

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

Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը կարևորագույն դեր է խաղում երկրի մակրոտնտեսական համակարգում: Դրամավարկային քաղաքականության գործիքների միջոցով հնարավոր է դառնում կենտրոնական բանկի հիմնական նպատակների ու գործառույթների իրագործումը: Բարդ տնտեսական իրավիճակներում կենտրոնական բանկերը, ավանդական գործիքների հետ մեկտեղ, սկսում են կիրառել նաև ոչ ավանդական գործիքակազմ, ինչը բարձրացնում է դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը:

Կենտրոնական բանկի անմիջական ներգործության տակ է գտնվում ֆինանսական շուկայի անբաժանելի մասը կազմող կապիտալի շուկան: Տարբեր երկրների դրամավարկային քաղաքականությունների և կապիտալի շուկաների փոխազդեցությունը մեծ ուշադրություն է վայելում բազմաթիվ հետազոտողների շրջանում: Կապիտալի շուկայի ցուցանիշների վրա կենտրոնական բանկի գործիքակազմի ազդեցության, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության գործոնների վրա կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների ներգործության վերլուծությունը թույլ է տալիս մշակել արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականություն և նպաստել կապիտալի շուկայի զարգացմանը:

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 առաջադրվել 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:

Ատենախոսության կառուցվածքը և բովանդակությունը

Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից:

«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: Հեղինակի կողմից ուսումնասիրվել է կենտրոնական բանկի ապագային միտված ուղղորդում ոչ ավանդական գործիքի և հանրային կարծիքի, սպասումների ու կենտրոնական բանկի գործողությունների նկատմամբ արձագանքի կապը, ինչի արդյունքում բացահայտվել են շուկայի մասնակիցների վարքագծի փոփոխություններ՝ կախված տվյալ գործիքի տարբեր կիրառումների հետ: Հետազոտվել են կապիտալի տարբեր շուկաների և դրամավարկային քաղաքականության միջև փոխկապվածությունները զարգացման տարբեր մակարդակներ ունեցող երկրներում: Բացի այդ, այս գլխում անդրադարձ է կատարվել նաև դրամավարկային և կապիտալի շուկաների ցուցանիշների միջև փոխազդեցության ուսումնասիրման մեթոդաբանությանը, մոդելավորման տարածված մեթոդներին, հիմնավորվել է տվյալ ատենախոսության շրջանակներում կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելավորման մեթոդի կիրառումը:

Երկրորդ՝ **«Դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի փոխհարաբերությունների միջազգային փորձը»** գլխում ուսումնասիրվել են

զարգացած և զարգացող երկրների դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկաների փոխազդեցության առանձնահատկությունները: ԱՄՆ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների և Դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության միջև փոխհարաբերությունների գնահատման նպատակով կառուցվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել, որի հիման վրա իրականացվել են կանխատեսումներ, իմպուլս արձագանքման վերլուծություն, ինչպես նաև կանխատեսման սխալի վարիացիայի տրոհման վերլուծություն: Այնուհետև հետազոտվել է Եվրոպական կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության փոխազդեցությունը եվրոպական պետական ու կորպորատիվ պարտատոմսերի, բաժնետոմսերի շուկաների ցուցանիշների հետ: Կառուցվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել եվրոպական ցուցանիշների ընդգրկմամբ, որի միջոցով իրականացվել են կանխատեսումներ, իմպուլս արձագանքման և սխալի վարիացիայի տրոհման հետազոտություններ:

Զարգացած երկրների համար կատարված գնահատումներից հետո համանման ուսումնասիրություն է կատարվել նաև Վրաստանի Ազգային բանկի դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների միջև փոխհարաբերությունների հետազոտման համար: Կրկին, կառուցվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել՝ ներառելով վրացական ցուցանիշները: Այնուհետև, իրականացվել են կանխատեսումներ, իմպուլս արձագանքման և վարիացիայի տրոհման վերլուծություններ:

Ատենախոսության երրորդ՝ «**ՀՀ կապիտալի շուկայի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության վերլուծությունը**» գլխում ներկայացվել է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքները, հիմնական ցուցանիշների դինամիկան: Կապիտալի շուկայի մասին պատկերացում կազմելու նպատակով դիտարկվել են պետական պարտատոմսերի, կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկայի ցուցանիշները, դրանց հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ի հետ և այլն: ԱՄՆ, Եվրոգոտու և Վրաստանի հետազոտությունների համանմանությամբ,

ՀՀ համար ևս կառուցվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոդեգրեսիոն մոդել, ինչը հնարավորություն է տվել իրականացնելու կանխատեսումներ: Այնուհետև, իրականացվել են նաև իմպուլս արձագանքման և վարիացիայի տրոհման վերլուծություններ՝ փոփոխականների միջև փոխազդեցությունները գնահատելու նպատակով: Կատարված հետազոտությունների համաձայն՝ Հայաստանի կապիտալի շուկայի դիտարկված հատվածներից ամենասերտ հարաբերությունները Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հետ գրանցվել են պետական պարտատոմսերի շուկայում: Կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաների դեպքում դրամավարկային քաղաքականության հետ կապը կարելի է համարել թույլ և թերզարգացած:

«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:

Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունն է և կապիտալի շուկան: Հետազոտության առարկան դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների ցուցանիշների փոխազդեցության առանձնահատկություններն են: Հետազոտության իրականացման նպատակով կիրառվել են վիճակագրական,

համեմատական, էկոնոմետրիկ մոդելավորման մեթոդներ, որոնց շրջանակներում տվյալների վերլուծության համար մեծամասամբ օգտագործվել է EViews 12 ծրագրային փաթեթը:

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 մարել 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:

Ատենախոսության վերաբերյալ մեր կողմից ներկայացվել էին հետևյալ դիտողությունները.

1. Ցանկացած երկիր իր ներքին և արտաքին կայունությունը ապահովելու նպատակով ընդունում է որոշակի ռազմավարություն, ինչն իրականացվում է հիմնականում երկու՝ հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների միջոցով: Այդ երկու քաղաքականությունները պետք է լինեն փոխկապակցված են մեկը մյուսով, իսկ այդ քաղաքականությունների արդյունավետությունը, հիմնականում, գնահատվում է ցածր գնաճով և տնտեսական աճի կայուն տեմպերով: Սակայն նշված քաղաքականությունների միջև գոյություն ունի ժամանակային անհամապատասխանություն: Հեղինակը նորոպթում նշում է, որ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի ցուցանիշների (ըստ էության տնտեսության իրական հատվածի) արձագանքները հիմնականում ստացվել են ոչ նշանակալի: Իրավիճակը ներկայացվել է, սակայն խորությամբ չեն նարկայացվել երևույթի դրական և բացասական կողմերը: Այս պարագայում ցանկալի կլիներ ծավալվել ու դիտարկել հետազոտության

շրջանակներում հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների համակարգվածության մակարդակի բարձրացման հարցը:

2. Հեղինակը հետազոտության ընթացքում մանրամասն դիտարկել է ԱՄՆ կապիտալ շուկայի և դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության միջև փոխազդեցությունները, եվրոպական կենտրոնական բանկի, Վրաստանի ազգային բանկի դրամավարկային քաղաքականության և համապատասխանաբար եվրոգոտու և Վրաստանի կապիտալ շուկայի փոխազդեցությունները: Կատարված հետազոտությունը գնահատելի է, բայց համապարփակ ներկայացված չէ նշված երկրների և գոտիների ընտրության չափանիշները և դրանց կառուցվածքային կամ այլ նմանությունը ՀՀ կապիտալի շուկային: Ցանկալի կլիներ, որ հեղինակը դիտարկեր ՀՀ տնտեսության կառուցվածքին կամ ծավալներին մոտ, ինչպես նաև առևտրային կապերով ՀՀ-ին ինտեգրված երկրներում փոխազդեցությունները:

3. Հեղինակը նշել է, որ թերզարգացած կապիտալի շուկաները խոչընդոտում են կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետ գործունեությանը: Կարծում ենք, աշխատանքն առավել կշահեր, եթե հեղինակը անդրադարձ կատարեր կապիտալի շուկաների զարգացման խնդիրներին ևս, բացահայտեր առաջնահերթ այն խնդիրների շրջանակը, որոնց լուծումը կհանգեցներ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետության բարձրացմանը:

4. Կայուն զարգացման մարտահրավերները կապված են տնտեսական աճը շրջակա միջավայրի և սոցիալական պատասխանատվության հետ հավասարակշռելու անհրաժեշտության հետ, մինչդեռ դրամավարկային քաղաքականությունը բախվում է սահմանափակումների (օրինակ՝ ցածր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքներ), իսկ կապիտալի շուկան էապես տուժում է անկայունության մակարդակից և երկարաժամկետ գործիքների բացակայությունից, ինչը դժվարացնում է կայուն նախագծերի ֆինանսավորումը և ազդում է ընդհանուր տնտեսական աճի վրա: Ցանկալի կլիներ, որ աշխատանքում

հեղինակը առավել խորությամբ դիտարկել իր կողմից բացահայտված խնդիրները տնտեսության կայուն զարգացման արդի մարտահրավերների համատեքստում

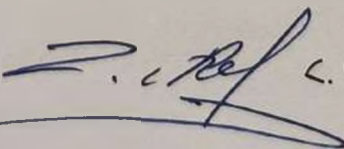
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ

Դիանա Տերյանի «Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը կապիտալի շուկայի զարգացման վրա ՀՀ-ում» թեմայով թեկնածուական ատենախոսությունը ինքնուրույն և ամբողջական հետազոտություն է: Աշխատանքում դիտարկված խնդիրները և դրանց լուծումները կարող են իրապես կարևոր ներդրում ունենեալ տնտեսության զարգացման վերաբերյալ որոշումների կայացման գործընթացում: Նշված դիտողությունները չեն նվազեցնում հետազոտության արդյունքների տեսական և կիրառական նշանակությունը:

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՝

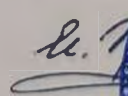
Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր



Լ. Գ. Մնացականյան

Լ. Գ. Մնացականյանի ստորագրության իսկությունը հաստատվում է:

ՀՊՏՀ գիտական քարտուղար՝



Լ. Դարբինյան

