



ՀՀ ԿՐԹՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԳԻՏՈՒԹՅԱՆ
ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ



ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ
ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ
ՀԱՄԱՐԱԿՐՄԱՆ
ԿԵՆՏՐՈՆ



**ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԵՎ
ՀԱՍԱՐԱԿՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄ.
21-րդ դարի մարտահրավերներ
և հնարավորություններ**

**DEVELOPMENT OF ECONOMY AND SOCIETY:
Challenges and Opportunities of 21st Century**

**РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ И ОБЩЕСТВА:
ВЫЗОВЫ И ВОЗМОЖНОСТИ 21-ого века**

ՀՊՏՀ 27-ՐԴ ԳԻՏԱԺՈՂՈՎ

2017 թ., նոյեմբերի 22-24

Երևան 2018

ՀՏԴ 330:06
ԳՄԴ 65
S 778

Հրատարակվում է
ՀՊՏՀ գիտական խորհրդի որոշմամբ

Խմբագրական խորհրդի նախագահ՝

ԿՈՐՅՈՒՆ ԱԹՈՅԱՆ

ՀՊՏՀ ռեկտոր, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր

Խմբագրական խորհուրդ՝

- ԴԻԱՆԱ ԳԱԼՈՅԱՆ** - ՀՊՏՀ միջազգային տնտեսական հարաբերությունների ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., դոցենտ
ՍՈՒՐԵՆ ԳԵՎՈՐԳՅԱՆ - ՀՊՏՀ բնօգտագործման տնտեսագիտության ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
ԱՇՈՏ ՄԱԹԵՎՈՍՅԱՆ - ՀՊՏՀ հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի ֆակուլտետի դեկան, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
ԽՈՐԵՆ ՄԽԻԹԱՐՅԱՆ - ՀՊՏՀ գիտության և ասպիրանտուրայի բաժնի պետ, Կ.գ.թ., դոցենտ
ԱՇՈՏ ՍԱԼԼԱԶԱՐՅԱՆ - ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
ՎԱՐԴԱՆ ՍԱՐԳՍՅԱՆ - ՀՊՏՀ տնտես. ինֆորմ. և տեղեկ. համակ. ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
ՅՈՒՐԻ ՍՈՒՎԱՐՅԱՆ - ՀՊՏՀ կառավարման ամբիոնի վարիչ, ՀՀ ԳԱԱ ակադ., Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
ԳԱԳԻԿ ՎԱՐԴԱՆՅԱՆ - ՀՊՏՀ պրոռեկտոր, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր

ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ՀԱՍԱՐԱԿՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄ. 21-րդ դարի մարտահրավերներ և
S 778 հնարավորություններ: ՀՊՏՀ 27-րդ գիտաժողովի նյութեր / ՀՊՏՀ: - Եր.: Տնտեսագետ,
2018, 780 էջ:

ՀՏԴ 330:06
ԳՄԴ 65

ISBN 978-9939-61-177-8

© «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, 2018 թ.

ՈՂՋՈՒՅՆԻ ԽՈՍՔ

Գիտաժողովի հարգելի՛ մասնակիցներ,

շնորհավորում եմ բոլորիս Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի 27-րդ գիտաժողովի բացման առթիվ և ցանկանում եմ շնորհակալություն հայտնել գիտաժողովի բոլոր մասնակիցներին, ովքեր հեղափոխություն են ցուցաբերել տնտեսության և հասարակության զարգացմանն առնչվող հրապապ հարցերի նկատմամբ:

Մեր համալսարանի տարեկան գիտաժողովները գեղեցիկ ավանդույթ են դարձել, բայց ես ուրախությամբ եմ նշում, որ դրանց կողքին այսօր առկա են մեր համալսարանի գիտական գործունեությունն արտացոլող այլ ձևաչափեր նույնպես: Հպարտությամբ եմ նշում, որ հեղափոխական համալսարան դառնալու և մեր պետության տնտեսական կյանքին մասնագիտական մասնակցություն ունենալու իմ տեսլականը կամաց-կամաց կյանքի է կոչվում: Համալսարանի «Ամբերդ» հեղափոխական կենտրոնի գործունեությունն այսօր տալիս է նշանակալի արդյունքներ. այսօրեղ ոչ միայն իրականացվում են հանրապետության տնտեսական արդիական հիմնախնդիրների վերաբերյալ հեղափոխություններ, այլև կենտրոնի աշխատակիցները բուհի դասախոսական կազմի ներկայացուցիչների հետ, որպես փորձագետներ, հանդես են գալիս համապետական քննարկումներում:

Մինչ տարեկան գիտաժողովի կազմակերպումը գիտական սեմինարների ձևաչափերով հանդես եկան մեր ամբիոնները՝ շնորհանդեսներով ներկայացնելով իրենց ուսումնասիրության առանցքում առկա թեմաները: Այս ուսումնական տարվանից տրվեց գիտաուսումնական լաբորատորիաների մեկնարկը, ինչը գիտական դրամաշնորհներ, գիտաուսումնական խմբեր և գիտահեղափոխական կյանքի աշխուժացմանը միտված այլ ձևաչափեր ներդնելու մեր մոտեցումների հրաշալի շարունակությունն է:

Համալսարանի տարեկան գիտաժողովը ես հատկապես կարևորում եմ ակնկալիքով, որ այն պետք է վեր հանի մեր հավաքական գիտական ներուժը, ցույց տա համալսարանում գիտական կյանքի որակական փոփոխությունը և դառնա հեղափոխ գործունեության յուրօրինակ ուղենիշ: Այս գիտաժողովի հիմքում տնտեսության և հասարակության զարգացման հարցերն են, որոնք ի ցույց են դնում մեր դարաշրջանի մարտահրավերներն ու հնարավորությունները: Իսկապես, սրանք այնքան փոխկապակցված և կարևոր հարցեր են, որոնք չպետք է անտարբեր թողնեն տնտեսագետներին, չէ՞ որ չի կարող լինել հասարակական զարգացման որևէ մակարդակ՝ առանց կենսունակ տնտեսության:

Հուսով եմ, որ գիտաժողովը՝ իր բաժանմունքներով և կլոր սեղաններով, հնարավորություն կտա մասնագետներին ներկայացնելու իրենց մոտեցումները, բացահայտելու գիտաժողովի խորագրում արտացոլված թեման՝ իր բոլոր շերտերով և նրբություններով: Այնպես որ, արգասաբեր և աշխույժ աշխատանք եմ մատչում Ձեզ:

Շնորհակալ եմ ուշադրության համար:

ԿՈՐՅՈՒՆ ԱԹՅԱՆ
ՀՊՏՀ ռեկտոր, պրոֆեսոր

ков, были выделены основные факторы, влияющие на него, а также проведена их классификация. В статье описываются определения банковских продуктов, услуг и операций и факторы, связанные с продуктом, что позволило сделать анализ факторов кредитного риска более полным и всесторонним.

LILIT AVETISYAN

ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING THE CREDIT RISK OF COMMERCIAL BANKS

Key words: commercial bank, banking product, banking service, credit operations, credit risk, credit portfolio, creditworthiness

The purpose of this paper is to identify the role of credit risk among risks existing in the banking system, as well as to analyze the sources. For this purpose, credit risk has been particularly highlighted as an ensurer of stable operations of commercial banks, the main sources have been identified and classified. The paper provides definitions of banking product, service, operation and product-related factors, leading to a more complete and comprehensive analysis of credit risk sources.

ՀԱՅԿԱԶ ԱՐԱՄՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

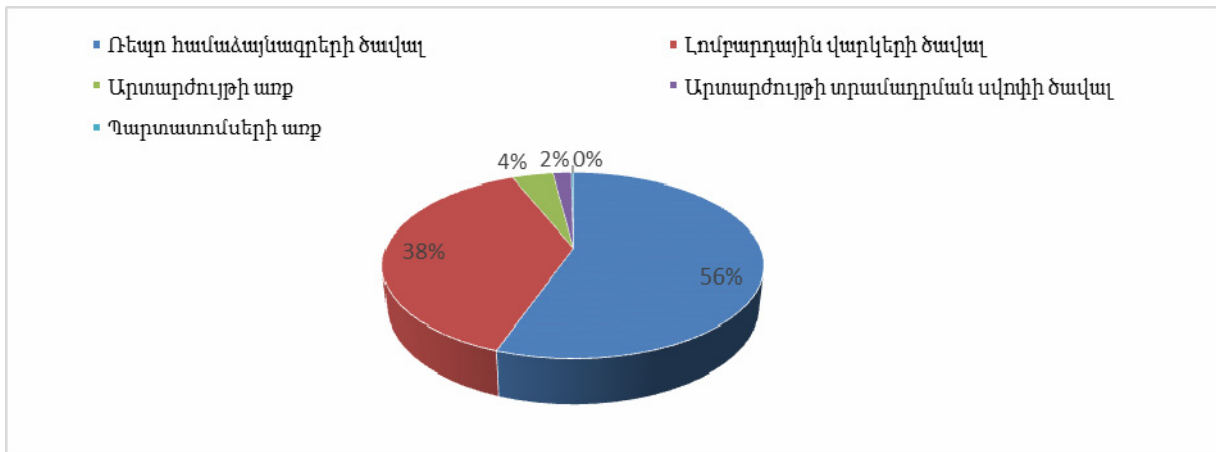
ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՎՐԱ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հիմնաբառեր. արժեթղթերի շուկա, բաժնետոմսեր, կորպորատիվ պարտատոմսեր, պետական պարտատոմսեր, դրամավարկային քաղաքականություն, ազդեցության անուղղակի գործիքներ

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության հետևանքները բացահայտելու նպատակով իրականացվել է ռեգրեսիոն վերլուծություն: Հոդվածում հետազոտվել են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից կիրառվող դրամարկային քաղաքականության գործիքները, ռեգրեսիոն մոդելի միջոցով գնահատվել դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների ազդեցությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի տարբեր հատվածների՝ բաժնետոմսերի, կորպորատիվ ու պետական պարտատոմսերի շուկաների վրա, ինչպես նաև կատարվել համապատասխան եզրահանգումներ:

Արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության (այսուհետև՝ ԴՔԱ) վերաբերյալ աշխարհում կատարվել են բազմաթիվ հետազոտություններ, սակայն տնտեսագետները միասնական կարծիք չունեն այդ ազդեցության ուղղու-

թյունների, դրսևորման չափերի վերաբերյալ, սակայն, միաժամանակ, բոլորն էլ միակարծիք են վերոնշյալ ազդեցության առկայության հարցում: Հիմք ընդունելով միջազգային հետազոտությունների մեթոդաբանությունը՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա ԴՔԱ հետևանքները բացահայտելու նպատակով մեր կողմից իրականացվել է ռեգրեսիոն վերլուծություն, որի համար ելակետ են ծառայել ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականությունը և արժեթղթերի շուկան բնութագրող համապատասխան ցուցանիշները՝ եռամսյակային կտրվածքով, 2006–2016 թթ. ընկած ժամանակահատվածում¹:



Գծապատկեր 1. Իրացվելիության ավելացման նպատակով ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող գործիքների տեսակարար կշիռները²

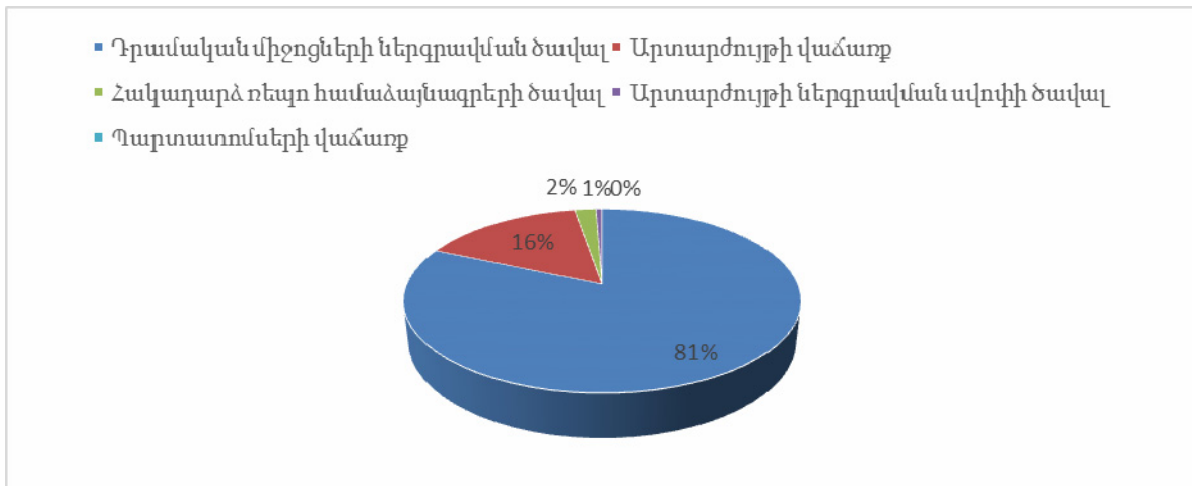
Նախքան գործոնային վերլուծության իրականացումը՝ բացահայտվել են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրացվելիության ավելացման և կրճատման նպատակով կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքները, և հատկապես, որոնք են առավելի հաճախ կիրառվում:

Ինչպես ցույց է տալիս գծապատկեր 1-ը, ՀՀ ԿԲ-ն ֆինանսական շուկայում իրացվելիության ավելացման նպատակով գերազանցապես կիրառում է ռեպո գործարքներ: Կարող ենք նշել նաև, որ ռեպո գործարքներին լուրջ այլընտրանք են լուրբարդային ռեպո գործառնությունները, որոնք քանակային առումով սակավ են կիրառվում, սակայն մեծ են դրանց կիրառման ծավալները. մասնավորապես՝ 2014 թ. նոյեմբեր–դեկտեմբեր ամիսներին ՀՀ դրամի փոխարժեքի անկումը մեղմելու համար կնքված գործարքների ծավալը դիտարկված ամբողջ ժամանակաշրջանի լուրբարդային ռեպո գործարքների ծավալի շուրջ 74 տոկոսն է:

¹ Տվյալների համար հիմք են ծառայել ՀՀ կենտրոնական բանկի, «Նասոքա ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ վիճակագրական տեղեկագրերը:

² Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ԿԲ պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա:

Անդրադառնալով ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրացվելիության կրճատման համար կիրառվող գործիքներին (գծապատկեր 2)¹ նշենք, որ ֆինանսական շուկայում իրացվելիության կրճատման նպատակով հիմնականում կիրառվում են դրամական միջոցների ներգրավման գործառնությունները, իսկ մյուս գործիքների կիրառումը խիստ սահմանափակ է:



Գծապատկեր 2. Իրացվելիության կրճատման նպատակով ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող գործիքների տեսակարար կշիռները¹

Կարևոր է բացահայտել նաև ԴՔ՝ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից առավել հաճախ կիրառվող գործիքների ազդեցությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի տարբեր հատվածների՝ բաժնետոմսերի, կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերի շուկաների վրա: Այդ նպատակով դիտարկվող մոդելն ունի հետևյալ տեսքը՝

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \dots + b_iX_i + u,$$

որտեղ՝ Y-ը բացատրվող փոփոխականների՝ բաժնետոմսերի, կորպորատիվ ու պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշն է,

X_1, X_2, X_3, X_i -ն բացատրող փոփոխականներն են՝ մեր դեպքում դրամավարկային քաղաքականությունը բնութագրող ցուցանիշները:

Մոդելում, որպես ԴՔԱ բնութագրող ցուցանիշներ, կիրառվել են վերաֆինանսավորման, լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույքները, ՀՀ ԿԲ թղթակցային հաշիվներում դրամային մնացորդները և պետական պարտատոմսերում ՀՀ ԿԲ ներդրումները, որպես բացատրող փոփոխական՝ ներառվել է նաև կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքը: Որպես բաժնետոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշ մոդելում կիրառվել է բաժնետոմս-

¹ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ԿԲ պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա:

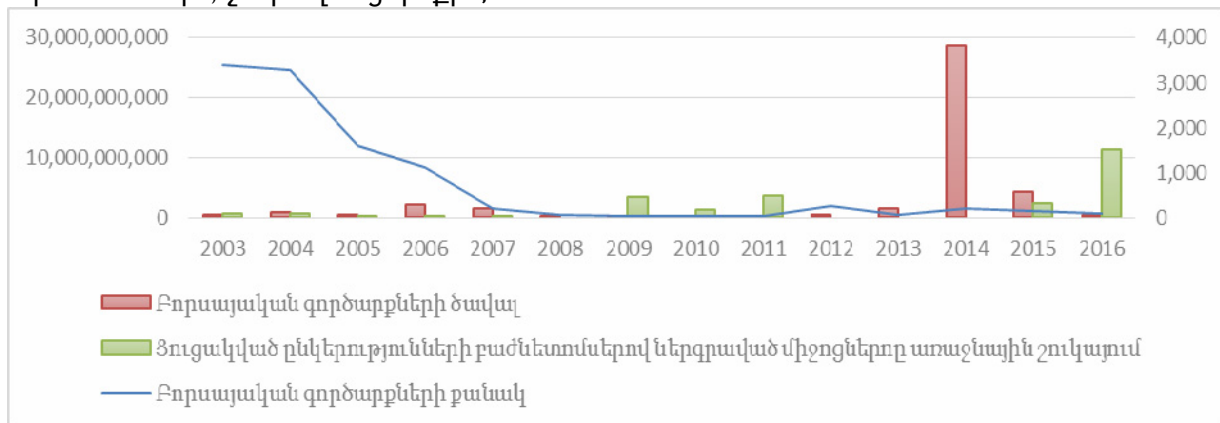
սերով կնքված բորսայական գործարքների ծավալը: Կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները բերվում են աղյուսակի տեսքով (աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1

ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի վրա ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները

Բացահայտվող փոփոխական ¹	Բացահայտող փոփոխական	Coefficients	P-value	R ²
Բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	-0.0007	0.91	0.16
	Լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույք	-0.08	0.08	
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.02	0.77	
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	0.02	0.45	
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	0.02	0.28	
	Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջն. եկ.	0.05	0.91	

Այսպիսով, ըստ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի վրա ՀՀ ԿԲ ԴՔԱ ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքների, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը չի բացատրվում ԴՔԱ որևէ գործիքով՝ խիստ ցածր է մոդելի R² գործակիցը, բոլոր բացատրող փոփոխականների «P-value»-ները մեծ են նշանակալիության մակարդակից (0.05): Նման ազդեցության բացակայությունը, թերևս, կարելի է բացատրել ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացվածությամբ, քանի որ, ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 3-ից, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում ցուցակված ընկերությունների կողմից 2008 թ., 2012 թ., 2013 թ., 2014 թ. բաժնետոմսերի թողարկումներ չեն եղել, իսկ գործարքների ծավալը բացարձակ մեծությամբ, սկսած 2007 թ., չափազանց փոքր է:



Գծապատկեր 3. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների ծավալները 2003–2016 թթ.²

¹ Բացահայտվող կամ կախյալ փոփոխական, բացատրող կամ անկախ փոփոխական:

² Գծապատկերը կառուցվել է ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա ԲԲԸ ամսական տեղեկագրերի հիման վրա:

Ինչ վերաբերում է բորսայական գործարքների ծավալին, ապա բացի այն, որ դա չափազանց փոքր է, փոքր է նաև այն կազմող գործարքների քանակը: Խիստ ցածր է բաժնետոմսերի շուկայի շրջանառելիության գործակիցը՝ այն դիտարկվող ժամանակաշրջանում հիմնականում փոքր է 0,5-ից: Համեմատության համար նշենք, որ Վրաստանի Հանրապետությունում այդ ցուցանիշը հասել է 18, ՌԴ-ում՝ 30, մայրցամաքային մոդելի երկրներում՝ 50-150, անգլոամերիկյան մոդելի երկրներում՝ 170%-ի, իսկ Չինաստանում բորսայական կապիտալացում/ՀՆԱ հարաբերակցությունը մինչև 480% է¹:

ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա ԴՔԱ գնահատման համար մոդելում, որպես կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներ, կիրառվել են կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված բորսայական գործարքների ծավալը և եկամտաբերությունը: Կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները բերվում են ստորև աղյուսակում (աղյուսակ 2):

Ըստ մոդելի արդյունքների՝ կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալը ևս չի բացատրվում ԴՔԱ որևէ գործիքով՝ խիստ ցածր է մոդելի R² գործակիցը (0.06), բոլոր բացատրող փոփոխականների «P-value»-ները մեծ են նշանակալիության մակարդակից (0.05): Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների եկամտաբերությունը ևս չի բացատրվում ԴՔԱ գործիքներով, քանի որ, կառուցված մոդելի արդյունքների համաձայն, կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը 10-տոկոսանոց նշանակալիության պայմաններում էականորեն բացատրվում է միայն կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերության դեպքում:

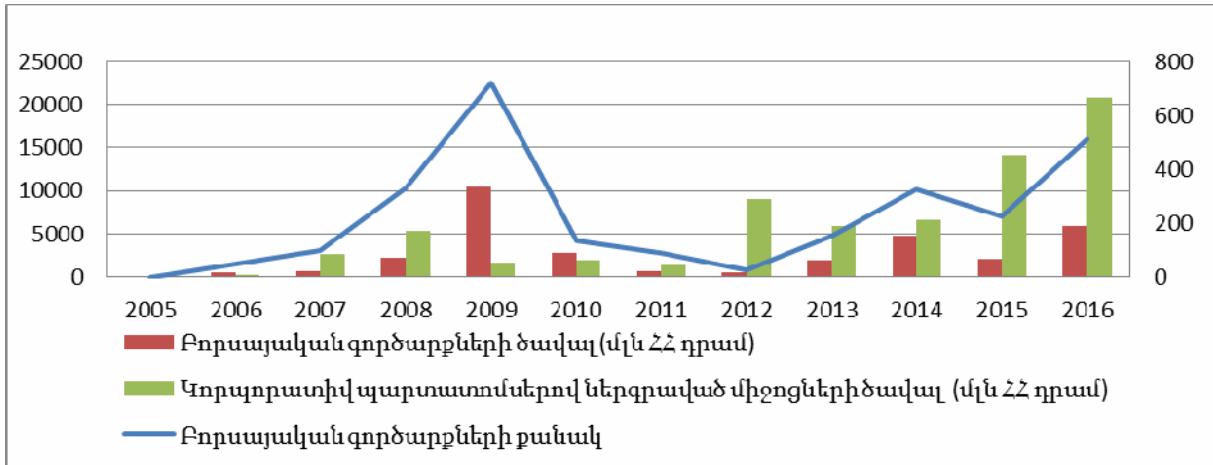
Աղյուսակ 2

ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները

Բացահայտվող փոփոխական	Բացահայտող փոփոխական	Coefficients	P-value	R ²
Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	-0.89	0.77	0.06
	Լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույք	0.49	0.81	
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	2.06	0.60	
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	0.10	0.93	
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	0.85	0.33	
	Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջն. եկ.	-1.25	0.60	
Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	-0.05	0.87	0.32
	Լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույք	-0.01	0.94	
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.12	0.73	
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	0.13	0.24	
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	0.03	0.65	
	Կարճաժամկետ պարտատոմսերի առաջն եկ.	0.32	0.09	

¹ Համաշխարհային բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայքը՝ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա ԴՔԱ բացակայությունը, թերևս, կարելի է բացատրել այդ շուկայի թերզարգացածությամբ, ինչը ցույց է տալիս կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված բորսայական գործարքների ծավալի, քանակի և դրանցով ներգրավված միջոցների դինամիկան 2003–2016 թթ. (գծապատկեր 4):



Գծապատկեր 4. ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի հիմնական ցուցանիշները 2005–2016 թթ.¹

ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում հատկանշական է առաջնային և երկրորդային շուկաների հարաբերակցությունը, ինչը փաստում է երկրորդային շուկայի ցածր իրացվելիության մասին, քանի որ տեղաբաշխված պարտատոմսերի միայն փոքր մասն է շրջանառվում ֆոնդային բորսայում: ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա ԴՔԱ գնահատման նպատակով, որպես այդ շուկան բնութագրող ցուցանիշներ, մոդելում կիրառվել են պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալը, առաջնային (կարճաժամկետ պարտատոմսերի օրինակով) և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների եկամտաբերությունները: Կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքներն ունեցել են հետևյալ պատկերը (աղյուսակ 3): Ի տարբերություն արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ հատվածի, ԴՔԱ-ն պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա նշանակալի է, ընդ որում՝ պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող բոլոր ցուցանիշների դեպքում:

Այսպես՝ պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալը 5 տոկոս նշանակալիության պայմաններում բացատրվում է թղթակցային հաշիվների մնացորդներով, այն է՝ պահուստավորման մնացորդներով: Այս կապը հակադարձ համեմատական է՝ 0.07 գործակցով: Վերլուծության արդյունքների համաձայն՝ պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալը 45 տոկոսով բացատրվում է դիտարկված գործոններով:

¹ Գծապատկերը կառուցվել է ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա ԲԲԸ ամսական տեղեկագրերում և պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա:

ՀՀ պետական պարտավորումների շուկայի վրա ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները

Բացահայտվող փոփոխական	Բացահայտող փոփոխական	Coefficients	P-value	R ²
Պետական պարտավորումների թողարկման ծավալ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.10	0.18	0.45
	Լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույք	-0.09	0.06	
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.31	0.02	
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	-0.07	0.02	
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	-0.003	0.85	
	Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջն. եկ.	0.12	0.04	
Միջնաժամկետ պարտավորումների առաջնային եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.62	0.01	0.59
	Լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույք	-0.06	0.64	
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	0.59	0.04	
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	0.13	0.13	
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	0.19	0.0003	
	ՊՊ թողարկման ծավալ	0.07	0.03	
ՊՊ երկրորդային շուկայի եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.55	0.0001	0.6
	Լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույք	0.02	0.82	
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	0.16	0.48	
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	-0.02	0.72	
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	0.14	0.0008	
	Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջն. եկ.	0.08	0.002	

ԴՔԱ-ն բնութագրող ավելի մեծ թվով ցուցանիշներ նշանակալիորեն ազդում են կարճաժամկետ պարտատոմսերի առաջնային շուկայի եկամտաբերության վրա: Մասնավորապես՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և պետական պարտատոմսերում ԿԲ ներդրումների ազդեցությունը ուղիղ համեմատական է համապատասխանաբար՝ 1.31 և 0.16 գործակիցներով, իսկ լոմբարդային ռեպոյի տոկոսադրույքի ազդեցությունը բացասական է. գործակիցը -0.26 է: Բարձր է նաև մոդելի R² գործակիցը՝ 0.74:

Ինչ վերաբերում է պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների եկամտաբերության վրա ԴՔ ցուցանիշների ազդեցությանը, ապա այն ևս 5-տոկոսանոց նշանակալիության պայմաններում բացատրվում է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքով և պետական պարտատոմսերում ԿԲ ներդրումներով (գործակիցները համապատասխանաբար՝ 0.55 և 0.14):

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա ԴՔԱ վերլուծության արդյունքում կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները՝

- Ամբողջովին բացակայում է բաժնետոմսերով կնքված գործարքների և ԴՔ գործիքների միջև առկա կապը. բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը չի արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությանը: Մինչդեռ միջազգային պրակտիկայում հենց բաժնետոմսերի շուկան դիտարկվում է որպես մեխանիզմ, որի միջոցով դրամավարկային քաղաքականության ազդակները

փոխանցվում են շուկայի այլ հատվածներ և իրական տնտեսություն՝ թերևս բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածության պատճառով:

- Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները փաստեցին, որ ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականությունը որևէ կերպ չի անդրադառնում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի, մասնավորապես՝ գործարքների ծավալների վրա՝ մոդելի հավաստիությունը չափազանց փոքր է: Ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերությանը, ապա դրա վրա ևս չի դրսևորվում ԴՔԱ, սակայն դա բացատրվում է կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությամբ: Հաշվի առնելով կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ԴՔԱ էականությունը՝ կարող ենք ասել, որ ԴՔ-ն անուղղակիորեն կարող է ազդել կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա:
- Եթե բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաները չեն արձագանքում ԴՔ փոփոխություններին, ապա պետական պարտատոմսերի շուկան ՀՀ-ում էականորեն ենթարկվում է ԴՔԱ ցուցանիշների ազդեցությանը: Մասնավորապես՝ կախվածությունը նշանակալի է պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների և ԴՔԱ ցուցանիշների միջև, ընդ որում, ամենամեծ ազդեցությունը պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա ունի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Պետական պարտատոմսերի շուկայի ցուցանիշների վրա ազդեցությունը դրական է, այսինքն՝ ԿԲ-ի կողմից ԴՔ մեղմացումն ուղեկցվում է պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության աճով, իսկ զսպող ԴՔ-ը հանգեցնում է պետական պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության անկմանը: ԴՔԱ-ը համեմատաբար թույլ է պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալների վրա, ինչից կարելի է եզրակացնել, որ պետական պարտատոմսերի թողարկումները պայմանավորվում են ԿԲ-ի կողմից վարվող քաղաքականությամբ:

АЙКАЗ АРАМЯН

ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В РА

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, акции, корпоративные облигации, государственные облигации, денежно-кредитная политика, косвенные инструменты воздействия

С целью выявления последствий денежно-кредитной политики Центрального банка Армении (ЦБА), на рынке ценных бумаг был проведен регрессионный анализ. В статье рассматриваются инструменты денежно-кредитной политики, используемые ЦБА. Было оценено влияние показателей денежно-кредитной политики на различные сегменты рынка ценных бумаг Армении, в том числе на рынок акций, корпоративных и государственных облигаций. На основе проведенного анализа, были сделаны соответствующие выводы.

HAYKAZ ARAMYAN

IMPACT OF MONETARY POLICY ON THE SECURITIES MARKET IN RA

Key words: securities market, stocks, corporate bonds, government bonds, monetary policy, monetary policy instruments

A regression analysis was carried out to reveal the consequences of the monetary policy of the Central Bank of Armenia (CBA) on the securities market. Current article examines the instruments of monetary policy implemented by the CBA, assesses the impact of monetary policy indicators on various segments of the Armenian securities market, including equity market, corporate and government bond markets. Based on respective analysis, the relevant conclusions have been drawn.

ՀԱՅԿ ԲԵՋԱՆՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, ՀՊՏՀ

ՏՈԿՈՍԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԷՈՒԹՅՈՒՆՆ ՈՒ ՁԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈՂԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ

Հիմնաբառեր. տոկոսային քաղաքականություն, առևտրային բանկ, վարկային քաղաքականություն, ֆինանսական ռազմավարություն

Տոկոսային քաղաքականության բովանդակության բացահայտման նպատակով անհրաժեշտ է սկզբում դիտարկել առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության ընդհանուր գծերը, ապա առանձնացել դրան բնորոշ խնդիրներն ու նպատակները:

Հոդվածում ներկայացվում են տնտեսագիտական գրականության մեջ «տոկոսային քաղաքականություն» հասկացության էությանն ու բովանդակությանը, ինչպես նաև համապատասխան քաղաքականության ձևավորման սկզբունքներին ու տեսամեթոդական հիմքերին վերաբերող հարցեր:

Տոկոսային քաղաքականության բովանդակության բացահայտման նպատակով անհրաժեշտ է սկզբում դիտարկել ընդհանրապես առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության ընդհանուր գծերը, իսկ հետագայում՝ առանձնացել վերջինիս բնորոշ խնդիրները և նպատակները:

«Քաղաքականություն» (հուն. politike՝ պետության կառավարման արվեստ) եզրույթը, սովորաբար, դիտարկվում է երկու մակարդակում՝ ամբողջ պետության (երկրի) և առանձին տնտեսական սուբյեկտի (մակրո- և միկրո-) մակարդակներում: Այսպես՝ Ս. Ի. Օժոգովի բառարանում տեղ են գտել հետևյալ սահմանումները.

1. «Քաղաքականությունը, որպես պետական իշխանության և պետական կառավարման մարմինների գործունեություն, արտացոլում է հասարակական և հասա-