

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼ ՍԱՐԱՆ

ԱՐԱՄՅԱՆ ՀԱՅԿԱԶ ԱՇՈՏԻ

**ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ԿՐԱ ԴՐԱՄԱԿԱՐԿԱՅԻՆ
ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԲԱՐԵԼ ԱԿՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ**

**Ը.00.03 - «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման
առեկախություն**

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ-2018

Առեկախություն թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական
տնտեսագիտական համալսարանում

Գիտական ղեկավար՝

Տնտեսագիտության դոկտոր,
պրոֆեսոր
Աշոտ Բորիսի Սալևազարյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

Տնտեսագիտության դոկտոր,
պրոֆեսոր
Աշոտ Աղասով Թավադյան

Տնտեսագիտության թեկնածու

Յայկ Խաչիկի Մանասելյան

Առաջատար կազմակերպիչ ուն՝

Երևանի պետական համալսարան

Ատենախոսություն պաշտպանությունը կայանալու է 2018թ. ապրիլի 12-ին ժամը 14⁰⁰-ին Յայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈՅ-ի տնտեսագիտության թիվ 014 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցե՝ ՀՀ, ք. Երևան, 0025, Մ. Նալբանդյան փող. 128:

Ատենախոսությունը կարելի է ծանոթանալ Յայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2018թ. մարտի 12-ին:

014 մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար,
տնտեսագիտության դոկտոր,
Գևորգյան



պրոֆեսոր

Ս. Ա.

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Ատենախոսու թյան թեմայի արդիականությունը: Ֆինանսական շուկաները, և հատկապես արժեթղթերի շուկան, տնտեսական աճի ապահովման գործում ներկայումս գերիշխող դիրք են գրավում աշխարհում՝ ընդունվելով բազմաթիվ երկրների կողմից որպես տնտեսության զարգացման պետական քաղաքականության կարևորագույն բաղադրիչ: Մասնավորապես, այդ մասին է վկայում նաև Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից 2010թ. մայիսի 10-ին հայտարարված «Արժեթղթերի շուկաների ծրագիրը», որի հիմնական նպատակն է «շուկայի ոչ զարգացած հատվածներին հաղորդել անհրաժեշտ խորություն և իրացվելիություն՝ վերջնական նպատակ ունենալով արդեն զարգացած արժեթղթերի շուկան ծառայացնել որպես տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության փոխանցումային մեխանիզմ»¹:

Սակայն արժեթղթերի շուկան չի կարող զարգանալ առանց պետական կառույցների, մասնավորապես, կենտրոնական բանկի աջակցության: Աջակցությունը կարող է վերաբերել՝ սկսած բիզնեսի համար բաժնետոմսերն առաջարկելու խթանների ստեղծումից մինչև մանր ներդրողների շահերի պաշտպանության մեխանիզմների ստեղծումը՝ իր մեջ ներառելով նաև կենտրոնական բանկի արդյունավետ գնաճային և տոկոսադրույքային քաղաքականության իրականացումը:

Կենտրոնական բանկի կողմից արժեթղթերի շուկայի զարգացման շահագրգռվածությունը չի սահմանափակվում միայն դրա տնտեսական նշանակությամբ, այլ նրանով, ինչն ավելի կարևոր է կենտրոնական բանկի համար, որ զարգացած արժեթղթերի շուկան կարող է ծառայել որպես փոխանցումային ուղի կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդակները տնտեսությունն հասցնելու համար:

Դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխազդեցության բացահայտման նպատակով միջազգային պրակտիկայում կատարվել և կատարվում են բազմաթիվ հետազոտություններ, ինչն էլ ինքնին փաստում է հիմնախնդրի կարևորությունը մասին:

Արժեթղթերի շուկայի, որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմ ծառայելու վերաբերյալ միջազգային պրակտիկայում կատարված հետազոտություններում կարևորվում է զարգացած արժեթղթերի, մասնավորապես, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առկայությունը: Ուստի ՀՀ-ում ևս զարգացած արժեթղթերի շուկայի առկայությունը՝ դրա տնտեսական նշանակությամբ և որպես դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ փոխանցումային մեխանիզմով պայմանավորված, այլ ընտրանք չունի:

Դրամավարկային քաղաքականության և ֆինանսական շուկայի փոխազդեցության խնդիրը մեծապես կարևորվում է նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից: ՀՀ-ում գների կայունության ապահովման

¹ Ghysels E., Idier, J., Manganelli, S., Vergote, O., “A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme”, European Central Bank, 2014, p.5.

նպատակով 2006 թվականից կենտրոնական բանկն անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը, որի որպես գործառնական նպատակ է սահմանվել կարճաժամկետ տոկոսադրույքը: Ներկայումս, ՀՀ կենտրոնական բանկը առաջնային է համարում գործառնական նպատակին հասնելու, իրացվելիություն մակարդակը կառավարելու և ֆինանսական շուկային անհրաժեշտ ազդակներ հաղորդելու ապահովման խնդիրները²:

Այնուամենայնիվ, ՀՀ-ում մինչ օրս գրեթե չեն կատարվել հետազոտություններ, չեն մշակվել և օգտագործվել այնպիսի մոդելներ, որոնք արտացոլում են ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությունները: Բացի այդ չի հետազոտվել նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում: Արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ կատարված հետազոտությունները հիմնականում սահմանափակվել են դրա տարբեր հատվածների արդի վիճակը նկարագրելով և զարգացման հիմնախնդիրների և հեռանկարների բացահայտմամբ:

Նպատակ ունենալով գնահատելու արժեթղթերի շուկայի նշանակությունը մի կողմից տնտեսական ակտիվության բարձրացման, մյուս կողմից կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ փոխանցումային ուղի ծառայացնելու գործում, հարկ է գնահատել նաև արժեթղթերի շուկայի դերը տնտեսական աճի ապահովման խնդրում, հիմնավորել ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունները և առաջադրել արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար այդ ազդեցության բարելավման կառուցակարգերն ու ֆինանսական գործիքները: Վերոնշյալ գործոններով և հանգամանքներով էլ պայմանավորված է սույն ատենախոսության թեմայի արդիականությունը և որով կանխորոշվել են գիտական հետազոտության նպատակն ու առաջադրված խնդիրները:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումն է և այդ ազդեցության բարելավմանն ուղղված կառուցակարգերի մշակումն ու առաջադրումը:

Հետազոտության նպատակի հետ կապված ուսումնասիրման ընթացքում առաջադրվել են հետևյալ հիմնական խնդիրները.

- բացահայտել արժեթղթերի շուկայի տնտեսական նշանակությունը, գնահատել վերջինիս դերը տնտեսական աճի ապահովման գործում, այդ թվում՝ ՀՀ-ում,
- գնահատել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ և պետական հատվածների զարգացման արդի մակարդակը, բացահայտել առկա խնդիրներն ու զարգացման խոչընդոտները,
- ուսումնասիրել դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությունները և դրանց ազդեցության փոխանցումային

² ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ www.cba.am

կառուցակարգերը, գնահատել դրանց արդյունավետությունը և բացահայտել խոչընդոտները ՀՀ-ում,

- ուսումնասիրել միջազգային արակտիկայում տարբեր հետազոտողների կողմից արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բնույթի բացահայտման նպատակով իրականացված հետազոտությունները,
- բացահայտել զարգացած և զարգացող երկրներում դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությունները,
- ուսումնասիրել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայի վրա ազդեցության նպատակով կիրառվող գործիքները, բացահայտել վերջիններիս կիրառման հաճախականությունը,
- կոռելյացիոն և ռեգրեսիոն վերլուծության միջոցով դիտարկել դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունները ՀՀ արժեթղթերի շուկայի տարբեր հատվածների վրա,
- բացահայտել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեքանիզմները,
- մշակել և առաջադրել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բարելավման գործունե կառուցակարգեր և ֆինանսական գործիքներ:

Ուսումնասիրության առարկան և օբյեկտը: Հետազոտության ուսումնասիրության առարկան ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բարելավման հետ կապված հիմնախնդիրներն են: Հետազոտության շրջանակներում ուսումնասիրության օբյեկտը ՀՀ արժեթղթերի շուկան է, ինչպես նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը:

Ատենախոսության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության մեջ առաջադրված խնդիրների լուծման համար տեսական և մեթոդաբանական հիմք են ծառայել տարբեր հեղինակների՝ ֆինանսական, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկաների և տնտեսական աճի, դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությունների վերաբերյալ գիտական աշխատությունները, հրապարակումները և միջազգային հեղինակավոր փորձագետների և կազմակերպությունների հետազոտություններն ու հոդվածները, ինչպես նաև ՀՀ օրենսդրական և իրավական այլ ակտերի սահմանումներն ու դրոյթները:

Ատենախոսության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ ԿԲ հաշվետվությունները, «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ-ի, ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ ֆինանսների նախարարության տեղեկագրերն ու հրապարակային տեղեկատվությունը, Համաշխարհային բանկի ֆինանսական զարգացման ցուցանիշների տվյալների բազան, միջազգային հեղինակավոր հրատարակություններում տպագրված գիտական հետազոտությունները և այլ հրապարակային տեղեկատվությունը:

Ատենախոսության համար մեթոդական հիմք են հանդիսացել տնտեսաչափական, վիճակագրական, մաթեմատիկական վերլուծության մեթոդները, ինչպես նաև ճանաչողության, փիլիսոփայական ընդհանուր մեթոդներն ու մեթոդաբանությանը:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը:

Ատենախոսությունում կատարված հետազոտությունների և վերլուծությունների ընթացքում ստացվել են տեսական, մեթոդական և գործնական արժեք ունեցող մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթ են հետևյալները.

- Գնահատվել է ՀՀ տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղիների ազդեցությունը, ինչպես նաև բացահայտվել, որ ՀՀ-ում լավագույնս գործում է դրամավարկային քաղաքականության «փոխարժեքի ուղին», ապա «վարկավորման ուղին», մինչդեռ «հարստության ուղին» ընդհանրապես չի գործում: Իսկ դրամավարկային քաղաքականության «տոկոսադրույքի ուղու» արդյունավետ գործողությունը ՀՀ-ում բախվում է մի շարք խոչընդոտների՝ մասնավորապես, մոնետարացման ցածր մակարդակի, դոլարայնացման բարձր մակարդակի և ոչ բանկ ֆինանսական իստիտուտների թերզարգացածության հետ:

- Բացահայտվել են դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի հատվածների միջև դրսևորվող կախվածությունները ՀՀ-ում, տրվել են դրանց բանակական գնահատականները, և հիմնավորվել, որ դրամավարկային քաղաքականությունը լավագույնս ազդում է պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա ազդեցությունը խիստ թույլ է, իսկ բաժնետոմսերի շուկայի վրա ազդեցությունը ընդհանրապես բացակայում է:

- Հիմնավորվել է պետական և ռեյտինգավորված կորպորատիվ պարտատոմսերի որպես ՀՀ կենտրոնական բանկի պարտադիր պահուստավորման գործիքի կիրառումը, ինչպես նաև առևտրային բանկերի կողմից թողարկված կորպորատիվ պարտատոմսերի (ռեյտինգավորված) «Ռեպո/հակադարձ ռեպո» համակարգում գործառնության ունեցող արժեթղթերի ցանկում ներառումը, ինչի արդյունքում կմեծանա առևտրային բանկերի պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը, կակտիվանա կորպորատիվ պարտատոմսերի երկրորդային շուկան և կմեծանա շուկայի իրացվելիությունը, որն էլ խթան կհանդիսանա ոչ բանկային, այդ թվում՝ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից պարտատոմսերի թողարկման և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վերջնական կայացման համար:

- Մշակվել է արժեթղթերի շուկայում «շուկա ստեղծողներին» և գործակալներին իրենց պարտավորությունների կատարման համար անհրաժեշտ դրամական ռեսուրսներով ապահովող կառուցակարգ՝ հիմնված կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրվող վարկերի վրա և հիմնավորվել վերջինիս գործունեության արդյունավետությունը շուկայական անհավասարակշռվածությունների պայմաններում:

Ատենախոսության տեսական և գործնական նշանակությունը: Սույն աշխատանքում կատարված է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունների համալիր հետազոտություն: Հետազոտությունում ներկայացված գիտական արդյունքները կարող են գործնական կիրառություն գտնել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունների մշակման և իրականացման գործընթացներում:

Բացի այդ, հետազոտությունում արժեթղթերի շուկայի բարելավման առաջարկված ուղիները և կառուցակարգերը կարող են կիրառվել ՀՀ կենտրոնական բանկի, ինչպես նաև ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայի կողմից ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացումը խթանելու միջոցառումներ մշակելու համար:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրատարակումը: Հետազոտության արդյունքները քննարկվել են ՀՊՏՀ-ի և «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի հետ համատեղ կազմակերպված գիտաժողովում, ինչպես նաև ՀՊՏՀ 26-րդ և 27-րդ գիտաժողովներում:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքները հրատարակվել են գիտական ութ հոդվածում, այդ թվում՝ մեկը Scopus շտեմարանում ընդգրկված գիտական հրատարակությունում:

Ատենախոսության ծավալը և կառուցածքը: Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսությունը բաղկացած է 148 էջից՝ առանց հավելվածների:

ԱՏԵՆԱՒՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության «**Ներածություն**» բաժնում հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, ձևակերպվել են հետազոտության օբյեկտն ու առարկան, նպատակը, խնդիրները, տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, հիմնական արդյունքները, գիտական նորույթները, դրանց գործնական նշանակությունը, ինչպես նաև աշխատանքի կառուցվածքն ու ծավալը:

Հետազոտության առաջին՝ «Արժեթղթերի շուկայի տնտեսական նշանակությունը և զարգացման արդի գնահատականը ՀՀ-ում» գլխում ներկայացվել են արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական աճի փոխառնչության վերաբերյալ միջազգային հետազոտությունների արդյունքները, ՀՆԱ-ի վրա ՀՀ ֆինանսական շուկայի հատվածների ազդեցության տնտեսաչափական վերլուծության արդյունքները, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ և պետական հատվածների վերլուծությունը:

Անդրադառնալով արժեթղթերի շուկայի և ՀՆԱ-ի փոխառնչության վերաբերյալ միջազգային հետազոտություններին՝ ատենախոսի կողմից նախ ուսումնասիրվել են այն հետազոտությունները, որոնցում դիտարկվել է ֆինանսական շուկայի (այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի) և տնտեսական աճի միջև հնարավոր կապը, ապա այն

հետազոտությունները, որոնք նպատակ են ունեցել բացահայտելու բանկային համակարգի և արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում և գնահատելու, թե երկրի տնտեսական ակտիվության տարբեր փուլերում \$ֆինանսական համակարգի որ հատվածի ազդեցությունն է ավելի մեծ տնտեսական աճի վրա:

Արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական աճի միջև կապի բացահայտմանն ուղղված հետազոտությունների ուսումնասիրման արդյունքում բացահայտվել է, որ չնայած տնտեսագետները չունեն միասնական կարծիք տնտեսական աճի բարձր տեմպերի ապահովման գործում արժեթղթերի շուկայի անհրաժեշտության վերաբերյալ, այնուամենայնիվ, հետազոտողների մեծ մասը փաստում է արժեթղթերի շուկայի կարևոր դերակատարումը տնտեսական աճի ապահովման գործում: Ինչ վերաբերում է բանկային համակարգի և արժեթղթերի շուկայի կարևորության գնահատմանը, տնտեսագետներ Դեմիրգուկ – Կանտը, Էրիկ Տեյեն և Ռոս Լեվինը նշում են՝ «տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց ինչպես բանկային համակարգը, այնպես էլ \$ֆինանսական շուկաները դառնում են ավելի զարգացած, բայց, այնուամենայնիվ, տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց բանկային համակարգի զգայունությունը վերջինիս նկատմամբ նվազում է, իսկ արժեթղթերի շուկայի զգայունությունն ավելանում»³:

Այսպիսով, միջազգային հետազոտողների աշխատանքների ուսումնասիրման արդյունքում ատենախոսը կատարում է եզրահանգում, որ, ընդհանուր առմամբ, տնտեսական աճը համակարգային գործընթաց է, որի վրա ազդում են կապիտալի շուկայից բացի մի շարք գործոններ: Ավելին, կապիտալի շուկայի զարգացումն էլ իր հերթին մի շարք գործոնների արդյունք է: Կան որոշակի փոխադարձ կապեր այս գործոնների միջև, որը դժվարացնում է կապիտալի շուկայի զարգացման և տնտեսական աճի միջև հստակ կապի սահմանումը կամ առանձնացումը:

Յիմնվելով \$ֆինանսական շուկաների և տնտեսական աճի փոխազդեցության վերաբերյալ միջազգային պրակտիկայում կատարված ուսումնասիրությունների և այդ հետազոտություններում կիրառված մոդելների վրա, ատենախոսողի կողմից կառուցվել է տնտեսաչափական մոդել՝ գնահատելու ՀՀ-ում տնտեսության զարգացման վրա արժեթղթերի շուկայի նշանակությունը, ինչպես նաև բացահայտելու, թե ՀՀ \$ֆինանսական շուկայի որ հատվածի ազդեցությունն է ավելի ուժեղ ՀՆԱ-ի վրա: Մոդելում գնահատվել է ՀՀ արժեթղթերի, փոխառվական կապիտալի և ապահովագրական շուկաները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա:

Տնտեսաչափական մոդելի արդյունքների ուսումնասիրման ընթացքում ատենախոսը հիմնավորել է, որ միջազգային պրակտիկայում տնտեսական աճի վրա արժեթղթերի շուկայի դերի աճող կարևորությունը դեռևս չի դրսևորվում ՀՀ-ում, ինչը թերևս, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության արդյունք է:

³ Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R., “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, The World Bank, 2011, pp. 2-32.

Տնտեսաչափական մոդելի արդյունքները ցույց են տվել նաև հետևյալը.

ա) ՀՆԱ-ի վրա ամենաուժեղ ազդեցությունն ունեն պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալն ու համախառն ներդրումները: Համախառն ներդրումների՝ ՀՆԱ-ի վրա ազդեցության գործակիցը դրական է և կազմում է 1.12: Պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի ազդեցությունը բացասական է՝ -1.21: Հակադարձ համեմատական կախվածությունը մի կողմից պայմանավորված է ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից պետական պարտատոմսերի թողարկման նպատակով, այն է՝ բյուջեի դեֆիցիտի ծածկումը, մյուս կողմից, նրանով, որ պետական պարտատոմսերի առաջարկի մեծացումը հանգեցնում է տոկոսադրույքների աճին, իսկ բարձր տոկոսադրույքները խոչընդոտում են տնտեսության ակտիվացմանը:

բ) Համախառն վարկերի և գուտարտահանման ազդեցությունը, չնայած վերջինիս բարձր նշանակալիության հանգամանքին, համեմատաբար թույլ է՝ դրական է և կազմում է համապատասխանաբար 0.30 և 0.27: Համախառն վարկերի համեմատաբար թույլ ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա, թերևս բացատրվում է վարկերի անարդյունավետ կառուցվածքով, որոնք ապահովում են միայն պարզ վերարտադրություն:

գ) ՀՆԱ-ի վրա նշանակալիորեն չեն ազդում պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում կնքված գործարքները: Վերջինս, ըստ երևույթին, պայմանավորված է նրանով, որ երկրորդային շուկան նորարժեք չի ստեղծում, այլ երկրորդային շուկայի ակտիվությունը նպաստում է առաջնային շուկայի ակտիվությանը՝ այդ կերպ անուղղակիորեն ազդելով տնտեսական ակտիվության վրա:

դ) Ռեզրեսիոն վերլուծության արդյունքում բացահայտվել է նաև, որ ՀՀ ՀՆԱ-ի վրա չեն ազդում ՀՀ ապահովագրական և ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաները բնութագրող ցուցանիշները, ինչը ՀՀ ֆինանսական շուկայի վերոնշյալ հատվածների թերզարգացածության արդյունք է, ընդ որում, ցածր էր նաև այս ցուցանիշների և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը:

Ատենախոսի կողմից առաջին գլխում իրականացվել է նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ և պետական հատվածների վերլուծությունն գրաֆիկական հետազոտության օգնությամբ: Հեղինակը դիտարկել և վերլուծել է բաժնետոմսերի թողարկման ծավալները, բաժնետոմսերի բորսայական շուկան, այդ թվում, գործարքների ծավալը, քանակը, շուկայական կապիտալացումը, ինչպես նաև դիտարկել է ՀՀ ցուցակված բաժնետոմսերի բորսայական շուկան բնութագրող ցուցանիշների և ՀՆԱ-ի դինամիկան: Վերլուծության արդյունքում հեղինակը բացահայտել է, որ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի հիմնական խնդիրը ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկայի թերզարգացածությունն է, ավելի շուտ չգործելը, ինչն էլ իր հեթին սահմանափակում է երկրորդային շուկայի կայացումն ու զարգացումը: Վերջինս իր արտացոլումն է ստանում բաժնետոմսերի շրջանառելիության գործակիցի ցածր մեծության մեջ, որը 2003-2016թթ. գերազանցապես փոքր է եղել 0,5-ից:

ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան վերլուծելիս անենախոսք դիտարկել և վերլուծել է կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման ծավալները, առաջնային շուկայի եկամտաբերությունները, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի կառուցվածքը, ինչպես նաև կորպորատիվ պարտատոմսերի բորսայական շուկան: Վերլուծության արդյունքում բացահայտվել է, որ ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան ունի զարգացման որոշակի մակարդակ, որը հիմնավորվեց առաջնային և երկրորդային շուկաների էական ակտիվությամբ, բորսայական գործարքների քանակի և ծավալի բարձր կոռելացվածությամբ, համեմատաբար մեծ թվով թողարկողների առկայությամբ: Այնուամենայնիվ, ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան բնութագրվում է ցածր իրացվելիությամբ, իսկ շուկայի ակտիվությունը պայմանավորված է ոչ այնքան ընկերությունների կորպորատիվ պարտատոմսեր թողարկելու առավելությունների գիտակցմամբ, այլ վարվող պետական (ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից) քաղաքականությամբ, ինչը գրավիչ է դարձնում վերջիններիս թողարկումը:

ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկան վերլուծելիս, հեղինակը գրաֆիկական հետազոտության օնությամբ դիտարկել և վերլուծել է պետական պարտատոմսերի առաջնային տեղաբաշխումների և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալները և եկամտաբերությունները, ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի գործիքային և ներդրողների կառուցվածքը, ինչպես նաև բորսայում կնքված գործարքների ծավալն ու քանակը: Վերլուծության արդյունքում հեղինակը բացահայտել է, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկան ՀՀ արժեթղթերի շուկայի առավել զարգացած հատվածն է, օժտված է առաջնային շուկայի զգալի ակտիվությամբ, երկրորդային շուկայի բարձր իրացվելիությամբ, լայն գործիքակազմով և բորսայական գործարքների շուկայական բնույթով:

Հետազոտության երկրորդ` «Դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությունները» գլխում ներկայացվել են դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ռազմավարությունները, դրանց փոխանցումային կառուցակարգերը, ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային կառուցակարգերի արդյունավետության վերլուծությունը, ինչպես նաև զարգացած և զարգացող երկրներում դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչության վերաբերյալ միջազգային հետազոտությունների արդյունքները:

Տարբեր երկրների կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությունների ուսումնասիրման արդյունքում, անենախոսն առանձնացրել է դրամավարկային քաղաքականության չորս ռազմավարություններ` փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարություն, դրամական ազդեցատների նպատակադրման ռազմավարություն, գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն և այլ ընտրանքային ռազմավարություն: Միաժամանակ, հեղինակը բացահայտել է, որ ցածր եկամուտ ունեցող,

գարգացող երկրների կողմից առավել կիրառելի է փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավորությունը, որը մինչև 2006թ.-ը կիրառվում էր նաև ՀՀ-ում, իսկ գարգացած երկրներին առավել բնորոշ են գնաճի նպատակադրման և այլ ընտրանքային ռազմավորությունները:

Հեղինակն անդրադարձել է նաև տարբեր երկրների կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային կառուցակարգերին և բացահայտել, որ գարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում առավել գործունեն են դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի և ակտիվների կամ հարստության փոխանցումային ուղիները՝ շնորհիվ գարգացած արժեթղթերի շուկայի և ֆինանսական միջնորդության կայացվածության, մինչդեռ, գարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներին առավել բնորոշ է փոխարժեքի և որոշ երկրների համար՝ վարկավորման ուղին:

Երկրորդ գլխում ատենախոսը վերլուծել և գնահատել է նաև դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային կառուցակարգերի արդյունավետությունը ՀՀ-ում, որի համար նախդիտարկել և աղյուսակի միջոցով ներկայացրել է տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և ՀՀ ֆինանսական գարգացածության համեմատական ցուցանիշները, որն էլ հենց վերոնշյալ ուղիների արդյունավետության նախադրյալ է (տե՛ս, աղյուսակ 1):

Աղյուսակի տվյալներից ակներև է, որ ՀՀ ֆինանսական համակարգում արժեթղթերի շուկան շատ փոքր դերակատարում ունի, որն հատկանշական է նաև ցածր եկամտով երկրների դեպքում: Ընդ որում, արժեթղթերի, մասնավորապես, բաժնետոմսերի շուկան բնութագրող բոլոր ցուցանիշներով ՀՀ-ն զիջում է դիտարկվող երկրների խմբերին: Նույնը կարող ենք ասել նաև ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների, այդ թվում՝ ապահովագրական ընկերությունների ակտիվների հետ կապված, որոնք ևս պակաս են դիտարկվող այլ երկրների համապատասխան ցուցանիշներից:

Եթե ՀՀ ֆինանսական համակարգի ոչ բանկային հատվածը փոքր դերակատարում ունի, ապա բանկային հատվածը գերազանցում է նաև ցածր եկամտով երկրներին, իսկ բանկային ակտիվներ ՀՆԱ հարաբերակցությունը գերազանցում է նաև միջին եկամտով երկրներին, ինչը խոսում է գարգացած, բայց միևնույն ժամանակ մենաշնորհային բանկային համակարգի առկայության մասին:

Աղյուսակ 1

Տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և ՀՀ ֆինանսական գարգացածության համեմատական ցուցանիշները 2016թ.⁴

	Բարձր եկամտով երկրներ	Միջին եկամտով երկրներ	Ցածր եկամտով երկրներ	Հայաստան
Փողի լայն գանգված (% ՀՆԱ)	123	129.60	35.4	42,9
Գնաճ (տարեկան %)	0.5	2.7	5.6	-1.3
Բանկային վարկեր (% ՀՆԱ)	83.7	95.8	21.4	46.1
Բանկային ավանդներ (% ՀՆԱ)*	78.91	42.48	18.05	28.14

⁴ Աղյուսակը կազմել է Համաշխարհային բանկի և Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական տվյալների բազայում հրապարակված տվյալների հիման վրա

Փոխառու թյան և ավանդի տոկոսադրույքների սպրեդ (%)	4.26	6.4	5.5	5.7
Բանկային ակտիվներ (% ԶՆԱ)*	102.70	44.97	19.20	50.79
Ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների ակտիվներ (% ԶՆԱ)*	6.57	6.31	3.06	0.75
Ապահովագրական ընկերու թյուր ներքին ակտիվներ (% ԶՆԱ)*	8.54	4.14	3.72	0.8
Շուկայական կապիտալացում (% ԶՆԱ)	120.9	58.7	19.73 **	1.22 **
Շրջանառվող բաժնետոմսերի ընդհանուր ծավալ (% ԶՆԱ)	123.8	147.2	0.20 **	0.007 **
Բաժնետոմսերի շուկայի շրջանառելի թյան գործակից (%)	112.8	84.8	1.44 **	0.79 **

* տվյալները վերցված են 2015թ. դրույթի ամբ

** տվյալները վերցված են 2012թ. դրույթի ամբ

ՀՀ-ում, ինչպես նաև ցածր եկամտով երկրներում, ցածր է նաև դրամական լայն զանգվածի տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում, և հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ փողի զանգվածը էական դերակատարում ունի տոկոսադրույքի ուղու գործելու համար, ապա տոկոսադրույքի ուղին ևս կարող է անարդյունավետ լինել վերոնշյալ երկրների համար:

Հիմնվելով աղյուսակային տվյալների, ինչպես նաև տոկոսադրույքի սպրեդի, մոնետարացման և դուրայնացման մակարդակների, ՀՀ դրամ ԱՄՆ դուր փոխարժեքի, ՍԳԻ-ի և Չուլտմիջազգային պահուստների գրաֆիկական վերլուծության ներքին վրա՝ առենախոսը բացահայտել է, որ ՀՀ-ում լավագույնս գործում է դրամավարկային քաղաքականության փոխարժեքի ուղին՝ պայմանավորված հետևյալ հանգամանքներով. նախ, բարձր է ներմուծման տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (2016թ. դրույթի ամբ այն կազմում է ավելի քան 30%), երկրորդ՝ բարձր է ՀՀ-ում դուրայնացման մակարդակը, երրորդ՝ ՀՀ տնտեսությանը էականորեն կախված է օտարերկրյա տրանսֆերներից և չորրորդ՝ ՀՀ դրամի արժևորումը և արժեզրկումը էական դերակատարում ունի սպառողական ծախսերի վրա:

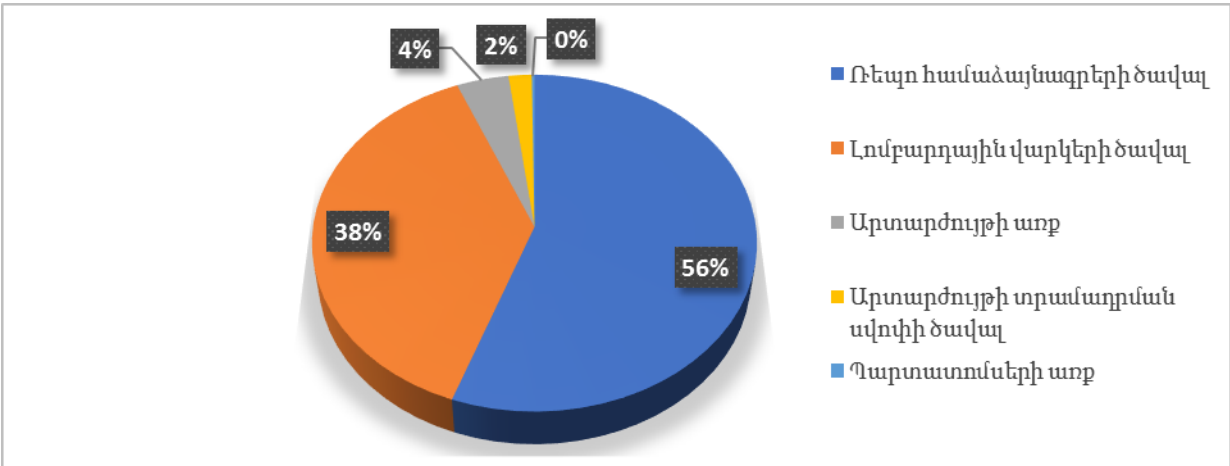
ՀՀ-ում արդյունավետ է գործում նաև վարկավորման ուղին, շնորհիվ ՀՀ բանկային հատվածի մեծ դերակատարման, մինչդեռ հարստության ուղին ընդհանրապես չի գործում: Իսկ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետ գործողությունը ՀՀ-ում բախվում է մի շարք խոչընդոտների՝ կապված մոնետարացման ցածր մակարդակի, դուրայնացման բարձր մակարդակի և ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների թերզարգացածության հետ:

Առենախոսության երկրորդ գլխում՝ միջազգային հետազոտությունների ուսումնասիրման արդյունքում, հեղինակը դիտարկել է նաև դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությունները զարգացած և զարգացող երկրներում: Բացահայտվել է, որ տնտեսագետները չունեն միասնական կարծիք արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղու ընդունելու, դրսևորման չափերի վերաբերյալ, բայց միևնույն ժամանակ, բոլորն էլ միակարծիք են վերոնշյալ ազդեցության առկայության հարցում: Բացի այդ, բացահայտվել է, որ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության արժեթղթերի

շուկայի վրա նախառաջ պայմանավորված է տվյալ երկրի ֆինանսական համակարգի, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի զարգացման աստիճանով՝ այն է, ինչքան զարգացած է երկրի արժեթղթերի շուկան, այնքան ավելի գործուն է «դրամավարկային քաղաքականություն-արժեթղթերի շուկա-տնտեսական ակտիվություն» կապը:

Հետազոտության երրորդ՝ «Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա և դրա բարելավման կառուցակարգերը» գլխում դիտարկվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքները, բացահայտվել դրանց կիրառելիության աստիճանը: Կոռելյացիոն ու ռեգրեսիոն վերլուծության միջոցով բացահայտվել են դրամավարկային քաղաքականության գործիքների և ՀՀ արժեթղթերի շուկայի հատվածները բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կախվածությունները, ինչպես նաև ներկայացվել են արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության բարելավման ուղիները:

Ատենախոսքը հետազոտության երրորդ գլխում վերլուծել է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից օգտագործվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառելիությունը, որի արդյունքում բացահայտվել է, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվելիության ավելացման նպատակով առավելապես կիրառվում են ռեպո, լոմբարդային ռեպո, արտարժույթի առք գործիքները (տե՛ս, գծապատկեր 1).



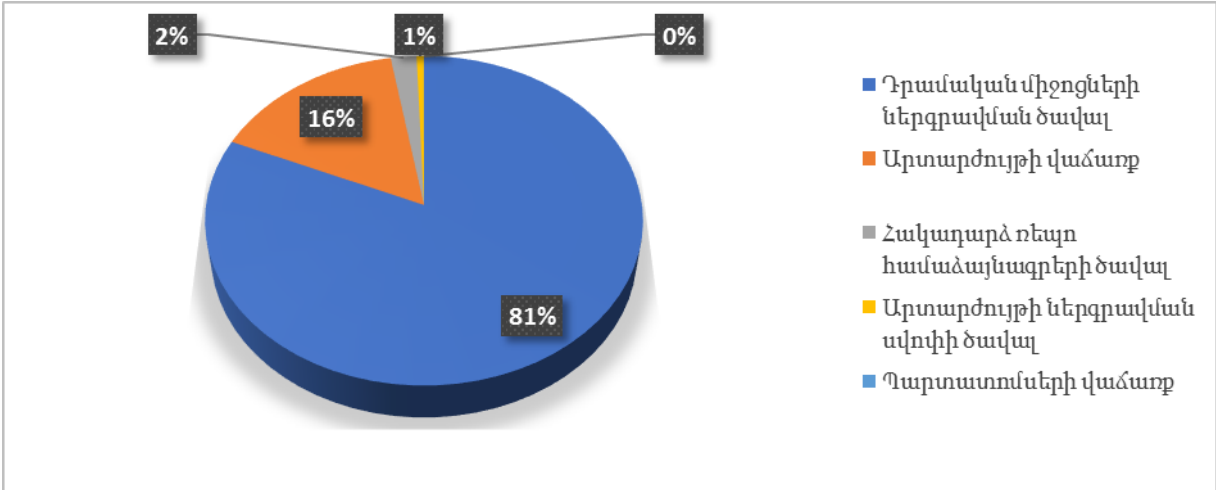
Գծապատկեր 1. Իրացվելիության ավելացման նպատակով ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող գործիքների տեսակարար կշիռները 2006-2016թթ.⁵

Գծապատկեր 1-ից ակնհայտ է՝ ՀՀ կենտրոնական բանկը ֆինանսական շուկայում իրացվելիության ավելացման նպատակով գերազանցապես կիրառում է ռեպո գործառնությունները: Գծապատկերից կարող ենք տեսնել նաև, որ ռեպո գործառնությունների լուրջ այլընտրանք է հանդիսանում լոմբարդային ռեպոն: Սակայն, վերջինս քանակային առումով սակավ է կիրառվում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից, սակայն մեծ են վերջինիս կիրառման ծավալները, մասնավորապես, 2014թ.

⁵ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա:

նոյեմբեր - դեկտեմբեր ամիսներին ՅՅ դրամի փոխարժեքի անկումը մեղմելու համար կնքված գործարքների ծավալը կազմել է դիտարկված ամբողջ ժամանակաշրջանի ընդհանուր գործառնությունների ծավալի շուրջ 74%-ը:

Իսկ ինչ վերաբերում է իրացվելիության կրճատման նպատակով կիրառվող գործիքներին, ապա առավել հաճախ կիրառվել են դրամական միջոցների ներգրավում, արտարժույթի վաճառք գործիքները, իսկ դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային գործիքները, որոնք ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, սակավ են կիրառվում (տես՝ ս, գծապատկեր 2):



Գծապատկեր 2. Իրացվելիության կրճատման նպատակով ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքների տեսակարար կշիռները 2006-2016թթ.⁶

ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության առավել հաճախ կիրառվող գործիքները բացահայտելուց հետո, հեղինակը տնտեսադիճակագրական վերլուծության միջոցով գնահատել է վերջիններիս ազդեցությունը ՅՅ արժեթղթերի շուկայի տարբեր հատվածների՝ բաժնետոմսերի, կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերի շուկաների վրա:

Յետազոտությունում բացահայտվել է, որ բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը չի բացատրվում դրամավարկային քաղաքականության որևէ գործիքով՝ խիստ ցածր է մոդելի R² գործակիցը, բոլոր բացատրող փոփոխականների «P-value» -ները մեծ են նշանակալիության մակարդակից (0.05):

Բաժնետոմսերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բացակայությունը հեղինակը հիմնավորել է ՅՅ բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությամբ, ինչն առավել մանրամասն հիմնավորվել է հետազոտական աշխատանքի առաջին գլխի առաջին մասում:

Անդրադառնալով ՅՅ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատման ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքներին՝ հետազոտողը բացահայտել է, որ

⁶ Գծապատկերը կառուցվել է ՅՅ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա:

կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալը ևս չի բացատրվում դրամավարկային քաղաքականության որևէ գործիքով՝ խիստ ցածր է մոդելի R^2 գործակիցը (0.06), բոլոր բացատրող փոփոխականների P-value-ները մեծ են նշանակալիության մակարդակից (0.05):

Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների եկամտաբերության վրա, ի տարբերություն գործարքների ծավալի, էականորեն ազդում են պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի առաջնային եկամտաբերությունն ու ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների մնացորդները: Ցուցանիշների ազդեցությունը դրական է և երկու դեպքում էլ գործակիցը 0.13 է:

Յետագոտությունում բացահայտվել է, որ, ի տարբերություն ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ հատվածի, դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա նշանակալի է, ընդ որում, պետական պարտատոմսերի շուկայի բնութագրող բոլոր ցուցանիշների դեպքում: Այսպես, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալը 5 տոկոս նշանակալիության պայմաններում էականորեն բացատրվում է թղթակցային հաշիվների մնացորդների, այն է՝ պահուստավորման մնացորդների հետ: Այս կապը հակադարձ համեմատական է՝ 0.07 գործակցով: Վերլուծության արդյունքների համաձայն՝ պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալը 45%-ով բացատրվում է դիտարկված գործոններով:

Դրամավարկային քաղաքականությունը բնութագրող ավելի մեծ թվով ցուցանիշներ նշանակալիորեն ազդում են կարճաժամկետ պարտատոմսերի առաջնային շուկայի եկամտաբերության վրա: Մասնավորապես, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և պետական պարտատոմսերում կենտրոնական բանկի ներդրումների ազդեցությունը ուղիղ համեմատական է համապատասխանաբար 1.31 և 0.16 գործակիցներով, իսկ լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքի ազդեցությունը բացասական է. գործակիցը -0.26 է: Բարձր է նաև մոդելի R^2 գործակիցը՝ 0.74:

Նշանակալի, սակայն համեմատաբար թույլ է դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա: Մասնավորապես, միջնաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդում են դրամավարկային քաղաքականության գրեթե բոլոր ցուցանիշները, բացառությամբ լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքի և ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների, իսկ երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա նշանակալի են դրամավարկային քաղաքականության բոլոր գործիքների ազդեցությունները. վերջինիս վրա չեն ազդում միայն կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքն ու պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալը: Ի տարբերություն կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերության մոդելի, ցածր են նաև միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների R^2 գործակիցները, համապատասխանաբար, 0.59 և 0.54:

Ինչ վերաբերում է պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների եկամտաբերության վրա դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների ազդեցությանը, ապա այն ևս 5 տոկոսանոց նշանակալիության պայմաններում բացատրվում է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքով և պետական պարտատոմսերում կենտրոնական բանկի ներդրումներով (գործակիցները, համապատասխանաբար, 0.55 և 0.14 են): Երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալն էլ նշանակալիորեն կոռելացվում է վերաֆինանսավորման, լումբարդային ռեպոյի և կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքի հետ (գործակիցները, համապատասխանաբար, -1.88, 1.5 և -5.1 են):

Ատենախոսության երրորդ գլխի վերջում հետազոտողը, եզրակացնում է, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկան իր զարգացման մակարդակով դեռևս ամբողջությամբ չի ծառայում որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղի: Ուստի, հիմք ընդունելով ՀՀ արժեթղթերի շուկայի հատվածների թերզարգացածությունը և դրանով պայմանավորված դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բացակայությունը, կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ներկայումս կիրառվող գործիքներով արժեթղթերի շուկայի զարգացման հնարավորությունները խիստ սահմանափակ են: Այս պարագայում, հեղինակի կարծիքով, ՀՀ կենտրոնական բանկը պետք է ցուցաբերի առավել համակարգային մոտեցում, կիրառի ուղղակի ազդեցության մեթոդներ, ինչպես նաև պետք է մշակվեն այլ մեխանիզմներ և կիրառվեն նոր ֆինանսական գործիքներ, որոնք հնարավորություն կտան խթանելու արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես, երկրորդային շուկայի զարգացումը:

Հիմնվելով վերոշարադրյալի վրա՝ հեղինակի կողմից հետազոտության երրորդ գլխում մշակվել են ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման համար դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բարելավման կառուցակարգեր:

Ատենախոսության **«Եզրակացություններ»** բաժնում ամփոփ կերպով ներկայացվել են հետազոտության հիմնական եզրահանգումները:

Առաջին, միջազգային պրակտիկայում տնտեսական աճի վրա արժեթղթերի շուկայի դերի աճող կարևորությունը դեռևս չի դրսևորվում ՀՀ-ում, ինչը թերևս, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության արդյունք է: ՀՀ ՀՆԱ-ի վրա ֆինանսական շուկայի հատվածների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները ցույց տվեցին, որ փոխառվական կապիտալի շուկան և պետական պարտատոմսերի շուկան ազդում են ՀՆԱ-ի վրա, մինչդեռ կորպորատիվ արժեթղթերի և ապահովագրական շուկաները ՀՆԱ-ի վրա նշանակալի ազդեցությունն չունեն: Միաժամանակ հետազոտությունը ցույց է տվել, որ ՀՀ-ում համախառն վարկերի և ՀՆԱ-ի կապը դրական է՝ 0.30 գործակցով, իսկ պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի և ՀՆԱ-ի կապը բացասական՝ 1.21 գործակցով:

Երկրորդ, հետազոտությունը ցույց տվեց նաև, որ ՀՀ-ն ունի թերզարգացած բաժնետոմսերի շուկա, կայացման փուլում գտնվող

կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան համեմատաբար զարգացած պետական պարտատոմսերի շուկա: ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությունը հիմնավորվել է բաժնետոմսերի թողարկման ծավալների և թողարկողների սակավություններ, երկրորդային և առաջնային շուկաների ծավալների հարաբերակցության խիստ ցածր մակարդակով, ինչպես նաև շուկայական կապիտալացման բարձր կենտրոնացվածությամբ: ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան, ի տարբերություն բաժնետոմսերի շուկայի, ունի զարգացման որոշակի մակարդակ, որը հիմնավորվել է և՛ առաջնային, և՛ երկրորդային շուկաների էական ակտիվություններ, բորսայական գործարքների քանակի և ծավալի բարձր կոռելացվածությամբ, համեմատաբար մեծ թվով թողարկողների առկայությամբ: Ինչ վերաբերում է ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկային, ապա այն ՀՀ արժեթղթերի շուկայի առավել զարգացած հատվածն է, օժտված է առաջնային շուկայի զգալի ակտիվությամբ, երկրորդային շուկայի բարձր իրացվելիությամբ, լայն գործիքակազմով և բորսայական գործարքների շուկայական բնույթով:

Երրորդ, ՀՀ-ում լավագույնս գործում է դրամավարկային քաղաքականության փոխարժեքի ուղին, ապա վարկավորման ուղին, մինչդեռ հարստության ուղին ընդհանրապես չի գործում: Իսկ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետ գործողությունը ՀՀ-ում բախվում է մի շարք խոչընդոտների՝ մասնավորապես, կապված, մոնետարացման ցածր մակարդակի, դրամայնացման բարձր մակարդակի և ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների թերզարգացածության հետ:

Չորրորդ, ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության շրջանակներում իրացվելիության ներարկման նպատակով առավելապես կիրառվում են ռեպո, լոմբարդային ռեպո, արտարժույթի առք գործիքները, իրացվելիության կրճատման նպատակով՝ դրամական միջոցների ներգրավում, արտարժույթի վաճառք գործիքները, իսկ դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային գործիքները, որոնք ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, սակավ են կիրառվում:

Հինգերորդ, դրամավարկային քաղաքականության՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ և պետական հատվածների վրա ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները ցույց տվեցին, որ.

- ամբողջովին բացակայում է բաժնետոմսերով կնքված գործարքների և դրամավարկային քաղաքականության գործիքների միջև առկա կապը. բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը չի արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությանը,
- ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը որևէ կերպ չի անդրադարձնում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի ծավալային ցուցանիշների վրա, մասնավորապես, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում կնքված գործարքների ծավալների վրա, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդում են միայն թղթակցային հաշիվների մնացորդները և կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքը,

▪ Եթե բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաները չեն արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության փոխուղղումներին, ապա պետական պարտատոմսերի շուկան ՀՀ-ում էականորեն ենթարկվում է դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների ազդեցությանը, մասնավորապես, կախվածությունը նշանակալի է պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկայի եկամտաբերությունների և դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների միջև, ընդ որում, ամենամեծ ազդեցությունը պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա ունի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը,

▪ պետական պարտատոմսերի շուկայի ցուցանիշների վրա ազդեցությունը դրական է, այսինքն, կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության մեղմացումը ուղեկցվում է պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության աճով, իսկ զսպող դրամավարկային քաղաքականությունը հանգեցնում է պետական պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության անկմանը,

▪ ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը առավել ուժեղ ազդում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, ընդ որում, ազդեցությունն առավել ուժեղ դրսևորվում է կարճաժամկետում, ինչը պայմանավորված է նրանով, որ կենտրոնական բանկի կողմից գերազանցապես կիրառվում են հիմնական վերաֆինանսավորման գործիքը, մշտական հնարավորության գործիքներն ու ճշգրտող գործիքները, որոնք իրենց կարճաժամկետ բնույթով ազդում են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, մինչդեռ, դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային գործիքները, որոնք ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, սակավ են կիրառվում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից:

Վեցերորդ, հետազոտությունը ցույց է տվել նաև, որ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության առկա գործիքներով արժեթղթերի շուկայի զարգացման հնարավորությունները խիստ սահմանափակ են: Այս պարագայում կենտրոնական բանկը պետք է ցուցաբերի առավել համակարգային մոտեցում, կիրառի ուղղակի ազդեցության մեթոդներ, ինչպես նաև պետք է մշակվեն այլ մեխանիզմներ, որոնք հնարավորություն կտան խթանել ու արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես, երկրորդային շուկայի զարգացումը:

Արեւափոսության հիմնական սրդյունքներն ամփոփվել են հեղինակի հետևյալ գիտական հոդվածներում.

1. Салназарян А.Б., Арамян А.А., “Общая оценка становления рынка государственных облигаций Республики Армения и особенности современного развития”, “Рынок Ценных Бумаж” 1 (468), г. Москва, 2017г., стр. 29-32:
2. Սալնազարյան Ա.Բ., Արամյան Հ.Ա., «ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի տնտեսական զարգացման ընդհանուր գնահատականը», «Տնտեսագետ», ՀՀՀՀ 26-րդ գիտ., Երևան, 2017թ., էջ. 231-237:
3. Արամյան Հ.Ա., «Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում», «Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #3-4 (199-200), Երևան, 2017թ., էջ. 93-95:

4. Արամյան Յ.Ա., «ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման արդի առանձնահատկությունները», «Այլ ընտրանք», #2, Երևան, 2017թ., էջ . 95-102:
5. Արամյան Յ.Ա., «Տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության փոխանցումային մեխանիզմների գնահատումը ՀՀ-ում», «Բանբեր» ՀՊՏՀ-ի, 2(46), Երևան, 2017թ., էջ . 128-138:
6. Սալնազարյան Յ.Ս., Արամյան Յ.Ա., «ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ինստիտուցիոնալ կայացման ընդհանուր գնահատականը», «Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #5-6 (201-202), Երևան, 2017թ., էջ . 110-114:
7. Salnazaryan A.B., Aramyan H.A., "Evolving Importance of Securities Market to Ensure Economic Growth: Evidence from Armenia", "Scientific Annals of Economics and Business", 64 (4), Iasi, Romania, 2017, pp. 473-485:
8. Սալնազարյան Ա.Բ., Արամյան Յ.Ա., «ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի հիմնախնդիրները», «Այլ ընտրանք», #4, Երևան, 2017թ., էջ . 167-176:

АРАМЯН АЙКАЗ АШОТОВИЧ
ПУТИ УЛУЧШЕНИЯ ВОЗДЕЙСТВИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА
РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РА

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 "Финансы, бухгалтерский учет".

Защита состоится 12-го апреля 2018 г. в 14:00, на заседании специализированного совета 014 по экономике, действующего в Армянском государственном экономическом университете.

Адрес: РА,0025, Ереван, ул. Налбандяна 128.

РЕЗЮМЕ

Финансовые рынки, и особенно рынок ценных бумаг, считаются наиболее важным компонентом политики экономического развития государства во многих странах.

Однако, рынок ценных бумаг не может развиваться без поддержки государственных органов, в частности Центрального банка (ЦБ). Интерес ЦБ по отношению к развитию рынка ценных бумаг не ограничивается только его экономической значимостью, а также возможностью использовать уже развитый рынок ценных бумаг в качестве механизма передачи денежно-кредитной политики для решения вопросов в экономике.

В целях оценки важности рынка ценных бумаг в экономическом развитии, а также использовании рынка в качестве механизма передачи денежно-кредитной политики, следует оценить роль рынка ценных бумаг в обеспечении экономического роста, на которые влияет денежно-кредитная политика ЦБ, а также ввести механизмы и финансовые инструменты для развития рынка ценных бумаг. Вышеупомянутые факторы и обстоятельства определили актуальность темы, на основе которых и были намечены цели и задачи исследования.

Основной целью диссертации является оценка влияния денежно-кредитной политики Центрального банка на рынок ценных бумаг Армении и разработка механизмов и финансовых инструментов для улучшения этого влияния.

В ходе исследования и анализа, в диссертации получены результаты, имеющие теоретические, методологические и практические значения, из которых **научной новизной** являются следующие.

- Оценено влияние механизмов денежно-кредитной политики на экономику Армении, и выявлено, что лучше всего функционирует “канал обменного курса”, затем “банковский кредитный канал”, а “канал богатства” не функционирует. Что касается “канала процентных ставок”, то он сталкивается с рядом препятствий, таких как низкая монетизация, высокая долларизация и слаборазвитые небанковские финансовые учреждения.

- Выявлена взаимосвязь между денежно-кредитной политикой ЦБ и рынка ценных бумаг Армении, а также дана ее количественная оценка путем построения эконометрической модели. Более того, обосновано также, что денежно-кредитная политика оказывает наибольшее влияние на рынок государственных облигаций, влияние

на рынок корпоративных ценных бумаг меньше, а рынок акций не зависит от денежно-кредитной политики ЦБ Армении.

- Обоснована эффективность использования государственных и корпоративных облигаций (имеющих соответствующий рейтинг) в качестве резервного инструмента ЦБ, а также принятие корпоративных облигаций, выпущенных коммерческими банками в список приемлемых ценных бумаг, разрешенных для операций репо/ обратного репо. В результате чего будет увеличен спрос корпоративных облигаций, выпущенных коммерческими банками, будет развиваться вторичный рынок корпоративных облигаций и увеличена ликвидность рынка, а это в свою очередь будет стимулом, для других компаний, в том числе нефинансовых, для выпуска корпоративных облигаций.

- Разработан механизм предоставления финансовых ресурсов маркет-мейкерам и дилерам рынка ценных бумаг для выполнения своих обязательств на основе кредитов, предоставленных ЦБ, а также обоснована эффективность использования такого механизма в случае рыночных неустойчивостей.

Теоретическое и практическое значение диссертации. Проведено комплексное исследование для оценки взаимовлияния денежно-кредитной политики Центрального банка и рынка ценных бумаг в Армении. Научные результаты, полученные в ходе исследования, могут быть использованы Центральным банком Армении для разработки и реализации стратегий денежно-кредитной политики, а также ОАО «НАСДАК ОЭМЭКС АРМЕНИЯ».

ARAMYAN HAYKAZ ASHOT
CHANNELS TO IMPROVE THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON THE
DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET OF THE RA

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor in Economics in the specialty 08.00.03 “Finance, Accounting”.

**The defense of the thesis will take place on April 12, 2018 at 14:00 at 014 Council of Economics of SCC RA at Armeanian State University of Economics.
Adress: 128, M. Nalbandyan str., Yerevan 0025, RA**

ABSTRACT

The financial market, especially the securities market, is considered as one of the most important components of the state's policy of economic development in many countries.

It is also worth to mention that securities market can not be developed without the support of state bodies, particularly the Central Bank. Central Bank's interest in development of securities market is not limited to its economic significance only, but also to the possibility to use already developed securities market as a monetary policy transmission mechanism for addressing issues in the economy.

Aiming to estimate the importance of securities market in economic development, as well as in using as a monetary policy transmission mechanism, the role of securities market in ensuring economic growth should be estimated, then the directions which are influenced by the Central bank monetary policy should be revealed and mechanisms and financial instruments to develop securities market should be introduced. The above-mentioned factors and circumstances have determined the relevance of the current thesis and through which the purpose and objectives of the research were foreseen.

The main purpose of the thesis is to estimate the impact of Central Bank monetary policy on Armenian securities market and design mechanisms and financial instruments to improve that influence.

During research and analysis there were revealed results owning theoretical, methodological and practical values, from which the **scientific novelties** are the followings:

- The impact of monetary policy transmission mechanisms on Armenian economy has been estimated and it has been revealed that “exchange rate channel” works better, than works bank “credit channel”, while “wealth channel” is not working at all. As for the “interest rate channel”, it faces a number of obstacles, such as low monetization, high dollarization and underdeveloped nonbank financial institutions.

- The relationship between Central bank monetary policy and Armenian securities market has been revealed and its quantitative assessment has been made through the construction of an econometric model. Moreover, it has been justified that monetary policy has the highest impact on government bond market, the impact on corporate securities market is lower and stock exchange market is not influenced by the monetary policy at all.

- It was justified the effectiveness of use of government bonds and corporate bonds (which have appropriate rating) as a Central Bank reserve requirement instrument as well as the acceptance of corporate bonds issued by commercial banks in the list of acceptable securities permitted for Repo/Reverse Repo transactions. As a result of this the demand of corporate

bonds issued by commercial banks will be increased, secondary market of corporate bonds will be developed and the liquidity of corporate bond market will be increased which will be a driving force for others, including nonfinancial companies, to issue corporate bonds.

- A mechanism providing financial resources to market makers and dealers for fulfilling their obligations (based on Central Bank credits) has been designed and the effectiveness of using such mechanism has been proven during the market instabilities.

Theoretical and practical significance of the thesis. It was conducted a complex research to estimate relationship between Central bank of Armenia monetary policy and Armenian securities market. The scientific results introduced in the research can be used by the Central bank of Armenia to design and implement monetary policy strategies, as well as by NASDAQ OMX Armenia OJSC for its activities.

