենախոսության երրորդ՝ «ՀՀ կապիտալի շուկայի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության վերլուծությունը» գլխում ներկայացվել է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ավանդական գործիքները և բացահայտվել է ընդգրկելով 2020-2024թթ. հիմնական ցուցանիշների դինամիկան: Կապիտալի շուկայի ուսումնասիրությունները իրականացվել են պետական պարտատոմսերի, կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկայի ցուցանիշների, ՀՆԱ-ի հետ դրանց հարաբերակցության հիման վրա և այլն: Նույն տրամաբանությամբ և կառուցվածքով մշակվել է, Հայաստանի Հանրապետության համար կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել, որի հիման վրա կատարվել են համապատասխան կանխատեսումներ: Հատկանշական է, որ Հայաստանի կապիտալի շուկայի դիտարկված հատվածներից, Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հետ ամենասերտ կապը արձանագրվել է պետական պարտատոմսերի շուկայում: Կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաների դեպքում դրամավարկային քաղաքականության հետ կապը կարելի է համարել թույլ: Ինչը արդյունք է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածության:

«Եզրակացություններ» բաժնում արտացոլվել են ատենախոսության հիմնական արդյունքները:

Ատենախոսության ստացված արդյունքների հավաստիությունն ու դրանց գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության շրջանակներում իրականացված էմպիրիկ վերլուծությունների արդյունքում ներկայացված եզրահանգումները կարող են հիմք հանդիսանալ կապիտալի շուկայի զարգացման վրա դրամավարկային քաղաքականության ունեցած ազդեցության առանձնահատկությունների վերաբերյալ ավելի լավ պատկերացում կազմելու համար: Հետազոտության ընթացքում կառուցված տնտեսամաթեմատիկական մոդելները և դրանց հիման վրա արված գնահատումները կարող են օգտակար լինել ինչպես ՀՀ, այնպես էլ օտարերկրյա կանխատեսումային վերլուծությունների, փոխազդեցության հիմնական ուղղությունների հետագա ուսումնասիրման համար:

Ատենախոսության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը

Ատենախոսության շրջանակներում կատարված վերլուծությունների և հետազոտությունների ընթացքում ստացվել են տեսական ու գործնական նշանակություն ունեցող մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթ արտացոլում են հետևյալ հիմնական դրույթները՝

- ԱՄՆ կապիտալի շուկայի և Դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության միջև փոխազդեցությունների ուսումնասիրման նպատակով կառուցվել և գնահատվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել (SVAR), իրականացվել են կանխատեսումային վերլուծություններ, բացահայտվել են կապիտալի շուկայի ցուցանիշների արձագանքները դրամավարկային քաղաքականության փոփոխությանը, գնահատվել են ցուցանիշների փոխկապակցվածությունները:

- Եվրոպական կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և Եվրոգոտու կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների, ինչպես նաև Վրաստանի ազգային բանկի և կապիտալի շուկայի փոխհարաբերությունների վերլուծման նպատակով կառուցվել ու գնահատվել են կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելներ (SVAR), իրականացվել են տարբեր սցենարներով կանխատեսումներ, ինչպես նաև գնահատվել են հիմնական տոկոսադրույքի դրական շոկի նկատմամբ արձագանքները, դիտարկված ցուցանիշների միջև փոխկախվածությունները:

- ԱՄՆ, ԵՄ և Վրաստանի համանմանությամբ, ՀՀ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածները և Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը բնութագրող ցուցանիշների կիրառմամբ կառուցվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել (SVAR), որի հիման վրա տարբեր մոտեցումներով իրականացվել են կարճաժամկետ կանխատեսումներ բազային և այլընտրանքային սցենարներով:

- ՀՀ մոդելի հիման վրա արված վերլուծությունների արդյունքում բացահայտվել է, որ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը դրականորեն է արձագանքել ԿԲ տոկոսադրույքի դրական շոկին գրեթե անմիջապես, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի ցուցանիշների արձագանքները հիմնականում ստացվել են ոչ նշանակալի և արագ մարվել են:

- Բացահայտվել է, որ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխությունները պայմանավորված են հենց տվյալ ցուցանիշի, ինչպես նաև տոկոսադրույքի փոփոխություններով, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաներում

տատանումները հիմնականում կարող են բացատրվել իրենք իրենց, ինչպես նաև ժամանակի ընթացքում ՍԳԻ-ի փոփոխություններով:

Հետազոտության արդյունքները փորձարկվել են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի Ֆինանսներ և Ֆինանսական շուկաների ու ինստիտուտների ամբիոններում, իսկ հիմնական արդյունքները ներկայացվել են հեղինակի 9(ինը) գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության վերաբերյալ մեր կողմից ներկայացվել են հետևյալ դիտողությունները.

1. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականություն սկսել է իրականացնել 1994 թվականից: Որպես դրամավարկային կարգավորման մեթոդ ընտրեց փողի ագրեգատների կարգավորումը, հետևաբար՝ որպես անվանական խարիսխ՝ փողի ագրեգատները: 1996 թվականին ԿԲ հիմնական նպատակ սահմանվեց ՀՀ-ում գների կայունության ապահովումը: 2005 թվականի ընթացքում արտարժույթի մեծածավալ ներհոսքի և տնտեսական երկնիշ աճի պարագայում դրամի փոխարժեքը ցուցաբերեց կայուն արժևորման վարքագիծ, ինչը հանգեցրեց դրամի նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ աճի: Ստեղծված իրավիճակում, ԿԲ-ն տարվա երկրորդ կեսից վերանայեց դրամավարկային ցուցանիշների ծրագրային մակարդակները՝ առավել ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնելու նկատառումով: Ըստ նոր ծրագրի՝ փողի բազան 2005 թվականի տարեվերջին նախորդ տարվա համեմատ ավելացվեց 41.4%-ով՝ սկզբնական նախատեսված 8.9%-ի փոխարեն:

2006 թվականի հունվարի 1-ից ցայսօր ՀՀ կենտրոնական բանկը պաշտոնապես անցում կատարեց գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը: Չնայած գնաճի նպատակադրման ռեժիմի վերաբերյալ տեսաբանների բազմաթիվ դրական հիմնավորումների՝ ռեժիմի նպատակահարմարության և արդյունավետության վերաբերյալ գոյություն ունեն հակառակ տեսակետներ ևս: Դրանցից առավել ուշագրավ են հատկապես այդ ռեժիմի կոշտ մոտեցումը, խիստ կանոնակարգվածությունը և հայեցողականությունը, որոնք կարող են հանգեցնել ՀՆԱ-ի անկայունության, ՀՆԱ-ի տեմպերի կրճատման, ոչ իրական գնաճի կանխատեսման:

Նշվածից ակնհայտ է դառնում, որ արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականության մշակման համար չափազանց կարևոր է երկրի մակրոտնտեսական վայրիվերումներին ԴՎԲ-ճկունությունը, առավել ևս ներկա ռիսկերի և անորոշությունների

պայմաններում: Ո՞րքանով աշխատանքում կատարված կանխատեսումները կարող են իրենց վրա վերցնել ապագայի հնարավոր շուկերը:

2. Աշխատանքում բավարար ուշադրության չեն արժանացել ոչ ավանդական դրամավարկային քաղաքականության գործիքները: Կենտրոնական բանկերի ստանդարտ դրամավարկային քաղաքականությունը սովորաբար իրականացվում է բաց շուկայում պետական պարտատոմսեր գնելով կամ վաճառելով՝ միջբանկային տոկոսադրույքի ցանկալի նպատակին հասցնելու համար: Այդ իրավիճակը հայտնի է որպես իրացվելիության ծուղակ բնորոշմամբ: Այդպիսին էր իրավիճակը 2008 թվականի համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի պայմաններում, երբ կենտրոնական բանկը փորձում էր խթանել տնտեսությունը՝ իրականացնելով քանակական մեղմացում, այսինքն՝ գնելով ֆինանսական ակտիվներ՝ առանց տոկոսադրույքներին հղում անելու: Այս քաղաքականությունը երբեմն նկարագրվում է որպես տնտեսությունը խթանելու վերջին միջոց (QE): Կենտրոնական բանկը քանակական մեղմացում է իրականացնում՝ անկախ տոկոսադրույքներից, մասնավոր ֆինանսական հաստատություններից ֆինանսական շուկաներում նախապես որոշված քանակությամբ պարտատոմսեր կամ այլ ֆինանսական ակտիվներ գնելով: QE քաղաքականություն իրականացրեց ԱՄՆ-ը, իսկ Եվրոպական մի շարք երկրներ, մասնավորապես Ֆրանսիան կիրառեց բացասական տոկոսադրույքների ոչ ավանդական քաղաքականություն:

3. Քանի որ աշխարհատնտեսական և տեխնոլոգիական տեղաշարժերը ստիպում են ոլորտներին վերանայել իրենց բիզնես ռազմավարությունները, Համաշխարհային տնտեսական ֆորումի 2025 մասնակիցները Դավոսում քննարկեցին, թե ինչպես կարող են բիզնես առաջնորդները հավասարակշռել կարճաժամկետ նպատակները երկարաժամկետ հրամայականների հետ՝ իրենց ոլորտները վերափոխելու համար: Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ) «Համաշխարհային տնտեսական հեռանկարներ» զեկույցի համաձայն՝ համաշխարհային աճը, կանխատեսումների համաձայն, 2025 և 2026 թվականներին կմնա կայուն՝ 3.3%, ինչը ցածր է 3.7% պատմական միջին ցուցանիշից: Ակնկալվում է, որ թվային տնտեսությունը առանցքային դեր կխաղա արդեն կազմելով համաշխարհային ՀՆԱ-ի ավելի քան 15.5%-ը: Կայուն աճի ռազմավարությունների բացահայտումը կարևոր է՝ հաշվի առնելով ժողովրդագրական անհավասարությունը, զարգացող երկրներում պետական պարտքի աճը, աշխարհաքաղաքական լարվածությունը, անհավասարությունը և ավելի փոխկապակցված տնտեսության անցումը: Այս առումով հատկապես անհանգստացնող է կրեպտոգրաֆիկ կամ կրիպտո արժույթների՝

ահագնացող տեմպերով ներդրման փաստը, որը անմիջական ազդեցություն ունի M2 փողի ազրեգատի վրա, մինչդեռ կենտրոնական բանկերը դեռևս որևէ գործիք չունեն դրանց կարգավորման և վերահսկողության համար:

Այս հարցերը և դրանցից ծագող ռիսկերը անհրաժեշտ էր աշխատանքում խորը լուսաբանման արժանացնել:

4. Գծային և ավտոռեգրեսիոն մեթոդները, երկուսն էլ ենթադրում են անցյալ փոփոխականների և ապագա արժեքների միջև գծային կապ: Գծային ռեգրեսիան կանխատեսում է արդյունք՝ հիմնվելով նույն ժամանակահատվածի ընթացքում բազմաթիվ անկախ փոփոխականների վրա: Ավտոռեգրեսիվ (AR) մոդելը ժամանակային շարքերի մոդել է, որն օգտագործում է նախորդ ժամանակաշրջանների արժեքները՝ ընթացիկ արժեքը կանխատեսելու համար: Պարզ ասած, այն ենթադրում է, որ փոփոխականի ընթացիկ արժեքը կախված է դրան նախորդող ժամանակաշրջանի արժեքներից: Սակայն գործոնները, որոնք դիտարկվում են աշխատանքում կարող են փոխվել հաջորդ ժամանակաշրջանում, ի դեպ դրանց փոխազդեցություններն էլ գծային չեն: Հետևաբար դրանց հիման վրա կանխատեսումներ իրականացնելիս, ցանկակի կլինեն օգտվել "մեծ թվերի" օրենքից, այսինքն վերցնել դիտարկվող ժամանակաշրջանի ավելի ընդգրկուն տվյալների բազա: Մինչդեռ աշխատանքում դիտարկվել է չորս տարիների տվյալներ, թվով 24 դիտարկման օբյեկտ:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ

Նշված դիտողությունները չեն նվազեցնում հետազոտության արդյունքների տեսական և կիրառական նշանակությունը: Դիանա Տերյանի «Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը կապիտալի շուկայի զարգացման վրա ՀՀ-ում» թեմայով թեկնածուականատենախոսությունը ինքնուրույն և ամբողջական հետազոտություն է, որում դրված նպատակը և խնդիրների լուծումը ՀՀ համար կարևոր են և անհրաժեշտ:

Հեղինակի կողմից մշակված առաջարկություններն ու կատարած եզրահանգումները կարող են կիրառական նշանակություն ունենալ ՀՀ կենտրոնական բանկի, պետական այլ կառույցների, ֆինանսական շուկայի մասնակիցների, առաջադրված խնդիրներով

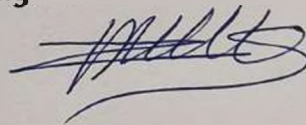
հետաքրքրված հետազոտական կառույցների համար, ինչպես նաև կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագրերի մշակման և կանխատեսման գործընթացում:

Այսպիսով, **Դիանա Գևորգի Տերյանի Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի համար ներկայացված «Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը կապիտալի շուկայի զարգացման վրա ՀՀ-ում»** թեմայով թեկնածուական ատենախոսությունը համապատասխանում է «Հայաստանի Հանրապետությունում գիտական աստիճանների շնորհման կարգի» 6-րդ և 7-րդ կետերին, ինչպես նաև ՀՀ ԲԿԳԿ-ի կողմից թեկնածուական ատենախոսություններին ներկայացվող պահանջներին, իսկ հեղինակն արժանի է տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի շնորհմանը՝ ներկայացված Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ:

Պաշտոնական ընդդիմախոս՝

ԵՊՀ Ֆինանսահաշվային ամբիոնի դոցենտ

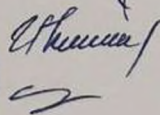
տնտեսագիտության թեկնածու



Թ. Ս. Հովակիմյան

Թ. Ս. Հովակիմյանի ստորագրության իսկությունը հաստատում եմ:

ԵՊՀ գիտական քարտուղար



Մ. Վ. Հովհաննիսյան



08.09.25թ.