

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՀԱՅՐԱՊԵՏ ՀՈՎՍԵՓԻ ԱՂԱՋԱՆՅԱՆ

**Կազմակերպւթյ ու ննեթի ֆիւնաւսակաւ ոէսուրսնեթի
ձևալորմաւ հիմնախնդիրնեթը (ՀՀ օրինակով)**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒ ԹՅՈՒՆ

**Ը.00.03-<<Ֆիւնաւսնեթ, հաշվապահակաւ հաշվառում>>
մաւնագիտությ աւբ տնտէսագիտությ աւ թեկնածուի գիտակաւ
աաթճաւի հայ ցմաւ**

**Գիտակաւ ղեկաւար՝ տնտ գիտ դոկտոր,
պրոֆէսոր
Թորոյ աւ Վաաակ Հովհաւննէսի**

Երևաւ 2016

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒ ԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒ ԹՅՈՒՆ	3
ԳԼՈՒԽ 1. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒ ԹՅԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼԸ ՁԵՎԱՎՈՐՈՂ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՌԵՍՈՒՐՍՆԵՐԻ ԲՆՈՒ ԹԱԳՐՄԱՆ ԱՌԱՆՁՆԱՅ ԱՏԿՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐԸ	8
1.1. Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների բնութագրությունը ֆինանսական հաշվետվությունների հիման վրա	8
1.2. Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման աղբյուրները	19
ԳԼՈՒԽ 2. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԻ ՁԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ՀԱՄԱԾԽԱՐՀ ԱՅԻՆ ՓՈՐՁԸ	31
2.1. Կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հայեցակարգերը	31
2.2. Կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման համաշխարհային փորձի վերլուծությունը	57
ԳԼՈՒԽ 3. ՀՀ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ԱՂԲՅՈՒՐՆԵՐԻ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ	77
3.1. ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսավորման և ֆինանսական արդյունքների համեմատական վերլուծությունը	77
3.2. ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսավորման արդյունավետությունն ըստ պարփակող տվյալների վերլուծության	92
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ	107
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՑԱՆԿ	111
Հավելվածներ	116

ՆԵՐԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

Հետազոտության թեմայի արդիականությունը: Ժամանակակից պայմաններում ներդրումային գործընթացի օպտիմալացումը պահանջում է արդյունավետ օգտագործել կազմակերպության ներքին ֆինանսական ռեսուրսների արտաքին և ներքին աղբյուրները, ինչպես նաև հայտնաբերել դրանց ներգրավման նոր հնարավորություններ: Այս դեպքում ֆինանսական ռեսուրսների կազմը և կառուցվածքը, ներդրումների ներգրավման ծավալներն ու հնարավորությունները մեծ մասամբ որոշվում են՝ ելնելով կազմակերպության ոլորտային առանձնահատկություններից:

Կազմակերպության երկարաժամկետ զարգացման վերաբերյալ ռազմավարական որոշումներ կայացնելիս ֆինանսական ռեսուրսների սեփական և փոխառու աղբյուրների հարաբերակցության ընտրությունը կարևորագույն խնդիրներից մեկն է: Ֆինանսական ռեսուրսների կառուցվածքն ազդում է կազմակերպության ներդրումային ռիսկերի մակարդակի, սեփականատերերի, կառավարման, կրեդիտորների շահերի հակասությունների վրա: Որպես արդյունք՝ սեփական և փոխառու կապիտալների հարաբերակցությունը կազմակերպության արժեքի կառավարման հիմնական տարրերից է, սակայն մինչ օրս բացակայում է այդ կարևոր հարաբերակցության վերաբերյալ որոշումների ընդունման ամբողջական ընկալումը:

Կապիտալի կառուցվածքի ուսումնասիրության գործում զգալի ներդրում ունեն արտասահմանցի հեղինակները: Այս համատեքստում մեծ է Ֆ. Մոդիլյանիի և Մ. Միլլերի դերը: Կապիտալի կառուցվածքի ուսումնասիրությամբ զբաղվել են Մ. Ֆրանկը, Վ. Գոյալը, Ռ. Ռաջանոմը, Լ. Չինգալեսը, Ջ. Գրեհամը: Այս համատեքստում արդիական է կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ուսումնասիրման տեսությունների, մասնավորապես՝ ավանդական, փոխզիջումային, տեղեկատվության անհամաչափության, գործակալական հարաբերությունների, շուկային հետևելու, կառավարիչների ներդրումների ինքնուրույնության, ինֆորմացիոն կասկառների հայեցակարգերի քննական վերլուծությունը: Իրականացված

ուսումնասիրությամբ ունենալու հեղինակները վերլուծում են հիմնական գործոնների կարևորությունը կապիտալի կառուցվածքի ընտրության գործում:

Կազմակերպությունների ֆինանսների կառավարման մեթոդաբանական ուղղությունների վերլուծությունը վկայում է այս հարցի շուրջ տարբեր դպրոցների գիտնականների մոտեցումներում առկա տարբերությունների մասին: Այդ տարածայնությունները, նորմատիվ-օրենսդրական նյութերի փոփոխությունների հետ միասին, գործնականում հանգեցնում են մի շարք խնդիրների, այդ թվում նաև անհնարին են դարձնում կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների կառավարման վերաբերյալ միասնական հայեցակարգային տեսակետի մշակումը:

Այս գործընթացի մեթոդաբանական ապահովումն այսօր մեծ նշանակություն ունի, որը պետք է համապատասխանեցնել շուկայական տնտեսության պահանջներին՝ հաշվի առնելով ազգային տնտեսության, քաղաքական և կորպորատիվ զարգացման առանձնահատկությունները:

Հարկ է նշել, որ ՀՀ-ում, կապիտալի կառուցվածքի ավանդական տեսությունների կիրառման հետ կապված՝ առկա են որոշակի խնդիրներ՝ տեղեկատվական բազաների սակավության կամ ոչ հուսալի լինելու պատճառով:

Այսպիսով՝ հետազոտական աշխատանքի արդիականությունը պայմանավորված է ՀՀ կազմակերպությունների կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ձևավորման անհրաժեշտությամբ, որ պահանջվում է երկարաժամկետ զարգացման ռազմավարությունների իրականացման համար:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Աշխատանքի նպատակն է կազմակերպությունների ֆինանսների կառավարման տեսական և գործնական նախադրյալների ուսումնասիրությունը, ֆինանսական ռեսուրսների կառավարման և կառուցվածքի օպտիմալացման մեթոդական մոտեցումների, ՀՀ կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի գնահատման մեթոդական գործիքների մշակումը՝ հաշվի առնելով վերջիններիս գործունեության առանձնահատկությունները:

Առաջ ադրված նպատակների իրագործումը կանխորոշել է հետևյալ խնդիրների լուծումը.

- ✓ «կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսներ» հասկացության և դրա էության հստակեցում,
- ✓ կազմակերպությունների ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման, համալրման աղբյուրների և դրանց օգտագործման ուղղությամբ ունենալիքի դասակարգում,
- ✓ ՀՀ կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հիմնական միտումների ուսումնասիրում,
- ✓ կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի հիմնական տեսությունների շրջանակում ՀՀ կազմակերպություններին բնորոշ առանձնահատկություները որոշող գործոնների դասակարգման մշակում,
- ✓ կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության ունենալիքի բացահայտում:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը կազմակերպությունների տնտեսական գործունեության ունենալիքի, իսկ առարկան՝ ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման հիմնախնդիրները:

Հետազոտության տեսամեթոդաբանական հիմքերը և տեղեկատվական աղբյուրները: Ուսումնասիրության մեթոդաբանական հիմքը հայրենական և արտասահմանյան գիտնականների տեսական և գործնական ուսումնասիրության ունենալիքի կազմակերպությունների ֆինանսական ռեսուրսների կառավարման ոլորտում:

Առաջ ադրված խնդիրները լուծելու համար աշխատանքում օգտագործվել են գիտական ճանաչողության հետևյալ մեթոդները. մաթեմատիկական ճակագրական, տրամաբանական, վերլուծական, տնտեսամաթեմատիկական մոդելավորման և այլն:

Իրականացված վերլուծության ունենալիքի տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ 20 կազմակերպությունների հրապարակած ֆինանսական հաշվետվության ունենալիքը:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորոշյալը: Հետազոտության գիտական արդյունքները և նորոշյալը

կապված են կազմակերպությունների ֆինանսների կառավարման համակարգի կատարելագործման, ֆինանսական ռեսուրսների կազմի և կառուցվածքի օպտիմալացման հետ: Ատենախոսությունում կատարված վերլուծությունների և ուսումնասիրությունների հիման վրա ստացվել են մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթն արտացոլող հիմնական դրույթներն են.

- ✓ Հստակեցվել է «ֆինանսական ռեսուրսներ» և «կապիտալ» հասկացությունների տնտեսական իմաստը, նշվել են դրանց սկզբունքային տարբերությունները, ըստ որոնց ձևավորվել է այն տեղեկատվական հիմքը, որը հնարավորություն է տալիս իրականացնել ու կազմակերպության տնտեսական գործունեության վերլուծությունը:
- ✓ Կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորման տեսության համաշխարհային փորձի ուսումնասիրման հիման վրա ներկայացվել են դրա վրա ազդող հիմնական գործոնները, հիմնավորվել է ՀՀ կազմակերպություններում կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ընտրությունը:
- ✓ Պարփակող տվյալների վերլուծության մեթոդով ՀՀ կազմակերպությունների համար ստացվել և հավաստվել են դրանց համեմատական արդյունավետության գնահատականները:

Հետազոտության գործնական և տեսական նշանակությունը:

Հետազոտության գործնական նշանակությունն այն է, որ դրա հիմնական դրույթներն օգտագործվել են կազմակերպությունների ֆինանսավորման խնդիրների բացահայտման և լուծման համար, որոնց իրականացումը կարող է նպաստել կազմակերպության ֆինանսների կառավարման կատարելագործմանը, ֆինանսական ռեսուրսների կազմի և կառուցվածքի օպտիմալացմանը: Ուսումնասիրության տեսական նշանակությունը այնպիսի մոդելի ձևավորումն է, որը նկարագրում է կապիտալի կառուցվածքի ընտրության գործընթացը ՀՀ-ում:

Հետազոտության արդյունքների վորձարկումն ու հրապարակումները: Հետազոտության հիմնական դրույթները քննարկվել են ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի նիստերում, ինչպես նաև գիտական կոնֆերանսներում:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրապարակվել են երեք գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը: Ատենախոսության կառուցվածքը բխում է հետազոտության նպատակից և խնդիրներից: Այն բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից: Պարունակում է 10 աղյուսակ և 8 հավելված: Ատենախոսությունը շարադրված է 112 էջի վրա (առանց հավելվածների):

ԳԼՈՒԽ 1. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼ Ե ԶԼԱԿՈՐՈՂ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՌԵՍՈՒՐՍՆԵՐԻ ԲՆՈՒԹԱԳՐՄԱՆ ԱՌԱՆՁՆԱՅ ԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

1.1. Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների բնութագրությունը ֆինանսական հաշվետվությունների հիման վրա

Ժամանակակից տնտեսավարման պայմաններում ՀՀ բոլոր կազմակերպություններում, անկախ գործունեության ոլորտից, արդիական են ֆինանսական ռեսուրսներով ապահովման, դրանց առավել ռացիոնալ օգտագործման, ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման աղբյուրների ընտրության խնդիրները: Այդ խնդիրների լուծման ուղղությամբ, նախաառաջ անհրաժեշտ է բացահայտել ու ներկայացնել կազմակերպության <<ֆինանսական ռեսուրսներ>> հասկացության էությունը:

Լ. Ն. Պավլովան ֆինանսական ռեսուրսները սահմանում է որպես <<ընդլայնված վերարտադրության ֆինանսավորման սեփական աղբյուր, որը մնում է կազմակերպության տնօրինման տակ վճարումների և հաշվարկների գծով ընթացիկ պարտավորությունները կատարելուց հետո>>¹: Սակայն ֆինանսական ռեսուրսները գոյություն ունեն ոչ միայն ընդլայնված վերարտադրության, այլ և պարզ վերարտադրության և նույնիսկ դրա կրճատման պայմաններում: Բացի այդ, ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման ժամանակ կարևոր նշանակություն ունեն ոչ միայն սեփական, այլ և ներգրավված միջոցները փոխառությունների, բանկային վարկերի, կրեդիտորական պարտավորությունների մասնակիցների բաժնեմասերի տեսքով և այլն²:

Ֆինանսական ռեսուրսները հիմնականում ապահովում են կազմակերպության վերարտադրողական գործունեությունը: <<Ֆինանսական ռեսուրսները դրամական եկամուտներն ու հասույթներն են, որոնք տնօրինում են տնտեսավարող

¹ Павлова Л.Н., Финансы предприятий: Учебник. - М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998, с.7

² Финансы: Учебник. / под ред. проф. Романовского М.В., проф. Врублевской О.В., проф. Сабанти Б.М. - М.: Изд-во Юрайт, 2000, с.420.

սուբյեկտները, նախատեսված են ֆինանսական պարտավորությունների կատարման, ընդլայնված վերարտադրության ապահովման, աշխատողների տնտեսական խրախուսման և անհրաժեշտ ֆոնդերի ձևավորման համար»³: Ֆինանսական ռեսուրսների հասկացության այսպիսի մեկնաբանությունը ֆորմալ տեսանկյունից չի տարբերվում ֆինանսական միջոցների հասկացության մեկնաբանությունից: Այս հասկացությունները տարանջատելու համար պետք է դիմել <<ռեսուրս>> տերմինին, որը ծագումով ֆրանսերեն բառ է և նշանակում է <<լրացուցիչ միջոցներ>>: Բառարաններում <<ռեսուրս>> բառի տարբեր մեկնաբանություններում բավական հետաքրքիր է հետևյալ նշանակությունը. <<միջոց է, որը կարելի է օգտագործել հարստությունը մեծացնելու համար>>⁴: Այս սահմանումից ելնելով՝ ֆինանսական ռեսուրսները հանդես են գալիս որպես աճ ապահովող միջոցներ, որ արտահայտվում է նյութական բարիքների արտադրության ծավալների մեծացմամբ::

Ժամանակակից տնտեսագիտական բառարաններում ֆինանսական ռեսուրսները ներկայացվում են որպես <<ֆինանսական ակտիվների խումբ, որը գտնվում է կազմակերպության տնօրինության տակ>>⁵: Պետք է ընդգծել, որ <<ֆինանսական ակտիվ>> տերմինը նշված բառարանը չի մեկնաբանում, սակայն տեսության շրջանակներում <<ակտիվներ>> հասկացությունը ներկայացվում է երկու խմբով: Առաջին խմբում իրական ակտիվներն են, որոնք բնութագրում են կազմակերպության տնօրինության տակ գտնվող արտադրական շենքերի և սարքավորումների, նյութական պաշարների, դրամի և արժեթղթերի ամբողջությունը: Երկրորդում ոչ նյութական ակտիվներն են, որոնք ներկայացվում են կազմակերպության ունեցած կամ կազմակերպության կողմից գրանցված արտոնագրերով, օգտագործման իրավունքներով և այլն: Այսպիսով՝ ժամանակակից տնտեսագիտական բառարանի հեղինակների դիրքորոշումն արտահայտվում է <<ֆինանսական ռեսուրսներ>>

³ Барулин С.В., Финансы и кредит., 2-е издание, КноРус, 2015, с. 7

⁴ Oxford Advanced Learner's Dictionary. Oxford University Press, 1995.

⁵<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1DGauHmB1uUSWtjcaHq0WswTVL-IPLZTS0J9AMsrQ#rows:id=1>

հասկացողությունը <<ֆինանսական ակտիվներ>>, <<ֆինանսական հարստություն>>, <<ֆինանսական կապիտալ>> հասկացողություններով փոխարինելու մեջ:

Այս հասկացողությունների նույնացումը հատուկ է նաև ժամանակակից արտասահմանյան տնտեսագետներին: Ամերիկյան տնտեսագետները ֆինանսական կապիտալ, ֆինանսական ունեցվածք, ֆինանսական ակտիվներ ասելով, հասկանում են դրամական միջոցների ամբողջությունը, որոնք նշված են վճարման և հաշվառման փաստաթղթերում /չ եկերում, փոխառություններում, վճարման հանձնարարականներում/, ինչպես նաև տարբեր տեսակի արժեթղթերում:

<<ֆինանսական ռեսուրսներ>> և <<ֆինանսական կապիտալ>> հասկացողությունները սերտորեն փոխկապված են: Դրանց տարբերությունը պարզելու համար անհրաժեշտ է դիմել տնտեսագիտական կարևորագույն հասկացողություններից մեկի՝ <<կապիտալի>> մեկնաբանությանը, որը բարդ է և բազմիմաստ: Ամենաընդհանուր արտահայտմամբ՝ կապիտալը սահմանվում է որպես եկամտի հոսք ապահովող միջոցների ամբողջություն:

Ինչպես ֆինանսական ռեսուրսների էության հարցի քննարկման, այնպես էլ կապիտալի սահմանման դեպքում ժամանակակից տնտեսագետները, տարբեր մոտեցումներ են ցուցաբերում: Մ. Ֆիշերը, օրինակ, կապիտալը սահմանում է որպես <<եկամտային զեղչված հոսք>>, այսինքն՝ դա հարստության ցանկացած տարր է, որն իր տիրոջը բերում է կայուն եկամուտեր կար ժամանակի ընթացքում⁶:

Տնտեսական զարգացման բոլոր տեսությունները կապիտալը դիտում են որպես վերարտադրության գործընթացի մի մաս կամ որպես գործոն: Տարբեր երկրների օրենսդրությունները տարբեր կերպ են սահմանում կապիտալի հասկացողությունը՝ ելնելով դրա առանձնահատկություններից. Օրինակ՝ կազմակերպության կապիտալ, պետության կապիտալ, միավորումների կապիտալ և այլն:

⁶ Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика.- М.: Дело, 1994. С.153.

Ժամանակակից հեղինակների կողմից կապիտալի մեկնաբանության ունենալը առավել մեծ կիրառություն է ստացել հետևյալ սահմանումը. <<Ֆինանսների տեսանկյունից կապիտալը դրամական միջոցների ամբողջությունն է, որոնք ներդրված են կազմակերպության վերարտադրության գործընթացին մասնակցող և շահույթ ապահովող հիմնական և շրջանառու ֆոնդերում>>⁷:

Կապիտալն ընդունում է տարբեր ձևեր՝ իրական, ընդլայնված, բաժնետիրական, շրջանառու, հաստատուն, փոփոխուն, արտադրական, ֆինանսական, ապրանքային, վարկային: Կապիտալն անընդհատ գործողության մեջ պիտի լինի, անընդհատ պետք է վերարտադրվի՝ ստեղծելով նոր արժեքներ:

Հարկ է նշել, որ կազմակերպության կապիտալն ունի երկակի բնույթ, որը բացատրվում է հաշվապահական հաշվեկշռի ակտիվների և պասիվների մասերով: Կապիտալի ակտիվային մասի վերլուծությունը թույլ է տալիս եզրակացություններ կատարել որակական և քանակական փոփոխությունների մասին, որոշել դրա իրացվելիությունը, բնութագրել տեղի ունեցող իրական վերարտադրության գործընթացները, քանի որ կապիտալի ընդհանուր մեծությունն ու կառուցվածքն արտացոլվում են դրա ակտիվում, և, որպես կանոն, այն կազմում է կազմակերպության միջոցների զգալի մասը: Օրինակ՝ հիմնական ֆոնդերում և միջոցներում ներդրած դրամական միջոցների գումարը, կազմակերպության ոչ նյութական ակտիվները և շրջանառու միջոցները ներկայացնում են իրական կապիտալը, որն, իր հերթին, հիմնական և շրջանառու կապիտալների ամբողջությունն է:

Սակայն կապիտալի միայն ակտիվների մասի ուսումնասիրությունը միշտ էլ, որ թույլ է տալիս որակական վերլուծություն իրականացնել: Ուստի անհրաժեշտ է դիտարկել հաշվապահական հաշվեկշռի պասիվների մասում ներկայացված կապիտալը՝ որպես կազմակերպության կապիտալի ձևավորման աղբյուրների ամբողջություն: Հաշվեկշռի արդյունքը կողմնորոշիչ դեր է

⁷ Бланк И.А., Финансовый менеджмент, Учеб. курс. — 2-е изд., перераб. и доп. К.: Эльга, Ника-Центр, 2007, с. 350.

կատարում կազմակերպության տնօրինման տակ գտնվող բոլոր միջոցների գումարային արտահայտության գնահատման առումով: Այդ գնահատականն ամրագրվում է որոշակի ամսաթվի դրությամբ և չի արտացոլում դրամական միջոցների իրական հոսքերի մեծությո՜ւնը, որոնք ստացվելու են ապագայում գույքի տարրերի կամ գույքային համալիրի վաճառքի դեպքում: Խնդիրն այն է, որ կազմակերպության ակտիվների շուկայական արժեքը հաշվեկշիռը կազմելու պահին հայտնի չէ: Այն որոշվում է շուկայական գործընթացների արդյունքում և կարող է զգալիորեն շեղվել հաշվառվածից՝ հատկապես ինֆլյացիոն և այլ տատանումների պայմաններում:

Կազմակերպությունն ազատ դրամական միջոցներ է ներդնում արժեթղթերի ձեռքբերման համար: Կազմակերպության գույքի այս մասը կոչվում է ֆինանսական կապիտալ: Սակայն որպես ֆինանսական կապիտալ կարելի է դիտարկել միայն այն արժեթղթերը, որոնց օգտագործումից կազմակերպությունը կարող է եկամտային մուտքեր ապահովել: Այլ կազմակերպությունների արտադրական գործընթացին չմասնակցող արժեթղթերը կապիտալ չեն համարվում և տուկոս են ապահովում միայն ներդրված միջոցներից: Այդպիսի ներդրումները ևս հանդիսանում են կազմակերպության գույքը: Կազմակերպության ֆինանսները կազմակերպելիս, որ հատուկ է զարգացած շուկայական տնտեսությունն ունեցող երկրներին, գույքային կապիտալի /ապրանքների, աշխատանքների և ծառայության ունենների արտադրության բոլոր գործոնների/ ցանկացած շարժումը նախագրվում է ֆինանսական կապիտալի շարժի հետ: Նույնը վերաբերում է նաև ոչ նյութական ակտիվների շարժին: Գործունեության ցանկացած տեսակի իրականացում պետք է նախապես ուղեկցվի այդ նպատակի համար անհրաժեշտ միջոցների ֆոնդերի ձևավորմամբ, որոնք ներկայացվում են ֆինանսական ակտիվներում: Այս դեպքում կարելի է կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները նույնացնել ֆինանսական կապիտալի հետ, որը ժամանակի տվյալ պահին կենտրոնացվել է՝ օգտագործելու կազմակերպության հետաճգված նպատակներին հասնելու համար: Ֆինանսական ռեսուրսների մեծությո՜ւնն այդ դեպքում հավասար կլինի

ոչ միայն դրամական միջոցներին, այլ նաև ֆինանսական կապիտալին, քանի որ տնտեսական գործողությունների ձևերի բազմազանությունն արտահայտվում է և՛ ապրանքային վարկի տրամադրմամբ, երբ նյութական արժեքների շարժը ներկայանում է որպես մուրհակների շրջանառություն, և՛ կազմակերպությունների կանոնադրական կապիտալում արտոնագրերի, իրավունքների, հիմնական միջոցների օբյեկտների ներդրմամբ, որոնց շարժն իրականացվում է արժեթղթերի շրջանառությամբ:

Կազմակերպության կապիտալի և ֆինանսական ռեսուրսների հասկացությունները սերտորեն կապված են <<ֆինանսական պաշարներ>> հասկացության հետ: Ֆինանսական պաշարներ են համարվում դրամական միջոցների ձևավորման ֆոնդերը, որոնք կարող են ստանալ դրամական արտահայտություն և նպատակային ուղղվածություն՝ առաջադրված խնդիրներին համապատասխան: Ի տարբերություն կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների, ֆինանսական պաշարները հատուկ կուտակվում են որոշակի ժամանակահատվածի ընթացքում: Պահուստային ֆոնդերի նպատակային օգտագործումը հնարավոր է միայն գործառնական գործունեության ընթացքում՝ որպես ֆինանսավորման ժամանակավոր աղբյուր, որին կհետևի միջոցների վերադարձը ֆոնդ, կամ հաշվետու ժամանակաշրջանի ավարտին, կամ նպատակային նշանակության համար պաշարների օգտագործման պահանջների ստացման պահին: Նպատակային օգտագործման թույլ տվություն չունենն բյուջետային և դրանց հավասարեցված ֆոնդերը:

Պաշարների /ֆոնդերի/ կազմավորման հիմք են կազմակերպության կապիտալի ձևավորման և ընդլայնման բոլոր աղբյուրները: Կախված կազմակերպությունների գործունեության նպատակային ուղղվածությունից և օրենսդրական կարգավորումից՝ որպես պաշարների աղբյուր կարող են հանդես գալ նաև դրամական միջոցները, որոնք ընդգրկված են ծախսերում /իրացվող ապրանքի ինքնարժեքը/:

Ֆինանսական ռեսուրսների այդպիսի սահմանման դեպքում չի կարելի սահմանափակվել ֆինանսական ակտիվների շրջանակներով, որոնք արևմտյան տնտեսագետների կարծիքով ոչ իրական կապիտալի

միայն մի մասն են կազմում: Ֆինանսական ռեսուրսներ կարելի է համարել ակտիվների այն ամբողջ խումբը, որոնք հատուկ են կապիտալի հասկացությանը: Գույքային կապիտալի բաշխումը ուղղակի ձևով է կատարվում և դրամային արտահայտությամբ չի ստանում շրջանառության և ոչ մի փուլում: Իսկ կապիտալը հանդես է գալիս ֆինանսական ակտիվների, դրամական միջոցների, դրամային փաստաթղթերի և արժեթղթերի տեսքով, որոնք արժեք չեն ներկայացնում, բայց արժեք են ձեռքբերում տրամադրվող իրավունքների արդյունքում:

Ինչպես հայտնի է, գոյություն ունեն <<ֆինանսական ռեսուրսներ>> և <<կապիտալ>> հասկացությունների մի շարք ձևակերպումներ, որոնք իրենց անբաժանելի միասնականության մեջ հանդիսանում են կազմակերպությունների ֆինանսական կառավարման ուսումնասիրության հիմնական օբյեկտներ: Բերենք գրականությունում բազմիցս հանդիպող ևս մեկ սահմանում, որի համաձայն՝ <<կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները դրամական միջոցների այն մասն են, եկամուտների և արտաքին հասույթների արտահայտությամբ, որոնք նախատեսված են ֆինանսական պարտավորությունների և ընդլայնված վերարտադրության ապահովման հետկապված ծախսերը իրականացնելու համար>>⁸:

Հարկ է նշել, որ շուկայական տնտեսավարման պայմաններում կառավարիչները՝ մենեջերները, հաճախ են օգտագործում <<կապիտալ>> հասկացությունը, որը մի կողմից՝ արտադրության օբյեկտիվ գործոն է, իսկ մյուս կողմից՝ կազմակերպության կողմից օգտագործվող ֆինանսական ռեսուրսների այն մասը, որը ներդրվել է եկամուտ ստանալու ակնկալիքով: Այս իմաստով, կապիտալը հանդես է գալիս որպես ֆինանսական ռեսուրսների փոխակերպված ձև⁹:

Այդպիսի ձևակերպմամբ <<ֆինանսական ռեսուրսներ>> և <<կապիտալ>> հասկացությունների միջև տարբերությունն այն է, որ ժամանակի ցանկացած պահի ֆինանսական ռեսուրսները կա՛մ մեծ, կա՛մ հավասար են կապիտալին: Հավասարությունը արտահայտվում է

⁸ Финансы фирмы: Курс лекций / Под ред. И.П. Мерзлякова. - М.: ИНФРА-М, 1998. с.64.

⁹ Նույն տեղում:

այն իրավիճակում, երբ կազմակերպությունը չունի որևիցե ֆինանսական պարտավորություն, և առկա բոլոր ֆինանսական ռեսուրսները շրջանառության մեջ են որպես կապիտալ: Սակայն կապիտալի և ֆինանսական ռեսուրսների չափերի հավասարությունը կազմակերպության արդյունավետաշխատանքի չափանիշ չէ, քանի որ իրականում այդպիսի իրավիճակում գտնվելն անհավանական է: Ֆինանսական հաշվետվությունների սահմանված ձևերը հնարավորություն չեն տալիս ֆինանսական ռեսուրսի և կապիտալի միջև գտնվող տարբերություն, քանի որ ստանդարտ հաշվապահական հաշվեկշռում ներկայացվում են ոչ թե բոլոր ֆինանսական ռեսուրսները, այլ դրանց փոխակերպված ձևերը՝ պարտավորություններն ու կապիտալը:

Ֆինանսական ռեսուրսների էությունն ուսումնասիրելիս զգալի դժվարություն է ներկայացնում դրա ձևավորման աղբյուրների և բաղկացուցիչ մասերի բացահայտման խնդիրը: Ժամանակակից տնտեսագիտական գրականության մեջ կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները դրամական միջոցների այն ամբողջությունն են, որը կենտրոնացվում է կազմակերպության կողմից գործունեության բոլոր տեսակների իրականացման նպատակով անհրաժեշտ ակտիվների ձևավորման համար: Այս հարցը պարզելիս անհրաժեշտ է հիշել հաշվապահական հաշվառման հիմնական սկզբունքներից մեկը՝ կրկնակի գրանցման համակարգի առկայության սկզբունքը, որը նախատեսում է արժեքների գնային արտահայտման գրանցումը ակտիվում, իսկ աղբյուրներինը՝ պասիվում: Ելնելով սահմանման տնտեսագիտական իմաստների ներկայացված շարքից, որոնց համաձայն՝ <<ռեսուրս>> հասկացությունը մտնում է <<ֆինանսական ռեսուրսներ>> հասկացության մեջ, կարելի է եզրակացնել, որ վերջիններիս ծագման աղբյուրը ֆինանսական հարաբերություններն են: Ֆինանսական ռեսուրսները հանդես են գալիս որպես նյութական բարիքների ծավալների աճն ապահովող միջոցներ: Ֆինանսական ռեսուրսների շարժը մշտապես ներկայանում է որպես արժեքի միակողմանի տեղաշարժ: Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների տարրեր են որոշակի ժամանակամիջոցում կազմակերպության բոլոր տեսակի

գույքի արժեքները, որոնք օգտագործվում են բնական հաշվարկներում և մասնակցում են արժեքի բաշխման գործընթացին: Դրանք են՝

- Դրամական միջոցների, արժեթղթերի, վճարային փաստաթղթերի և ֆինանսական այլ ակտիվների ամբողջությունը, որը ներդրված է կազմակերպության հիմնական և շրջանառու ֆոնդերում: Սեփական կապիտալը կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների հիմնական և ակտիվ մասն է: Սեփական կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության հնարավորությունն էլ թույլ է տալիս դրան դասել կազմակերպության ռեսուրսների շարքը:

- Սեփականության իրավունքով կազմակերպության տնօրինման տակ գտնվող գույքը՝ դրամային արտահայտությամբ: Կազմակերպության գույքի օգտագործման, ֆունկցիոնալ նշանակության փոփոխության հնարավորությունը կանխորոշում է այն ֆինանսական ռեսուրսների շարքը դասելը;

- Այլ սեփական ֆոնդերը և միջոցները, որոնք գտնվում են կազմակերպության տնօրինման տակ: Դրանք տվյալ պահին հնարավոր չէ օգտագործել կազմակերպության գործունեության մեջ, կազմակերպությունից դուրս, ուստի կիրառվում են այլ կազմակերպությունների զարգացման նպատակով:

Որպես կանոն, կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսներ են համարվում կազմակերպության միջոցների առկա և հնարավոր ֆոնդերի ամբողջությունը, որը կարելի է արտահայտել դրամով և հնարավոր է օգտագործել ֆինանսատնտեսական գործունեության ընթացքում:

Գործող կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները և կապիտալը տարբեր մեծություններ են: Ֆինանսական հաշվետվությունները կազմվում են այնպես, որ ֆինանսական ռեսուրսների և կապիտալի միջև տարբերությունը դժվար է լինում բացահայտել: Խնդիրն այն է, որ ստանդարտացված հաշվետվությունների մեջ ոչ թե ներկայացված են ֆինանսական ռեսուրսները՝ որպես այդպիսին, այլ դրանց փոխակերպված ձևերը՝ կապիտալը և պարտավորությունները:

Գործնականում կառավարման ենթակա են ոչ թե իրական կատեգորիաները, այլ դրանց փոխակերպված ձևերը, այդ իսկ պատճառով ստանդարտացված ֆինանսական հաշվետվության ունենում, գործնական նպատակահարմարության հետևից ելնելով, հենց դրանք են արտացոլված:

Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները ձևավորվում են դրա հիմնադրման և ֆինանսատնտեսական գործունեության ընթացքում:

Կազմակերպության ստեղծման պահին հիմնադիրների ներդրումների հաշվին ձևավորվում է կանոնադրական կապիտալը: Բարիքների արտադրության, աշխատանքների և ծառայությունների կատարման ընթացքում ստեղծվում է նոր արդյունք, որը չափվում է իրացումից հասույթի գումարով: Հասույթի բաշխմամբ սկսվում են համաօտաախան գործընթացները: Ստացված հասույթից փոխհատուցվում են կազմակերպության կատարած ծախսերը:

Հասույթի հետագա բաշխումը կապված է ամորտիզացիոն հատկացումների հետ, որը հիմնական ֆոնդերի և ոչ նյութական ակտիվների վերարտադրության աղբյուր է: Հասույթի հիմնական մասը համախառն շահույթն է կամ նոր ստեղծված արժեքը, որն ուղղվում է աշխատավարձի, հարկերի վճարմանը և պարտադիր վճարների կատարմանը, որոնք ներառված են արտադրանքի ինքնարժեքի մեջ: Եթե բոլոր ծախսերը ֆինանսավորելուց հետո կազմակերպության մոտ մնում են միջոցներ, ապա դա կազմում է շահույթը: Ֆինանսական հաշվետվության ունենների մեջ դա արտացոլված է որպես ֆինանսական արդյունք, որում ներառված են կազմակերպության տարբեր տեսակի գործունեության ունեններից ստացված շահույթը:

Շահույթը և ամորտիզացիոն հատկացումները կազմակերպության ունում ներդրված շրջանառում միջոցներն են և համարվում են սեփական ֆինանսական ռեսուրսներ, որոնք կազմակերպությունը տնօրինում է ինքնուրույն: Դրա հետ մեկտեղ, ֆինանսատնտեսական գործունեության փորձը ամորտիզացիան դիտարկում է ոչ թե որպես հիմնական միջոցների վերարտադրության աղբյուր, այլ մաքուր ֆինանսական ռեսուրս:

Միջազգային ստանդարտներով ամրագրված և, դրանց համապատասխան, ՀՀ օրենսդրության համաձայն՝ առևտրային կազմակերպությունները վարում են հաշվապահական հաշվառում, որի անմիջական պահանջներից է հաշվետվողականությունը: Կազմակերպության ֆինանսական դրությունը բնութագրող առանցքային տվյալներ է պարունակում կազմակերպության ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվությունը, որը ֆինանսական գրականության մեջ ստացել է հաշվեկշիռ անվանումը: Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները ներկայացված են հաշվեկշռի պասիվներում և բաժանվում են սեփական և փոխառու միջոցների, իսկ դրանց վերաբաշխումը երևում է հաշվեկշռի ակտիվում:

Սեփական կապիտալը ներառում է կանոնադրական կապիտալը, պահուստային կապիտալը և չբաշխված շահույթը:

Կրեդիտորական պարտավորությունները, այսինքն՝ փոխառու միջոցները կազմակերպության կարևորագույն ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուրն են: Կրեդիտորական պարտավորությունները ներկայացնում են կազմակերպության պարտավորությունները մատակարարների և կապալառուների, կազմակերպության աշխատողների, պետության և այլ կրեդիտորների հանդեպ, ինչպես նաև ստացված վարկերը և փոխառությունները:

Այսպիսով՝ **կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները համարվում են** դրա կապիտալի, գույքի և այլ միջոցների ամբողջությունը՝ դրամական արտահայտությամբ, և գործող օրենսդրության սահմաններում ուղղված են կազմակերպության զարգացման նպատակով մշտական և ժամանակավոր օգտագործմանը:

1.2. Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման աղբյուրները

Կազմակերպության տնօրինման տակ գտնվող ֆինանսական ռեսուրսների ծավալով են որոշվում ընթացիկ և ոչ ընթացիկ ակտիվների ձևավորման, կապիտալ ներդրումների իրականացման, շրջանառու կապիտալի լրացման, կրեդիտորների հանդեպ ունեցած ֆինանսական պարտավորությունների կատարման և այլ հնարավորություններ: Կարևոր նշանակություն ունի ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման աղբյուրների ընտրությունը, կառուցվածքը՝ սեփական և փոխառու աղբյուրներով ստացված հարաբերակցությունը:

Կապիտալն իր շրջանառության ժամանակահատվածում հաջորդաբար անցնում է շրջապտույտի երեք պարբերաշրջան՝ նախապատրաստական, արտադրական և իրացման:

Ֆինանսական ռեսուրսները, որպես ինքնուրույն արժեքային ամբողջություն, առանձնանում են վերարտադրման գործընթացի այն փուլում, երբ արժեքի աճ ապահովող ապրանքային կապիտալը դրամական արտահայտություն է ստանում և շրջանառության մեջ մտնելով՝ հանդես է գալիս որպես դրամական միջոցների ամբողջություն: Այդ փուլում է պարզվում, որ նախապես կատարված ծախսերի գումարի նկատմամբ առկա է դրամական կապիտալի որոշակի ավելցուկ, որն անհրաժեշտ է աճող ծավալներով արտադրությունը վերսկսելու համար: Այդ ավելցուկի գոյությունը պայմանավորող գործոններից են.

- հիմնական միջոցների սկզբնական արժեքի լրիվ վերականգնման համար կատարվող ամորտիզացիոն հատկացումների գումարների կուտակումը, որն ապահովում է դրանց լրիվ մաշվածության վերականգնումը,

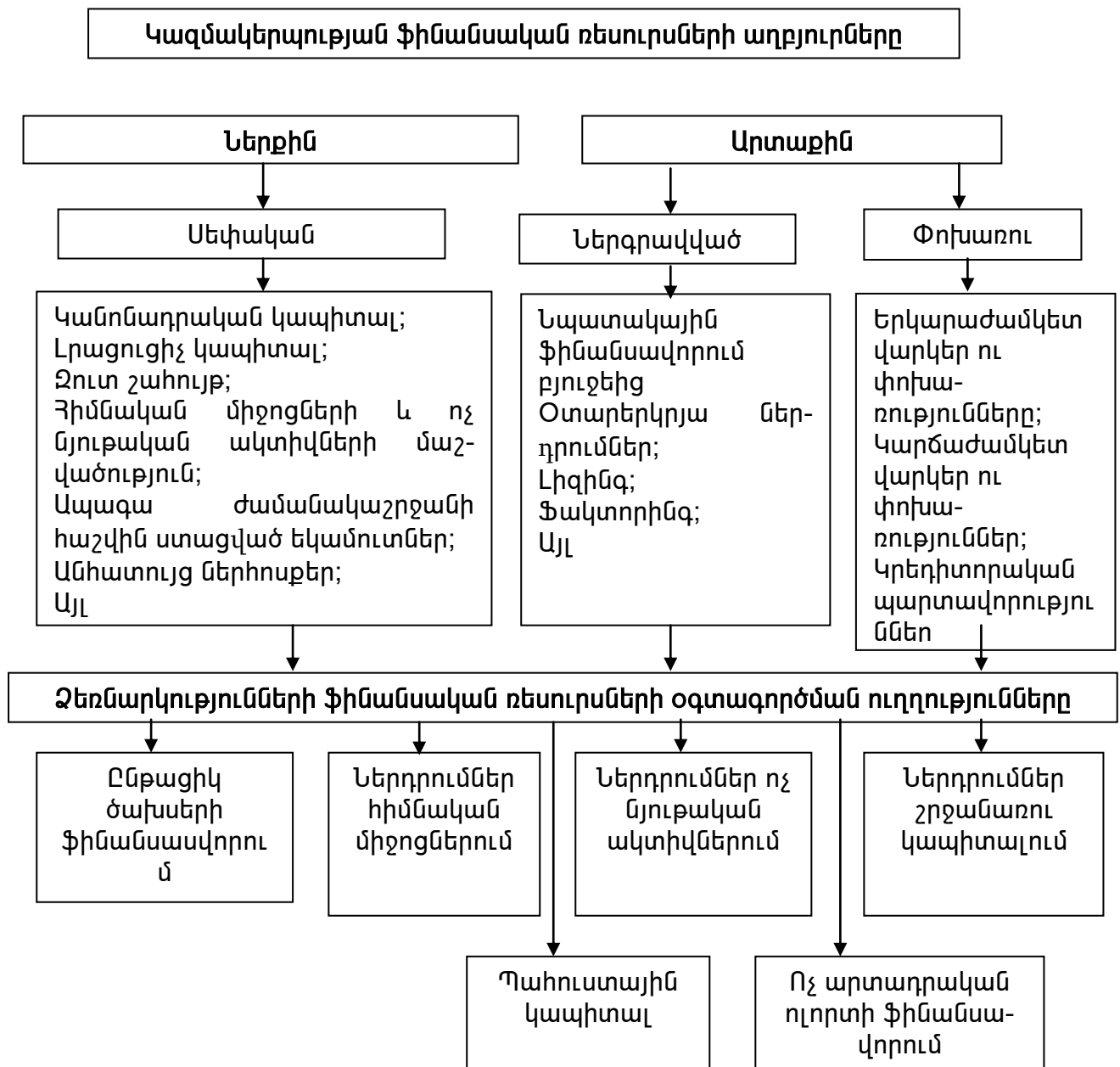
- գուտշահույթի ձևավորումը, որն մնում է կազմակերպության տնօրինման տակ ընթացիկ գործունեության սպասարկման հետ կապված բոլոր պարտավորությունները մարելու ց հետո,

- շրջանառու կապիտալի ավելցուկը, որն առաջանում է դրատարրերի առանձին բաղադրիչների անհավասարաչափ շարժման հետ (շրջանառու ֆոնդերի ձեռքբերումը, ժամանակային առումով, հաճախ չի համընկնում պատրաստի արտադրանքի վաճառքի հետ, որը կապիտալի՝ դրամային ձևով այս կամ այն չափով օգտագործվելու պատճառ է դառնում):

Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման վերոնշյալ գործոնները որոշում են սեփական ֆինանսական ռեսուրսների քանակական կազմը, որը ներառում է ամորտիզացիոն ֆոնդը, շահույթի կուտակվող մասը, ինչպես նաև դրամական կապիտալի այլ տարրեր:

Կառավարիչների համար առավել մեծ հետաքրքրությունն է ներկայացնում կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուրների կառուցվածքի ուսումնասիրությունը, որոնք ներկայացվում են հաշվեկշռի պասիվային մասում:

Ֆինանսական ռեսուրսները ձևավորվում են մի շարք աղբյուրների հաշվին, որոնք բաժանվում են երկու մեծ խմբի՝ ներքին (սեփական) ու արտաքին (ներգրավված), և օգտագործվում են կազմակերպությունների կողմից գործառնական, ներդրումային, ֆինանսական և գործունեության այլ տեսակների ու ընդհանրապես տնտեսական գործունեության ֆինանսավորման համար: Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման և օգտագործման հետ կապված՝ ֆինանսական հարաբերություններն իրականացվում են դրամական հոսքերով միջնորդավորված, որոնք իրենց հերթին ազդում են հաշվապահական հաշվեկշռի ամբողջ կառուցվածքի, ակտիվների և պասիվների, կազմակերպության ֆինանսական կայունության և բնականոն գործունեության վրա: Այսպիսով՝ դրամական հոսքերի շրջապտույտի արդյունքում ձևավորվում և օգտագործվում են տարբեր ֆինանսական ռեսուրսներ, որոնք կարող են ներդրվել կազմակերպության շրջանառու և ոչ շրջանառու ակտիվներում: Ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուրների կազմը և դրանց օգտագործման ուղղությունները ներկայացված են նկ. 1.1-ում:



Ֆիլ Նկ. 1.1. Ձեռնարկությունների ֆինանսական ռեսուրսների օգտագործման ուղղությունները

Իրական արժեքները ձևավորում են օգտագործումը և աճի ու հատկացումների մեծություններով, իսկ փոխակերպված մեծությու-
ններով՝ կազմակերպության աշխատակիցների, հարկային մար-
միսների, արտաբյուջետային ֆոնդերի և այլ կազմակերպություն-
ների հանդեպ ունեցած պարտավորություններով:

Շահույթը տնտեսական և սոցիալական զարգացման ֆինանսա-
վորման հիմնական աղբյուրն է, իսկ շահութաբերությունը՝

ակտիվների ու կապիտալի օգտագործման, ներդրումային ծրագրերի ընտրության ու իրականացման հիմնական չափանիշը: Ծահույթ ստանալը ձեռնարկատիրության մեջ զբաղվող ցանկացած տնտեսավարող սուբյեկտի անհրաժեշտ պայմանն է: Հաշվետու ժամանակաշրջանում կազմակերպության գուտ շահույթը ձևավորվում է ֆինանսատնտեսական գործունեության արդյունքում ստացվող շահույթի տեսքով, որը կազմավորվում է արտադրանքի (աշխատանքների, ծառայությունների) իրացումից հասույթի և ինքնարժեքի տարբերությունից, ինչպես նաև շահութահարկի գծով նվազեցումների տարբերությունից: Այսինքն՝ գուտ շահույթը ձևավորվում է ներդրումային, գործառնական և ֆինանսական գործունեությունից ստացված շահույթի և շահութահարկի գծով նվազեցումների տարբերությունից:

Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների ռազմավարական կառավարման մոդելների մշակումը ենթադրում է այնպիսի կարևոր հարցի լուծում, ինչպիսին շահույթի բաշխման օպտիմալացումն է սեփականատիրոջ և ներդրողի միջև: Երկու շահաբաժնային քաղաքականության ընտրությունը, հաշվի առնելով ազդող գործոնների ամբողջությունը, թույլ կտա իրականացնել ֆինանսական կառավարման հիմնական նպատակները՝ առավելագույնի հասցնելով բաժնետերերի համախառն եկամուտը, կազմակերպության շուկայական գնի շարունակական աճը, սեփական և արտաքին աղբյուրներից ֆինանսավորման արդյունավետ հարաբերակցությունը:

Չարգացած երկրներում գործող կազմակերպություններն օգտվում են ֆինանսավորման տարբեր աղբյուրներից: Կառուցվածքային տեսակետից հիմնական աղբյուրներ են բանկային վարկը, փոխառությունները և տարատեսակ արժեթղթերի թողարկումը:

Արտադրության զարգացման նպատակով շահույթից հատկացումները նպաստում են հաշվեկշռում ակտիվի, համապատասխանաբար նաև պասիվի մեծությունների ավելացմանը՝ սեփական միջոցների ծավալների մեծացման հաշվին: Այդ դեպքում փոխառու և սեփական կապիտալների հարաբերակցությունը

փոփոխվում է, որը նվազեցնում է սեփական կապիտալի եկամտաբերությունը:

Ամորտիզացիոն հատկացումները ֆինանսական ռեսուրսների ամենակայուն աղբյուրն են համարվում, որոնք ձևավորում են կազմակերպության սեփական ներդրումային ռեսուրսները:

ՀՀ հարկային օրենսդրության համաձայն՝ ամորտիզացիոն հատկացումների գումարները դիտարկվում են որպես արտադրության և իրացման հետ կապված ծախսեր և հաշվի են առնվում կազմակերպության հարկվող շահույթը հաշվարկելիս:

Ֆինանսական ռեսուրսների համալրման մյուս ներքին հնարավորությունները կապված են հիմնական միջոցների վերագնահատման հետ: Այդ տեսակետից կազմակերպությունները մեծապես շահագրգռված են գույքային համալիրի արժեքն ավելացնելու հարցում: Դա բացատրվում է նաև ներդրողների շրջանում առավել հեղինակավոր դիրք գրավելու նրանց ցանկության հետ: Ինչպես ցույց է տալիս փորձը, հիմնական միջոցների գնահատումը կազմակերպությունների գույքի կառավարման հիմքն է: Այն թույլ է տալիս ակտիվների շուկայական արժեքն ավելացնելով՝ լուծել ակտիվների արդյունավետ կառավարման խնդիրը, բարելավել կազմակերպության ներդրումային գրավչությունը, կառավարել արտադրական և ֆինանսական ռիսկերը, որոնք, ընդհանուր առմամբ, հանգեցնում են կազմակերպության մրցունակության աճի:

Մյուս կողմից, սակայն, հիմնական ֆոնդերի գերագնահատումը զգալի հետևանքներ է ունենում շահութահարկի և գույքահարկի ծավալների վրա: Դա կապված է այն հանգամանքի հետ, որ հիմնական ֆոնդերի գերագնահատումը հանգեցնում է դրանց սկզբնական արժեքի փոփոխության, որը հիմք է դառնում ամորտիզացիոն հատկացումների տարեկան գումարը հաշվելու համար: Հիմնական միջոցների գերագնահատումը հանգեցնում է դրանց մնացորդային արժեքի փոփոխությանը, որն ընդգրկվում է գույքահարկի հարկային բազայում: Բացի այդ, գույքահարկի աճը ազդում է ֆինանսական արդյունքների վրա, և գույքահարկի <<տնտեսված>> գումարի չափով ավելանում է հարկվող շահույթը: Քանի որ շահութահարկի դրույքաչափը զգալիորեն բարձր է գույքահարկից,

կազմակերպությունների համար առավել շահավետ է մեծացնել ամորտիզացիոն հատկացումները, որոնք համարվում են շահութահարկի հաշվարկման հետկապված ծախսեր:

Պարբերական հրապարակվող հաշվետվությունները վկայում են այն մասին, որ, ընդհանուր առմամբ, հիմնական միջոցների արժեքի աճը հանգեցնում է կազմակերպության շահույթի անկման, իսկ հիմնական միջոցների արժեքի նվազումը, ընդհակառակը՝ նշված հարկերի ընդհանուր գումարի մեծացման: Ամորտիզացիոն նորմերի մեծացումը, հարկման տեսանկյունից, առավել շահավետ է դարձնում հիմնական միջոցների արժեքի բարձրացումը և, համապատասխանաբար, պակաս շահավետ՝ դրանց արժեքի կրճատումը: Հիմնական միջոցների մաշվածության աստիճանի աճին զուգընթաց կազմակերպության շահութահարկի և գույքահարկի տարբերությունը նվազում է, ուստի և հաշվապահական հաշվետվություններում հիմնական միջոցների արժեքի թե՛ աճը, թե՛ նվազումը էական նշանակություն չեն ունենում:

Այնուամենայնիվ, կազմակերպությունները չպետք է հիմնական միջոցների գերազնահատման հարցերին հարկերի օպտիմալ մակարդակի տեսանկյունից մոտենան, քանի որ կազմակերպության գույքի արժեքի չհիմնավորված աճը հանգեցնում է բացասական հետևանքների գնագոյացման առումով: Այսպիսով՝ հիմնական միջոցների գերազնահատման հարցը լուծելիս անհրաժեշտ է հաշվի առնել ինչպես շահութահարկի և գույքահարկի չափերի փոփոխությունը, այնպես էլ գնագոյացման գործոնները, արտադրական և սոցիալական ոլորտներում ֆինանսավորման վերաբերյալ պահանջները, քանի որ ներդրումներն արդյունավետ են միայն դրանց շահութաբեր գործունեության դեպքում:

Ինչպես վերը նշվեց, հիմնական միջոցների արժեքի աճն ունի իր սահմանը, քանի որ հանգեցնում է իրացվող ապրանքի (աշխատանքի, ծառայության) գնի բարձրացման: Իսկ վերազնահատման դեպքում հիմնական միջոցների արժեքի նվազումը, մեր կարծիքով, նպատակահարմար է միայն հետևյալ դեպքերում և պայմաններում. մաշվածության նորմը փոքր է, հիմնական միջոցների

մաշվածության մակարդակը՝ բարձր, հիմնական միջոցների արժեքի նվազումը՝ 10%-ից ավելի:

Ամորտիզացիոն հատկացումները, դիտարկելով որպես կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուր, անհրաժեշտ է նշել, որ այդ գումարները կարելի է օգտագործել ոչ միայն հիմնական կապիտալի պարզ վերարտադրության ապահովման տեսանկյունից, այլև որպես լրացուցիչ միջոցների ներգրավման աղբյուր տնտեսական գործունեությունն ընդլայնելու համար: Այս դեպքում ամորտիզացիոն հատկացումները կլինեն <<սառեցված>> միջոցներ, որոնք կարող են օգտագործվել ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ ապագա ժամանակաշրջանների հիմնական ֆոնդերի անհրաժեշտ կառուցվածքի ձևավորման նպատակով:

Չարգացած տնտեսությամբ երկրներում ամորտիզացիոն հատկացումները ներդրումային ֆինանսավորման կարևոր աղբյուրներից են: Հայաստանի արդյունաբերական կազմակերպություններում ինքնարժեքի ամորտիզացիոն հատկացումների մասնաբաժինը մեծ է: Դա առաջին հերթին բացատրվում է նրանով, որ լուրջ ֆինանսական դժվարություններ ունեցող կազմակերպությունները ամորտիզացիոն միջոցներն օգտագործում են ընթացիկ արտադրության կարիքների համար:

Կազմակերպությունների ֆինանսական ռեսուրսների մյուս աղբյուրը կրեդիտորական պարտավորություններն են, որոնք գտնվում են նրանց անընդհատ տիրապետման տակ: Հիմնականում դրանք մատակարարների, աշխատավորների և հարկերի գծով պարտավորություններն են: Այս աղբյուրների դերը մեծանում է հատկապես ճգնաժամային իրավիճակներում:

Ֆինանսական ռեսուրսների **արտաքին կամ ներգրաված աղբյուրները** պայմանականորեն կարող են բաժանվել երկու խմբի՝ սեփական և փոխառու: Այսպիսի բաժանումը պայմանավորված է կապիտալի գոյացման ձևով: Կապիտալը նախ ներդրվում է արտաքին մասնակիցների կողմից՝ որպես ձեռնարկատիրական կապիտալ: Ձեռնարկատիրական կապիտալն իր մի մասով մասնակիցների (բաժնետերերի) ներդրումների արդյունք է՝ սեփական ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորում, իսկ մյուս մասով՝ փոխառվական

կապիտալի ներդրման արդյունք՝ փոխառու ֆինանսական միջոցների ձևավորմամբ: Փոխառվական կապիտալը դրամական կապիտալն է, որը տրամադրվում է պարտքով՝ հետ վերադարձնելու պայմանով¹⁰: Ի տարբերություն ձեռնարկատիրական կապիտալի, փոխառվական կապիտալը ներգրավվում է դրամական միջոցների ժամանակավոր օգտագործման նպատակով՝ առևտրային պայմաններով:

Կազմակերպությունում գործող կապիտալը, ինչպես ֆինանսական ռեսուրսները, ձևավորման արդյունքներով բաժանվում են սեփականի և փոխառուի: Կազմակերպության կապիտալը՝ իր ձևավորման և փոփոխության բոլոր արդյունքներով հանդերձ, ներկայացվում է հաշվապահական հաշվեկշռի պասիվներում և, որպես կանոն, կազմում այդ կազմակերպության միջոցների հիմնական մասը:

Կազմակերպությունը ֆինանսական ռեսուրսների զգալի մասը ներգրավում է իր ստեղծման պահին և տնօրինում է դրանք գործունեության ողջ ընթացքում: Ֆինանսական ռեսուրսների այդ մասի արդյունք է կազմակերպության կանոնադրական կապիտալը: Ըստ էության, այստեղ <<ֆինանսական ռեսուրսներ>> և <<կապիտալ>> հասկացությունները նույն նշանակությունն ունեն: <<Ֆինանսական միջոցները, որոնք առանց ժամանակային սահմանափակման ներդրվում են կազմակերպության սեփականատերերի կամ բաժնետերերի կողմից, հաշվեկշռում արտացոլվում են որպես սեփական կապիտալ>>¹¹: Այլ կերպ ասած՝ սեփական կապիտալը կազմակերպությանը շահույթ կամ ցանկացած այլ ձևով հավելյալ արդյունք ստեղծող դրամական միջոց է: Կազմակերպության սեփական կապիտալը հիմք է հանդիսանում նրա հետագա գործունեության և զարգացման համար: Սեփական կապիտալի մի զգալի մասը նրա կանոնադրական կապիտալն է (ֆոնդը), որը ձևավորվում է սեփականատիրոջ կողմից կազմակերպության ստեղծման պահին: Կախված կազմակերպության կազմակերպարարական ձևից՝ նրա կանոնադրական կապիտալը ձևավորվում է արժեթղթերի թողարկման, դրանց տեղաբաշխման ու վաճառքի, կանո-

¹⁰ Финансы фирмы: курс лекций / Под ред. И.П. Мерзлякова. - М.: ИНФРА-М, 1998. с. 105-115

¹¹ Вестник экономики. - 2000 г., - № 12. С.6.

նադրական կապիտալ ու մ բաժնեմասերի, փայ աբաժինների ներդրման միջոցով՝ օրենսդրությամբ սահմանված կարգով:

Կազմակերպության գործունեության ընթացքում կանոնադրական կապիտալը կարող է փոփոխվել՝ փոքրանալ կամ մեծանալ նրաներքին ֆինանսական ռեսուրսների հաշվին: Ուստի կազմակերպության սեփական կապիտալի համալրման աղբյուր է հանդիսանում լրացուցիչ կապիտալը (ֆոնդը), որը ֆինանսատնտեսական գործունեության մի քանի տեսակներից դրամական արտահայտությամբ ստացված միջոցների խումբ է: Բացի սեփական կապիտալից, կազմակերպությունը կարող է իր գործունեության ընթացքում օգտագործել նաև այլ մասնակիցներից ստացվող լրացուցիչ միջոցները:

Կազմակերպությունների խիստ նպատակային նշանակության ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուր են հանդիսանում բյուջետային միջոցները: Հիմնական ֆոնդերի վերարտադրության նպատակով կազմակերպությունը հատկացվող պետական ներդրումները ֆինանսավորվում են պետական կամ համայնքային բյուջեներից՝ անվերադարձ կամ վերադարձնելու պայմանով, կենտրոնացված կապիտալ ներդրումների ծավալներով:

Կազմակերպությունների սեփական անբավարար ֆինանսական ռեսուրսների պայմաններում գործառնական և ներդրումային գործունեության ֆինանսավորումը ենթադրում է փոխառու կապիտալի շուկայի ընդլայնում: Կազմակերպության ֆինանսների կառավարման կազմակերպումը օբյեկտիվորեն պահանջում է ոչ միայն սեփական ֆինանսական, այլև դրամավարկային հարաբերությունների օգտագործում, քանի որ վարկեր ստանալու նպատակները պայմանավորված են տնտեսությունում կրկին ստեղծված արժեքի դրամային ձևի վերաբաշխման օբյեկտիվ անհրաժեշտության հետ:

Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների **ներգրավված փոխառու աղբյուրներ են** վարկերի, դրամական արտահայտությամբ փոխառությունների բոլոր գումարները, որոնք կարող են հանդես գալ դրամական և ֆինանսական այլ ակտիվների ու ֆոնդերի

կառուցվածքով՝ մշտապես գտնվելով կազմակերպության տիրապետման տակ:

Շուկայական հարաբերությունների պայմաններում, չնայած սեփականության բազմաձևությանը և, դրա հետ կապված, միջոցներ ներգրավելու հնարավորությունների ընդլայնմանը, նշանակալիորեն մեծացել է բանկային վարկի՝ որպես շրջանառում միջոցների ֆինանսավորման աղբյուրի դերը¹²:

Փոխառու կապիտալը հանդես է գալիս հիմնականում բանկային վարկերի և այլ փոխառությունների կառուցվածքով: Ֆինանսական ռեսուրսների կառուցվածքում դրանք հանդես են գալիս համապատասխան տարատեսակներով ու ներգրավման սկզբունքներով:

Փոխառու կապիտալն ընդգրկում է ֆինանսական ռեսուրսների այնպիսի տեսակներ, որոնք ունեն շրջանառության առանձնահատուկ ուղղություններ: Դրանց ազդեցությունը կազմակերպության վերջնական ֆինանսական արդյունքների վրա տարբեր է: Բացի այդ, մեծ նշանակություն ունի դրանց տարատեսակների փոխադարձ ազդեցությունն աստիճանը: Այստեղից էլ առաջանում է դրանց փոխադարձ փոխարինելիության և արդյունավետ հարաբերակցության խնդիրը: Յուրաքանչյուր կազմակերպություն ինքը պիտի որոշի սեփական և փոխառու ռեսուրսների թույլատրելի հարաբերակցությունը: Ինքնաֆինանսավորման արդյունավետության ունը և մակարդակը կախված են կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների ընդհանուր ծավալում սեփական աղբյուրներից ձևավորված կապիտալի տեսակարար կշռից: Չարգացած արդյունաբերական երկրներում դա անհամեմատ բարձր է, եթե սեփական միջոցների բաժինը գերազանցում է ֆինանսավորման ընդհանուր ծավալի 60%-ը:

Չարգացած տնտեսությունն ունեցող երկրներում ներդրումների արտաքին ֆինանսավորման կարևորագույն աղբյուրներ են համարվում բանկային վարկերը և արժեթղթերի թողարկումը:

¹² Բադանյան Լ. Հ., Կարճաժամկետ ֆինանսական կանխատեսումը արտադրական կազմակերպություններում, Երևան <<Տնտեսագետ>>, 2000, էջ 30-40:

Կախված այն ժամանակահատվածից, որի ընթացքում ներգրավված փոխառու ֆինանսական ռեսուրսները գտնվում են կազմակերպության տիրապետման տակ, փոխառությունները բաժանվում են կարճաժամկետի (մինչև 1 տարի), միջին ժամկետային (մեկից մինչև 5-8 տարի) և երկարաժամկետի (10 և 20 տարի): Այս բաժանումը պայմանական բնույթ է կրում և կախված է տվյալ երկրի ֆինանսական օրենսդրությունից, ֆինանսական հաշվետվության վարման կանոններից: Պետք է նշել, որ այսօր անհրաժեշտ չափով փոխառու միջոցների ներգրավման խնդիրը դեռևս լուծված չէ, այն դեպքում, երբ վարկերի դիմաց սահմանված տոկոսները գերազանցում են արտադրության միջին շահութաբերությունը: Բարձր ինֆլյացիայի ժամանակահատվածում կազմակերպություններից շատերը երկարաժամկետ փոխառությունների չեն դիմում: Իսկ կարճաժամկետ փոխառու միջոցների օգտագործումը շատ ավելի թանկ է, քանի որ, որպես կանոն, դրանք տրամադրվում են պարտատիրոջ պայմաններով:

Կազմակերպությունների կապիտալում ռեսուրսներ ներգրավելու առավել արդյունավետ ձևերից մեկը լիզինգն է՝ վարձակալության տեսակ, որը վարկային բովանդակություն (բնույթ) ունի:

Ինչպես արդեն նշվել է, կազմակերպության աշխատանքի կարևորագույն ֆինանսական ցուցանիշներից է սեփական և փոխառու ռեսուրսների հարաբերակցությունը: Սակայն արտաքին ներգրավված միջոցների բարձր տեսակարար կշիռը ծանրացնում է կազմակերպության ֆինանսական գործունեությունն առևտրային բանկերի վարկերի դիմաց բարձր տոկոսներ վճարելու, արժեթղթերի և փոխառությունների համար տոկոսներ վճարելու հետ կապված լրացուցիչ ծախսերով և խոչընդոտում է կազմակերպության հաշվեկշռի իրացվելիությանը:

Այսպիսով՝ կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների կազմակերպումը մեծ մասամբ կախված է դրանց ձևավորման աղբյուրներից: Առանձին կազմակերպությունների տնտեսական գործունեությունն, ընդհանուր առմամբ, հիմնականում բնութագրվում է իրականացվող ներդրումների ծավալներով և

ձևերով: Ֆինանսավորման աղբյուրների ընտրությունը բավական բարդ է, քանի որ հիմնականում այդ ընտրությունն է որոշում ֆինանսական ռեսուրսների օպտիմալ կառուցվածքը, ֆինանսական կայունությունը և տնտեսավարման գործունեության պայմանները: Հիմնական միջոցների ֆինանսավորման աղբյուրները փնտրելը կարևոր է հատկապես հայաստանյան կազմակերպությունների համար, քանի որ բացակայում է ներդրումային համակարգված մեխանիզմը, իսկ ներդրումային ակտիվության մակարդակը, ինչպես նախկինում, ցածր է մնում:

ԳԼՈՒԽ 2. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏ ԿԱՌՈՒ ՑՎԱՃՔԻ ՁԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ՀԱՄԱՇԽԱՐՀ ԱՅԻՆ ՓՈՐՁԸ

2.1. Կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հայեցակարգերը

Յուրաքանչյուր կազմակերպությունն պետք է ունենա կապիտալի որոշակի նպատակային կառուցվածք, որը ենթադրում է որոշակի ժամանակահատվածի համար սեփական և փոխառու կապիտալների միջև արդյունավետ հարաբերակցության ձևավորում: Ավելի կարևոր խնդիր է կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի, այսինքն՝ սեփական և փոխառու կապիտալների այնպիսի հարաբերակցության ձևավորումը, որն առավելագույնի կհասցնի կազմակերպության շուկայական արժեքը և կապահովի սեփական կապիտալի արդյունավետության բարձր մակարդակ:

Տնտեսագետների կողմից կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի որոշման խնդիրների ավելի քան հիսուն տարվա ուսումնասիրությունները, սկսած Միլլերից և Մոդիլյանիից¹³, վկայում են, որ կապիտալի կառուցվածքը ներկայացնում է տարբեր շահերի միջև փոխզիջում, և գոյություն ունեն տարբեր իրավիճակներ, որոնց դեպքում կարելի է նախընտրել ինչպես երկարաժամկետ պարտքային գործիքների, այնպես էլ բաժնետոմսերի թողարկումը:

Ներկայումս տնտեսագիտական գրականության մեջ չի առանձնացվում մեկ ընդհանուր մոդել կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի որոշման համար, բայց կան մի շարք մոդելներ, որոնք նկարագրում են, թե կազմակերպությունները ինչ մոտեցումներով ու մեթոդներով պետք է առաջնորդվեն և իրականացնեն ներդրումային քաղաքականություն, որը հիմնականում կախված է արտաքին միջավայրի ազդեցությունից և կազմակերպության գործունեության պայմաններից:

Հիմնական խնդիրը, որը առաջ է գալիս կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորման գործընթացում, մեծաքանակ գործոնների

¹³ Modigliani F. and Miller M., Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review, Vol.53, No.3 (Jun., 1963), pp. 433-443.

ուսումնասիրությունն է, որոնք կարող են ազդել կառուցվածքի արդյունավետության (օպտիմալացման) վրա: Այնուամենայնիվ, կազմակերպության արտադրության ծավալների աճին զուգընթաց ձևավորվում է կապիտալի որոշակի կայուն կառուցվածք, որը արդյունավետ է տվյալ գործունեության տեսակի և որոշակի կազմակերպության համար:

Կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի հիմնական հայեցակարգերի շրջանակներում կուսումնասիրենք և կվերլուծենք դրա վրա ազդող գործոնները և գործընթացները, որոնցով որոշվում է կազմակերպության կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքը:

Կապիտալի կառուցվածքի **անտարբերության հայեցակարգը** տնտեսագիտական գրականության մեջ անվանվում է Մոդիլյանի-Միլլերի կապիտալի կառուցվածքի դասական հայեցակարգ:

Ֆրանկո Մոդիլյանին և Մերտոն Միլլերն իրենց հետազոտություններով հիմնավորել են, որ կապիտալի ներկայիս շուկայում կազմակերպության ընդհանուր արժեքը կախված չէ դրա կապիտալի կառուցվածքից, հետևաբար՝ օպտիմալ կառուցվածք, որպես այդպիսին, գոյություն չունի¹⁴: Մոդիլյանին և Միլլերը կապիտալի արդյունավետ շուկաների գոյության հայեցակարգի հիման վրա, գրոյական հարկերի պարագայում ապացուցում են, որը կապիտալի կառուցվածքը չի ազդում կազմակերպության բաժնետոմսերի շուկայական գնի վրա: Հիմնավորումն այն է, որ եթե կազմակերպության գործունեության ֆինանսավորումն իրականացվում է միայն փոխառու կապիտալի միջոցով, այլ ոչ թե սեփական միջոցներով, ապա կապիտալի խառը կառուցվածք ունեցող կազմակերպության բաժնետերերը կնախընտրեն վաճառել իրենց բաժնեմասերը և ստացված միջոցներով գնել այն կազմակերպության բաժնետոմսերը, որոնք չեն օգտագործում ներգրաված աղբյուրներ, և, այդպիսով, ֆինանսական ռեսուրսների բացը կլրացնեն փոխառու կապիտալի միջոցով:

¹⁴ Miller M.H., Modigliani F., Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ. Business. 1961. Oct. pp. 411-433

Միաժամանակ, փոխառու կապիտալի համեմատաբար մեծ և համեմատաբար փոքր կառուցվածք ունեցող կազմակերպությունների արժեթղթերով գործարքների իրականացումը, վերջին հաշվով կհանգեցնի այն բանին, որ այդպիսի կազմակերպությունների արժեքները մոտ կլինեն: Այդպիսով՝ Մոդիլյանի և Միլլերի տեսության համաձայն, կազմակերպության բաժնետոմսերի արժեքը կախված չէ վերջինիս սեփական և փոխառու կապիտալների հարաբերակցությունից: Նրանց մոտեցումը հետևյալն է. որոշակի պայմաններում կազմակերպության շուկայական արժեքը և կապիտալի արժեքը կախված չեն վերջինիս կառուցվածքից, հետևաբար՝ դա հնարավոր չէ օպտիմալացնել և կազմակերպության շուկայական արժեքը բարձրացնել կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության միջոցով: Հեղինակներն իրենց մոտեցումը հիմնավորում են՝ ելնելով որոշակի սահմանափակումներից՝

- շուկայում գործում է գնորդների և վաճառողների բավական մեծ բազմություն,
- կապիտալի շուկան չունի գործառնական և սնանկության հետ կապված ծախսեր,
- բոլոր կազմակերպությունները գտնվում են ռիսկի նույն խմբում,
- հարկերի բացակայություն (բացառությամբ շահույթահարկի),
- սպասվող դրամական հոսքեր,
- դիտարկվում է կազմակերպությունների պարտավորությունների երկու տեսակ՝ ռիսկ չպարունակող պարտատոմսեր և ռիսկային բաժնետոմսեր,
- անհամաչափ տեղեկատվության (ասիմետրիկ ինֆորմացիայի) բացակայություն,
- գործակալական ծախսերի բացակայություն:

Հաշվի առնելով վերոնշյալ սահմանափակումները՝ հեղինակները մաթեմատիկորեն ապացուցել են, որ կազմակերպության շուկայական արժեքը (հետևաբար՝ կապիտալի միջին կշռված արժեքը (WACC)) կախված է միայն ակտիվների գումարային արժեքից՝ այդ ակտիվներում ներդրված կապիտալի տարրերից անկախ, այսինքն՝

ո՛չ WACC-ն, ո՛չ էլ կազմակերպության շուկայական արժեքը կախված չեն կապիտալի կառուցվածքից: Դրա հիմքում այն պնդումն է, որ կազմակերպության գործունեության ընթացքում դրա շահութաբերությունն ապահովում են ոչ թե կապիտալի առանձին տարրերը, այլ դրանցով ձևավորված ակտիվները: Այս հայեցակարգի համաձայն՝ կապիտալի ընդհանուր գումարի մեջ փոխառու կապիտալի տեսակարար կշռի ավելացումը չի առաջացնում կապիտալի միջին կշռված արժեքի նվազեցում, չնայած նրան, որ փոխառու կապիտալի արժեքը ցածր է սեփական կապիտալի արժեքից:

Այսպիսով՝ այս հայեցակարգի հեղինակներն ապացուցել են, որ կապիտալի կատարյալ շուկայի պայմաններում ֆինանսավորման աղբյուրները ոչ մի էական նշանակություն չունեն: Իրականում այս տեսության հիմքում առկա որևէ ենթադրություն չի հաստատվում գործնականում: Հետևապես՝ այս հայեցակարգը դիտարկվում է որպես կազմակերպության շուկայական արժեքի գնահատման մեխանիզմ կատարյալ շուկայի առկայության պայմաններում:

Մոդիլյանիի և Միլլերի կապիտալի կառուցվածքի հայեցակարգը դարձավ չափազանց կարևոր ուղղություն այս ոլորտում գիտելիքների զարգացման համար. ի հայտ եկան բազմաթիվ տեսական ուսումնասիրություններ, որոնք հիմք դրեցին կապիտալի կառուցվածքի տարբեր տեսությունների մշակման:

Ավանդական հայեցակարգն առաջարկում է կապիտալի միջին արժեքի և դրա կառուցվածքի միջև գծային կախվածություն, ինչպես նաև որոշակի ժամանակի ընթացքում կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի օպտիմալացման հնարավորություն: Այդ դեպքում որպես օպտիմալության չափանիշ կարող է ընդունվել կապիտալի միջին կշռված արժեքի (WACC) մինիմալացումը, որը, այլ հավասար պայմաններում, հանգեցնում է կազմակերպության շուկայական արժեքի աճի:

Իրական ոչ կատարյալ շուկայում Մոդիլյանիի և Միլլերի ենթադրություններից ոչ մեկը չի հաստատվում, և փոխառու կապիտալի արժեքը ավելի ցածր էլինում սեփականից, քանի որ վերջինիս շահութաբերությունը նախորոք կարող է որոշված

լինել, իսկ սեփական կապիտալի շահույթաբերության մակարդակը ձևավորվում է անորոշության պայմաններում: Քանի որ փոխառուները ենթարկվում են ավելի փոքր ռիսկի, քան սեփականատերերը, հետևաբար՝ նրանց ներդրումների շահույթաբերությունը ավելի փոքր կլինի, քան սեփականատերերինը:

Այսպիսով՝ կապիտալի կառուցվածքում ֆինանսավորման ավելի էժան աղբյուրի մասնաբաժնի ավելացումը կհանգեցնի դրամիջին արժեքի նվազման, հետևաբար՝ կազմակերպության արժեքի աճի¹⁵: Փոխառու կապիտալի չնչին ավելացման դեպքում դրա արժեքը կարող է մնալ անփոփոխ կամ նույնիսկ նվազել, և միայն որոշակի մակարդակից սկսած՝ աճել: Քանի որ կապիտալի միջին կշռված արժեքի վրա ազդում են և՛ փոխառու, և՛ սեփական կապիտալի արժեքները, ուստի կապիտալի կառուցվածքում, փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի ավելացմանը զուգընթաց, WACC-ն նվազում է, իսկ հետագայում սկսում է աճել: Այս հայեցակարգի համաձայն՝ կազմակերպության փոխառու միջոցների մասնաբաժինը պետք է լինի առավելագույնը, չնայած իրականում հազվադեպ է գերազանցում 50 տոկոսը: Բացի դրանից, նույն ճյուղում գործող կազմակերպությունները պետք է ունենան մոտավորապես նույն կապիտալի կառուցվածքը, որն իրականում անհնար է պատկերացնել: Ներկայումս տվյալ տեսությունը չունի գործնական կիրառություն, քանի որ թե՛ տնտեսագետները, թե՛ տնտեսավարողները չեն ընդունում «ավանդապաշտների» հայացքները:

Դիտարկված երկու հայեցակարգերի ոսկե միջին կառելի է համարել կապիտալի կառուցվածքի փոխզիջումային (կոմպրոմիսային) հայեցակարգը¹⁶: **Փոխզիջումային հայեցակարգը** (ստատիկ հավասարակշռության հայեցակարգ) բացատրում է, թե ինչու տարբեր կազմակերպություններ ընտրում են փոխառու և սեփական կապիտալի տարբեր հարաբերակցություններ¹⁷: Խնդիրն այն է, որ կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որոշվում է հարկային վճարների նվազման

¹⁵ Бриггем Ю. Ф., Хьюстон Д.А., Финансовый менеджмент. Экспресс-курс, 7-е издание, 2016, с. 415.

¹⁶ Никитушкина И., Макарова С., Корпоративные финансы. Учебник, 2-е издание, переработанное и дополненное, московский государственный университет им. м. в. ломоносова, Москва, 2015, с. 355.

¹⁷ Baskin J., Empirical Tests of Capital Structure, "Financial Management", 1989, 8, 1, pp. 26-35.

և ֆինանսական դժվարությունների հետ կապված ծախսերի (կամ սնանկության անուղղակի ծախսերի) միջև փոխզիջման (կոմպրոմիսի) միջոցով¹⁸: Կապիտալի կառուցվածքում փոխառու ֆինանսավորման մասնաբաժնի ավելացումը հանգեցնում է հարկային վահանից ստացվող օգուտների, հետևաբար՝ կազմակերպության արժեքի ավելացման, սակայն դրան գուցենթաց մեծանում է նաև սնանկացման հավանականությունը, դրա հետ կապված՝ աճում են ուղղակի և անուղղակի ծախսերը, որը նպաստում է կազմակերպության ընդհանուր շուկայական արժեքի նվազմանը:

Կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը ենթադրում է փոխառու ֆինանսավորման (կապված հարկերը խնայելու հետ) և ծախսերի (կապված հնարավոր ֆինանսական դժվարությունների հետ, որի հավանականությունը ավելանում է պարտքի ավելացմանը գուցենթաց) միջև ողջամիտ փոխզիջման հասնելու հնարավորություն: Այդ իսկ պատճառով այս մոտեցումը հաճախ անվանում են **ստադիկ հավասարակշռության հայեցակարգ**¹⁹: Այս հայեցակարգի համաձայն՝ կազմակերպության կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ընտրության վրա ազդում է երկու գործոն՝ սնանկության հետ կապված սպասվելիք ծախսերը և հարկային վահանը: Որքան բարձր է փոխառու ֆինանսավորման մակարդակը, այնքան մեծ է կազմակերպության՝ երկարաժամկետ պարտավորությունները չկատարելու, հետևապես՝ սնանկացման հավանականությունը: Ֆինանսական լծակով պայմանավորված՝ օգուտների և վնասների բացահայտմամբ, անհրաժեշտություն է առաջանում ձևավորելու կապիտալի այնպիսի կառուցվածք, որը թույլ կտա նվազագույն ծախսերով ստանալ առավելագույն օգուտ²⁰:

Վերոնշյալ տեսության գործնական կիրառությունը, անկասկած, կառաջացնի որոշակի դժվարություններ: Մասնավորապես՝ բարդ է քանակապես գնահատել փոխառու ֆինանսավորման հետ կապված բոլոր ծախսերը (հատկապես՝ սնան-

¹⁸ Bradley M., Gregg J., Han E. K., On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, "Journal of Finance", 1984, 39, 3, pp. 857-878.

¹⁹ Никитушкина И., Макарова С.. Структура капитала корпорации. Теория и практика. Монография, Экономический ф-т МГУ, 2013, с. 90-120.

²⁰ Ельмурзаева А.. Капитал предприятия: структура и эффективность использования: методический подход к анализу финансирования структуры капитала, 2011, - N 4, с. 74-80.

կացման): Դրան գումարած՝ փոխզիջումային տեսությունը չի բացատրում, թե ինչու միանման կազմակերպություններն ունեն կապիտալի տարբեր կառուցվածքներ: Մինչդեռ, նույն ճյուղում գործող կազմակերպությունների համար փոխզիջումային մոդելները պետք է միանման արդյունքներն ապահովեն: Բացի դրանից, գիտահետազոտական ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ խոշոր և հաջողակ կազմակերպություններում սեփական կապիտալի կառուցվածքում փոխառու ֆինանսավորման մասնաբաժինն այդքան էլ մեծ չէ:

Կապիտալի կառուցվածքի փոխզիջումային տեսությունն առաջարկվել է կապիտալի շուկայի կատարելության մասին վարկածից հրաժարվելու արդյունքում: Փոխզիջումային տեսության համաձայն՝ կազմակերպությունը ֆինանսավորման քաղաքականությունն ընտրելիս կարող է օգտվել փոխզիջումային գաղափարներից, այսինքն՝ ֆինանսական լծակը որոշվում է՝ ելնելով ֆինանսական անկայունության սահմանային ծախսերից և հարկերից կատարվող տնտեսումներից ստացված սահմանային եկամուտներից, որն առաջանում է հարկվող միջոցները պարտքի սպասարկման տոկոսների չափով կրճատման արդյունքում²¹: Փոխզիջումային տեսությունը հետազոտողների ուշադրությունը կենտրոնացրեց այնպիսի հարցերի վրա, ինչպիսիք են ֆինանսական անկայունության ծախսերի բնույթն ու առանձնահատկությունները, ինչպես նաև կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման գործում հարկային գործոնների դերը: Պարտքային պարտավորությունների սպասարկման անհնարինություն հետևանքով առաջացող ֆինանսական անկայունության ծախսերը ներկայացնում են ինչպես ուղղակի, այնպես էլ անուղղակի ծախսերի բաղադրիչներով: Ֆինանսական անկայունության ուղղակի ծախսերն ի հայտ են գալիս այն ժամանակ, երբ սնանկացման առաջացման վտանգը հանգեցնում է կազմակերպության համախառն ակտիվների շուկայական արժեքի անկման, գործընթացների ավարտի և աճի հնարավորությունների կրճատման: Ուղղակի ծախսերն ընդգրկում

²¹ Kraus A. and Litzenberger R. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. Journal of Finance, 1973, pp. 911-922.

են խորհրդատուների, իրավաբանների, կառավարիչների ծառայությունների, ինչպես նաև ակտիվների իրացման և կազմակերպության գործունեության դադարեցման հետ կապված ծախսերը:

Ֆինանսական անկայունության անուղղակի ծախսերը, ֆինանսական լծակի բարձր մակարդակի պայմաններում, կազմակերպության կորցրած հնարավորությունների հետևանք են: Անուղղակի ծախսերն առաջանում են պարտքի բարձր մակարդակ ունեցող կազմակերպություններում ծագող միջարք հնարավոր խնդիրներից. հասույթի անկում գնորդների վստահությունը կորցնելու պատճառով, մատակարարների պահանջների խստացում, լրացուցիչ կապիտալի ներգրավման հետ կապված բարդություններ (ինչպես սեփական, այնպես էլ փոխառու) և, որպես հետևանք՝ կազմակերպության ներդրումային քաղաքականության իրագործման դժվարություններ²²: Այսպիսով՝ ֆինանսական անկայունության անուղղակի ծախսերը հանգեցնում են դրամական միջոցների հոսքերի կրճատման՝ դեռևս մինչև սնանկացման հասնելը:

Ձ. Ուորները հիմնավորել է, որ ֆինանսական անկայունության ոչ բոլոր ծախսերն է հնարավոր չափել, իսկ ուղղակի (և չափելի) ծախսերը փոքր են խոշոր կազմակերպությունների համար: Յետևաբար՝ պարտքի բեռն ավելի մեծ է առավել խոշոր կազմակերպությունների դեպքում²³:

Կապիտալի կառուցվածքին վերաբերող ուսումնասիրությունները կենտրոնացվել են ֆինանսական լծակի օպտիմալ մակարդակի դետերմինանտը գտնելու ուղղությամբ: Ռ. Ռաջանը և Լ. Չինգալեսն իրենց հետազոտություններում առանձնացրել են կապիտալի կառուցվածքի դետերմինանտները, որոնք հետագայում ստացել են <<ավանդական գործոններ>> անվանումը և ազդել են կազմակերպության կողմից ընտրված պարտքի բեռի մակարդակի վրա²⁴: Այդպիսի գործոններից են կազմակերպության կապիտալի

²² Titman Sh., Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision., Journal of Financial Economics, 13, 1984, pp. 137-151.

²³ Warner J. B., Evaluating Mutual Fund Performance. Journal of Finance, 2001, 32, pp.1985-1999

²⁴ Rajan R. G., Zingales L.. Power in a Theory of the Firm, The Quarterly Journal of Economics, 1998 pp. 387-432.

չ ափը, համախառն կապիտալի եկամտաբերությունը, աճի հնարավորությունը, կազմակերպության ակտիվների կառուցվածքը (երկարաժամկետ նյութական ակտիվների բաժնեմասը համախառն ակտիվներում): Մ. Ֆրանկը և Վ. Գոյալը ընդլայնեցին դետերմինանտների խումբը՝ ավելացնելով ևս երկուսը՝ պարտքի բեռի միջին մակարդակները՝ ըստ ոլորտների և ինֆլյացիայի փոփոխության սպասվող տեմպը տնտեսությունում²⁵:

Փոխզիջումային տնտեսության նախադրյալների համաձայն՝ կապիտալի կառուցվածքի ավանդական դետերմինանտները պետք է հետևյալ ազդեցությունն ունենան պարտքի բեռի օպտիմալ մակարդակի վրա.

- որքան ավելի խոշոր է կազմակերպությունը, այնքան ավելի բարձր է պարտքի բեռի օպտիմալ մակարդակը՝ նկատի ունենալով ֆինանսական անկայունության փոքր ծախսերը և առավել մեծ հարկային օգուտները,
- որքան ավելի մեծ են կազմակերպության տնտեսական աճի հնարավորությունները, այնքան ավելի ցածր է պարտքի բեռի օպտիմալ մակարդակը՝ ֆինանսական անկայունության առավել մեծ ծախսերի պատճառով,
- որքան ավելի մեծ է կազմակերպության ոչ ընթացիկ նյութական ակտիվների մասը համախառն ակտիվներում, այնքան ավելի բարձր է պարտքի բեռի օպտիմալ մակարդակը՝ ֆինանսական անկայունության փոքր ծախսերի պատճառով,
- որքան ավելի մեծ է կազմակերպության համախառն կապիտալի եկամտաբերությունը, այնքան ավելի բարձր է պարտքի բեռի օպտիմալ մակարդակը՝ նկատի ունենալով ֆինանսական անկայունության փոքր ծախսերը և հարկային օգուտները:

Սակայն կապիտալի կառուցվածքի դետերմինանտների փորձառական ուսումնասիրության արդյունքում կատարված եզրակացությունները թույլ չտվեցին լիարժեքորեն հաստատել

²⁵ Franka M. Z., Goyal V. K., Testing the pecking order theory of capital structure, Journal of Financial Economics, 2003, 67, pp. 217–248.

կազմակերպությունների կողմից փոխզիջումային տեսությանը հետևելու փաստը: Այսպես, կազմակերպության կողմից ընտրված պարտքի մակարդակի և համախառն կապիտալի եկամտաբերության հակադարձ կախվածությունը հակասում է վերը նշված եզրակացություններին: Գործնականում դիտվող պարտքի բեռի ցուցանիշը միջին արժեքին վերադարձնելու փաստերը և կազմակերպությունների մեծ մասում սեփական ու փոխառու կապիտալների հարաբերակցության ամրագրված կամ ճկուն նպատակների առկայությունը նույնպես չեն կարող ամբողջությամբ բացատրվել փոխզիջումային տեսությամբ, քանի որ, ըստ վերջինիս վարկածների, կազմակերպության ներքին ցուցանիշների տատանումների դեպքում պարտքի ընտրվող բեռը պետք է փոփոխությունների ենթարկվի²⁶:

Այն հանգամանքը, որ փոխզիջումային տեսությունն անկարող է բացատրել կապիտալի ցանկալի կառուցվածքի ընտրությունը <<ընթացքի>> մեջ, հաշվի առնել կազմակերպության շահույթի անմիջական ազդեցությունը ֆինանսական լծակի մակարդակի մեծության վրա, ինչպես նաև պարզաբանել կապիտալի կառուցվածքի դետերմինանտի փորձառական ուսումնասիրություններում առկա հակասությունների պատճառները, հանգեցրին փոխզիջումային տեսության դինամիկ տարբերակի զարգացման անհրաժեշտությանը:

Ըստ կապիտալի կառուցվածքի ընտրության դինամիկ փոխզիջումային տեսության՝ կազմակերպության սեփական և փոխառու կապիտալների հարաբերակցությունը տվյալ կազմակերպության ֆինանսավորման քաղաքականության արդյունքն է, որը հաշվի է առնում սահմանային շահույթներն ու սահմանային ծախսերը պարտքի սպասարկման, կազմակերպության արժեքն առավել ազույնի հասցնելու նպատակների տեսանկյունից:

Տեսության բազմապարբերականությունը թույլ տվեց վերլուծել կապիտալի նպատակային կառուցվածքին հասնելու եղանակները և գնահատել պարտքի բեռի նպատակային մակարդակին հարմարվելու արագությունը: Կապիտալի նպատակային

²⁶ Grahama J. G., Harvey C. R., The economic implications of corporate financial reporting, Journal of Accounting and Economics, 2005, 40, pp. 3–73.

կառուցվածքին հարմարվելու արագության ասելով՝ հասկանում ենք կազմակերպության համար սեփական և փոխառու կապիտալների նպատակային հարաբերակցությանից պարտքի բեռի ընթացիկ մակարդակի շեղման հնարավոր կրճատումը մեկ պարբերության ընթացքում՝ տոկոսներով արտահայտված: Այսպես՝ Վ. Դրոբեցի և Գ. Վանգենրիդի կողմից առաջարկված մոդելում գնահատվում է ոչ միայն D/E նպատակային հարաբերությանը, այլև մոդելի նպատակային պարամետրերին դրահարմարվելու արագությանը, որը կախված է ինչպես կազմակերպության ներքին ցուցանիշներից (աճի հնարավորություններից, կազմակերպության կապիտալի չափից, կապիտալի փաստացի և նպատակային կառուցվածքների միջև ընկած հեռավորությունից), այնպես էլ մակրոտնտեսական այլ գործոններից (եկամտաբերության կորի ձևից (տոկոսադրույքների կառուցվածքից), փոխառության կարճաժամկետ տոկոսադրույքից, դեֆոլտի սպրեդից, քաղաքական ռիսկերից, որոնք մոդելում հաշվի են առնվում որպես եվրո-դոլար դրույքաչափի և ԱՄՆ-ի պետական 90-օրյա փոխառությանը ներքին եկամտաբերության տարբերություն՝ ըստ ենթամսյակի):

Ֆինանսական լծակի կրկնօրինակման փաստը հաստատվել է Ս. Գիլսոնի հետազոտությանը ներկայացված: Եզրահանգվել է, որ կրկնօրինակման համար խթան է հանդիսանում շուկայական մրցակցությանը²⁷: Ամերիկյան կազմակերպությանը ներքին օրինակով կատարված ուսումնասիրությանը ներկայացված ընդհանուր փաստացիությունը, որ երկար ժամանակահատվածում պարտքի բեռի մակարդակը դրական զգալի կախվածություն ունի ոլորտի ֆինանսական լծակի միջին ցուցանիշից²⁸:

Փոխզիջումային տեսության շրջանակներում քննարկվող հաջորդ հարցը կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքին հարմարվելու պարբերական բնույթն է: Այդ դեպքում հաշվի չի առնվում կառավարման ժամանակ սեփական և փոխառու կապիտալների ներգրավման բարենպաստ պայմաններից օգտվելու հնարավորու-

²⁷ Gilson S., Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence form Financial Distressed Firms. The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1 (Mar., 1997), pp. 161-196

²⁸ Murray Z. Franka., Vidhan K. Goyal, Testing the pecking order theory of capital structure, Journal of Financial Economics, 2003, 67, pp. 217-248.

թյունը, եթե նույնիսկ տվյալ ներգրավումը չի հանգեցնում պարտքի բեռի նպատակային մակարդակներին: Այս հատկություները փոխզիջումային հայեցակարգն արմատապես տարբերում է շուկային հետևելու հայեցակարգից (որը ստացել է նաև **հնարավորությունների պատահանի տեսություն** անվանումը), համաձայն որի՝ կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքը ժամանակի յուրաքանչյուր պահի ներկայացնում է կազմակերպության կառավարման փորձերի կոմոնլյատիվ արդյունքը շուկայի միտումներին հետևելու նախորդող երկար ժամանակամիջոցներում: Ըստ այդմ՝ կազմակերպությունների մենեջերները պետք է անմիջապես օգտվեն շուկայի միտումների ամենահարմար պահից և իրականացնեն արժեթղթերի թողարկում, երբ դրանց գինը բարձր է, և ձեռք բերեն արժեթղթեր՝ դրանց ցածր գնի դեպքում: Այս տեսության հիմնադիրներին՝ Մ. Բեյքերին և Ջ. Վյոլգերին հաջողվեց փորձառական եղանակով ապացուցել, որ կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի վրա ամենամեծ ազդեցությունն ունեն շուկայում բարենպաստ իրավիճակներից օգտվելու կառավարման բոլոր պատմական փորձերը²⁹: Ապացույցի համար հեղինակներն օգտագործեցին <<բաժնետիրական կապիտալի շուկայական արժեքի և հաշվեկշռային արժեքի միջին տեսակարար հարաբերակցության>> գործոնը, որի մեծ արժեքն էլ թույլ տվեց եզրակացնել, որ կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքը ներառում է կառավարման նաև այն գործառնությունները, որոնք իրականացվել են տասը տարի առաջ:

Փոխզիջումային տեսության կատարելագործման փորձերը հանգեցրին ուսումնասիրությունների որոշակի ուղղությունների ստեղծմանը:

Առաջին ուղղությունը վերաբերում է այն ուսումնասիրություններին, որոնք ուղղված են կապիտալի կառուցվածքի դետերմինանտների ստացմանը և ներառում են ստացված արդյունքների միջոցով կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման այս կամ այն դրդապատճառի նշանակության բացատրման, արդյունքների

²⁹ Baker, M., Wurgler J., Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, The Journal of Finance, 2006, pp. 1645-1680.

մեկնաբանման փորձերին: Աշխատանքներին այս ուղղությամբ ունենալ հաճախ դիտարկելի փոխզիջումային տեսության մոդելն օգտագործում է որպես նպատակային կապիտալի կառուցվածքի և դրա գործունեության տեսքի գործիք՝ առանց ընտրված հարաբերակցությանը հարմարվելու վերլուծության:

Երկրորդ ուղղությամբ վերաբերում է ֆինանսական լծակը նպատակային մակարդակին հարմարեցնելու ուսումնասիրությանը՝ ներքին, որոնք ընդգրկում են՝

- կապիտալի կառուցվածքի նպատակային մակարդակի, սեփական և փոխառու կապիտալների ընտրված հարաբերակցության օպտիմալ տիրույթի, դրա սահմանների հայտնաբերումը և սահմանումը,
- մոդելի նպատակային պարամետրերին հարմարեցման արագության և կապիտալի կառուցվածքի փոխադարձ կախվածության հայտնաբերումն ու սահմանումը:

Երրորդ ուղղությամբ վերաբերում է այն մոդելին նախագծմանը, որը կկարողանա նկարագրել կազմակերպության **կապիտալի կառուցվածքի** ձևավորումը դիտարկելի փոխզիջումային մոդելին համապատասխան:

Տեղեկատվության անհամաչափության (ախմետրիկություն) հայեցակարգի հիմքում այն ենթադրությունն է, որ տեղեկատվությունն անհամաչափ է բաշխված և դա կարելի է բաժանել երկու տեսակի՝

1. Ներդրումային մոդելներ (դրանցից հիմնականը հիերարխիայի հայեցակարգն է (pecking order theory), որում կապիտալի կառուցվածքն օգտագործվում է որպես ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման արդյունավետության բարձրացման չափանիշ: Կապիտալի կառուցվածքը որոշելիս կառավարիչը կողմնորոշվում է համեմատաբար թերագնահատված կամ գերագնահատված ներդրումային ծրագրերից սպասվելիք շահույթի հոսքից: Ներդրումները կատարում են արտաքին ներդրողները տեղեկատվական անհամաչափության գոյության պատճառով:

2. Ազդանշանային մոդելներ (*signaling models*), որոնց հիման վրա կառավարիչները կապիտալի կառուցվածքը ծառայեցնում են որպես կազմակերպության ընթացիկ վիճակի և դրահեռանկարների մասին տեղեկատվական ազդակ³⁰:

Անհամաչափ տեղեկատվության առավել հայտնի մոդել է հիերարխիկ հայեցակարգը: Հիմնական գաղափարը, որն ընկած է տվյալ հայեցակարգի հիմքում, ներկայացված է Գորդան Դոնալդսոնի աշխատության մեջ³¹: Այդ հայեցակարգի հետևորդներից են Մայերսը և Մայլոսը³², Ֆաման և Ֆրենչը³³: Արտաքին ներդրողների և կառավարիչների միջև գոյություն ունեցող տեղեկատվական անհամաչափությունները հանգեցնում են նրան, որ մենեջերները կամ կազմակերպությունները նախապատվությունը տալիս են որոշակի հիերարխիկ բնույթ ունեցող ֆինանսավորման աղբյուրներին: Հիերարխիայի մեջ նախապատվությունը տրվում է ներքին աղբյուրներին (սեփական միջոցների հաշվին), քանի որ արտաքին աղբյուրներից ֆինանսավորման կարիքի բացակայության դեպքում կազմակերպությունը չի կրում ո՛չ էմիսիոն, ո՛չ էլ տեղեկատվական ծախսեր: Սեփական միջոցների պակասուրդի (դեֆիցիտ) պայմաններում կազմակերպությունները կնախընտրեն փոխառությունները և սեփական կապիտալի ավելացումը լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկման միջոցով:

Եթե կառավարիչները համոզվեն, որ անհամաչափ տեղեկատվության պայմաններում իրենց կազմակերպությունների զարգացման հեռանկարները և բաժնետոմսերը թերազնահատված են շուկայում, նրանք կնախընտրեն փոխառու աղբյուրներից ֆինանսավորումը: Կառավարչի տեսանկյունից բաժնետոմսերի թողարկումը ցանկալի է միայն այն դեպքում, երբ դրանք շուկայում գերազնահատված են:

³⁰ Baker M., Wurgler J., Market Timing and Capital Structure. Journal of Finance. Vol. 57, 2002, pp. 75-89.

³¹ Donaldson G. Corporate Restructuring: Managing the Change Process from Within, Harvard Business Review Press (February 1, 1994), pp. 150-180.

³² Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics. Vol. 13, 1984. pp. 3-46.

³³ Fama E., French K., Testing tradeoff and pecking order predications about dividends and debt // Review of Financial Studies, No. 15, 2002, p. 1—33.

Քննարկվող հայեցակարգի շրջանակներում կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ընտրության վրա ազդող հիմնական գործոններն են՝ գործունեության ծավալները, շահութաբերության գործակիցը, ֆինանսական ճկունությունը, վարկային ռեյտինգը, ակտիվների մեջ հիմնական միջոցների բաժինը, կազմակերպության շուկայական ակտիվության գործակիցը:

Ի տարբերություն նախորդի, հիերարխիկ հայեցակարգը չի ենթադրում սեփական և փոխառու միջոցների միջև որևէ հարաբերակցություն: Դա ավելի շուտ ֆինանսական կառավարիչների վարքագծի նկարագրության փորձ է կազմակերպության ֆինանսավորման առումով: Բայց ներկայացված հայեցակարգը փորձում է բացատրել, թե ինչու.

ա) շահութաբեր կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքում փոխառու միջոցների բաժինը համեմատաբար փոքր է, թեև սեփական միջոցները լիոովին բավարարում են կազմակերպության գործունեության ֆինանսավորման համար, և հակառակը,

բ) ավելի պակաս հաջողակ կազմակերպությունները նախընտրում են փոխառությունները, այսինքն՝ բավարար ներքին ֆինանսական ռեսուրսների բացակայության դեպքում գործում են հիերարխիկ տեսության համաձայն:

Հիերարխիաների հայեցակարգը պնդում է շահութաբերության և ֆինանսական լծակի միջև հետադարձ կախվածության առկայությունը արդյունաբերության շատ ճյուղերի օրինակով և ընդունակ է կանխատեսել կազմակերպության ֆինանսական լծակի ցուցանիշների փոփոխությունը (ցուցանիշներն աճում են, երբ առկա է ֆինանսական ռեսուրսների պակասուրդ, և նվազում են, երբ առկա են ավելցուկային դրամական միջոցներ)³⁴:

Սակայն, ինչպես դիտարկված բոլոր հայեցակարգերը, այնպես էլ հիերարխիկ հայեցակարգն ունի իր թերությունները, մասնավորապես՝ ֆինանսական լծակի մակարդակով չի բացատրում միջճյուղային առանձնահատկությունները: Անկասկած, գոյություն ունեն կազմակերպություններ, որոնք ակտիվորեն

³⁴ Barclay M.J., Morellec E., Smith C.W., On the debt capacity of growth options // Unpublished working paper. University of Rochester, NY, 2001.

թողարկում են բաժնետոմսեր, այն դեպքում, երբ հնարավորություն ունեն ներգրավել ու շահավետապայմաններով փոխառություններ:

Ընդհանուր առմամբ, այս հայեցակարգը թույլ է տալիս նկարագրել կառավարիչների և կազմակերպության վարքագիծը՝ կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հետ կապված:

Անհամաչափ տեղեկատվության հայեցակարգի այլ հայտնի տարատեսակներից են **ազդանշանային մոդելները**: Դրանցից առավել հայտնի է Ռոսի մոդելը³⁵: Մոդելի հիմնական գաղափարը հետևյալն է. արտաքին ներդրողների և կառավարիչների միջև անհամաչափ տեղեկատվության գոյության դեպքում փոխառությունների ներգրավումը հավանական ներդրողների կողմից կարող է դիտվել որպես կազմակերպության կայուն վիճակի և ընթացիկ պարտավորությունները կատարելու ունակության մասին ազդանշան: Հիմնական գործոնները, որոնք հաշվի են առնվում այս հայեցակարգում, տեղեկատվության անհամաչափությունն է, կազմակերպության կապիտալում պարտքի մակարդակը, կազմակերպության վարկային ռեյտինգը:

Չնայած ֆինանսական այդ գործոնների զգալի դերին, գործնականում շատ դժվար է գնահատել դրանց քանակական և որակական ազդեցությունը կազմակերպության արժեքի վրա, որը դժվարացնում է նման մոդելների գործնական կիրառությունը:

Կապիտալի կառուցվածքի տեսությունների շրջանակում իր անհրաժեշտությամբ և կարևորությամբ առանձնացվում է Ջենսենի և Մեկլինգի **գործակալական հարաբերությունների** հայեցակարգը, որ նկարագրվում է գործակալական հարաբերությունները գործարարության կողմերի միջև և դրանց հավասարակշռման հետ կապված ծախսերը, որոնք առաջանում են այն դեպքում, երբ սեփականատերերը (բաժնետերերը) կառավարչական որոշումների ընդունման և կատարման իրավունքը վստահում են վարձում են եռերկրյա, և բիզնեսի կառավարման ընթացքում առաջանում է շահերի բախում³⁶:

³⁵ Ross, S.A. - Signalling and Capital Structure, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1 (Spring, 1977), pp. 23-40

³⁶ Jensen M. C., Meckling W. H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. Vol. 3, 1976, pp., 60-105.

Կարելի է առանձնացնել գործակալական հարաբերությունների մի քանի տեսակ և դրանցից բխող հնարավոր բախումներ կառավարիչների և բաժնետերերի միջև, մենեջերների և կրեդիտորների միջև, ինչպես նաև բաժնետերերի և կրեդիտորների միջև: Այդպիսի բախումները հանգեցնում են կազմակերպության ընթացիկ շուկայական արժեքի նվազման: Այսպիսով՝ երբ կազմակերպությունում ծագում են գործակալական բախումներ, կազմակերպությունը կրում է գործակալական ծախսեր³⁷: Գործակալական են համարվում՝

- *մշտադիտարկման (մոնիտորինգի) ծախսերը* (բաժնետերերի կողմից կազմակերպության կառավարչի անմիջական հսկողության, դիտարկման և գործողությունների վերլուծության ջանքերը),
- *երաշխիքային ծախսերը* (որոշակի երաշխիքի ստեղծում, ըստ որի կառավարիչների գործողությունների հետևանքով բաժնետերերը չեն կրի իրական վնասներ, ինչպես նաև կառավարչի կողմից արդեն իսկ հասցված վնասի փոխհատուցման երաշխիքների ստեղծում),
- *մնացորդային կորուստները* (բաժնետերերի բարեկեցության կորստի դրամական արտահայտությունը, որը հետևանք է կառավարիչների կայացրած ոչ ճիշտ որոշումների):

Գործակալական բախումների տիպաբանության տեսանկյունից կարելի է առանձնացնել չորս հիմնական խնդիրներ՝

- *բաժնետերերի կարծիքով կառավարիչները կարող են ներդնել ավելի քիչ ջանք ու եռանդ, քան ընդունակ են,*
- *ներդրումային նախագծերի ընտրությունը (այլ հավասար պայմաններում կառավարիչը կնախընտրի կարճաժամկետ ներդրումային նախագիծը, քան երկարաժամկետը),*
- *ռիսկերի ըմբռնման տարբերությունը (կառավարիչները, ի տարբերություն բաժնետերերի, հակված են խուսափել ու բարձր ռիսկային ներդրումային նախագծերի իրականացումից, քանի որ նրանց բարեկեցությունն ուղիղ կախվածության մեջ է նախագծերի իրականացումից ինչպես հաջողության, այնպես էլ սնանկության դեպքում),*

³⁷ Ионова, А. Ф. Финансовый менеджмент : учебное пособие / А.Ф. Ионова, Н.Н. Селезнева. Москва : Проспект, 2010. 582 с.

• ակտիվների օգտագործման արդյունավետությանը (կառավարիչների բարեկեցությանը կախված է ակտիվների ոչ արդյունավետ օգտագործման հետևանքով կազմակերպության ընթացիկ շուկայական արժեքի վրա դրա ազդեցությանը):

Մենեջերների և բաժնետերերի միջև բախումները կարող են լուծվել կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքում փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի ավելացման միջոցով: Կապիտալի կառուցվածքի փոփոխությանը, որպես կանոն, ավելացնում են սեփական կապիտալի եկամտաբերությանը: Սակայն, այլ հավասարապայմաններում, փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի ավելացման դեպքում՝

1. ավելանում է ձայնի իրավունք տվող հասարակ բաժնետոմսերի մասնաբաժինը, որոնք գտնվում են կազմակերպության կառավարիչների ձեռքում,
2. կրճատվում են կազմակերպության կառավարիչների վերահսկողության տակ գտնվող դրամական միջոցների ծավալները,
3. ներդրողները ստանում են կազմակերպության կառավարիչներին ճշգրիտ լրացուցիչ հնարավորություններ³⁸:

Կապիտալի կառուցվածքում փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի ավելացումը կարող է հանգեցնել հետևյալ բացասական հետևանքների՝

- 1) փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի ավելացման դեպքում աճում է ներդրումների կրճատման հավանականությանը,
- 2) մեծանում է բաժնետերերի և կրեդիտորների միջև գործակալական հակասությանը առաջացման հավանականությանը (ակտիվների տեղաբաշխման հետ կապված, երբ բաժնետերերը ձգտում են ներդրումային ծրագրերը տեղաբաշխել առավել ռիսկային նախագծերում):

Բաժնետերերի և կրեդիտորների միջև առկա բախումը կարող է լուծվել կազմակերպության՝ հոսսալի փոխառուի համբավի ձեռքբերման միջոցով (երկարաժամկետ և լավ վարկային պատմություն ունեցող կազմակերպությունները կարող են ակտիվորեն օգտագործել փոխառու ֆինանսավորումը):

³⁸ Рудык Н.Б., Структура капитала коопераций: теория и практика, М.: Дело, Москва, 2004, с 155.

Ավելի ուշ՝ 1990-ական թվականներին կատարված աշխատության յուրահանգիստներում հեղինակները ուսումնասիրում էին այն գործոնների միջև ազդեցությունը, որոնք կարող են ազդել գործակալական ծախսերի վրա: Նմանօրինակ աշխատությունների շարքը կարելի է դասել Ջենսենի, Սոլբերգի և Յորնի աշխատությունը, ովքեր հայտնաբերել էին բացասական կախվածություն կազմակերպության աշխատակիցների տնօրինության տակ գտնվող բաժնետոմսերի փաթեթի և շահաբաժինների (դիվիդենդ) վճարման մակարդակի միջև, և դրական կախվածություն, եթե կափոխառու ֆինանսավորում³⁹:

Նման արդյունքներ են արձանագրվել նաև Մոհի, Պերի և Ռիմբեյի հետազոտություններով: Նրանք հաստատել են, որ կառավարիչների հսկողության տակ գտնվող բաժնետոմսերի մեծությունը և փոխառու ֆինանսավորման մակարդակն ունեն բացասական ազդեցություն շահաբաժինների մակարդակի վրա⁴⁰: Ագրավալը և Կնոեբերը ներառեցին այնպիսի գործոնների ազդեցությունը, ինչպիսիք են ինսայդերներին պատկանող բաժնետիրական կապիտալի մասնաբաժինը, ինստիտուցիոնալ ներդրողները և բաժնետոմսերի վերահսկիչ փաթեթների սեփականատերերը՝ անկախ տնօրենների թվից և կազմակերպության վարկային քաղաքականությունից⁴¹:

Կորպորատիվ կառավարման տարրերի՝ տնօրենների խորհրդի կազմի ու կառուցվածքի և գործակալական ծախսերի միջև փոխկապվածությունը հաճախ ուսումնասիրվում է այն հեղինակների կողմից, ովքեր հետաքրքրված են գործակալական ինդիրների լուծմամբ, մասնավորապես՝ տնօրենների խորհրդի չափերի ուսումնասիրություններ կատարվել են երմակի և Էյզենբերգի, Սոլնդգրենոմի և Վելսոմի աշխատություններում⁴²:

³⁹ Jensen G. R., Solberg D. P., and Zorn, T. S., Simultaneous determination of insider ownership, dividend and dividend policies, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1992, 27, pp. 247-263.

⁴⁰ . Mohd M.A., Perry L.G., and Rimbey J.N., An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy, Financial Review, 1995, 30, pp. 367- 385.

⁴¹ Agrawal, A. and Knoeber, C.R., Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, Journal of Financial and Quantitative Analysis, VOL 31, NO 3, SEPTEMBER 1996, pp. 377-397.

⁴² Yermack D., Higher market valuation for firms with a small board of directors, Journal of Financial Economics, 1996, 40, pp. 185-211.

Ուսումնասիրողների մեծ մասն իր ուշադրությունը կենտրոնացրել է, օրինակ, տարբեր սուբյեկտների կողմից կազմակերպության բաժնետոմսերի մասնաբաժինների քանակի և կազմակերպության գործունեության ցուցանիշների միջև կախվածության բացահայտման վրա: Մորկի, Շլայֆերի և Վիշիի⁴³, ինչպես նաև Մակկոնելի և Սերվայեսի⁴⁴ հետազոտությունները ցույց տվեցին, որ ուսումնասիրվող փոփոխականների միջև գոյություն ունի ոչ գծային կախվածություն:

Ուսումնասիրված աշխատությունների հիմնական մասը նվիրված է զարգացած շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրներին, թեև վերջին ժամանակներում շատ արտասահմանյան հեղինակներ սկսեցին ուշադրություն դարձնել զարգացող երկրներին: ՀՀ տնտեսավարման գործակալական հարաբերությունների թե՛ պայմանների և թե՛ մշակույթի բացակայությունը թույլ չի տալիս բացահայտել ինչպես խնդիրները, այնպես էլ լուծման հնարավորությունները՝ վերոնշյալ հայեցակարգի դրույթներից ելնելով: Պետք է փաստել նաև գործարարության հիմնական կողմերի գործառնությունների ոչ սահմանազատված լինելը ՀՀ կազմակերպություններում, որը հնարավորություն չի տալիս գնահատելու և վերլուծելու գործակալական ծախսերը և դրանց ազդեցությունը կապիտալի կառուցվածքի վրա:

Ընդհանրացնելով վերոնշյալ տնտեսությունները և ուսումնասիրությունները՝ կարելի է առանձնացել այն գործոնները, որոնց միջոցով, ռեգրեսիոն և կոռելյացիոն կապերի բացահայտմամբ հնարավոր է գտնել գործակալական ծախսերի վրա էական ազդեցություն ունեցող գործոնները: Իսկ գործոնների բացահայտումը հնարավորություն կտա փնտրել դրանց նվազեցման ուղիները:

1. Ակտիվների օգտագործման գործակից (ԱՕԳ), որը որոշվում է հասույթ/ընդհանուր ակտիվներ հարաբերակցությամբ և

⁴³ Morck R., Shlefer A. and Vishy, R.W. Managerial ownership and market valuation, Journal of Financial Economics, 1998, 20, pp. 293-315.

⁴⁴ McConnell, J.J., and Servaes H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, Journal of Financial Economics 1990, 27, pp. 595-612.

բացասական է կոռելացված գործակալական ծախսերի նկատմամբ: Գործակցի բարձր նշանակությունը ցույց է տալիս, որ կառավարիչը կայացնում է արդյունավետ ներդրումային որոշումներ, որի շնորհիվ կազմակերպության գործակալական ծախսերը նվազում են:

2. Գործառնական ծախսերի մակարդակ (ԳԾՄ), որը որոշվում է գործառնական ծախսեր/հասուն թ հարաբերակցությամբ: Գործառնական ծախսերն ուղիղ կախվածության մեջ են կազմակերպության գործակալական ծախսերից⁴⁵:
3. Դրամական հոսքերի հարաբերակցությունը ընդհանուր ակտիվների գումարին (ԴՀ/ԸԱ): Կազմակերպությունում ազատ դրամական հոսքերի առկայության դեպքում կազմակերպության կառավարիչը դրանք կարող է օգտագործել ոչ նպատակային, քանի որ ազատ դրամական միջոցներն առաջանում են, երբ բոլոր շահավետ ներդրումային նախագծերն իրագործվում են⁴⁶:
4. Ակտիվների շուկայական արժեքի և հաշվեկշռային արժեքի հարաբերակցությունը՝ Չ գործակից: Այն կազմակերպությանը, որտեղ այս գործակիցը փոքր է մեկից, կարելի է ենթադրել գործակալական ծախսերի առկայության մասին, քանի որ կազմակերպության կառավարիչները փոքրացնում են բաժնետիրական կապիտալի արժեքը և, ենթադրաբար, հակված են կազմակերպության հաշվին ունենալ ու սեփական օգուտներ, որը բաժնետերերի համար գործակալական ծախսեր է առաջացնում:
5. Մենեջեր սեփականատիրոջ մասնաբաժինը՝ X1:
6. Մենեջմենթի հսկողության տակ գտնվող բաժնետոմսերի փաթեթ՝ X2:
7. Հիմնական բաժնետիրոջ մասնաբաժինը՝ X3:
8. Ղեկավարմանը չմասնակցող բաժնետերերի քանակը՝ X4:
9. Կազմակերպության մեջ պետության մասնաբաժինը՝ X5:

⁴⁵ Ang J.S., Cole R.A. and Lin J. Wuh , Agency costs and ownership structure, Journal of Finance, 2000, 55, pp. 81-106.

⁴⁶ Jensen M.C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review, 1986, 76, pp. 323-339.

10. Տնօրենների խորհրդի մասնակիցների թիվը՝ X_6 :

11. Բանկային հսկողության մակարդակը, որը որոշվում է պարտք/ընդհանուր ակտիվներ հարաբերակցությամբ՝ X_7 :

12. Կազմակերպության տարիքը՝ X_8 :

Գծային ռեգրեսիոն հավասարում կազմելու համար առաջին չորս գործոնները կլինեն անկախ փոփոխականներ, իսկ մնացածը՝ կախյալ: Մեր կողմից ձևավորած ռեգրեսիոն կախվածության ընդհանուր տեսքը կլինի՝

$$Q\bar{D}_i = \alpha_i + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \varepsilon_i$$

Որտեղ՝

$Q\bar{D}_i$ – ը առաջին չորս անկախ փոփոխականներից մեկն է

α_i – ն՝ հաստատուն գործակիցը,

β_j – ն՝ անկախ փոփոխականների գործակիցը,

ε_i – ը՝ ռեգրեսիայի սխալը:

Առաջարկված մեթոդով վերլուծությանը հնարավորություն կտա ստուգելու հետևյալ ենթադրությունները.

1. Կառավարչի հսկողության տակ գտնվող բաժնետոմսերի քանակի ավելացումը հանգեցնում է մենեջերների և սեփականատերերի շահերի հավասարեցման, որը նվազեցնում է գործակալական ծախսերը:

2. Երբ կազմակերպության բաժնետոմսերը պատկանում են մեկ մարդու, կազմակերպության նկատմամբ ավելի աչալուրջ հսկողություն է սահմանվում կազմակերպության վրա, որի հետևանքով նվազում են գործակալական ծախսերը:

3. Սեփականության բազմատեսակ ձևերի առկայությունը բերում է գործակալական ծախսերի ավելացման:

Այսպիսով՝ այս հայեցակարգում հաշվի առնված հիմնական գործոնները հետևյալն են՝ սեփականատիրոջ դիրքը, փոխառուի դիրքը, կլանման սպառնալիքը:

Դիտարկվող հայեցակարգի համաձայն՝ օպտիմալ կհամարվի կապիտալի այն կառուցվածքը, որը փոխառու ֆինանսավորման օգուտների (կառավարիչների և բաժնետերերի միջև գործակալական բախումների լուծումը) և վնասների (վարկատուների և բաժնե-

տերերի միջև գործակալ ական բախումների առաջացումը) միջև կապի պանի հավասարակշռությո՜ւն:

Կապիտալի կառուցվածքի վարքագծային հայեցակարգի շրջանակներում ուշադրությո՜ւն արժանի են կապիտալի կառուցվածքի մի շարք ժամանակակից տեսությո՜ւններ՝

- շուկային հետևել ու հայեցակարգ,
- կառավարիչների ներդրումների ինքնուրույնությո՜ւն հայեցակարգ,
- տեղեկատվական կասկադների հայեցակարգ,
- կառավարիչների անհատական որակների ազդեցությո՜ւն հայեցակարգ:

Կապիտալի կառուցվածքի վարքագծային հայեցակարգի շրջանակներում հիմնական է համարվում **շուկային հետևել ու հայեցակարգը**⁴⁷: Հիմնական գաղափարն այստեղ այն է, որ վերահսկվում է ֆինանսական շուկայի դրությո՜ւնը և ընդունվում է գործողությո՜ւնների որոշակի հաջորդականությո՜ւն՝ ստեղծված իրավիճակից կախված: *Երբ շուկան գերազնահատում է կազմակերպությո՜ւն բաժնետոմսերը, անհրաժեշտ է որքան հնարավոր է շատ բաժնետոմսեր թողարկել, սակայն երբ բաժնետոմսերը թերազնահատում են, հարկ է օգտագործել երկարաժամկետ ֆինանսավորում և ազատ դրամական միջոցներն ուղղել կազմակերպությո՜ւն հասարակ բաժնետոմսերի թողարկմանը, որոնք կարող են ազատ շրջանառվել ֆոնդային շուկայում*: Այս տեսությո՜ւն համաձայն՝ կարելի է ընդգծել սեփական կապիտալում պարտքի մասնաբաժնի մեծությո՜ւն համեմատաբար նշանակալից գործոնները, հատկապես՝ **բաժնետոմսերի գնի փոփոխությո՜ւնը և ֆինանսական ակառուրդը (կապիտալի ներգրավումն արտաքին աղբյուրներից)**:

Շուկային հետևել ու փորձը լայն տարածում ունի արևմտյան կազմակերպությո՜ւնների կառավարիչների շրջանում. դրան բնորոշ են հետևյալ առանձնահատկությո՜ւնները՝

⁴⁷ Wurgler F.. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, The Journal of Finance, 2006, pp. 1645-1680.

1. Կազմակերպությունը ձգտում է թողարկել բաժնետոմսեր (պարտքային գործիքների թողարկման փոխարեն), երբ կազմակերպության շուկայական արժեքն աճում է, և հետգնել բաժնետոմսերը, երբ շուկայական արժեքը նվազում է:

2. Կազմակերպությունը ձգտում է թողարկել բաժնետոմսեր, երբ ներդրողների սպասումները լավատեսական են կազմակերպության ապագա շահույթների վերաբերյալ:

3. Բաժնետոմսերի երկարաժամկետ շահութաբերության վերլուծությունը բացահայտել է, որ շուկային հետևելու փորձը դրական է ազդում կազմակերպության բաժնետոմսերի շահութաբերության վրա⁴⁸:

Շուկային հետևելու հայեցակարգի հեղինակներն իրենց հետազոտություններում բացահայտել են նաև, որ այս մոտեցումը կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման վրա երկարաժամկետ ազդեցություն ունի:

Դիտարկելով զարգացրել է շուկային հետևելու հայեցակարգը և առաջարկել է **մեկնեղերների ներդրումների ինքնուրույնության հայեցակարգը**: Նա կարծում է, որ կառավարիչը հաշվի է առնում ինչպես բաժնետոմսերի կարճաժամկետ գինը, որը շուկայում ձևավորվում է ներդրումներ կատարելուց հետո, այնպես էլ կազմակերպության կապիտալի արժեքի երկարաժամկետ փոփոխությունները⁴⁹: Բաժնետոմսերի գնի կարճաժամկետ փոփոխությունը կազմակերպության կողմից ներդրումային ծրագրի իրականացման ժամանակ կախված է այն բանից, թե ներդրողները ինչպես են գնահատում այդ ծրագիրը: Կառավարիչները փորձում են պարզել, թե կապիտալի շուկան ինչպես կարճաժամկետ ներդրումային ծրագրին, թե դա որքանով է համընկնում իրենց պատկերացումներին: Դրանից ելնելով նրանց մոտ ձևավորվում են սպասումներ՝ ներդրումային ծրագրի ընդունման վրա գների ազդեցության հետ կապված: Տեսության հեղինակների կարծիքով՝ հենց այդ սպասումներն են ազդում բաժնետոմսերի թողարկման որոշումների կայացման վրա:

⁴⁸ Кириллов Ю.В. Решение многокритериальной задачи оптимизации структуры капитала / Ю.В. Кириллов, Е.Н. Назимко // Экономический анализ: теория и практика. 2013, № 28. С. 55-65.

⁴⁹ Dittmar A., Why Do Firms Repurchase Stock? Amy K. Dittmar. Journal of Business. Vol. 25, 2000. Pp. 331-355.

Այս պիստով՝ ֆինանսական որոշումների կայացման ժամանակ կարևոր է, թե ներդրողները որքանով են վստահում ներդրումային ծրագրի վերաբերյալ կառավարիչների գնահատականներին (հաջողակ, նպատակահարմար, շահույթաբեր): Ներկայացված տեսությունն համաձայն՝ կազմակերպությունը ձգտում է լրացուցիչ արժեթղթերի թողարկման, երբ արժեթղթերի շուկայական արժեքը, կառավարիչների և ներդրողների միջև փոխհամաձայնության մակարդակները բարձր են, և հակառակը, կազմակերպությունը ձգտում է թողարկել երկարաժամկետ պարտքային գործիքներ, երբ բաժնետոմսերի շուկայական արժեքը և համաձայնության մակարդակները ցածր են: Այս տեսության և Բեյկերի ու Վեգլերի շուկային հետևելու տեսությունների միջև գոյություն ունեն կարևոր տարբերություններ: Այս պիստով՝ այս տեսության համաձայն՝ կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի որոշման վրա ազդում են **բաժնետոմսերի գները և կառավարիչների ու ներդրողների սպասումները**⁵⁰:

Բիկչանդանի, Յիրշլեյքերի և Վեյչիմի կողմից առաջարկված **ինֆորմացիոն կաակադների** հայեցակարգի հիմքում տնտեսական գործակալների վարքագիծը, որը զուտ հոգեբանական գործոնն է⁵¹: Հայեցակարգի հիմնական գաղափարն այն է, որ հաճախ անհատի օպտիմալ ռազմավարությունը նույն իրավիճակում հայտնված իր նախորդի կայացրած որոշումներին կրկնությունն է, անկախ այն բանից, թե ինչ տեղեկատվության է նատիրապետում: Այդ դեպքերում առաջանում է այն, ինչ հեղինակներն անվանում են տեղեկատվական կասկար: Կազմակերպության կառավարիչները հաճախ հետևում են տվյալ պահին ժողովրդականությունը վայելող կառավարման մեթոդներին, որոնք վերաբերում են ֆինանսական ու ներդրումային որոշումներին և այլն: Կառավարիչներն ուշադրություն են դարձնում այլ կառավարիչների պահվածքին և նմանատիպ խնդիրների լուծման ժամանակ կայացնում են նմանատիպ որոշումներ:

⁵⁰ Солодухина Д., Репин Д.. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий подход. Корпоративные финансы, 2008. №1 (5), с. 5.

⁵¹ Sushil Bikhchandani, Hirshleifer D., Welch I., A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. Journal of Political Economy, Vol. 100, No. 5, 1992, pp. 992-1026.

Այս հայեցակարգի համաձայն՝ կառավարիչների կողմից կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի որոշման վրա ազդող հիմնական գործոնն ավելի հեղինակավոր կառավարիչների կարծիքն է:

Վերոնշյալ հայեցակարգն իր զարգացումն է ստացել Յեկբարտի հետազոտության նկատմամբ: Նա ուսումնասիրել է **մեներների անհատական որակների ազդեցությունը** ֆինանսական որոշումների վրա:

Յեկբարտը կազմակերպության պարզ մոդելի օգտագործմամբ դիտարկում է, թե կառավարիչների լավատեսությունը և ինքնավստահությունը ինչպիսի ազդեցություն ունեն կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հետ կապված որոշումների կայացման վրա⁵²: Մասնավորապես՝ հեղինակը հիմնավորում է, որ լավատեսորեն տրամադրված և (կամ) չափազանց ինքնավստահ կառավարիչները՝

1. ընտրում են երկարաժամկետ ծանրաբեռնվածության ավելի բարձր մակարդակներ,
2. չեն հետևում հիերարխիայի հայեցակարգին,
3. հակված են ուսումնասիրել ու շուկայի հնարավորությունները, որի արդյունքում ձևավորվում է կապիտալի կառուցվածքը:

Աշխատանքի այս ենթակետում մենք անդրադարձանք կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հիմնական տեսական հայեցակարգերին: Չնայած որ գոյություն ունեն տարբեր մոտեցումներ և մոդելներ, սակայն կազմակերպության արդյունավետ (օպտիմալ) ֆինանսավորման խնդիրը դեռևս լուծված չէ: Ընդհանրացնելով տարբեր տեսությունների հայեցակարգերի գաղափարները՝ կարելի է կատարել մի շարք կարևոր հետևություններ՝

1. Փոխառու ֆինանսավորման որոշակի առավելությունների առկայությունը, որոնցից առավել էական կարելի է համարել՝ հարկային վահանի առկայությունը, սեփական կապիտալի շահութաբերության ավելացումը (ֆինանսական լծակի ազդեցությունը), ներդրողների դրական ազդակների հաղորդման հնարավորությունը, կառավարման վրա կարգապահական ազդեցությունը, գործակալական բախումների կարգավորման հնարավորությո-

⁵² Hackbarth D., Managerial Traits and Capital Structure Decisions. Working paper, 2004.

յ ու ն ը, կլ ան ու մ ն եր ի ց պ ա շ տ պ ա ն վ ե լ ու հ ն ա ր ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ն եր ը և ա յ լ ն: Ա յ դ ի ս կ պ ա տ ճ առ ո վ կ ա զ մ ա կ եր պ ու թ յ ու ն ն եր ը ն ախ ը ն տ Ր ու մ ե ն կ ա պ ի տ ալ ի կ առ ու ց վ ա ծ ք ու մ ու ն ե ն ալ փ ոխ առ ու Ֆ ի ն ա ն ս ա վ ո Ր մ ա ն ա ն հ Ր ա ժ ե շ տ մ ա կ ա Ր դ ա կ:

2. Փ ոխ առ ու թ յ ու ն ն եր ի օ գ տ ա գ ո Ր ծ մ ա մ ք կ Ր ճ ա տ վ ու մ ե ն Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն դ ժ վ ա Ր ու թ յ ու ն ն եր ի հ ա վ ա ն ա կ ա ն ու թ յ ու ն ը և գ ո Ր ծ ա կ ալ ա կ ա ն ծ ախ եր ի մ ա կ ա Ր դ ա կ ը: Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն լ ծ ա կ ի ո Ր ո շ ա կ ի մ ա կ ա Ր դ ա կ ի հ ա ն ե լ ու ց հ ե տ ո ա յ դ գ ո Ր ծ ո ն ն եր ը հ ա ն գ ե ց ն ու մ ե ն փ ոխ առ ու Ֆ ի ն ա ն ս ա վ ո Ր մ ա ն հ ա Ր կ ա յ ի ն առ ա վ ե լ ու թ յ ու ն ն եր ի և օ գ ու տ ն եր ի՝ գ ո Ր ծ ա կ ալ ա կ ա ն ծ ախ եր ի կ Ր ճ ա տ մ ա ն հ ա շ վ ի ն:

3. Ք ա ն ի ո Ր տ ե դ ե կ ա տ վ ու թ յ ու ն ն ա ն հ ա մ ա չ ա փ է, կ ա զ մ ա կ եր պ ու թ յ ու ն ն եր ը ն ախ ը ն տ Ր ու մ ե ն պ ա հ պ ա ն ե լ փ ոխ առ ու Ֆ ի ն ա ն ս ա վ ո Ր մ ա ն ն եր ու ժ ը, ո Ր ա փ ս գ ի կ ա Ր ո դ ա ն ա ն օ գ տ վ ե լ ա Ր դ յ ու ն ա վ ե տ ն եր դ Ր ու մ ա յ ի ն հ ն ա ր ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ն եր ի ց: Փ ոխ առ ու թ յ ու ն ն եր ի ն եր գ Ր ա վ ու մ ը կ ա Ր ո դ է ն ա ն շ ու կ ա յ ի հ ա մ ա Ր ո Ր ա փ ս ա գ դ ա ն շ ա ն ծ առ ա յ ե լ, ո Ր կ ա զ մ ա կ եր պ ու թ յ ու ն ն ի Ր ա կ ա ն ա ց ն ու մ է ա Ր դ յ ու ն ա վ ե տ գ ո Ր ծ ու ն ե ու թ յ ու ն և ու ն ի լ ա վ հ եռ ա ն կ ա Ր ն եր:

4. Կ ա պ ի տ ալ ի կ առ ու ց վ ա ծ ք ի ձ ա վ ո Ր մ ա ն կ առ ա վ ա Ր չ ա կ ա ն ո Ր ո շ ու մ ն եր ը, ո Ր ո ն ց մ ի ջ ո ց ո վ մ ե ն ե ջ եր ն եր ը կ ա Ր ո դ ե ն ա գ դ ե լ գ ո Ր ծ ա Ր ա Ր ու թ յ ա ն գ ն ի վ Ր ա, հ ա ն գ ե ց ն ու մ ե ն ծ ախ եր ի կ Ր ճ ա տ մ ա ն, տ ա Ր ք եր կ ո դ մ եր ի մ ի ջ և (մ ե ն ե ջ եր, բ ա ժ ն ե տ եր, փ ոխ ա տ ու և ա յ լ ն) հ ն ա ր ա վ ո Ր տ ա Ր ա կ ա Ր ծ ու թ յ ա ն ն վ ա զ մ ա ն, ի ն չ ա փ ս ն ա ն կ առ ա վ ա Ր մ ա ն ճ կ ու ն ու թ յ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ի բ ա Ր ձ Ր ա ց մ ա ն ⁵³:

2.2. Կ ա պ ի տ ալ ի կ առ ու ց վ ա ծ ք ի ձ ա վ ո Ր մ ա ն հ ա մ ա ջ խ ա Ր հ ա յ ի ն փ ո Ր ձ ի վ եր լ ու ծ ու թ յ ու ն ը

Կ ա պ ի տ ալ ի կ առ ու ց վ ա ծ ք ի ը ն տ Ր ու թ յ ա ն վ եր ա ք եր յ ալ տ ե ս ա կ ա ն և գ ո Ր ծ ն ա կ ա ն առ ա ջ ա Ր կ ու թ յ ու ն ն եր ը մ շ ա կ վ ե լ ե ն հ ա մ ա պ ա տ ա ս խ ա ն հ ա յ ե ց ա կ ա Ր գ եր ի ու մ ո դ ե լ ն եր ի փ ո Ր ձ ա Ր կ մ ա ն մ ի ջ ո ց ո վ: Ա յ դ ն ա պ ա տ ա կ ո վ ա յ ս ե ն թ ա հ ա Ր ց ու մ ն եր կ ա յ ա ց վ ու մ ե ն ա յ ն ու ս ու մ ն ա ս ի Ր ու թ յ ու ն ն եր ը, ո Ր ո ն ք ն վ ի Ր վ ա ծ ե ն փ ոխ գ ի ջ ու մ ա յ ի ն,

⁵³ Финансовый менеджмент : учебник / под ред. Е. И. Шохина. – 4-е изд., , Москва, 2012. – 475 с.

գործակալ ական ծախսերի և վարքագծային հայեցակարգերի փորձարկումներին:

Վարքագծային հայեցակարգի ուսումնասիրությունները հիմնականում կենտրոնացած են շուկային հետևելու տեսության փորձարկման վրա, որը վարքագծային տեսություններին ամենաշատն է հետազոտվել: Այս խնդրի լուծմամբ զարգացած շուկաներում սկսեցին զբաղվել Մ. Բեյքերն ու Ջ. Վյոգլերը, Ա. Յովակիմյանը, Ա. Ալտը: Ուսումնասիրությունների նպատակն է եղել այն վարկածի ստուգումը, ըստ որի կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքը ժամանակի յուրաքանչյուր պահի ներկայացնում է շուկայի միտումներին հետևելու ազդեցությունը կազմակերպության կառավարման գործընթացի վրա նախորդ երկարաժամկետ ժամանակաշրջանների ընթացքում⁵⁴⁻⁵⁵:

Նախ փորձարկվել է այն վարկածը, ըստ որի կազմակերպությունն արժեթղթեր է թողարկում այն ժամանակահատվածներում, երբ դրանք բարձր են գնահատվում շուկայում (MTB-ի մեծ ցուցանիշի դեպքում): Շուկային հետևելու տեսության փորձնական ստուգման երկրորդ հիմնական խնդիրը կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի վրա MTB-ի ցուցանիշի ազդեցության կայունությունն ապացուցելու նպատակով ստացված կախվածությունն ճշտումն է եղել:

Վերջին չորս տասնամյակների հետազոտությունները ցույց են տվել, որ կապիտալի կառուցվածքի տեսությունը մնում է կորպորատիվ ֆինանսների տեսության ամենավիճաբար ույց թեմաներից մեկը: Կապիտալի կառուցվածքի ժամանակակից տեսությունների հիմնահարցերից մեկը կազմակերպության կողմից սեփական և փոխառու կապիտալի հարաբերակցության վերաբերյալ որոշումների կայացման վրա ազդեցություն ունեցող գործոնների ընտրությունն է:

Այդ ուղղությամբ իրականացված ուսումնասիրություններում հեղինակները վերլուծում են հիմնական գործոնների կարևորութ-

⁵⁴ Baker, M., Wurgler J., Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, The Journal of Finance, 2006, pp. 1645-1680.

⁵⁵ Hovakimian A., Is the partial adjustment model a useful tool for capital structure research?, Review of Finance, 2012, v.16, No. 3, pp. 733-754.

յ ու ն ը կապիտալ ի կառուցվածքի ընտրության խնդրում, ինչպես նաև դրանց ազդեցությունը կապիտալի գինը սահմանելիս⁵⁶: Այդ նպատակով նրանք կիրառել են ֆինանսական տնօրենների անկետավորման (հարցաթերթիկավորման) մեթոդը, որը գործնականում կապիտալի կառուցվածքի մի շարք սկզբունքների կիրառելիության ստուգելի ման մեթոդ է: Խոսքը վերաբերում է փոխադիջումային, հիերարխիայի, շուկային հետևելու վարքագծային սկզբունքներին:

Որպես ուսումնասիրության օբյեկտ ընտրվել են 392 ամերիկյան և կանադական կազմակերպություններ, որոնք տարբերվում են իրենց չափերով (մինչև 25 մլն. եվրո շրջանառությամբ կազմակերպություններ՝ 8%, մինչև 500 մլն եվրո շրջանառությամբ՝ 22% կազմակերպություններ) և ոլորտի պատկանելության (դրանց մեծ մասը արտադրական կազմակերպություններ են՝ 37.5%, ֆոնդային շուկաներում հանդես եկող կազմակերպություններ՝ 65.56%): Ընտրվել են ինչպես պետական, այնպես էլ մասնավոր կազմակերպություններ:

Որպես կապիտալի կառուցվածքի այս կամ այն սկզբունքի դրույթները որոշող գործոններ՝ ուսումնասիրողների կողմից առաջարկվել են հարկային վահանից ստացվող շահույթները, սնանկացման ծախսերը, ֆինանսական ճկունությունը, վարկային վարկանիշը, եկամուտների անկայունությունը, կազմակերպության արժեթղթերի շուկայական արժեքը, արժեթղթերի գնի փոփոխությունը: Ուսումնասիրության արդյունքներով, որպես ֆինանսավորման աղբյուր սեփական արժեթղթերի թողարկման վերաբերյալ որոշում կայացնելու վրա ազդող գործոնների կարևորության վարկանիշային աղյուսակում առաջին տեղը ֆինանսական տնօրենները հատկացնում են եկամուտների մակարդակին (68.5%), երկրորդ և երրորդ տեղերը գրավում են՝ <<մեծությունը, որի չափով գերազնահատվել կամ թերազնահատվել են կազմակերպության արժեթղթերը շուկայում>> (66.94%) և <<արժեթղթերի գնի վերջին աճը, քանի որ այդ դեպքում արժեթղթերի

⁵⁶ Graham, J., Harvey C., How do Cfos Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?. Journal of Applied Corporate Financ, Vol. 15, Issue 1, pp. 8–23, Spring 2002.

նոր խմբաքանակը կարելի է վաճառել ավելի բարձր գնով (62.60%), այսինքն՝ գործոններ, որոնք օժանդակում են շուկային հետևելու սկզբունքին: Իր կարևորությամբ հինգերորդ գործոն համարվեց կապիտալի նկատմամբ պարտքի բեռի նպատակային արժեքի պահպանումը (51.59%): Հարկային վահանից ստացված շահույթները ֆինանսական տնօրենները դասում են վեցերորդ, իսկ սնանկացման ծախսերը՝ յոթերորդ տեղը (այս գործոնները փոխադրումային սկզբունքի հիմնական բաղադրիչներն են): Հարկային վահանից ստացված շահույթների գործոնն ավելի կարևոր նշանակություն ունի մեծ, կարգավորող կազմակերպությունների համար, որոնք շահաբաժիններ են վճարում (կորպորատիվ բարձր հարկի պատճառով): Իններորդ տեղում կազմակերպությունների ձգտումն է օգտագործել սեփական կապիտալի նույն մասը, որ օգտագործում են նույն ոլորտի այլ կազմակերպություններ՝ 22.95% (կառավարիչների վարքն ընդօրինակողներ): Տասներորդ տեղը զբաղեցնում է վարկանիշային բնույթի գործոնը (ներդրողների վրա արժեթղթերի թողարկումն ավելի լավ ազդեցություն է թողնում, քան պարտքի գործիքների թողարկումը)՝ 21.49%: Եվ, վերջապես, գործոնների ցանկում տասնմեկերորդ տեղը զբաղեցնում է ֆինանսավորման այլ աղբյուրների անհասանելիության գործոնը՝ պարտքը, շրջանառվող փոխառությունները և այլն՝ 15.57% (հիերարխիայի տեսության համաձայն՝ այս գործոնն ամենակարևորն է):

Կազմակերպության փոխառու կապիտալի մակարդակի վրա ազդող հիմնական գործոններից ֆինանսական տնօրեններն առաջինը համարում են ֆինանսական ճկունությունը (59.38%), երկրորդը՝ կազմակերպության վարկային վարկանիշը (57.10%), երրորդը՝ եկամուտների անկայունությունը (48.08%), չորրորդը՝ հարկային առավելությունները (44.85%), հինգերորդը՝ գործառնական ծախսերը (33.52%): Հատկանշական է նաև, որ պարտքի և սեփական կապիտալի խիստ նպատակային հարաբերակցությունը պահպանում է հարցված տնօրենների միայն 10%-ը, իսկ մնացած 90%-ը փաստում են կամ այդ ելակետի բացակայությունը (19%), կամ <<ճկուն>> ելակետի առկայությունը (37%), կամ էլ <<առավել կամ պակաս կոշտ>> ելակետի

առկայ ու թյ ու նը (34%): Նպատակային արժեքը կարևոր նշանակություն ունի երիտասարդ տնօրենների կամ պաշտոնավարման կարճատև ստաժ ունեցող տնօրենների համար: Որքան ավելի փորձառու է ֆինանսական տնօրենը, այնքան ավելի փոքր է կողմնորոշումը դեպի նպատակային արժեքը, և ավելի մեծ տեղ է տրվում սեփական փորձին:

Այսպիսով՝ Գրեմն ու Հարվին պարզել են, որ գործնականում ֆինանսավորման սեփական աղբյուրներ ընտրելիս հիմնական տեղը զբաղեցնում է շուկային հետևելու հայեցակարգը: Փոխառու կապիտալի մակարդակի վրա զգալի ազդեցություն ունի հիերարխիայի հայեցակարգը: Գործնականում ամենափոքր նշանակություն ունի փոխզիջումային հայեցակարգը: Միևնույն տրամաբանությամբ կարող ենք հաստատել, որ շուկային հետևելու հայեցակարգի դրույթները չեն կարող օգտագործվել ՀՀ կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հիմնախնդիրներում: Այլ են հիերարխիայի հայեցակարգի դրույթների փորձարկման դեպքերը: Դրանք հավասարապես կիրառելի են ՀՀ կազմակերպություններում: Ինչ վերաբերում է փոխզիջումային հայեցակարգի դրույթներին, ապա ՀՀ կազմակերպություններում ֆինանսական կառավարման մշակույթը թույլ չի տալիս դրանք կիրառել, քանի որ այստեղ սնանկացման հետ կապված սպասվելիք ծախսերը և կորցրած հնարավորությունների հետևանքները չեն պլանավորվում և վերլուծվում:

Միևնույն մեթոդով ուսումնասիրություններ են իրականացրել Բանսելը և Միտուն⁵⁷: Հեղինակները վերլուծել են 16 եվրոպական երկրների 87 կազմակերպությունների կառավարիչների գնահատականները: Ստացված արդյունքները համեմատվել են ԱՄՆ-ում արձանագրված նույնատիպ արդյունքների հետ (ընտրվել են ընդամենը 720 կազմակերպություններ): Ընտրանքին մասնակցել են հիմնականում խոշոր կազմակերպություններ, որոնց եկամուտները գերազանցում են 1 մլրդ եվրոն: Ընտրանքի ներկայացվել են նաև գործունեության տարբեր ոլորտների կազմակերպություններ

⁵⁷ Bancel F., Mittoo U., Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms// financial management, 33(4), 103-133, Winter 2004

(արտադրություն, ֆինանսական հատված), որոնց արժեթղթերը շրջանառվել են ֆինանսական շուկաներում: Հարցմանը մասնակցել են միայն պետական կազմակերպությունների կառավարիչները:

Ուսումնասիրությունների արդյունքների համաձայն՝ երկու մայրցամաքների կառավարիչները կապիտալի կառուցվածքի ընտրության վրա ազդող բոլոր գործոններից ամենաազդեցիկը համարում են ֆինանսական ճկունությունը, երկրորդը՝ վարկային վարկանիշը: Բացի այդ, պարտքի օգտագործումից ստացած հարկային առավելությունները երրորդ տեղում են, իսկ սնանկացման հնարավոր ծախսերը՝ միայն յոթերորդում: Ստացված արդյունքները համապատասխանում են նախորդ հեղինակների ուսումնասիրությունների արդյունքներին: Սակայն, ի տարբերություն նախորդների, այս աշխատանքի առանձնահատկությունը գործոնների ազդեցության աստիճանը որոշելու մեջ է, որոնք վերաբերում են որոշակի տնտեսական համակարգի: Դրանք են՝

- ներքին փոխառությունների հարաբերությունը ՀՆԱ-ին,
- կորպորատիվ հարկի տոկոսադրույքը,
- ֆինանսական համակարգի առանձնահատկությունը և այլն:

Պարտքի վերաբերյալ կազմակերպության քաղաքականությունը մեծ մասամբ որոշվում է համապատասխան օրենսդրական հիմքի որակով: Ֆինանսական ճկունության վարկանիշը (որը հիմնական գործոնն է կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որոշելիս), ավելի ցածր կլինի, եթե երկրի ֆինանսական համակարգը բնութագրվում է ոչ թե բանկերի, այլ բորսաների մեծ թվով: Այս դեպքում նշված գործոնի բացասական ազդեցությունը մեծանում է վարկառուների իրավասությունների աստիճանի մեծացմանը զուգընթաց: Ինչ վերաբերում է պարտքի և կապիտալի նպատակային հարաբերությանը, ապա հեղինակները եկել են այն եզրակացության, որ այդ հարաբերության մակարդակով ավելի անհանգստացած են քաղաքացիական իրավունքով երկրներում (Եվրոպական երկրներ), քան ընդհանուր իրավունքով երկրներում (Մեծ Բրիտանիան, ԱՄՆ):

Այսպիսով՝ վերը նշված գործոնների ուսումնասիրությունների արդյունքը գործնականում հիերարխիայի տեսության

հաստատումն է: Բացի այդ, հեղինակները սահմանում են երկրների առանձնահատկություններով պայմանավորված գործոնների զգալի ազդեցությունը կազմակերպության ֆինանսական կառուցվածքի կառավարման վրա: Մեր կատարած վերլուծությունների արդյունքում ՀՀ կազմակերպությունների համար արձանագրվել է հիերարխիկ հայեցակարգի դրույթների հավաստում, մասնավորապես՝ շահութաբեր կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքում փոխառու միջոցների բաժինը համեմատաբար փոքր է, իսկ պակաս հաջողակ կազմակերպությունները բավարար ներքին ֆինանսական ռեսուրսների բացակայության դեպքում գործում են հիերարխիկ տեսության համաձայն:

Հետաքրքիր արդյունքներ են ստացել Բիթթեն, Գուդակրը և Թոմսոնը անկետային մեթոդով հարցման արդյունքում՝ Մեծ Բրիտանիայի վարկային վարկանիշավորմանը մասնակցող կազմակերպությունների ֆինանսական տնօրենների շրջանում⁵⁸:

Որպես առավել մեծ նշանակություն ունեցող գործոններ՝ փոխադիջումային հայեցակարգի հեղինակներն ուսումնասիրեցին պարտքի նպատակային մակարդակի պահպանումը, հարկային վահանը և գործակալական ծախսերը, հիերարխիայի հայեցակարգի հեղինակները՝ կազմակերպությունների չափը և տեղեկատվության անհամաչափությունը: Ի տարբերություն նախկին ուսումնասիրողների՝ այս աշխատանքում կապիտալի ֆինանսական կառուցվածքում էական գործոն է համարվում կազմակերպության չափը: Խոշոր կազմակերպություններն ավելի հակված են պահպանել ու պարտքի մակարդակի որոշակի նպատակային արժեք և հակված չեն հետևել ու հիերարխիայի տեսությանը:

Քննարկվող աշխատանքում կայացրած հիմնական եզրակացությունը հետևյալն է. կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի հետ կապված որոշումները միանշանակ և միակողմանի չեն կարող լինել: Հարցված կազմակերպությունների մոտ 40%-ն ունի պարտքի բեռի նպատակային մակարդակ, որը որոշվում է փոխանակման սկզբունքի հիման վրա, մնացած 60% կազմակերպությունները հետևում են

⁵⁸ Beattie, V., Goodacre A., and Thomson S.J., International lease accounting reform and economic consequences: the views of UK users and preparers. International Journal of Accounting, 2006, 41(1), pp. 75-103.

հիերարխիայի տեսությանը: Բայց հարցվողներն այս երկու հայեցակարգերը փոխացառող չեն համարում. գործնականում երկու հայեցակարգերն էլ, այս կամ այն չափով, օգտագործում են:

Կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ձևավորման մեխանիզմների համեմատությանը նվիրված վերջին ժամանակների հետաքրքիր աշխատանք է Բրունների, Ջոնգի և Կոեդիյկի կողմից կատարված ուսումնասիրությունը եվրոպական կազմակերպությունների օրինակով⁵⁹: Անկետավորման մեթոդի օգնությամբ ուսումնասիրվել է ստատիկ փոխզիջումային հայեցակարգի և հիերարխիայի հայեցակարգի ազդեցության աստիճանը կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ձևավորման վրա: Որպես ուսումնասիրության օբյեկտ են ընտրվել Մեծ Բրիտանիայի, Ֆրանսիայի, Գերմանիայի և Նիդեռլանդների 313 կազմակերպություններ, ուսումնասիրության տարին՝ 2004 թ.: Ընտրվել են ինչպես պետական, այնպես էլ մասնավոր կազմակերպություններ (կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի որոշման ժամանակ՝ ըստ խմբերի տարբերությունները հայտնաբերելու նպատակով): Արդյունքները համեմատվել են ամերիկյան կազմակերպությունների օրինակով՝ Գրեմի և Յարվիի, իսկ խոշոր պետական եվրոպական կազմակերպությունների օրինակով՝ Բանսելի և Միտուի ուսումնասիրությունների հետ:

Հեղինակները, որպես կապիտալի կառուցվածքի կառավարման վրա ազդող հիմնական գործոններ, փոխզիջումային տեսության շրջանակներում դիտարկեցին պարտքի նպատակային մակարդակի պահպանումը, հարկային առավելությունները, իսկ հիերարխիայի տեսության շրջանակներում՝ ֆինանսական ճկունությունը, վարկային վարկանիշը և եկամուտների անկայունությունը:

Ուսումնասիրվող երկրներում կազմակերպությունների գրեթե 2/3-ը ունի փոխառու և սեփական կապիտալների որոշակի նպատակային մակարդակ, դրանց 10%-ն ամրագրվել է այդ մակարդակները: Հարկային վահանի գործոնն այդ դեպքում հայտնվել է չորրորդ տեղում՝ ֆինանսական ճկունությունից, վարկային վարկանիշից և եկամուտների տատանումներից հետո: Բացառություն է կազմում

⁵⁹ Brunner D., Jong, A. and Koedijk K. Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence., Journal of Banking and Finance, 2009. V.30., pp. 402-1450.

Գերմանիան, որտեղ հարկի ամենաբարձր ցուցանիշն է՝ 54%, բայց ֆինանսական տնօրենները կապիտալի կառուցվածքը սահմանելիս հարկային վահանին երկրորդական տեղ են հատկացրել:

Փոխզիջումային ստատիկ տեսությունը հավաստում է, որ կազմակերպություններն ունեն պարտքի նպատակային մակարդակ, որը հիմնված է հարկերի և իրացման ծախսերի վրա: Այս վարկածը մասնակիորեն հաստատվում է ուսումնասիրվող եվրոպական յուրաքանչյուր չորրորդ երկրում: ԱՄՆ-ում գտնվել են առավել համոզիչ ապացույցներ, որ պարտքի նպատակային մակարդակը և կազմակերպության եկամտահարկի դերը կարևոր նշանակություն ունեն կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որոշելիս: Բանսելի և Միտուի ուսումնասիրություններում նախապատվությունը տրվել է հարկման կարևորությանը: Ֆինանսական ճկունությունն ամենակարևոր գործոնն է պարտավորությունների գումարը որոշելիս: Միևնույն ժամանակ հեղինակներն ապացուցել են, որ հիերարխիայի տեսությունը այդ ցուցանիշով (ֆինանսական ճկունություն) չի ղեկավարվում:

Ռաջանը և Չինգալեսը ենթադրում են, որ լուրջ տարբերություններ կան եվրոպական երկրների ֆինանսական շուկաների միջև: Նրանց ուսումնասիրության գործնական արդյունքներն արտացոլում են հայտնաբերված այդ տարբերությունները⁶⁰: Օրինակ՝ ամերիկյան և անգլիական կազմակերպությունները հակված են կապիտալի կառուցվածքի վերաբաշխմանը շուկայական արժեքի փոփոխությունների դեպքում: Բանսելի և Միտուի ուսումնասիրություններում այս վերաբաշխումը շատ կարևոր է այն պայմանով, որ դրանցում ներգրավված են միայն ցանկում ներկայացված պետական կազմակերպությունները: Արժեթղթերի գների փոփոխություններն առավել կարևոր են ԱՄՆ-ի և Մեծ Բրիտանիայի համար պարտավորությունների մակարդակի և արժեթղթերի թողարկման հարցերում: Քանի որ ֆինանսական շուկաները ենթադրում են եկամտաբերության չափանիշի կարևորությունը, ապա այս խնդիրը արդիական է դեպի շուկա կողմնորոշված տնտեսությամբ երկրների համար՝ ԱՄՆ, Մեծ

⁶⁰ Rajan R., Zingales L., Power in a Theory of the Firm, The Quarterly Journal of Economics, 1998 pp. 387-432.

Բրիտանիա և Նիդեռլանդներ: Ուսումնասիրությունների արդյունքները հաստատել են նաև, որ գերմանական և ֆրանսիական կազմակերպությունները կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որոշելիս մեծ կարևորություն չեն տալիս ֆինանսական շուկաների առանձնահատկություններին: Այս դեպքում պետական կազմակերպություններն առավել մեծ նշանակություն են տալիս արժեթղթերի թողարկման ծավալներին: Բացահայտվել է նաև, որ պարտավորությունը շատ կարևոր գործոն է կազմակերպությունների միավորման պարագայում: Սակայն կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքն ընտրելիս այս գործոնները կարևոր չեն մասնավոր կազմակերպությունների համար: Ուստի, պետական կազմակերպությունները, մասնավորների համեմատությամբ, ավելի հակված են հաշվարկելու իրենց հնարավորությունները ֆինանսական շուկաներում: Գործընթացների զարգացման հետ կապված՝ հեղինակները, ընդհանուր առմամբ, հանգել են այն եզրակացության, որ ֆինանսական շուկաներն ազդում են կապիտալի կառուցվածքի ընտրության վրա:

Ի տարբերություն նախորդների՝ հեղինակներն այստեղ գործակալական ծախսերի դերի կարևորության էական ապացույցներ չեն գտել չորս երկրներից որևէ մեկում, այն դեպքում, երբ Բանսելն ու Միտուն հիմնավորել են, որ գործակալական ծախսերը շատ կարևոր նշանակություն ունեն կապիտալի կառուցվածքի ընտրության գործում:

Հեղինակները փաստել են, որ փոխզիջումային ստատիկ հայեցակարգը մասնակիորեն հաստատվում է իրենց ուսումնասիրություններում: Ֆինանսական ճկունությունը շատ կարևոր է, բայց չի կառավարվում հիերարխիայի հայեցակարգի կողմից: Ի հակադրություն Բանսելի և Միտունի ուսումնասիրությունների, որոնք սահմանել են երկրների տարբերության զգալի դերը կապիտալի կառուցվածքի ընտրության հարցում, այս աշխատանքում վերը նշված տարբերություններն աննշան են, և կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ընտրության վրա ազդող գործոնները նման են բոլոր դիտարկվող երկրներում:

Արևմտաեվրոպական երկրների կազմակերպությունների օրինակով ուսումնասիրություններ են իրականացրել Անտոնիոն, Գուրնեյը և Պաուդալան: Հեղինակներն ուսումնասիրել են ֆինանսական լծակի ցուցանիշների վրա ազդող գործոնները ֆրանսիական, գերմանական և անգլիական կազմակերպությունների օրինակով: Վերլուծության է ենթարկվել շուրջ 3341 կազմակերպություն՝ 1969, 1983 և 1987 թվականներին, համապատասխանաբար՝ Մեծ Բրիտանիայի, Ֆրանսիայի և Գերմանիայի կազմակերպությունների օրինակով⁶¹: Գործոնների ազդեցությունը ստուգվել է ռեգրեսիվ վերլուծության մեթոդով: Ի տարբերություն նախորդ ուսումնասիրությունների՝ այս դեպքում հեղինակները դիտարկել են գործոնների որոշակի խումբ (ներքին և արտաքին), ինչպես նաև դրանց ազդեցության աստիճանը ֆինանսական լծակի վրա: Որպես ներքին գործոններ ընտրվել են շահութաբերության գործակիցը, հարկային արդյունավետ տոկոսադրույքը, շուկայական ակտիվության գործակիցը, նյութատարության գործակիցը, կազմակերպության չափերը, իրացվել իության գործակիցը, եկամուտների անկայունությունը: Որպես արտաքին գործոններ ընտրվել են եկամուտներն արժեթղթերից, տոկոսադրույքների ժամանակային կառուցվածքը, արժեթղթերի գների փոփոխությունը: Բացի այդ, ուսումնասիրվել է գործոնների ազդեցության աստիճանը գործունեության տարբեր ծավալների պայմաններում, ինչպես նաև ըստ ոլորտային պատկանելության:

Նրանք պարզել են նաև, որ երեք ուսումնասիրվող երկրների պարագայում, կապիտալի կառուցվածքի վրա ուղղակի ազդեցություն ունեցող հիմնական ներքին գործոնը կազմակերպության չափն է, իսկ հակադարձ կապը դիտարկվել է տոկոսադրույքների ազդեցության դեպքում, որը հաստատում է բարձր տոկոսադրույքների պարագայում կազմակերպության՝ փոխառու ֆինանսավորումից հրաժարվելու փաստը: Հիմնական կապիտալի շրջանառելիության գործակցի և ֆինանսական լծակի միջև փոխադարձ կապը տարբեր երկրներում տարբեր է. զգալի և դրական է

⁶¹ Antoniou A., Guney Y., Paudyal K., Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries, University of Durham, Department of Economics and Finance, 2002/3/1, pp. 180-190.

Գերմանիայում, աննշան է Ֆրանսիայում, բացասական՝ Մեծ Բրիտանիայում: Եվ, վերջապես, բացահայտվել է, որ իրացվելիության գործակիցը և եկամուտների անկայունությունը զգալի ազդեցությունն չունեն ֆինանսական լծակի ցուցանիշի վրա:

Այսպիսով՝ կարող ենք եզրակացնել, որ հիերարխիայի հայեցակարգի դրույթները հաստատվում և տարածվում են բոլոր երկրների կազմակերպությունների օրինակով: Ճիշտ կլինի դրանք հիմք ընդունել նաև ՀՀ կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքը ձևավորելիս:

Ուսումնասիրողները եկել են հետևյալ եզրակացության. շահութաբերության գործակիցը, կազմակերպության չափերը, շուկայական ակտիվության գործակիցը, նյութատարության գործակիցը և տոկոսադրույքների ժամանակավոր կառուցվածքը հիմնական դեր ունեն կազմակերպության կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի որոշման գործում: Այնուամենայնիվ, այդ գործոնների ազդեցության ուժն ու բնույթը կախված են առանձին երկրի ֆինանսական պայմաններից և ավանդույթներից: Ավելին, երկրների առանձնահատկություններով պայմանավորված, գործոնները շատ կարևոր նշանակություն ունեն այն հարցում, թե որքան արագ կազմակերպությունն ի վիճակի կլինի արձագանքել արտաքին և ներքին փոփոխություններին՝ ֆինանսական լծակի ցանկալի մակարդակին հասնելու համար և կարգավորել արժեթղթերի գծով առկա պարտավորությունները: Օրինակ՝ Մեծ Բրիտանիան, ինչպես հայտնի է, հետևում է անգլո-սաքսոնական ավանդույթներին, որտեղ առկա են մեծ թվով պետական կազմակերպություններ, ապա՝ գործակալական հակամարտությունների արդյունքում մեծ տարածում են ստանում կազմակերպությունների փոխկլանումները: Գերմանիան հետևում է սեփական ավանդույթներին, որտեղ կորպորատիվ որոշումները և վերակազմավորումը կատարվում են բանկային ոլորտը և ֆինանսական հոլդինգներ ներգրավելու միջոցով: Բացի այդ, այստեղ կապիտալի շուկաները այնքան արդյունավետ չեն գործում, որքան անգլո-սաքսոնական ավանդույթներին հետևող երկրներում, և ցանկում ընդգրկված կազմակերպությունների թիվը մեծ չէ: Ֆրանսիան հետևում է

լատինական ավանդույթներին, ըստ որոշոց սեփականության կորպորատիվ կառուցվածքը կարող է բնութագրվել ընտանեկան վերահսկողությամբ, ֆինանսական հովդինգներով, պետական սեփականությամբ, որտեղ առկա են գործակալական ծախսեր: Ուստի կապիտալի կառուցվածքի վերաբերյալ որոշումներն ընդունվում են՝ ելնելով ոչ միայն որոշակի առանձնահատկություններից, այլև շրջակա միջավայրի հետ փոխազդեցության արդյունքից և կազմակերպության գործունեության վրա ավանդույթների ազդեցությունից:

Ի տարբերություն նախորդ ուսումնասիրությունների՝ այս աշխատանքում կիրառվել է ռեգրեսիվ վերլուծություն, կատարվել է արտաքին և ներքին գործոնների տարբերակում, ինչպես նաև ուսումնասիրվել է դրանց ազդեցության աստիճանը կապիտալի նպատակային կառուցվածքի ձևավորման վրա: Առավել նշանակալից են համարվում շահութաբերության գործակիցը, կազմակերպության չափերը, շուկայական ակտիվության գործակիցը և այլն, այն դեպքում, երբ նախորդ աշխատանքների հեղինակները, ովքեր ընդունել են հիերարխիայի տեսությունը, մատնանշել են ֆինանսական ճկունությունը, վարկային վարկանիշն ու եկամուտների անկայունությունը:

Մեկ այլ տեսակետ է ներկայացվում Ֆրենկի և Գոյալի ուսումնասիրություններում⁶²: Հեղինակները փորձարարական հետազոտություններով ստացված արդյունքները հակադրել են հիերարխիայի և շուկային հետևելու հայեցակարգերի դրույթներին և արձանագրել, որ գործում են փոխազդեցումային հայեցակարգի դրույթները: Իրենց ուսումնասիրություններում նրանք օգտագործել են ֆոնդային շուկաներում սակարկվող ամերիկյան կազմակերպությունների տվյալները (բացառությամբ ֆինանսական կազմակերպությունների) 1950-2000թթ. ընկած ժամանակահատվածում: Նրանք դիտարկել են 39 գործոնների (գրականության մեջ առավել օգտագործված և ուսումնասիրված) ազդեցության աստիճանը կազմակերպության ֆինանսական լծակի

⁶² Franka M. Z., Goyal V. K., Testing the pecking order theory of capital structure, Journal of Financial Economics 2003, 67, pp. 217–248.

մեծության վրա: Դրանցից առավել էական են ֆինանսական և ծակի միջին արժեքը, կազմակերպության չափը՝ արտահայտված վաճառքի ծավալի և ոգարիթմական մեծությամբ, ոչ նյութական ակտիվները (գործոնների դրական կոմբելյացիա), ինչպես նաև Ալտմանի Z-մոդելի հիման վրա չափված սնանկացման ռիսկը, շահաբաժինների վճարումը, շուկայական ակտիվության գործակիցը (գործոնների բացասական կոմբելյացիա):

Իրականացվել է նաև ֆինանսական և ծակի մեծության վրա ազդող գործոնների համեմատական վերլուծություն կազմակերպության ունենների հետևյալ խմբերի համար.

1. շահաբաժիններ վճարող և չվճարող,
2. հասուն են երիտասարդ կազմակերպություններ,
3. մանր ու խոշոր,
4. բարձր և ցածր շահութաբերություններ:

Բացի այդ, նրանց ուսումնասիրությունները բացահայտել են, որ դրա վրա ազդեցություն ունեցող ֆինանսական և ծակի և գործոնների նշանակությունը տարբեր ժամանակահատվածներում տարբեր է եղել (ըստ՝ տասնամյակների):

Ինչպես նախորդ ուսումնասիրություններում, այս դեպքում էլ հեղինակները հանգել են այն եզրակացության, որ կապիտալի կառուցվածքի վրա ազդող հիմնական գործոններից են կազմակերպության չափը և շուկայական ակտիվության գործակիցը: Ինչ վերաբերում է շահութաբերության գործակցին, դրան պակաս նշանակություն է վերագրվել, քան նախորդ մի շարք ուսումնասիրություններում: Առաջին անգամ հեղինակները բացահայտել են գործառնական ծախսերի հակադարձ կապը կազմակերպության ֆինանսական և ծակի հետ, ինչպես նաև հաստատել այդ կախվածության ժամանակային տատանումների առկայությունը (ըստ՝ տասնամյակների), որ համաձայնեցվում է փոխզիջումային տեսության հետ:

Հեղինակներն այստեղ հատուկ ուշադրություն են դարձրել երկու դրույթների վրա.

- Առաջին՝ շահաբաժիններ վճարող կազմակերպությունների ֆինանսական և ծակի ցուցանիշը, չվճարողների

համեմատությամբ, ավելի ցածր է: Մի կողմից՝ հիերարխիայի տեսության համաձայն, շահաբաժինները պակասուրդի ֆինանսավորման արտաքին աղբյուր են, որը կապված է ֆինանսական լծակի բարձր ցուցչի հետ, մյուս կողմից՝ կազմակերպությունները կարող են վճարել շահաբաժիններ դրամական միջոցների զգալի հոսքերի առկայության և շահավետ ներդրումային նախագծերի բացակայության պայմաններում:

- Երկրորդ՝ բարձր տոկոսադրույթները կապված են ֆինանսական լծակի մեծացման, այլ ոչ թե փոքրացման հետ (ինչպես հաստատվում էր շուկային հետևելու հայեցակարգի շրջանակներում):

Ընդհանուր առմամբ, Ֆրենկի և Գոյալի ուսումնասիրությունները հաստատում են փոխզիջումային տեսության դրույթները և առանձնացնում հետևյալ կարևոր գործոնները՝ հարկային առավելություններ և սնանկացման ծախսեր, գործակալական ծախսեր, ինչպես նաև շահագրգիռ կողմերի միջև ներդրումների հարցերում փոխզիջում:

Ֆամայի և Ֆրենչի ավելի ուշ շրջանի ուսումնասիրություններում (1973-1982 թթ. ընկած ժամանակահատվածի համար ընտրվել է 617 կազմակերպություն, 1993-2002 թթ. համար՝ 712 կազմակերպություն), ռեգրեսիոն վերլուծության օգնությամբ, որոշվել է հիերարխիայի տեսության ազդեցությունը կապիտալի կառուցվածքի կառավարման վրա⁶³: Աշխատանքում քննարկվել են հետևյալ գործոնները. կազմակերպության արժեթղթերով գործարքների ազդեցություն (թողարկում ու գնում), շահութաբերության գործակից, կազմակերպության չափ, եկամուտների անկայունություն: Արդյունքում հանգել են հետևյալ եզրակացությունների. գործնականում հայտնաբերվել են արժեթղթերի չափազանց հաճախակի թողարկումներ (ընտրված կազմակերպությունների 54-72%-ը արժեթղթեր թողարկել են ամեն տարի) և արժեթղթերի ձեռքբերում (20%-ը ձեռք է բերել արժեթղթեր ամեն տարի) այն

⁶³ Fama E. F. and French K. R., Common risk factors in the returns on stocks and bonds Journal of Financial Economics, 1993, 33, pp. 3-56.

դեպքում, երբ, ըստ հիերարխիայի տեսության կապիտալի գործիքների թողարկման հետ կապված ծախսերը (մասնավորապես՝ գործառնական և տեղեկատվական անհամաչափության) բավական մեծ են, և կազմակերպությունը սեփական նախագծերը ֆինանսավորելու համար առաջին հերթին կօգտագործի սեփական կապիտալը (չբաշխված շահույթը), այնուհետև ոչ ռիսկային և ռիսկային պարտքը, ամենավերջում միայն կդիմի արժեթղթերի թողարկմանը:

Յեղիսակների եզրակացությունն այն է, որ արժեթղթերի լրացուցիչ թողարկման վերաբերյալ կազմակերպության որոշումները ընդունվում են ոչ թե հանգամանքների ճնշման տակ, այլ ներդրումային նախագծերի բացակայության պատճառով: Յեղիսակները մատնանշում են մի կարևոր հանգամանք ևս. հիերարխիայի տեսության խախտումներ չեն հայտնաբերվում, երբ ուսումնասիրություններն իրականացվում են մակրոմակարդակում, ուստի շեղումները կարգավորվում են տվյալների ագրեգացիայի (խոշորացման) դեպքում, սակայն միկրոմակարդակում այդ շեղումներն ակնհայտ են դառնում: Կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի վրա զգալի ազդեցություն ունեցող գործոնների հայտնաբերման ուղղությամբ մյուս հետաքրքիր ուսումնասիրությունը Չենի և Յամեսի աշխատանքն է⁶⁴: Ըստ դրա՝ կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը, ինչպես նախորդ աշխատանքներում, որոշվում է ֆինանսական լծակի փոփոխության վրա ազդող գործոններով: Յեղիսակները, օգտագործելով յոթ երկրներ տվյալները (Կանադա, Գերմանիա, Իտալիա, Մեծ Բրիտանիա, ԱՄՆ, Դանիա և Շվեդիա), ռեգրեսիոն վերլուծության միջոցով գնահատում ու վերլուծում են փոխանակման և հիերարխիայի տեսության ուղղությունների դրույթները: Ընտրվել են 1397 կազմակերպություններ, որոնց հիմնական մասը ներկայացնում է արտադրական ոլորտը՝ բացառությամբ ֆինանսական ոլորտի: Ուսումնասիրությունների համար ընտրվել է 1990-1996թթ. ընկած ժամանակահատվածը: Ուսումնասիրվել են կապիտալի կառուցվածքի վրա ազդող մի շարք գործոններ՝ բացահայտելով, թե ինչպես են այդ գործոններն

⁶⁴ Chen Y., Hammers K., Capital Structure. Theory and Empirical result., Journal of Finance, 2010, 43, pp. 271-281.

ազդում կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի վրա յոթ երկրներից յուրաքանչյուրում: Փոխզիջումային տեսության շրջանակներում որոշվել են հարկային վահանից ստացվող շահույթները և սնանկացման ծախսերը, հիերարխիայի տեսության շրջանակներում՝ կազմակերպության չափը, շահութաբերության, նյութատարության և շուկայական ակտիվության գործակիցները:

Ուսումնասիրության նկատմամբ հաստատել են, որ կազմակերպության չափերը, շահութաբերության, նյութատարության և շուկայական ակտիվության գործակիցները զգալի ազդեցություն ունեն կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի վրա: Նյութատարության գործակիցը ուղիղ համեմատական է ֆինանսական լծակի ցուցանիշին, իսկ շահութաբերության գործակիցը՝ հակադարձ համեմատական է: Առավել մեծ շահութաբերություն ունեցող կազմակերպություններն ավելի քիչ են օգտվում փոխառություններից: Կազմակերպության չափի և ֆինանսական լծակի միջև առկա է ուղիղ համեմատական կախվածություն: Հետազոտության արդյունքում ստացված տվյալները չեն հակասում կապիտալի կառուցվածքի ավանդական՝ հիերարխիայի և փոխզիջումային հայեցակարգերի դրույթներին:

Ինչ վերաբերում է վերոնշյալ երկրների առանձնահատկություններին (հաշվապահական հաշվառման քաղաքականություն, իրավական և օրենսդրական հիմքերի առանձնահատկություններ, հարկման համակարգ և այլն), ապա դրանք, անկասկած, յուրաքանչյուր երկրի ֆինանսական լծակների մեծությունների տարբերության պատճառն են:

Այսպիսով՝ վերոնշյալ ուսումնասիրության նկատմամբ են գործնականում փոխզիջումային և հիերարխիայի հայեցակարգերի կարևորությունը: Ընդգծվում է նաև երկրների առանձնահատկություններով պայմանավորված տարբերությունների առկայությունը կապիտալի ընտրության հարցում, որն էլ տարբեր երկրների ֆինանսական լծակի մակարդակի տարբերությունների պատճառ է հանդիսանում:

Քայ հանը և Թիթմանը ռեգրեսիվ վերլուծությունն մեթոդով զարգացնում են շուկային հետևելու վարքային հայեցակարգը⁶⁵։ Ուսումնասիրվել են վարկային վարկանշավորված կազմակերպությունները՝ չներառելով ֆինանսական և կենցաղային սպասարկման, ինչպես նաև այն կազմակերպությունները, որոնց ակտիվների հաշվեկշռային արժեքը գերազանցում է 10 մլն ԱՄՆ դոլարը։ Ուսումնասիրությունը կատարվել է 1960-2003 թթ. ընկած ժամանակահատվածի համար։

Կազմակերպությունները շահույթ են ստանում սեփական կապիտալի ժամանակավոր տատանումներից, կապիտալի այլ ձևերի արժեքներից, այսինքն՝ թողարկում են բաժնետիրական արժեթղթեր՝ շուկայում բարձր գների դեպքում և գնում են արժեթղթեր՝ ցածր գների ժամանակ։ Հեղինակներն առանձնացնում են սեփական կապիտալում պարտքի բաժնեմասի մեծության առավել էական գործոնները՝ արժեթղթերի գնի փոփոխությունը, ֆինանսական պակասուրդը։ Կազմակերպություններն իրենց պահում են այնպես, ասես դրանք ունեն պարտքի նպատակային արժեքը։ Սակայն կազմակերպության ընթացիկ և ռազմավարական գործունեության պահպանումը (ներդրումներ, շուկային հետևել և այլն) հանգեցնում է պարտքի ընթացիկ գործակցի՝ նպատակայինից շեղման։ Այդ դեպքում կազմակերպությունը ձգտում է վերադառնալ նպատակային արժեքին, որը, սակայն, բավական դանդաղ է տեղի ունենում։

Բացի այդ, կազմակերպությունների այդպիսի վարքագիծը զգալի և երկարատև ազդեցություն է թողնում կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման վրա։ Կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքը նկատելի կախվածության մեջ է հաշվեկշռային և շուկայական արժեքի հարաբերության տատանումներից։ Այսպիսի երկարատև կախվածությունը չի բացատրվում կապիտալի կառուցվածքի ավանդական հայեցակարգերում։

Այս ուսումնասիրությունում հաստատվում է շուկային հետևելու վարքագծային հայեցակարգի ճշմարտացիությունը։ Ի

⁶⁵ Kayhan A. and Titman S.. Firm histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83, pp. 1-32.

տարբերությունն նախորդ աշխատանքների՝ Քայհանը և Թիթմանն իրենց հետազոտությունում բացահայտել են, որ, ըստ էության, կապիտալի օպտիմալ կառուցվածք գոյությունն չունի. դա ձևավորվում է ոչ թե ռազմավարական պլանավորման, այլ այս կամ այն պահին կապիտալի շուկայում առկա բարենպաստ հնարավորությունների օգտագործման շնորհիվ:

Այսպիսով՝ դիտարկելով կապիտալի կառուցվածքի օպտիմալացման վերաբերյալ տարբեր հեղինակների ամենահետաքրքիր և նշանակալից առաջարկները, կարելի է նշել, որ դրանցում կիրառվել են վերլուծության տարբեր մեթոդներ, ուսումնասիրվել են կապիտալի կառուցվածքի ամենահայտնի տեսությունների դրույթները, հայտնաբերվել են երկրների առանձնահատկություններից կախված տարբերությունները, որոնք ազդում են կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման վրա: Կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հետ կապված վերոնշյալ տեսությունների և հայեցակարգերի վերլուծությունը մեզ թույլ է տալիս կատարել հետևյալ եզրակացությունները.

- Կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքում արտաքին և ներքին մի շարք գործոններից պարտքի մասի կախվածության բնույթն այնքան էլ կախված չէ երկրների առանձնահատկություններից և ցույց է տալիս կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որոշելու ընդհանուր միտումները:
- Ռեգրեսիվ վերլուծության հիման վրա իրականացված հետազոտությունների արդյունքները տարբերվում են անկետավորման մեթոդի (վերին ղեկավար օղակի շրջանում կատրված հարցումներ) արդյունքներից: Վերջինիս կիրառման արդյունքում հայտնաբերվել է, որ փոխզիջումային տեսությամբ նկարագրված գործոնները պակաս կարևոր դեր ունեն, քան նույն գործոնները ռեգրեսիվ վերլուծության կիրառության դեպքում: Այս դրույթը ճշմարիտ է ինչպես ԱՄՆ, այնպես էլ արևմտա-եվրոպական կազմակերպությունների պարագայում:

- Նույնիսկ ընդհանուր միտումների առկայության պայմանների դեպքում գոյություն ունեն մի շարք գործոններ, որոնք արտացոլում են որոշակի երկրների ինստիտուցիոնալ պայմանները և ազդում են կապիտալի կառուցվածքի օպտիմալացման վերաբերյալ որոշումների կայացման վրա. սրանք կապված են ֆինանսական համակարգի, օրենսդրական հիմքի, հաշվապահական հաշվառման վարման առանձնահատկությունների, տարբեր երկրների ավանդույթների հետ:
- Տարբեր երկրներում ինստիտուցիոնալ առանձնահատկությունների առկայության դեպքում, որոնք ազդում են այս կամ այն գործոնների կարևորության աստիճանի վրա, հնարավոր չէ հայտնաբերել արմատական տարբերություններ կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի կառուցման մեթոդների և սկզբունքների միջև:

Եզրափակելով կապիտալի կառուցվածքի վերաբերյալ տեսությունների և հայեցակարգերի վերլուծությունը՝ կարող ենք նշել, որ կազմակերպության կառավարիչը որոշումներ է կայացնում առաջնորդվելով այդ տեսությունների և հայեցակարգերի դրույթներով: Իհարկե, նրանց համար գոյություն ունեն որոշակի պարամետրեր և ցուցանիշներ: Դրանք են՝ կազմակերպության ֆինանսավորման և գործունեության առանձնահատկությունները և սպասվող արդյունքները: Սակայն, բացի այդ ամենից, կառավարիչները պետք է մեծ ուշադրություն դարձնեն ընթացիկ և սպասվող շուկայական պայմանների վրա, ինչպես նաև կարգավորել իրենց գործողությունները՝ կախված արտաքին պայմաններից:

ԳԼՈՒԽ 3. ԶԶ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ԱՂԲՅՈՒՐՆԵՐԻ ԶԻՄՆԱԽԱԴԻՐՆԵՐԸ

3.1. ԶԶ կազմակերպության ղեկավարի ֆինանսավորման և ֆինանսական արդյունքների համեմատական վերլուծության ղեկավար

Այժմ անդրադառնանք ԶԶ-ում կապիտալի կառուցվածի ձևավորման խնդիրներին: Նախորդ գլխում, կապիտալի կառուցվածքի ավանդական տեսության ղեկավարի կիրառման հետ կապված, առկա էին որոշակի խնդիրներ: Վերլուծության ավանդական մեթոդների փոփոխականներից շատերը ԶԶ-ում տեղեկատվական բազաների սակավության կամ ոչ հուսալի լինելու պատճառով հնարավոր չէ հաշվարկել: Ուստի հասանելի ֆինանսական հաշվետվության ղեկավարի հիման վրա կատարվել են մի շարք ֆինանսական ցուցանիշների հաշվարկներ, որոնք բնութագրում են միջոցների օգտագործման արդյունավետության ղեկավարի կապիտալի կառուցվածքը: Տնտեսամաթեմատիկական և վիճակագրական վերլուծության մեթոդների գույքակցմամբ իրականացվել է համալիր վերլուծության, որպեսզի վեր հանվեն այն հիմնախնդիրները, որ առկա են ԶԶ կազմակերպության ղեկավարում՝ ԿԿ ձևավորման և ընդհանրապես միջոցների ներգրավման ու օգտագործման արդյունավետության հետ կապված: Կատարված վերլուծության ղեկավար ևս վկայում է ԶԶ-ում կազմակերպության ղեկավարի կողմից միջոցների անարդյունավետ օգտագործման և պարտքային ֆինանսական գործիքների ներգրավման ծախսատարության մասին:

ԶԶ կազմակերպության ղեկավարի պարագայում արձանագրվել է կապիտալի փոխադիջումային տեսության անհամապատասխան տեղեկատվության հիերարխիկ հայեցակարգի պնդումների հաստատում՝

ա) Շահութաբեր կազմակերպության ղեկավարի կառուցվածքում փոխառու միջոցների բաժինը համեմատաբար փոքր է, թեև նրանց սեփական միջոցները լիովին բավարար են կազմա-

կերպության գործունեության ֆինանսավորման համար, և հակառակը,

բ) Ավելի պակաս հաջողակ կազմակերպությունները նախընտրում են փոխառությունները, այսինքն՝ բավարար ներքին ֆինանսական ռեսուրսների բացակայության դեպքում գործում են հիերարխիկ տեսության համաձայն:

Կապիտալի կառուցվածքի մյուս տեսությունների հետ կապված վերլուծություններ կատարելն անհնարին է տեղեկատվության անհասանելիության պատճառով:

Տնտեսության զարգացման հիմքը ռեսուրսների արդյունավետ օգտագործմամբ առավելագույն արդյունքի ապահովումն է: Այս համատեքստում կազմակերպությունների ֆինանսավորման օպտիմալ աղբյուրների ձևավորումը ժամանակակից կազմակերպությունների առաջնային խնդիրներից է: **Կապիտալի կառուցվածքը բոլոր տեսակի սեփական և փոխառու ռեսուրսների հարաբերակցությունն է, որոնք օգտագործվում են կազմակերպության գործունեության ընթացքում ակտիվների ֆինանսավորման համար**⁶⁶: Այս առումով կարևոր է ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսական կառավարման արդյունավետությանն առնչվող առանձնահատկությունների ուսումնասիրությունը և դրա բարելավման ուղղությունների բացահայտումը:

Կազմակերպություններն իրենց տնտեսական գործունեության յուրնն իրականացնում են գործառնական, ներդրումային և ֆինանսական գործունեության շրջանակներում: Գործունեության այս երեք տեսակների միջև առկա է անուղղակի կապ: Կազմակերպությունն իր տնտեսական գործունեության հենց սկզբում սկսում է իրականացնել ֆինանսական գործունեություն, այն է՝ տնտեսական միջոցների հավաքագրում, որին հաջորդում է դրանց օգտագործման գործընթացը ներդրումային և գործառնական գործունեության շրջանակներում: Ֆինանսական արդյունքների հիմնական մասն ապահովվում է գործառնական գործունեության շրջանակում: Դրա էությունը հետևյալն է. կազմակերպությունը յուրաքանչյուր գործառնական շրջափուլից հետո ապահովում է

⁶⁶ Бланк И.А., Управление финансовыми ресурсами, Москва, 2011, с. 207.

հավելյալ արդյունք շահույթի տեսքով, որը դառնում է կազմակերպության ներքին ֆինանսավորման աղբյուրներից մեկը: Գործունեության մյուս տեսակները հիմնականում շահույթ չապահովող գործառույթներ են, դեռ ավելին, այլ հավասար պայմաններում, դրանք տնտեսական լրացուցիչ ծախսերի պատճառ են դառնում::

Առաջին հայացքից կազմակերպության ֆինանսական ցուցանիշների մեծ մասի միջև կա որոշակի կախվածություն: Ավելի խորքային և համալիր դիտարկմամբ պարզվում է, որ շատ ցուցանիշներ սերտորեն փոխկապված են: Ֆինանսական արդյունքների տեսանկյունից հաջողակ և անհաջողակ կազմակերպություններն ունեն ֆինանսավորման նմանություններ, որոնց հիմքում դրանց ղեկավարության կողմից հստակ ֆինանսական քաղաքականություն իրականացնելու գիտակցումն է:

Այստեղ կարևոր գործոն է ֆինանսական գործունեությունն իրականացնելիս կազմակերպության սեփականատերերի և կառավարիչների միջև տնտեսական շահերի համատեղումը: Առանց հավասարակշռված շահերի համատեղման՝ կազմակերպությունները չեն կարող ունենալ առողջ ներտնտեսական միջավայր, վերահսկողություն, համապատասխան ֆինանսական արդյունքների ապահովելու շարժառիթ:

ՀՀ անկախացումից ի վեր աստիճանաբար տնտեսական համակարգը կերպափոխվել է՝ ըստ շուկայական տնտեսակարգի: ՀՀ կազմակերպությունները թեև գործում են ազատ շուկայական հարաբերությունների դաշտում, սակայն, տնտեսական միջոցների ձևավորման աղբյուրների առումով, առկա են առանձնահատկություններ:

Ֆինանսական միջոցների ձևավորման վրա էական ազդեցություն են թողնում շուկայում ֆինանսական միջոցների մատչելիությունը, արժեթղթերի շուկայի կայացման աստիճանը, ավելի էժան օտարերկրյա կապիտալի ներգրավվածությունը, ինչպես նաև մրցակցային դաշտն ու դրահետկապված ռիսկերը:

ՀՀ տնտեսությունն ունի ռիսկայնության բարձր աստիճան, որի պատճառով ֆինանսական հատվածը՝ ի դեմս բանկերի, տրամադրում

Է միջոցներ բարձր տոկոսադրույքով: Բացի տոկոսների բարձր մակարդակից, կազմակերպությունները չեն կարողանում նաև ներգրավել փոխառու միջոցներ ավելի երկարաժամկետ տնտեսական ներդրումներ կատարելու համար: Այս գործոնն էական ազդեցություն է ունենում կազմակերպությունների ֆինանսավորման կառուցվածքի վրա: Շատ կազմակերպություններում ներգրաված այս միջոցներն ունեն կարճաժամկետ բնույթ, որը, իր հերթին, բացառաբար է անդրադառնում կազմակերպությունների վճարունակության և երկարաժամկետ իրացվելիության վրա:

ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկան զարգացած չէ: Դավերաբերում է ինչպես պարտքային, այնպես էլ սեփական կապիտալի բաժնեմասնակցության գործիք հանդիսացող արժեթղթերի թողարկմանը, տեղաբաշխմանը: Այս առումով միջոցների ներգրավումն անարդյունավետ, ծախսատար, երբեմն անիմաստ գործընթաց է:

Կազմակերպությունների մի մասը միջոցների ձևավորումն իրականացնում է սեփական աղբյուրների հաշվին: Կարևոր սեփական աղբյուր է կուտակված շահույթը, որը հիմնարար ցուցանիշ է կազմակերպության ֆինանսական վիճակն առողջ համարելու առումով: Սակայն այս ցուցանիշը ՀՀ կազմակերպությունների մի մասում կարող է ցածր լինել անգամ ֆինանսական կայուն հոսքեր լինելու պարագայում, քանի որ սեփականատերերի մեծ մասը նախընտրում է տվյալ տարվա շահույթի իր մասը, շահաբաժինների տեսքով, դուրս հանել կազմակերպությունից:

ՀՀ կազմակերպությունները կարճաժամկետ տնտեսական միջոցների ներգրավման հետ կապված նույնպես ունեն որոշակի առանձնահատկություններ: Դրանք զգալի խնդիրներ են ունենում կարճաժամկետ, փոքր ծախսեր պահանջող, ֆինանսավորման աղբյուր հանդիսացող կրեդիտորական պարտքեր ներգրավելիս: Շուկայի մասնակիցների մի ստվար հատված կամ չի աշխատում ապառիկ վաճառքների սկզբունքով՝ կազմակերպությունների անվճարունակության, սեփական երկարաժամկետ վճարունակության և այլ խնդիրների պատճառով, կամ էլ այդ ժամկետները շատ կարճ են

լինում: Անգամ կան այնպիսիք, որ աշխատում են կանխավճարային վաճառքների սկզբունքով:

Կազմակերպությունների ֆինանսավորման աղբյուրների վերաբերյալ ամբողջական և մատչելի տեղեկատվություն է պարունակում ֆինանսական հաշվետվությունների փաթեթը: Այս հաշվետվությունների ձևերից հատկապես պետք է առանձնացնել ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվությունը, որը նախկինում կոչվում էր հաշվապահական հաշվեկշիռ: Հաշվետվության այս ձևում՝ կազմակերպության պասիվներում ՀՀՄՍ ստանդարտ 1 <<Ֆինանսական հաշվետվությունների ներկայացում>>, պահանջվում է ներկայացնել որոշակի նվազագույն տեղեկատվություն դրա կառուցվածքի վերաբերյալ⁶⁷: Կազմակերպությունների ոլորտային առանձնահատկություններով պայմանավորված՝ հաշվետվության այս ձևում հոդվածները կարող են ունենալ տարբեր դասակարգումներ: Վերլուծության ժամանակ ավելի ունիվերսալ ցուցանիշեր ունենալու համար առաջարկում ենք պասիվի կառուցվածքում առկա ցուցանիշները դիտարկել ավելի մեծ խմբերում՝ ագրեգացված ցուցանիշների տեսքով: Այսպես՝ սեփական կապիտալում առաջարկում ենք հետևյալ խոշոր խմբերի առանձնացումը՝

- բաժնետիրական կապիտալ (բաժնեհավաք կապիտալ, էմիսիոն եկամուտ),
- ներքին կուտակված միջոցներ (կուտակված շահույթ/վնաս, պահուստային կապիտալ),
- լրացուցիչ կապիտալ և սեփական կապիտալի այլ տարրեր (վերագնահատման պահուստներ, սեփական կապիտալի այլ տարրեր):

Վերը թվարկված դասակարգումը ցույց է տալիս նաև սեփական կապիտալի առանձին տարրերի դասակարգումը՝ ըստ դրանց ձևավորման աղբյուրների և օգտագործման հնարավորությունների առանձնահատկության: Առաջին խումբը ձևավորվում է արտաքին աղբյուրներից, իսկ երկրորդ և երրորդ խմբերը՝

⁶⁷ Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ 1 «Ֆինանսական հաշվետվությունների ներկայացում», ՀՀ Կառավարության N 770-Ն որոշում (18.07.2013):

կազմակերպության ներքին աղբյուրներից: Առաջին և երկրորդ խմբերը կազմակերպությունում իրական ֆինանսավորման միջոցներ են, իսկ երրորդը՝ հաշվապահական քաղաքականության կիրառման հետևանքով միջոցների գումարային աճ:

Երկարաժամկետ պարտավորություններն ավելի ագրեգացված ցուցանիշների տեսքով կարող ենք դասակարգել հետևյալ երեք խմբերում՝

- Երկարաժամկետ վարկեր, փոխառություններ (կարելի է ներառել նաև պարտատոմսերի գծով պարտավորությունները և ֆինանսական վարձակալության գծով վճարման ենթակա գումարները),
- Երկարաժամկետ կրեդիտորական պարտքեր,
- այլ երկարաժամկետ պարտավորություններ:

Կարճաժամկետ պարտավորություններն ավելի ագրեգացված ցուցանիշների տեսքով կարող ենք առանձնացնել հետևյալ երեք խմբերում՝

- Կարճաժամկետ վարկեր, փոխառություններ (կարելի է ներառել նաև պարտատոմսերի գծով պարտավորությունները և ֆինանսական վարձակալության գծով վճարման ենթակա գումարների կարճաժամկետ մասը),
- առևտրային կրեդիտորական պարտքեր,
- այլ կարճաժամկետ պարտավորություններ:

Պասիվի կառուցվածքում եղած այս ցուցանիշների ագրեգացման հիմնական նպատակը տարբեր ֆինանսական հաշվետվությունների, ինչպես նաև տարբեր ոլորտներում գործող կազմակերպությունների համար համադրելի համեմատական բազայի ձևավորումն է:

Բացի պասիվի կառուցվածքում եղած ցուցանիշների ագրեգացումից, անհրաժեշտ ենք համարում նաև ֆինանսական արդյունքների (շահույթ, վնաս) համար նույնպես դիտարկել ունիվերսալ բացարձակ ցուցանիշներ: Ծահույթը հավելյալ արդյունքի այն մասն է, որը ստանում է կազմակերպությունը արտադրանքի իրացումից հետո՝ որպես ներդրված կապիտալի և կրած

ռիսկերի դիմաց պարգևատրում⁶⁸: Մեր կարծիքով՝ առավել կարևոր ֆինանսական արդյունքների ցուցանիշներ են՝ համախառն շահույթը, գործառնական շահույթը, շահույթը մինչև հարկումը և շահույթը հարկումից հետո: Այս ցուցանիշները (համախառն շահույթից մինչև գործառնական գործունեության շահույթը) կազմակերպությաննների մի մասում միմյանցից տարբերվում են հոդվածների դասակարգման հետ կապված: Այդ իսկ պատճառով վերլուծական հաշվարկների համար համախառն շահույթի ցուցանիշը չի օգտագործվել:

Վերլուծության հաջորդ փուլում կատարվել են կազմակերպության ֆինանսական կառուցվածքի և ֆինանսական արդյունքների հարաբերական ցուցանիշների դասակարգում և որոշում: Կազմակերպության պասիվի կառուցվածքի համար որպես որակական ցուցանիշներ են ընտրվել՝

- ֆինանսական ռիսկի կամ լծակի գործակիցը,
- ոչ ընթացիկ պարտավորությունների տեսակարար կշիռը պարտավորություններում,
- ներքին աղբյուրներից ձևավորված միջոցների տեսակարար կշիռը սեփական կապիտալում:

Ֆինանսական արդյունքի հարաբերական ցուցանիշների վերլուծության ժամանակ ընտրվել են հետևյալները՝

- սեփական կապիտալի շահույթաբերությունը (մինչև հարկումը զուտ շահույթի և սեփական կապիտալի միջին տարեկան արժեքի հարաբերակցությունը),
- ակտիվների շահույթաբերությունը (գործառնական շահույթի և ակտիվների միջին տարեկան արժեքի հարաբերակցությունը),
- ֆինանսական ծախսեր/պարտավորություններ գործակիցը (ֆինանսական ծախսերի և պարտավորությունների միջին տարեկան արժեքի հարաբերակցությունը):

Վերլուծությունն իրականացվել է ՀՀ 20 կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների հիման վրա: Կազմակերպությունները գործում են տնտեսության տարբեր ոլորտներում՝

⁶⁸. Савицкая Г., Экономический анализ, 11-е изд., испр. и доп. - М.: Новое знание, 2005, с.260.

հանքարդյունաբերություն, էներգետիկա, հեռահաղորդակցություն և այլն: Այս ցուցանիշների միջև առկա փոխկապվածության միջոցով փորձ է արվել բացահայտելու կապիտալի ֆինանսավորման կառուցվածքի և ֆինանսական արդյունքների միջև եղած կախվածությունը: Առաջին փուլում իրականացվել է ցուցանիշների միջև կոռելյացիոն կախվածության վերլուծություն: Ստացված արդյունքները ներկայացվել են աղյուսակ 3.1-ի միջոցով:

Աղյուսակ 3.1

Ցուցանիշների կոռելյացման աստիճանը⁶⁹

	Ֆինանսական ռիսկի գործակից	Ոչ ընթացիկ պարտավորություններ. տեսակարար կշիռը պարտավորությունների մեջ	Սեփական կապիտալում ներքին աղբյուրներից ձևավորված միջոցների տեսակարար կշիռ	Սեփական կապիտալի շահույթաբերություն	Ակտիվների շահույթաբերություն	Ֆինանսական ծախսեր/պարտավորությունների գործակից
Ֆինանսական ռիսկի գործակից	1	0.0	-0.1	-0.6	0.0	-0.2
Ոչ ընթացիկ պարտավորություններ. տեսակարար կշիռը պարտավորությունների մեջ	0.0	1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0

⁶⁹ Աղյուսակի տվյալների հաշվարկման հիմքում հետազոտված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվություններից վերցված տվյալներն են:

Սեփական կապիտալ ու մենթրի աղբյուրն երից ծնավորված միջոցներ ի տեսակարար կշիռ	-0.1	-0.3	1	0.4	0.1	-0.2
Սեփական կապիտալի շահութաբե- րության ուն	-0.6	-0.2	0.4	1	-0.2	-0.4
Ակտիվների շահութաբե- րության ուն	0.0	-0.1	0.1	-0.2	1	0.1
Ֆինանսական ծախսեր/պար- տավորությու- նների գործակից:	-0.2	0.0	-0.2	-0.4	0.1	1

Ինչպես տեսնում ենք, ֆինանսական արդյունքների և կապի-
տալի կառուցվածքի ցուցանիշների միջև առկա է շատ թույլ
կախվածություն՝ բացառությամբ սեփական կապիտալի շահու-
թաբերության և ֆինանսական ռիսկի միջև առկա կապի, որը, սակայն,
կրում է հակադարձ համեմատական բնույթ: Սավկայում է այն մասին,
որ փոխառու կապիտալի աճը, կազմակերպության սեփական կապիտալի
շահութաբերության աճի փոխարեն, հանգեցնում է դրանվազեցմանը:
Այս ենթադրության համար ավելի հիմնավոր ապացույցներ
ունենալու համար կատարենք առկա ցուցանիշների վիճակագրական
վերլուծություն: Կազմակերպությունները խմբավորել ենք
ֆինանսական ռիսկի գործակիցի 0.5-ից բարձր և ցածր մակարդակ
ունեցող խմբերում (տե՛ս աղյուսակ 3.2, աղյուսակ 3.3):

Աղյուսակ 3.2

**Ֆինանսական գործակիցների արժեքները 0.5-ից փոքր ֆինանսական
նիսկի գործակից ունեցող կազմակերպության նկատմամբ⁷⁰**

Կազմակերպության նուն	Ֆինանսական նիսկի գործակից	Ոչ ընթացիկ պարտավորություններ տեսակարար կշիռը պարտավորությունների մեջ	Սեփական կապիտալ ունենորքին աղբյուրներից ծնավորված միջոցների տեսակարար կշիռ	Սեփական կապիտալի շահույթաբերություն	Ակտիվների շահույթաբերություն	Ֆինանսական ծախսեր/պարտավորությունների գործակից
Ղ <<Տելեկոմ>> ՓԲԸ	0.10	0.04	0.99	0.28	0.53	0.00
<<Արցախ ՅԷԿ>> ԲԲԸ	0.39	0.92	0.11	0.07	0.11	-0.09
<<Հայ փոստ>> ՓԲԸ	0.33	0.61	0.96	0.06	0.01	0.00
<<Օրիֆլեյմ Քոսմետիքս>> ՍՊԸ	0.23	0.04	1.00	-0.02	-0.02	0.00
<<Արմենտել>> ՓԲԸ	0.11	0.07	0.86	0.13	0.03	0.00
<<Օրանժ Արմենիա>> ՓԲԸ	0.36	0.10	-0.12	-0.11	-0.07	-0.03
<<Երևանի ոսկերչական գործարան>> ԲԲԿ	0.12	0.39	-0.11	-0.04	-0.04	0.00
<<Մաքուր երկաթի գործարան>> ՓԲԸ	0.17	0.05	0.99	0.15	0.05	-0.13
<<Արփա-Սևան>> ԲԲԸ	0.34	0.29	0.99	0.08	0.07	-0.08
				0.011935895	0.02902414	0.002160159

Ինչպես երևում է աղյուսակ 3.2-ից, ֆինանսական նիսկի 0.5-ից ցածր արժեք ունեցող կազմակերպության նկատմամբ ֆինանսական արդյունքի ցուցանիշները կայուն են: Ֆինանսական նիսկի բարձր

⁷⁰ Աղյուսակի տվյալների հաշվարկման հիմքում ընկած են հետազոտված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվություններից վերցված տվյալները:

գործակից ունեցող կազմակերպություններն ունեն
շահութաբերության ցածր կամ բացասական գործակիցներ:

Աղյուսակ 3.3

Ֆինանսական գործակիցների արժեքները 0.5-ից մեծ ֆինանսական
ռիսկի գործակից ունեցող կազմակերպություններում

Կազմակերպու թյուն	Ֆինա նսակ ան ռիսկ ի գործ ակից	Ոչ ընթացի կ պարտավ որություն ներսակա րար կշիռը պարտավ որությ ուններ ի մեջ	Սեփակա ն կապիտա լում ներքին աղբյու րներից ծնվոր ված միջոցն երի տեսակա րար կշիռ	Սեփակա ն կապիտա լի շահութ աբերու թյուն	Ակտիվն երի շահութ աբերու թյուն	Ֆինանսակա ն ծախսեր/պար տավորությ ուններ գործակից
<<Երևան Ջուր>> ՓԲԸ	1.13	0.81	0.84	0.42	0.19	-0.03
<<Գազպրոմ Արմենիա>> ՓԲԸ	0.94	0.26	-0.37	0.16	0.15	-0.14
<<Արմենիան Քաղըր Փրոգրամ>> ՓԲԸ	19.17	0.08	0.69	-1.34	0.00	-0.14
<<Յուլքոմ>> ՍՊԸ	6.63	0.68	1.00	0.28	0.10	-0.18
<<Պարամաունթ Գոլդ Մայնիկ>> ՓԲԸ	2.85	0.98	-0.17	0.05	-0.01	-0.06
<<Երևանի ոսկերչական գործարան-1 <<գնումն>> ԲԲԿ	0.79	0.09	0.62	0.02	0.01	0.00
<<ՋիԷնՍԻ- Ալֆա>> ՓԲԸ	-8.38	0.12	1.50	11.36	-0.08	-0.16
<<Շեն Հոլդինգ>> ՓԲԸ	2.18	0.64	0.46	-0.14	0.05	-0.06
<<Սուրբ Գրիգոր Լուսավորիչ>> ԲԿ ՓԲԸ	0.51	0.82	0.06	0.00	0.00	0.00
<<Երևանի Շամպայն գինիների գործարան>>	1.36	0.75	0.47	0.03	0.01	-0.01

ԲԲԸ						
<<ՀրազՁԷԿ>> ԲԲԸ	0.63	0.00	0.07	0.36	0.19	0.00
				10.90506766	0.007165117	0.004484785

Նմանատիպ պատկեր կարող ենք տեսնել նաև ֆինանսական ռիսկի 0.5-ից բարձր մակարդակ ունեցող կազմակերպության ներքին: Եթե հաշվի չառնենք որոշ բացառություններ, ապա այստեղ ևս ֆինանսական ռիսկի բարձր գործակից ունեցող կազմակերպություններն ունեն ավելի ցածր շահութաբերության ցուցանիշներ:

Կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի ազդեցությունը ֆինանսական արդյունքի ցուցանիշների վրա պարզելու եղանակներից մեկը կազմակերպությունների՝ ըստ ֆինանսական ռիսկի գործակիցի տարանջատված խմբերի համար հաշվարկված ֆինանսական գործակիցների միջին թվաբանական արժեքների համադրումն է, որը սույն աշխատանքում իրականացվել է Z-վիճակագրության հաշվարկման միջոցով: Առաջադրվել է վարկած առ այն, որ առանձնացված երկու խմբերի համար հաշվարկված ֆինանսական գործակիցների միջին թվաբանական արժեքները միմյանցից չեն տարբերվում, այսինքն՝ կապիտալի կառուցվածքն էականորեն չի ազդում ֆինանսական արդյունքների վրա: Վերլուծության արդյունքները ներկայացված են աղյուսակ 3.4-ում:

Աղյուսակ 3.4

Z-վիճակագրության վերլուծության արդյունքները

Ֆինանսական գործակիցներ	Խումբ 1 (ֆինանսական ռիսկի գործակիցը < 0.5)		Խումբ 2 (ֆինանսական ռիսկի գործակիցը > 0.5)		Z վիճակագրություն	P(Z<=z) հավանականություն
	Միջին թվաբանական արժեքը	Ներխառնվող սխալ	Միջին թվաբանական արժեքը	Ներխառնվող սխալ		
Ֆինանսական ծախսեր/պարտավորումներ	- 0.03712	0.00216	- 0.07038	0.00448	1.31	0.10

որոշողություններ գործակիցը	96		90			
Սեփական կապիտալի շահութաբերու թյուն	0.06617 42	0.01193 5	1.01902 28	10.9050 67	-0.96	0.17
Ակտիվների շահութաբերու թյուն	0.07256 71	0.02901 20	0.05534 09	0.00716 5	0.28	0.39

Ըստ աղյուսակ 3.4-ի տվյալների՝ առաջ քաշված վարկածը 5% նշանակալիություն մակարդակում մերժվում է, հետևաբար՝ ըստ խմբերի հաշվարկված ֆինանսական գործակիցների միջին թվաբանական արժեքները միմյանցից էականորեն տարբերվում են:

Վերլուծության այս եղանակով ուսումնասիրվող կազմակերպությունների օրինակով բացահայտվեցին կապիտալի կառուցվածքում ՀՀ կազմակերպությունների խնդիրները: Փոխառու կապիտալի աճը ոչ թե հանգեցնում է սեփական կապիտալի շահութաբերության աճի, այլ առկա է հակադարձ միտում: Սակարոգ է պայմանավորված լինել ինչպես կազմակերպությունների կողմից միջոցների անարդյունավետ օգտագործմամբ, այնպես էլ փոխառու կապիտալի ներգրավման ծախսատարության:

Շարունակելով կատարված վիճակագրական վերլուծությունները՝ իրականացնենք նաև ռեգրեսիոն վերլուծություն, որպեսզի վերլուծության այլ մեթոդի կիրառմամբ ապացուցվի կամ հերքվի վերևում կատարված վերլուծության արդյունքները:

Մենք կատարել ենք սեփական կապիտալի շահութաբերության և կապիտալի կառուցվածքի ցուցանիշների կախվածության վերլուծություն: Ֆինանսական լծակի ուժի կամ արդյունավետության ցուցանիշի առանձին բաղադրիչների և սեփական կապիտալի շահութաբերության միջև առկա կախվածության համար կատարվել է բազմակոմբինացիոն ռեգրեսիոն վերլուծություն: Արդյունքում՝ ռեգրեսիոն վերլուծության համար սեփական կապիտալի շահութաբերության վրա ազդող նշանակալի գործոն ունեցող չորս ցուցանիշներ են մնացել: Այստեղ հետաքրքիր զարգացում է եղել ակտիվների շահութաբերության ցուցանիշի հետ կապված: Թեև տրամաբանորեն այս ցուցանիշն ուղղակի ազդեցություն ունի սեփական կապիտալի

շահութաբերության վրա, սակայն ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում դա մոդելում նշանակալի ազդեցություն չի ունեցել, ուստի հետագա վերլուծական հաշվարկներում նշված ցուցանիշը չենք դիտարկել որպես կախյալ փոփոխական: Սա կազմակերպությունների համար ռեսուրսների անարդյունավետ օգտագործման հայտանիշ է համարվում:

Ընտրված անկախ և կախյալ փոփոխականների կապերն ավելի ակնառու դարձնելու համար հաշվարկել ենք կոռելյացիոն մատրիցը:

Աղյուսակ 3.5

Ռեգրեսիայի ցուցանիշների կոռելյացիոն մատրիցը

	Սեփական կապիտալի շահութաբե- րություն	Ակտիվների շահութաբե- րություն	Տոկոսային ծախս/Փո- խառու միջոցնե- րի միջին տարեկան արժեք	Լևերիջ կամ ֆինանսական ռիսկ	Տոկոսային սպարաբային գործիքնե- ր/Փոխառ- ու կապիտալ
Սեփական կապիտալի շահութաբե- րություն	1.0000	(0.1576)	0.1075	(0.4854)	(0.3236)
Ակտիվների շահութաբե- րություն	(0.1576)	1.0000	(0.0386)	0.0589	(0.0100)
Տոկոսային ծախս/փոխառ- ու միջոցների միջին տարեկան արժեք	0.1075	(0.0386)	1.0000	0.3513	(0.6975)
Լևերիջ կամ ֆինանսական ռիսկ	(0.4854)	0.0589	0.3513	1.0000	(0.1881)
Տոկոսային սպարաբային գործիքներ/փ- ոխառու կապիտալ	(0.3236)	(0.0100)	(0.6975)	(0.1881)	1.0000

Դիտարկված հիմնական մոդելը ընտրված անկախ և կախյալ փոփոխականների համար ունի հետևյալ տեսքը.

$$Y_i = C + a_1 X_{1i} + a_2 X_{2i} + a_3 X_{3i} + e$$

$i = 1, 2, \dots, n$, որտեղ՝

Y_i – կազմակերպության ներքին սեփական կապիտալի շահութաբերություններ,

C – հաստատուն է,

X_{1i} – ֆինանսական և ներքին կամ ռիսկի գործակիցներ,

X_{2i} – տոկոսային ծախս/փոխառու միջոցների միջին տարեկան արժեք հարաբերակցություններ,

X_{3i} – փոխառու կապիտալի մեջ տոկոսային միջոցների տեսակարար կշիռներ,

e – պատահական սխալներ,

n – դիտարկումների քանակներ:

Վերլուծությունը կատարվել է 2012, 2013 և 2014 թվականների ֆինանսական ցուցանիշների հիման վրա ընտրված 17 կազմակերպությունների համար: Ընդհանուր հաշվով կան 51 դիտակվող տվյալներ:

Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ներկայացված են աղյուսակ 3.6-ում:

Աղյուսակ 3.6
Գծային ռեգրեսիայի արդյունքները⁷¹

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3686.382	1449.552	2.543118	0.0164
X_{1i}	-0.581105	0.060631	-9.584319	0.0000
X_{2i}	-30.66663	4.297864	-7.135318	0.0000
X_{3i}	-0.749576	0.329443	-2.275284	0.0302
	Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy				

⁷¹ Ռեգրեսիոն վերլուծության մեջ բոլոր ցուցանիշները բազմապատկվել են 10000-ով, և ազատ անդամը ստացվել է 3686.382: Իրականում այն պետք է նվազեցնել 10000 անգամ:

variables)				
	Weighted Statistics			
R-squared	0.848153	Mean dependent var		-6103.350
Adjusted R-squared	0.751984	S.D. dependent var		42855.97
S.E. of regression	9376.975	Sum squared resid		2.64E+09
F-statistic	8.819352	Durbin-Watson stat		2.433704
Prob(F-statistic)	0.000000			
	Unweighted Statistics			
R-squared	0.895322	Mean dependent var		3868.340
Sum squared resid	2.98E+09	Durbin-Watson stat		2.322521

Ինչպես երևում է աղյուսակի, անկախ փոփոխականների կապը կախյալ փոփոխականի հետ նշանակալից է: Կապի տալի կառուցվածքով պայմանավորված ցուցանիշները սեփական կապի տալի շահութաբերության ցուցանիշի վրա ունեն հակադարձ ազդեցություն՝ դրանց աճի հետևանքով տեղի է ունենում սեփական կապի տալի շահութաբերության անկում: Փոխառու միջոցների ներգրավումը հանգեցնում է սեփական կապի տալի շահութաբերության նվազման: Սակայն հաստատում է մեր այն ենթադրությունը, որ ՀՀ-ում փոխառու միջոցների ներգրավման և օգտագործման հետ կապված էական խնդիրներ կան:

3.2. ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսավորման արդյունավետության և դրանց ֆինանսավորման վերլուծության

ՀՀ կազմակերպությունների կապի տալի կառուցվածքի արդյունավետության գնահատման կիրառական մոտեցումներից են ոչ պարամետրական մեթոդները:

Պարփակող տվյալների վերլուծության (ՊՏՎ) մեթոդը կազմակերպությունների ֆինանսավորման և դրանց ֆինանսավորման աղբյուրների համեմատական վերլուծության հնարավորություն է ընձեռնում: Դա ներկայացնում է գծային ծրագրավորման խնդիրների համախումբ և իր էությունամբ փորձնական, ոչ պարամետրական մեթոդ է:

ՊՏՎ կիրառման ժամանակ համեմատվում են որոշում կայացնող միավորները (ՈԿՄ), չափվում է միմյանց նկատմամբ նրանց համեմատական արդյունավետությունը: Այստեղ անհրաժեշտ է հաշվի առնել այն հանգամանքը, որ որոշում կայացնող միավորները օգտագործում են միևնույն ռեսուրսները և թողարկում միևնույն տեսակի արդյունք կամ արդյունքներ՝ կախված խնդրի դրվածքից⁷²: Այս ճանապարհով բացահայտվում է <<ավագույն փորձի>> եզրագիծը:

ՊՏՎ հիմնական առանձնահատկությունն այն է, որ չի ներկայացնում ռեսուրսների և արդյունքների միջև ֆունկցիոնալ կապերի բացահայտ նկարագրություն, դրանով իսկ տարբերվելով ռեգրեսիոն վերլուծությունից, որովհետև ՊՏՎ-ը լուծում է յուրաքանչյուր ՈԿՄ-ին վերաբերող առանձին խնդիր: Ինչպես հայտնի է, ռեգրեսիոն վերլուծության դեպքում գնահատվում են ռեսուրսներ-թողարկում տարբեր ֆունկցիոնալ կապերի առանձին պարամետրեր, և դրա միջոցով հնարավոր չէ որոշել անարդյունավետության աղբյուրները, չափը և առաջարկել ճշգրտող գործողություններ, իսկ ՊՏՎ դեպքում՝ ընդհակառակը, և, այդ առումով, ՊՏՎ-ով ստացված գործակիցները կամ կշիռներն առանձնահատուկ են գնահատվող յուրաքանչյուր առանձին ՈԿՄ-ի համար: ՊՏՎ ուժեղ և թույլ կողմերը կարելի է ներկայացնել հետևյալ աղյուսակի միջոցով⁷³.

Աղյուսակ 3.7

Պարփակող տվյալների վերլուծության ուժեղ և թույլ կողմերը

<i>Ուժեղ կողմեր</i>			<i>Թույլ կողմեր</i>		
<i>Չի</i>	<i>պահանջում</i>	<i>սահմանել</i>	<i>Չափման</i>	<i>սխալը</i>	<i>կարող է</i>

⁷² Thanassoulis E., Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis: A Foundation Text with Integrated Software, Springer, 2001, 281, pp. 21-22.

⁷³ Hayes R., 2007, Data Envelopment Analysis,” Presentation at Libraries in the Digital Age 2007 conference, Dubrovnik and Mijet, Croatia, 128, 56.//

Charnes A., Cooper W. and Rhodes E., 1978, Farrell M., 1957, The measurement of productive efficiency, *Journal of Royal Statistical Society Series A* 120 (3), pp. 253-290, //

Measuring the efficiency of decision making units, Elsevier, *European Journal of Operational Research* 2 (6), pp. 429-444.//

Թորոյան Հ., Ֆինանսական ինստիտուտների գործունեության համեմատական արդյունավետության գնահատումը տնտեսամաթեմատիկական մեթոդներով (ՀՀ օրինակով), ատենախոսություն, 2010, էջ 37-39:

ռեսուլտսների և արդյունքների ֆուկցիոնալ կապի տեսքը	հանգեցնել արդյունքների	շեղված
Բացի արդյունավետության գնահատականներից, տալիս է նաև անարդյունավետության պատճառները (արդյունքներ) պարզելու հնարավորություն	Վիճակագրական կիրառելի չեն	թեստերը
Օպտիմալացնում է յուրաքանչյուր առանձին դիտարկում, և համեմատություն նույնակիորեն կատարվում է համասեռ միավորների` լավագույն փորձի դիտարկումների նկատմամբ` յուրաքանչյուր ՈԿՄ-ի համար տալով առանձին չափ	Կիրառելի չէ կանխատեսումներ կատարելու և ստացված արդյունքները համանման խմբի վրատարածելու համար	
Ռեսուլտսները և արդյունքները կարող են կոռելացված լինել, ինչպես նաև ունենալ տարբեր չափման միավորներ	Մեծ խնդիրների դեպքում կարող են հաշվարկային բարդություններ առաջանալ	
Կարող է գործ ունենալ բազմաթիվ ռեսուլտսների և բազմաթիվ արդյունքների հետ	Չի չափում <<բացարձակ>> արդյունավետությունը	

Գրականության մեջ դիտարկվում են **պարփակող տվյալների վերլուծության** մի շարք մոդելներ, սակայն առավել հաճախ օգտագործվում են Չարնգի, Կուպերի, Ռիոդսի և Բենկերի, Ֆարելի մոդելները⁷⁴:

Մաթեմատիկական ծրագրավորման խնդիրը ներկայացվում է հետևյալ կերպ⁷⁵.

$$\max h_o(u, v) = \sum_r u_r y_{ro} / \sum_i v_i x_{io}$$

$$\sum_r u_r y_{rj} / \sum_i v_i x_{ij} \leq 1, j=1, \dots, n \quad (1)$$

$u_r, v_i \geq 0$ բոլոր i -երի և r -երի համար:

$$u_r, v_i \geq 0 \text{ Սահմանափակումը փոխարինվում է } \frac{v_i}{\sum_{j=1}^n v_i x_{io}}, \frac{u_r}{\sum_{i=1}^m u_r y_{ro}} \geq \varepsilon > 0,$$

եթե մոտեցումը խիստ է: Այս դեպքում լուծումները դրական են u -երի և v -երի համար:

⁷⁴ Handbook on Data Envelopment Analysis Cooper, William W., Seiford, Lawrence M., Zhu, Joe (Eds.)// springer, 2011, chapter 1, pp. 1-12. Թորոյան Հ., նշվ. աշխ., էջ 46:

⁷⁵ Թորոյան Հ., նշվ. Աշխ., էջ 47:

խնդրի փոփոխականները՝ u_r -ն և v_i -ն են, իսկ y_{ro} -ն և x_{io} -ը մոդելում արդյունքների և ռեսուրսների արժեքներն են որոշում կայացնող միավորի համար⁷⁶:

Վերոնշյալ խնդիրը ձևափոխելով՝ կարելի է բերել գծային տեսքի⁷⁷.

$$\begin{aligned} z^* &= \max z = \sum_{r=1}^s u_r y_{ro} \\ \sum_{r=1}^s u_r y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_i x_{ij} &\leq 0 \\ \sum_{i=1}^m v_i x_{io} &= 1 \\ u_r, v_i &\geq 0 \end{aligned} \quad (2)$$

Այդ ձևափոխությունն ապահովում է, որ $h_o^* = z^* = \sum_{r=1}^s u_r^* y_{ro}$, որտեղ z^* -ով նշանակված են օպտիմալ և ուծումները: Որոշում կայացնող այն միավորները, որոնց համար $z^* < 1$, անարդյունավետ են, իսկ այն ՈԿՄ-ները, որոնց համար $z^* = 1$, գտնվում են եզրագծի վրա և, բնականաբար, ևրիվ արդյունավետ են:

Ըստ (2)-ի՝ նպատակ է դրվում մաքսիմալ աճնել դիտարկվող ՈԿՄ վիրտուալ արդյունքը՝ պահպանելով այն պայմանը, որ վիրտուալ արդյունքը չի կարող գերազանցել վիրտուալ ռեսուրսներին՝ ցանկացած ՈԿՄ համար⁷⁸: Սա հանգեցնում է նրան, որ տեղի ունենա Պարետո-Կուլմանսի օպտիմալության պայմանը⁷⁹, քանի որ այս դեպքում մաքսիմում արժեքը հնարավոր է մեծացնել կամ որոշ x_{ij} ռեսուրսների ավելացմամբ, կամ որոշ y_{rj} արդյունքներ նվազեցնելով⁸⁰:

(2) գծային ծրագրավորման խնդրի երկակիս այս պիսն է⁸¹.

⁷⁶ Թորոյան Հ., նշվ. աշխ., էջ 47:

⁷⁷ Նույն տեղում:

⁷⁸ Նույն տեղում, էջ 48:

⁷⁹ Charnes A., Cooper W., Golany B., Seiford L. and Stutz J., Foundations of Data Envelopment Analysis for Pareto-Koopmans Efficient Empirical Production Functions, *Journal of Econometrics*, 1985, 30(1-2), pp. 91–107.

⁸⁰ Թորոյան Հ., նշվ. աշխ., էջ 48:

⁸¹ Handbook on Data Envelopment Analysis Cooper, William W., Seiford, Lawrence M., Zhu, Joe (Eds.), // Springer, 2011, chapter 1,9. Թորոյան Հ., նշվ. աշխ., էջ 48:

$$\begin{aligned}
\theta^* &= \min \theta \\
\sum_{j=1}^n x_{ij} \lambda_j &\leq \theta x_{io} \\
\sum_{j=1}^n y_{rj} \lambda_j &\geq y_{ro} \\
0 \leq \lambda_j, i &= 1, \dots, m; r = 1, \dots, s; j = 1, \dots, n
\end{aligned}
\tag{3}$$

Ըստ երկակիության առաջին թեորեմի՝ $z^* = \theta^*$: Յարկ է նշել, որ (3) խնդրի լուծման արդյունքում կունենանք յուրաքանչյուր ռեսուրսի և արդյունքի ազդեցության չափը գնահատվող ՈԿՄ-ի անարդյունավետության վրա, ինչպես նաև նպատակային ֆունկցիան սահմանափակ է և թույլատրելի լուծումների բազմությանը դատարկ է. օրինակ, երբ $\lambda_0 = 1$, $\lambda_j = 0$ ($j \neq 0$) և $\theta = 1$, (3) համակարգը լուծում ունի⁸²:

Յաճախ օգտագործում են օժանդակ փոփոխականներ՝ սահմանափակումները անհավասարումների տեսքից հավասարումների վերածելու համար, և այս դեպքում, երբ ունենք ոչ գրոյական օժանդակ փոփոխականներ, որոշ սահմանային կետեր կարող են ոչ այնքան արդյունավետ ստացվել⁸³: Այստեղ խնդիրը ձևակերպվում է հետևյալ կերպ⁸⁴.

$$\begin{aligned}
&\max \left[\sum_{i=1}^m s_i^- + \sum_{r=1}^s s_r^+ \right] \\
&\sum_{j=1}^n x_{ij} \lambda_j + s_i^- = \theta^* x_{io} \\
&\sum_{j=1}^n y_{rj} \lambda_j - s_r^+ = y_{ro} \\
&0 \leq \lambda_j, s_i^-, s_r^+, \forall i, j, r
\end{aligned}
\tag{4}$$

որտեղ նպատակային ֆունկցիան օժանդակ փոփոխականների հանրագումարն է:

Եթե ձևակերպենք ռեսուրսային կողմնորոշմամբ խնդիրը՝ դիտարկելով վիրտուալ ռեսուրսների հարաբերությանն արդյուն-

⁸² Թորոյան Հ., նշվ. աշխ., էջ 48:

⁸³ Նույն տեղում, էջ 48-49:

⁸⁴ Handbook on Data Envelopment Analysis, William W. Cooper և Lawrence M. Seiford Joe Zhu, Springer, 2011, chapter 1.9. Թորոյան Հ., նշվ. աշխ., էջ 49:

քին, ապա մաքսիմալ ացման խնդրի փոխարեն կունենանք մինիմալ ացման խնդիր⁸⁵.

$$\begin{aligned} \min \sum_i v_i x_{i0} / \sum_r u_r y_{r0} \\ \sum_i v_i x_{ij} / \sum_r u_r y_{rj} \geq 1 \quad j=1, \dots, n \\ u_r, v_i \geq \varepsilon > 0; \forall i, r \end{aligned} \quad (5)$$

Գծայնացված տեսքը կլի ինի հետևյալը⁸⁶.

$$\begin{aligned} \min q = \sum_{i=1}^m v_i x_{i0} \\ \sum_{i=1}^m v_i x_{ij} - \sum_{r=1}^s u_r y_{rj} \geq 0 \\ \sum_{r=1}^s u_r y_{r0} = 1 \\ u_r, v_i \geq \varepsilon, \forall r, i \end{aligned}$$

Երկակի խնդիրը կունենա հետևյալ տեսքը⁸⁷.

$$\begin{aligned} \phi^* = \max \phi \\ \sum_{j=1}^n x_{ij} \lambda_j + s_i^- = x_{i0}, \quad i = 1, 2, \dots, m \\ \sum_{j=1}^n y_{rj} \lambda_j - s_r^+ = y_{r0}, \quad r = 1, 2, \dots, s \\ \lambda_j \geq 0, \quad j = 1, 2, \dots, n \end{aligned} \quad (6)$$

ՀՀ առանձին կազմակերպությունների համամետական արդյուն-նալետության գնահատման համար վերոշարադրյալ մոդելի կիրառումը պայմանավորված է նաև այն հանգամանքով, որ ՀՀ տնտեսական դաշտում առկա դինամիկ զարգացումները և արտաքին տնտեսական միջավայրի բացասական ազդակները կազմակերպությունների ֆինանսավորման կառուցվածքում զգալի տեղաշարժեր են առաջացնում: Նշենք նաև, որ մեր կողմից ուսումնասիրվող կազմակերպությունները գործում են շուկայի տարբեր հատվածներում, հետևաբար՝ դրանց վերաբերյալ վերլուծական աշխատանքներ կատարելիս բացահայտվում են հետևյալ առանձնահատկությունները՝

⁸⁵ Handbook on Data Envelopment Analysis, William W. Cooper և Lawrence M. Seiford Joe Zhu, Springer, 2011, chapter 1,9. Թրոյան Հ., նշվ. աշխ., էջ 49-50:

⁸⁶ Նույն տեղում:

⁸⁷ Նույն տեղում:

- ոլորտային հատկանիշներից ելնելով՝ կազմակերպություններն ունեն կապիտալի կառուցվածքի և ֆինանսական արդյունքների ձևավորման տարբերություններ,
- տարբեր ոլորտներում ներքին և արտաքին միջավայրերի գործոնների ազդեցությունները տարբեր են:

Այս և այլ գործոններով պայմանավորված՝ անհրաժեշտ ենք համարում ռեգրեսիոն վերլուծությունից բացի իրականացնել նաև համեմատական արդյունավետության վերլուծություն, որը հնարավորություն կտա հայտնաբերել ու կապիտալի կառուցվածքային առանձնահատկությունների ազդեցությունը կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունքների վրա և պարզել ու տնտեսության մեջ առկա խնդիրները:

Քանի որ ՊՏՎ-ն շատ զգայուն է ընտրված փոփոխականների նկատմամբ, մեծ ուշադրություն է դարձվել ֆինանսավորման աղբյուրների էական հոգվածների վրա: Ուստի ֆինանսավորման միջոցները, որպես ռեսուրսներ խմբավորել ենք երեք հիմնական խմբերում՝

- սեփական կապիտալ,
- երկարաժամկետ պարտավորություններ,
- կարճաժամկետ պարտավորություններ:

Մոդելի արդյունքային ցուցանիշներ են դիտարկվել շահույթը՝ հարկումից հետո, գործառնական շահույթը և հասույթը: Շահույթի ցուցանիշը դիտարկվել է հարկումից հետո, քանի որ կապիտալի որոշակի ճիշտ կառուցվածք ձևավորելիս կազմակերպությունները հաշվի են առնում նաև կապիտալի կառուցվածքով պայմանավորված հնարավոր շահութահարկի հարկման բազայի ցածր մակարդակի ապահովումը նվազեցվող ծախսերի մեծացման հաշվին (օրինակ՝ երբ կազմակերպությունը ներգրավում է պարտքային գործիքներ՝ վարկեր կամ փոխառություններ, դրանց դիմաց վճարման ենթակա տոկոսագումարները, շահութահարկի հարկման տեսանկյունից, նվազեցվող ծախսեր են):

Հասույթի՝ որպես կազմակերպության հիմնական տնտեսական գործունեությունից ստացված տնտեսական օգուտների ներհոսքի արդյունքային ցուցանիշ ընտրելը պայմանավորված է այն հանգա-

մանքով, որ, անկախ ծախսերի ընդհանուր մակարդակից, կազմակերպության կողմից ֆինանսական միջոցների ներգրավումը՝ լինի պարտքային միջոց, թե սեփական կապիտալի գործիք, այլ հավասար պայմաններում, հանգեցնում է կազմակերպության տնտեսական օգուտների լրացուցիչ ներհոսքերի ապահովման:

Գործառնական գործունեությաննից շահույթի ընտրությունը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ այս ցուցանիշն իր վրա դեռևս չի կրում կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի ձևավորմամբ պայմանավորած ծախսերի ազդեցությունը: Ցուցանիշն ունիվերսալ է բոլոր կազմակերպությունների համար և, կարելի է ասել՝ բնութագրում է կազմակերպության հիմնական տնտեսական գործունեության ֆինանսական արդյունքը:

Մոդելի համար որպես ռեսուրսային ցուցանիշներ են համարվում վերը նշված պասիվի երեք հիմնական խմբերը՝ սեփական կապիտալ, երկարաժամկետ պարտավորություններ և կարճաժամկետ պարտավորություններ: Այս երեք ռեսուրսային ցուցանիշներն ունեն իրենց առանձնահատկությունները: Այլ հավասար պայմաններում, ներգրաված ցանկացած միջոցի արդյունավետ տեղաբաշխումը և օգտագործումը հանգեցնում են կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունքների բացարձակ աճի: Պարզ է, եթե կազմակերպությունը ներգրավում է սեփական կապիտալի գործիքներով ֆինանսական ռեսուրսներ կամ օգտագործում է արդեն իսկ կուտակված միջոցները, դա հանգեցնում է զուտ շահույթի աճին, քանի որ այս ռեսուրսը, ի տարբերություն փոխառու միջոցների, անտոկոս է: Անտոկոս կամ ծախսեր չպահանջող ֆինանսավորման միջոց են համարվում նաև կրեդիտորական պարտքերը, որոնց դիմաց կազմակերպությունը որևէ լրացուցիչ փոխատուցում չի իրականացնում: Կատարված հաշվարկների հիմքում 17 կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվություններից ստացված տվյալներն են, որոնք ընդգրկում են 2012-2014 թվականներն ընկած ժամանակահատվածը: Այս հաշվետվությունների գերակշիռ մասը ենթարկվել է աուդիտի և ունի աուդիտորական եզրակացություններ: Հաշվարկները կատարել ենք՝ ըստ 3-րդ մոդելի՝ «Solver» ծրագրային փաթեթով, և ստացված

շուրջ 340 արդյունքները և մեկնաբանությունները ամփոփ ձևով ներկայացված են առաջիկաշարադրանքում:

Ինչպես երևում է հավելված 3-ից, կազմակերպությունների մի մասում գործառնական գործունեության և շահույթ/վնաս, ինչպես նաև սեփական կապիտալի միջին տարեկան արժեքի ցուցանիշը բացասական են եղել: Ինչպես արդեն նշել ենք, ՊՏՎ-ն անտարբեր է գծային ձևափոխությունների նկատմամբ (ընդ որում ՉԿՌ մոդելում և՛ ռեսուրսների, և՛ արդյունքների, իսկ ԲԶԿ մոդելում՝ արդյունքների նկատմամբ): Եվ քանի որ ՊՏՎ համեմատական արդյունավետության մոդելը ենթադրում է, որ օգտագործվող փոփոխականները պետք է լինեն ոչ բացասական, բոլոր կազմակերպությունների բացասական ցուցանիշներին ավելացվել են հաստատուններ միևնույն չափով, որպեսզի բոլոր կազմակերպություններում ձևափոխությունից հետո, շահույթ/վնաս կամ սեփական կապիտալի ցուցանիշը լինի դրական:

Մոդելում արդյունքային ցուցանիշները դիտարկվել են յուրաքանչյուր տարվա վերջի դրությամբ, իսկ մուտքային կամ ռեսուրսային ցուցանիշների համար՝ տարեսկզբին՝ նախորդ տարվա մնացորդային ցուցանիշները կամ տվյալ տարվա կշռված միջին ցուցանիշները: Հաշվարկները կատարվել են նաև ըստ տարեսկզբի և տարեվերջի կշռված միջինով, ըստ ժամանակային լագի, այսինքն՝ նախորդ տարվա արդյունքների հիման վրա:

Աղյուսակ 3.8

ՀՀ կազմակերպությունների համեմատական առավելությունների գործակիցները 2013 և 2014 թթ.⁸⁸

Կազմակերպության անվանումը	2013-ի տարեվերջյան արդյունքներ, 2012-ի տարեվերջյան ռեսուրսներ	2013-ի տարեսկզբյան և տարեվերջյան արդյունքների և ռեսուրսների միջին	2014-ի տարեվերջյան արդյունքներ, 2013-ի տարեվերջյան ռեսուրսներ	2014-ի տարեսկզբի և տարեվերջի արդյունքների և ռեսուրսների միջին տարեկան
---------------------------	---	---	---	---

⁸⁸ Աղյուսակի տվյալների հաշվարկման հիմքում հետազոտված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվություններից վերցված տվյալներն են:

		տարեկան ցուցանիշներ		ցուցանիշներ
<<ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ >> ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Երևան Ձուր >> ՓԲԸ	1.00	0.00	1.00	1.00
<<Գազարոմ- Արմենիա>> ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Արցախ ՅԷԿ>> ԲԲԸ	1.00	0.66	0	0.02
<<Արմենիան Քաղըր Փրոգրամ>> ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Հայ փոստ>> ՓԲԸ	0.59	0.49	0.59	0.65
<<Օրիֆլեյմ Քոսմետիկս>> ՍՊԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
' ' <<Արմենտել > > ՓԲԸ	1.00	1.00	0.52	0.70
<<Յուքոմ>> ՍՊԸ	0.65	0.00	1.00	
<<Օրանժ Արմենիա>> ՓԲԸ	0.37	1.00	0.43	0.41
<<Պարամաուկ Գոլդ Մայնինգ>> ՓԲԸ	1.00	(0.00)	(0.00)	1.00
<<Երևանի ոսկերչական գործարան-1 Գևորգյան>> ԲԲԸ	0.73	1.00	0.69	0.71
<<Երևանի ոսկերչական գործարան>> ԲԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
<<ՋիԷՆՍԻ- Ալֆա>> ՓԲԸ		1.00	1.00	-
<<Մաքուր Երկաթի գործարան>> ՓԲԸ	1.00	1.00	0.43	1.00
<<Շեն Հոլդինգ>> ՓԲԸ	0.42			0.44
<<Երևանի Շամպայն գինիների գործարան>> ԲԲԸ	1.00	0.00	1.00	

Ինչպես երևում է աղյուսակ 3.8-ից, մենաշնորհային դիրք ունեցող կազմակերպությունների համար, ինչպես օրինակ՝ «Երևան

Ջուր» ՓԲԸ-ն և «Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ-ն են, համեմատական առավելությունների գործակիցն ունի բարձր՝ մոտ 1-ին հավասար արժեք:

«Արցախ ՅԷԿ» ԲԲԸ միջինացված ցուցանիշերով առկա համեմատական առավելությունների ցածր մակարդակը պայմանավորված է լեերիջի ցածր մակարդակի պարագայում սեփական կապիտալի ցածր շահույթաբերությունով: Այստեղ առկա է միջոցների անարդյունավետ օգտագործման խնդիր:

«Ղ-ՏԵԼԵԿոմ» ՓԲԸ -ի պարագայում ունենք համեմատական արդյունավետության բարձր ցուցանիշ: Այս կազմակերպությանը, ըստերեք տարվա ցուցանիշների, դրսևորել է ֆինանսական լեերիջի ցածր մակարդակ և սեփական կապիտալի ու ակտիվների բարձր շահույթաբերություն:

«Արմենիան Քաիր Փրոգրամ» ՓԲԸ կազմակերպության դեպքում համեմատական առավելությունը երկու տարվա տվյալների, մեծ է: Սակայն ժամանակային լագով պայմանավորված, այս ցուցանիշը 2014 թվականին նվազել է:

«Հայ փոստ» ՓԲԸ-ն բոլոր տարիների և հաշվարկման տարբեր մեթոդների պարագայում դրսևորել է անարդյունավետ վարքագիծ, և առկա է ռեսուրսների անարդյունավետ օգտագործման հիմնախնդիր:

«ՕրիՖլեյմ Քոսմետիկս» ՍՊԸ պարագայում ունենք հետաքրքիր իրավիճակ: Այս կազմակերպությանը 2012 թվականին ունեցել է լեերիջի և շահույթաբերության բարձր մակարդակ: Սակայն հետագա տարիներին լեերիջի կտրուկ ավելացման և նվազեցման պարագայում կազմակերպությանը կարողացել է ապահովել սեփական կապիտալի համեմատական կայուն շահույթաբերության ցուցանիշներ:

«Արմենտե» ՓԲԸ-ն նույնպես ունի ռեսուրսների արդյունավետ օգտագործման խնդիր: Այս կազմակերպությանը ֆինանսական լեերիջի ցածր մակարդակի պարագայում դրսևորել է շահույթաբերության ցածր մակարդակ:

«Յուքոմ» ՍՊԸ դեպքում բարձր լեերիջի մակարդակի պայմաններում ունենք շահույթաբերության ցածր մակարդակ: 2014 թվականին լեերիջի մակարդակի կտրուկ աճը հանգեցրել է շահույթաբերության ցուցանիշների անկման:

«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ-ն լեւերիջի ցածր մակարդակի պարագայում ունի շահութաբերության, ավելի ճիշտ կլինի ասել՝ վնասաբերության բարձր մակարդակ: Կազմակերպությունը գործունեության երեք տարիներին աշխատել է վնասով և, լինելով շուկայում նոր ներկայացված կազմակերպություն, կարելի է ասել՝ չի դիմակայել մրցակցությանը:

«Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ-ն երեք տարիների ընթացքում, փաստորեն, չի ունեցել էական վաճառք, սակայն լեւերիջի բարձր մակարդակի պարագայում այս կազմակերպությունը կարողացել է համեմատաբար ավելի կայուն շահութաբերության ցուցանիշներ արձանագրել: Սա կարելի է բացատրել խիստ խնայողության ռեժիմով աշխատելու կամ ռեսուրսների չվատնման քաղաքականությամբ:

«Երևանի ոսկերչական գործարան-1» ԲԲԸ լեւերիջի մակարդակը համեմատաբար ցածր է, սակայն կազմակերպությունը չի կարողացել այս պարագայում ապահովել շահութաբերության ավելի բարձր մակարդակային ցուցանիշներ: Ըստ այդմ՝ համեմատական վերլուծության տեսանկյունից, կազմակերպությունն ավելի վատ բնութագրվում է:

Վերլուծության ենթարկված մյուս կազմակերպություններում նույնպես կան նմանատիպ խնդիրներ՝ ցածր լեւերիջի մակարդակի պարագայում ցածր շահութաբերություն, հետևաբար՝ համեմատական վերլուծության տեսանկյունից վատ ցուցանիշներ:

Քանի որ հետազոտվող կազմակերպություններն ունեն ակտիվների տարբեր մեծություններ և ոլորտային առանձնահատկություններ, ուստի վերլուծության ավելի հավաստի արդյունքներ ապահովելու համար կատարենք նաև ՊՏՎ՝ ըստ կազմակերպությունների առանձին խմբերի: Կազմակերպության ունեցած առաջին հերթին խմբավորվել են ըստ ակտիվների մեծության: Սկզբում 17 կազմակերպության համար որոշվել է ակտիվների միջին տարեկան արժեքը, և, ըստ միջին տարեկան արժեքի, դրանք խմբավորվել են երկու խմբում: Առաջին խմբում ընդգրկվել են ամենամեծ ութ կազմակերպությունները, իսկ երկրորդում՝

մնացած ինը: Բացի կազմակերպությունների խմբավորումից, կատարվել է նաև ելքային և մուտքային տվյալների օպտիմալացում: Որպես ելքային տվյալներ կարևորվել են գործառնական շահույթը և զուտ շահույթը, իսկ որպես մուտքային տվյալներ՝ սեփական և փոխառու կապիտալները:

Աղյուսակ 3.9

3.3 կազմակերպությունների համեմատական առավել ությունների գործակիցները 2013 և 2014 թթ.

Կազմակերպության անվանումը	Խումբ	2013-ի տարեվերջյան արդյունքներ, 2012-ի տարեվերջյան ռեսուրսներ	2013-ի տարեկգբյան և տարեվերջյան արդյունքների և ռեսուրսների միջին տարեկան ցուցանիշներ	2014-ի տարեվերջյան արդյունքներ, 2013-ի տարեվերջյան ռեսուրսներ	2014-ի տարեկգբին և տարեվերջի արդյունքների և ռեսուրսների միջին տարեկան ցուցանիշներ
<<ՂՏԵԼ Եկոմ>> ՓԲԸ	I	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Երևան Ջուր>> ՓԲԸ	II	1.00	1.00		1.00
<<Գազարոմ-Արմենիա>> ՓԲԸ	I	0.03	0.03	1.00	1.00
<<Արցախ>> ՀԷԿ ԲԲԸ	II	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Արմենիան Բափըր Փրոգրամ>> ՓԲԸ	I	0.38	0.34	1.00	0.40
<<Հայ փոստ՝ >> ՓԲԸ	II	0.36	0.33	0.21	0.24
<<Օրիֆլեյմ Զոսմետիկս>> ՍՊԸ	II	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Արմենտել>> ՓԲԸ	I	0.33	0.35	1.00	1.00
<<Յուրմ>> ՍՊԸ	I	1.00	1.00	1.00	1.00

<<Օրանժ Արմենիա>> ՓԲԸ	I	0.65	0.45	0.96	0.86
<<Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ>> ՓԲԸ	II	1.00	1.00	0.75	0.87
<<Եւանի ոսկերչական գործարան-1 Գնումն>> ԲԲԸ	II	0.73	0.82	0.69	0.71
<<Երևանի ոսկերչական գործարան>> ԲԲԸ	II	1.00	1.00	0.74	1.00
<<ՋիէնՍի-Ալֆա>> ՓԲԸ	II	0.98	0.73	1.00	1.00
<<Մաքուր երկաթի գործարան>> ՓԲԸ	I	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Շեն Զոլդինգ>> ՓԲԸ	I	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Երևանի Շամպայն գինիների գործարան>> ԲԲԸ	II	0.97	1.00	0.91	0.95

Առանձին խմբերով կատարված վերլուծության պատկերը նույնն է: Կազմակերպությանների կապիտալի կառուցվածքն ազդում է դրանց արդյունավետության վրա:

Վերլուծության հաջորդ քայլով իրականացվել է ՊՏՎ վերլուծություն՝ ընտրելով կազմակերպություններն ըստ դրանց ոլորտային պատկանելության: Քանի որ ընտրված 17 կազմակերպությունների մեծ մասը հեռահաղորդակցության ոլորտին է պատկանում, առանձնացվել են հենց դրանք՝ 5-ը: Մուտքային և ելքային տվյալներն ընտրվել են նույն սկզբունքով ինչ որ՝ նախորդ վերլուծության մեջ: Արդյունքներն ամփոփված են աղյուսակ 3.10-ում:

Աղյուսակ 3.10

ՀՀ հեռահաղորդակցության կազմակերպությունների համեմատական առավել ունեցողությունների գործակիցները 2013 և 2014 թթ.

Կազմակերպության անվանումը	2013-ի տարեվերջյալն արդյունքներ	2013-ի տարեսկզբին և տարեվերջի արդյունքներ	2014-ի տարեվերջյալն արդյունքներ	2014-ի տարեսկզբին և տարեվերջի արդյունքներ
---------------------------	---------------------------------	---	---------------------------------	---

	ը, 2012-ի տարեվերջյան ռեսուրսներ	ըի ու ռեսուրսների միջին տարեկան ցուցանիշներ	ը, 2013-ի տարեվերջյան ռեսուրսներ	ըի ու ռեսուրսների միջին տարեկան ցուցանիշներ
<<ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ>> ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Արմենտել >> ՓԲԸ	1.00	1.00	0.65	0.92
<<Յոլքոմ>> ՍՊԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
<<Օրանժ Արմենիա>> ՓԲԸ	1.00	0.65	0.97	1.00
<<ԶԻԷՆՍԻ-ԱԼՖա>> ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00

Այս խմբավորմամբ կատարված վերլուծության արդյունքում կազմակերպությունների արդյունավետության գնահատականները գրեթե նույնությամբ կրկնվում են:

Ամփոփելով կատարված վերլուծությունը և ստացված արդյունքները՝ կարելի է հանգել հետևյալ եզրահանգման. *ՊՏՎ բարձր ցուցանիշներ են արձանագրել լներիջի ցածր, սակայն շահութաբերության բարձր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները:*

ՊՏՎ ցածր ցուցանիշներ են արձանագրել լներիջի բարձր մակարդակ և շահութաբերության ցածր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները, ինչպես նաև լներիջի ցածր և շահութաբերության ցածր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները:

Ըստ ելույթի, ՊՏՎ եղանակը փաստում է, որ ՀՀ կազմակերպություններն ունեն ԷԺան ֆինանսավորման միջոցների ներգրավման և առկամիջոցների արդյունավետօգտագործման խնդիրներ:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ

Ատենախոսության թեմայի շրջանակներում առաջադրված նպատակին և խնդիրներին համապատասխան արված ուսումնասիրությունները թույլ են տալիս կատարել տեսական բնույթի մի շարք եզրակացություններ և առաջարկություններ.

1. <<Ռեսուրսներ>> և <<Կապիտալ>> հասկացությունների միջև գոյություն ունի որոշակի կապ: Այս երկու հասկացությունների միաժամանակյա կիրառումը մեր կարծիքով կարելի է դիտարկել հաշվապահական հաշվեկշռի կամ ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվության պասիվի կառուցվածքում: Կապիտալը բնութագրում է կազմակերպության ռեսուրսների գոյացման աղբյուրների ամբողջությունը:
2. Կազմակերպություններն իրենց ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրները ընտրելիս պետք է հաշվի առնեն առաջին հերթին սեփականատերերի և կառավարիչների շահերը: Բացի այս հիմնական գործոնից, կարևոր գործոններ են ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրների ընտրության ժամանակ հաշվի առնել դրա հնարավոր հետևանքները կազմակերպության տնտեսական կայունության, ռիսկերն ընդունելի մակարդակի վրա պահելու հնարավորությունը, հարկային վահանից օգտվելու հնարավորությունը, ճկունությունը ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրների փոփոխության կամ կազմակերպության տնտեսական գործունեության էական տեղաշարժերի ժամանակ:
3. Որքան էլ ֆինանսավորման արտաքին աղբյուրների ներգրավման արդյունքում ավելանում է կազմակերպության հավելյալ արդյունք ստեղծելու հնարավորությունները, սակայն դա չպետք է կազմակերպությունների կառավարիչների համար հանդիսանա շարժառիթ անընդհատ ներգրավելու փոխառվական կապիտալ կամ մեծացնելու կրեդիտորական պարտքերի մեծությունը: Ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրների ընտրության ժամանակ կարևոր է կարճաժամկետ և երկարա-

Ժամկետ հնարավորությունների դիտարկումը և շահերի համատեղումը:

4. Կապիտալի նպատակային կառուցվածքի արտասահմանյան փորձի ուսումնասիրությունը վեր է հանել այնպիսի կարևոր մոտեցումներ, որոնց հիման վրա կատարված վերլուծությունները բացահայտել են կազմակերպությունների ռեսուրսների ֆինանսավորման նպատակային կառուցվածքի առանձնահատկությունները: Այստեղ հատկապես պետք է փաստենք, որ հայաստանյան տեսնեսական միջավայրում այս մոդելների կիրառումը ոչ նպատակահարմար է: ՀՀ-ում դեռևս զարգացած չի կապիտալի շուկան և հատկապես բաժնետիրական կապիտալի գործիքների ազատ շրջանառության թույլ զարգացվածությունը, կազմակերպությունների համար հնարավորություն չի ընձեռնում կապիտալի նպատակային կառուցվածքի ձևավորման ժամանակ հաշվի առնել այնպիսի կարևոր ցուցանիշ ինչպիսին կազմակերպության շուկայական արժեքն է:
5. Կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման ավանդական մոտեցումները կիրառելի չեն ՀՀ-ում, քանի որ ընդհանրապես չկան այս մոտեցման հիմնական սահմանափակումները:
6. Առկա հայեցակարգերից ՀՀ-ում կիրառելի է փոխզիջումային հայեցակարգի հիերարխիկ հայեցակարգը: Այս հայեցակարգի ստուգման հետ կապված ՀՀ-ում տեղեկատվական բազան հնարավորություն է ընձեռնում վերլուծություններ կատարել: Որպես կազմակերպությունների հաջողակ լինելու գործոն, կարևորվում է շահութաբերությունը, որը հրապարակային ֆինանսական հաշվետվությունների հիման վրա հնարավոր է հաշվարկել: Սակայն այստեղ կիրառվել է ցուցանիշների համակարգ, որի հիմքում ֆինանսական լծակի ուժի մոդելի գործոններն են:
7. Գործակալական հարաբերությունների հայեցակարգը ՀՀ-ում կիրառելի չէ, քանի որ դրա ցուցանիշները հնարավոր չի հաշվարկել: Բացի այդ, կազմակերպություններում դեռ ձևավոր-

ված չէ կորպորատիվ կառավարման մշակույթ և կառավարիչները չեն առաջնորդվում այդ հայեցակարգով:

8. Կատարված Z-վիճակագրության և ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում պարզվել է, որ, կապիտալի կառուցվածքով պայմանավորված, ցուցանիշները սեփական կապիտալի շահութաբերության ցուցանիշի վրան են հակադարձ ազդեցություն, և դրանց աճի հետևանքով տեղի է ունենում սեփական կապիտալի շահութաբերության անկում: Փոխառու միջոցների ներգրավումը հանգեցնում է սեփական կապիտալի շահութաբերության նվազման: Սակայն հաստատում է մեր այն ենթադրությունը, որ ՀՀ-ում փոխառու միջոցների ներգրավման և օգտագործման հետևանքով կան էական խնդիրներ:

9. ՀՀ կազմակերպությունները կապիտալի կառուցվածքում փոխառու միջոցներն են ներգրավելիս բախվում են ֆինանսավորման բարձր տոկոսադրույքների խնդրի հետ: Շահութաբերության ոչ այդքան բարձր մակարակի պարագայում կազմակերպությունները գտնվում են բարձր ռիսկային դաշտում, որտեղ շահութաբերության շատ փոքր տեղաշարժերը կարող են հանգեցնել կազմակերպությունների ֆինանսական դժվարությունների, իսկ այդ խնդիրների չլուծման պարագայում՝ սնանկացման: Այս առումով մեծ անելիք ունի պետությունը տնտեսական դաշտի բարելավման, հատկապես՝ առկա ռիսկերի նվազեցման և կազմակերպությունների համար ավելի էժան ֆինանսավորման աղբյուրների ներգրավման տեսանկյունից:

10. Վիճակագրական և ռեգրեսիոն վերլուծության մեթոդները ռեսուրսների և արդյունքների միջև բացահայտ նկարագրում են ֆունկցիոնալ կապեր: Այս վերլուծության արդյունքներով կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի գնահատականներ կատարելիս կարող են տալ ոչ ճիշտ արդյունքներ: Պարփակվող տվյալներով վերլուծության տնտեսամաթեմատիկական մոդելի միջոցով, որը հաշվի չի առնում ռեգրեսիոն վերլուծության մեջ ֆունկցիոնալ կապերի անհրաժեշտությունը, կատարված վերլուծությունը ևս մեկ

անգամ հաստատում է վիճակագրական և ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները: Ամփոփելով կատարված վերլուծությունը և ստացված արդյունքները՝ հանգում ենք հետևյալ եզրակացությանը՝

- ՊՏՎ բարձր ցուցանիշներ են արձանագրել լևերիջի ցածր, սակայն շահութաբերության բարձր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները;
- ՊՏՎ ցածր ցուցանիշներ են արձանագրել լևերիջի բարձր մակարդակ և շահութաբերության ցածր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները, ինչպես նաև լևերիջի ցածր և շահութաբերության ցածր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները:

Ըստ էության ՊՏՎ եղանակը փաստում է, որ ՀՀ կազմակերպությունները ունեն եժան ֆինանսավորման միջոցների ներգրավման և առկա միջոցների արդյունավետ օգտագործման խնդիրներ:

11.Վեր հանելով առկա խնդիրներն առաջարկում ենք առաջին հերթին բարձրացնել կազմակերպություններում միջոցների օգտագործման արդյունավետության մակարդակը և կազմակերպությունների համար ապահովել տեղեկատվության թափանցիկության ու հավաստիության բարձր մակարդակ: Այս ամենը կօգնի կազմակերպությունների ղեկավարներին կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման գործում տնտեսական որոշումների կայացման ժամանակ ունենալ ապահովության ներքին պաշար և որոշումների հիմքում ընկած վերլուծությունների արժանահավատություն:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. Թորոյ ան Յ., Ֆինանսական ինստիտուտների գործունեության համեմատական արդյունավետության գնահատումը տնտեսամաթեմատիկական մեթոդներով (ՀՀ օրինակով), ատենախոսություն, էջ 37-39:
2. Բադանյան Լ. Յ., Կարճաժամկետ ֆինանսական կանխատեսումը արտադրական կազմակերպություններում, Երևան <<Տնտեսագետ>>, 2000:
3. Բայադյան Ա., Ձեռնարկությունների ֆինանսական դրույթների գնահատումը, // Ասողիկ, Երևան, 2002:
4. Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ 1 «Ֆինանսական հաշվետվությունների ներկայացում», ՀՀ Կառավարության N 770-Ն որոշում (18.07.2013):
5. Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ, դասագիրք /Լ.Բադանյան, Կ.Աբգարյան, Ա.Սալնազարյան և ուրիշներ/, Երևան, Զանգակ-97 2007:
6. Барулин С.В., Финансы и кредит., 2-е издание, КноРус, Москва, 2015,
7. Бланк И.А., Управление финансовыми ресурсами, Москва, 2011,
8. Бланк И.А., Финансовый менеджмент, Учеб. курс. — 2-е изд., перераб. и доп. К.: Эльга, Ника-Центр, 2007,
9. Бригхем Ю. Ф., Хьюстон Д.А., Финансовый менеджмент. Экспресс-курс, 7-е издание, Москва, 2016, с. 415.
10. Вестник экономики. - 2000 г., -Москва, № 12
11. Ельмурзаева А.. Капитал предприятия: структура и эффективность использования: методический подход к анализу финансирования структуры капитала, 2011, - N 4
12. Ионова, А. Ф. Финансовый менеджмент : учебное пособие / А.Ф. Ионова, Н.Н. Селезнева. Москва : Проспект, 2010
13. Кириллов Ю.В. Решение многокритериальной задачи оптимизации структуры капитала / Ю.В. Кириллов, Е.Н. Назимко // Экономический анализ: теория и практика. 2013, № 28.

14. Никитушкина И., Макарова С., Корпоративные финансы. Учебник, 2-е издание, переработанное и дополненное, московский государственный университет им. м. в. ломоносова, Москва, 2015,
15. Никитушкина И., Макарова С.. Структура капитала корпорации. Теория и практика. Монография, Экономический ф-т МГУ, 2013
16. Павлова Л.Н., Финансы предприятий: Учебник. - М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998,
17. Райзберг Б.А., Лозовский П.Ш., Стародубцева Е.Б., Современный экономический словарь. - М.: Инфра-М, 1997.
18. Рудык Н.Б., Структура капитала коорпораций: теория и практика, М.: Дело, Москва, 2004,
19. Савицкая Г., Экономический анализ, 11-е изд., испр. и доп. - М.: Новое знание, 2005,
20. Солодухина Д., Репин Д.. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий подход. Корпоративные финансы, 2008. №1 (5)
21. Финансовый менеджмент: учебник / под ред. Е. И. Шохина. – 4-е изд. Москва, 2012
22. Финансы фирмы: курс лекций / Под ред. И.П. Мерзлякова. - М.: ИНФРА-М, 1998
Финансы: Учебник. / под ред. проф. Романовского М.В., проф. Врублевской О.В., проф. Сабанти Б.М. - М.: Изд-во Юрайт, 2000,
23. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика.- М.: Дело, 1994.
24. Юджин Ф., Бригхем, Джоэл А. Хьюстон, Финансовый менеджмент. Экспресс-курс, 7-е издание, 2016
25. Agrawal, A. and Knoeber, C.R., Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, Journal of Financial and Quantitative Analysis, VOL 31, NO 3, SEPTEMBER 1996
26. Ang J.S., Cole R.A. and Lin J. Wuh , Agency costs and ownership structure, Journal of Finance, 2000, VOL 55,
27. Antoniou A., Guney Y., Paudyal K., Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries, University of Durham, Department of Economics and Finance, 2002/3/1
28. Baker M., Wurgler J., Market Timing and Capital Structure. Journal of Finance. Vol. 57, 2002,
29. Baker, M., Wurgler J., Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, The Journal of Finance, 2006

30. Bancel F., Mittoo U., Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms// *financial management*, 33(4), 103-133, Winter 2004
31. Barclay M.J., Morellec E., Smith C.W., On the debt capacity of growth options // Unpublished working paper. University of Rochester, NY, 2001.
32. Baskin J., Empirical Tests of Capital Structure, "Financial Management", 8/1, 1989,
33. Beattie, V., Goodacre A., and Thomson S.J., International lease accounting reform and economic consequences: the views of UK users and preparers. *International Journal of Accounting*, 2006, 41(1),
34. Bradley M., Gregg J., Han E. K., On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, "Journal of Finance", 1984, 39, 3,
35. Brunner D., Jong, A. and Koedijk K. Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence., *Journal of Banking and Finance*, 2009. V.30.,
36. Charnes A., Cooper W., Golany B., Seiford L. and Stutz J., Foundations of Data Envelopment Analysis for Pareto-Koopmans Efficient Empirical Production Functions, *Journal of Econometrics*, 1985, 30(1-2),
37. Chen Y., Hammers K., Capital Structure. Theory and Empirical result. *Journal of Finance*, 2010, 43,
38. Dittmar A., Why Do Firms Repurchase Stock? Amy K. Dittmar. *Journal of Business*. Vol. 25, 2000.
39. Donaldson G. Corporate Restructuring: Managing the Change Process from Within, Harvard Business Review Press (February 1, 1994)
40. Fama E. F. and French K. R., Common risk factors in the returns on stocks and bonds *Journal of Financial Economics*, 1993, 33,
41. Fama E., French K., Testing tradeoff and pecking order predications about dividends and debt // *Review of Financial Studies*, No. 15, 2002,
42. Franka M. Z., Goyal V. K., Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics* 2003, 67,
43. Gilson S., Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence form Financial Distressed Firms. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1 (Mar., 1997),
44. Graham, J., Harvey C., How do Cfos Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?. *Journal of Applied Corporate Financ*, Vol. 15, Issue, Spring 2002.
45. Grahama J. G., Harvey C. R., The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 40,

46. Hackbarth D., Managerial Traits and Capital Structure Decisions. Working paper, 2004.
47. Handbook on Data Envelopment Analysis, Cooper, William W., Seiford, Lawrence M., Zhu, Joe (Eds.),// Springer, 2011
48. Hayes R., 2007, Data Envelopment Analysis," Presentation at Libraries in the Digital Age 2007 conference, Dubrovnik and Mijet, Croatia, 128, 56
49. Hovakimian A., Is the partial adjustment model a useful tool for capital structure research?, Review of Finance, 2012, v.16, No. 3,
50. Jensen G. R., Solberg D. P., and Zorn,T. S., Simutaneous determlnation of insider ownershlp, debd and dividnt policies, Journalof Financial and Quantitative Analysis, 1992, 27
51. Jensen M. C., Meckling W. H., Theory of the Form: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. Vol. 3, 1976,
52. Jensen M.C. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review, 1986, v76,
53. Kayhan A. and Titman S.. Firm histories and their capital structures. Journal of Financial Economics, 2007, v83,
54. Kraus A. and Litzenberger R. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. Journal of Finance, V 20, 1973,
55. McConnell,J.J., and Servaes H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, Journal of Financial Economics 1990, v27
56. Measuring the efficiency of decision making units, Elsevier, European Journal of Operational Research 2 (6),
57. Miller M.H., Modigliani F., Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ. Business. 1961. Oct. V10
58. Modigliani F. and Miller M., Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review, Vol.53, No.3 (Jun., 1963),
59. Murray Z. Franka,, Vidhan K. Goyal, Testing the pecking order theory of capital structure, Journal of Financial Economics, 2003, v67,
60. Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics. Vol. 13, 1984.
61. MohdM.A., Perry L.G., and RimbeyJ.N., An investigation of the dinamic relationship between agency theory and dividend policy, Financial Review, 1995, v30,

62. Morck R., Shlefer A. and Vishy, RW. Managerial ownership and market valuation, Journal of Financial Economics, 1998, v20,
63. Oxford Advanced Learner's Dictionary. Oxford University Press, 1995.
64. Rajan R. G., Zingales L.. Power in a Theory of the Firm, The Quarterly Journal of Economics, 1998
65. Ross, S.A. - Signalling and Capital Structure, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1 (Spring, 1977),
66. Sushil Bikhchandani, Hirshleifer D., Welch I., A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. Journal of Political Economy, Vol. 100, No. 5, 1992, Thanassoulis E., Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis: A Foundation Text with Integrated Software, Springer, 2001,
67. Titman Sh., Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision., Journal of Financial Economics, 13, 1984
68. Warner J. B., Evaluating Mutual Fund Performance. Journal of Finance, 2001, v32,
69. Wurgler B.. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, The Journal of Finance, v26, 2006,
70. Yermack D., Higher market valuation for firms with a small board of directors, Journal of Financial Economics, 1996, v40,

Հավելվածներ

Հավելված 1

Հ-վիճակագրության վերլուծության տեղեկատվական բազա

Կազմակերպության նունը	Լևերիջ	Ոչ ընթացիկ պարտավորո ւթյունների ի տեսակարար կշիռը պարտավորո ւթյունների ի մեջ	Սեփական կապիտալ ու մենթքին աղբյուրների ընդ ձևավորված միջոցների տեսակարար կշիռը	Սեփական կապիտալի շահույթաբե րությանը	Ակտիվների շահույթաբե րությանը	Ֆինանսակ ան ծախսեր/ պարտավոր ւթյուննե ր գործակից ը
«Ղ-ՏԵԼ ԵԿՈՄ» ՓԲԸ	0.1026	0.0361	0.9943	0.2792	0.5304	(0.0020)
«Երևան Զուր» ՓԲԸ	1.1347	0.8148	0.8450	0.4233	0.1898	(0.0280)
«Գազպրոմ Արմենիա» ՓԲԸ	0.9391	0.2635	(0.3666)	0.1608	0.1457	(0.1363)
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ» ԲԲԸ	0.3950	0.9165	0.1062	0.0710	0.1076	(0.0905)
«Արմենիան Բափըր Փրոգրամ» ՓԲԸ	19.1696	0.0800	0.6856	(1.3353)	0.0006	(0.1377)
«ՀԱՅՓՈՍՏ» ՓԲԸ	0.3262	0.6081	0.9641	0.0552	0.0069	(0.0002)
«Օրիֆլեյմ Բոսմենթիս» ՍՊԸ	0.2307	0.0362	1.0000	(0.0161)	(0.0234)	-
«Արմենտել» ՓԲԸ	0.1110	0.0672	0.8601	0.1323	0.0259	(0.0044)
«Յուլքոմ» ՍՊԸ	6.6275	0.6793	0.9967	0.2817	0.0962	(0.1804)
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	0.3613					

		0.0961	(0.1185)	(0.1119)	(0.0745)	(0.0287)
«Պարամաու Լ թ Գոլ դ Մայ Լի Լ գ» ՓԲԸ	2.8478	0.9780	(0.1733)	0.0532	(0.0149)	(0.0561)
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՍՈՆ» ԲԲԸ	0.7860	0.0932	0.6188	0.0171	0.0139	(0.0036)
«Երեվանի Ոսկերչ ական Գործարան» ԲԲԸ	0.1238	0.3856	(0.1088)	(0.0428)	(0.0398)	-
«ՋիԷՆՍԻ-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	(8.3782)	0.1207	1.4956	11.3649	(0.0790)	(0.1621)
« Մաքու ր երկաթի գործարան » ՓԲԸ	0.1737	0.0502	0.9854	0.1500	0.0516	(0.1277)
«Շեն Զոլ դի Լ գ» ՓԲԸ	2.1832	0.6378	0.4591	(0.1406)	0.0483	(0.0579)
« Սուրբ Գրիգոր Լուսավորիչ ԲԿ» ՓԲԸ	0.5126	0.8196	0.0601	0.0023	0.0014	-
«Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	1.3604	0.7483	0.4742	0.0262	0.0148	(0.0121)
«ՅրազԶԷԿ» ԲԲԸ	0.6304	-	0.0736	0.3556	0.1918	-
«ԱՐՓԱՍԵՎԱՆ» ԲԲԸ	0.3354	0.2944	0.9884	0.0786	0.0685	(0.0806)

Հավելված 2
Ռեգրեսիոն վերլուծության
թվային շարքեր

Տարի	Սեփական կապիտալի շահույթաբերունակ ուն	Ակտիվների շահույթաբերունակ ուն	Ֆինանսական լների չկամ ռիսկ	Ֆինանսական ծախսեր/Փոխառ ուն կապիտալի միջին տարեկան արժեք	Տոկոսային պարտքային գործիքներ/Փոխա ռուն կապիտալ
2014	0.2278	0.2124	0.1026	(0.0020)	0.1492
2013	0.1841	0.2011	0.1886	(0.0005)	0.2764
2012	0.2220	0.1546	0.1402	(0.0258)	0.2891
2014	0.2661	0.1898	1.1347	(0.0280)	-
2013	0.2520	0.1511	1.8129	(0.0462)	0.1534
2012	0.6946	0.2853	2.4767	(0.0478)	0.2726
2014	0.1650	0.1457	0.9391	(0.1363)	0.7318
2013	(0.1210)	(0.0461)	1.2676	(0.0756)	0.7271
2012	(0.2648)	(0.1129)	0.9077	(0.0860)	0.7063
2014	0.0593	0.1076	0.3950	(0.0905)	0.9165
2013	0.0530	0.0801	0.4072	(0.1219)	0.9675
2012		0.0492			

	0.0304		0.3826	(0.0614)	0.9867
2014	(1.3491)	0.0006	19.1696	(0.1377)	0.9602
2013	0.0754	0.0209	5.5924	(0.0051)	0.9380
2012	0.2118	0.0810	4.0053	(0.0171)	0.9437
2014	0.0473	0.0069	0.3262	(0.0002)	0.0001
2013	0.0463	0.0216	0.4203	(0.0005)	0.0004
2012	0.0498	0.0335	0.4982	(0.0000)	0.0001
2014	(0.0476)	(0.0234)	0.2307	-	-
2013	0.0572	0.0408	0.8240	-	-
2012	0.1943	0.1968	0.0962	-	-
2014	0.1154	0.0259	0.1110	(0.0044)	-
2013	0.0501	0.0525	0.0963	(0.0047)	-
2012	0.0540	0.0472	0.1138	(0.0050)	-
2014	(0.3378)	0.0962	6.6275	(0.1804)	0.7646
2013	0.1691	0.0961	2.9683	(0.0576)	0.7899
2012	(0.0450)	0.0683	2.9632	(0.0947)	0.7147
2014	(0.1119)	(0.0745)	0.3613	(0.0287)	0.3477
2013		(0.0592)			

	(0.1236)		0.2640	(0.0324)	0.1086
2012	1.1929	(0.1160)	0.9681	(0.0222)	0.6109
2014	0.0959	(0.0149)	2.8478	(0.0561)	0.9302
2013	(0.4386)	(0.0271)	2.9154	(0.0511)	0.8936
2012	1.5495	(0.0153)	(121.8155)	(0.0128)	0.9922
2014	0.0094	0.0139	0.7860	(0.0036)	0.0207
2013	0.0039	0.0072	0.7659	(0.0030)	-
2012	(0.0526)	(0.0355)	0.7897	(0.0027)	0.0348
2014	(0.0373)	(0.0398)	0.1238	-	-
2013	(0.0397)	(0.0384)	0.1262	-	-
2012	(0.0376)	(0.0520)	0.1296	-	-
2014	16.9395	(0.0790)	(8.3782)	(0.1621)	0.7492
2013	(0.2463)	(0.0303)	8.1454	(0.0323)	0.5888
2012	0.6617	0.1443	5.2400	(0.0129)	0.6805
2014	0.1297	0.0516	0.1737	(0.1277)	0.8202
2013	0.1847	0.0484	0.0413	(0.0664)	0.5950
2012	0.0854	0.0503	0.0303	(0.0182)	-
2014		0.0483			

	(0.1481)		2.1832	(0.0579)	0.7554
2013	0.0452	0.0484	1.3731	(0.0475)	0.7421
2012	0.0469	0.0493	1.6741	(0.0455)	0.7719
2014	0.0236	0.0148	1.3604	(0.0121)	0.2011
2013	(0.0407)	(0.0024)	1.4932	(0.0082)	0.2186
2012	0.1396	0.0563	1.4472	(0.0113)	0.2427

Հավելված 3

ՊՏԿ տեղեկատվական բազան՝ նախքան բացասական գումարների ճշգրտումը

Կազմակերպություն		Հառույթ	Գործառնական նշահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ	Կարճաժամկետ պարտավորություններ
«Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ	2014	78,342,497.00	22,400,815.00	21,017,514.00	97,195,742.00	359,950.00	9,610,722.00
«Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ	2013	80,181,987.00	20,860,435.00	16,409,350.00	87,321,228.00	359,067.00	16,111,348.00
«Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ	2012	75,573,873.00	16,332,351.00	18,162,813.00	90,911,878.00	257,010.00	12,484,381.00
«Երևան Զուր» ՓԲԸ	2014	8,994,608.00	1,312,118.00	757,665.00	3,225,921.00	2,982,554.00	677,857.00
«Երևան Զուր» ՓԲԸ	2013	8,824,384.00	1,028,001.00	552,446.00	2,468,256.00	3,170,245.00	1,304,334.00
«Երևան Զուր» ՓԲԸ	2012	8,650,629.00	1,823,440.00	987,668.00	1,915,810.00	2,613,054.00	2,131,901.00
«Գազպրոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	226,835,000.00	64,474,000.00	34,974,000.00	231,662,000.00	57,318,000.00	160,225,000.00
«Գազպրոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	206,159,000.00	(19,574,000.00)	(24,749,000.00)	192,164,000.00	52,553,000.00	191,036,000.00
«Գազպրոմ Արմենիա» ՓԲ	2012	182,116,000.00	(46,731,000.00)	(66,204,000.00)	216,913,000.00	62,170,000.00	134,721,000.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2014	2,795,360.00	1,831,326.00	720,792.00	12,427,253.00	4,498,739.00	409,808.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2013	2,168,442.00	1,311,835.00	623,097.00	11,876,861.00	4,589,496.00	246,284.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2012	1,516,318.00	775,710.00	353,065.00	11,615,864.00	3,862,246.00	581,649.00
«Արմենիան Թափըր	2014		106,739.00				

Փրոգրամ» ՓԲԸ		31,630,854.00		(23,062,436.00)	9,762,880.00	14,974,721.00	172,175,777.00
«Արմենիան Բախըր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2013	37,350,063.00	2,525,151.00	1,566,040.00	21,539,809.00	109,985,499.00	10,472,689.00
«Արմենիան Բախըր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2012	43,353,675.00	6,520,877.00	4,210,618.00	20,022,395.00	68,073,152.00	12,122,797.00
«ՀԱՅՓՈՍՍ» ՓԲԸ	2014	6,600,980.00	118,894.00	595,730.00	14,496,383.00	2,875,097.00	1,853,003.00
«ՀԱՅՓՈՍՍ» ՓԲԸ	2013	6,173,490.00	329,613.00	484,936.00	10,713,708.00	3,003,182.00	1,500,272.00
«ՀԱՅՓՈՍՍ» ՓԲԸ	2012	5,950,801.00	500,197.00	497,464.00	10,228,772.00	3,168,149.00	1,927,647.00
«Օրիֆլեյմ Քոսմետիկ» ՍՊԸ	2014	5,165,024.00	(54,707.00)	(72,486.00)	1,487,720.00	12,406.00	330,775.00
«Օրիֆլեյմ Քոսմետիկ» ՍՊԸ	2013	5,401,543.00	126,356.00	131,755.00	1,560,206.00	12,262.00	1,273,287.00
«Օրիֆլեյմ Քոսմետիկ» ՍՊԸ	2012	5,278,795.00	681,907.00	547,384.00	3,048,451.00	16,992.00	276,155.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2014	57,432,741.00	3,645,513.00	14,700,846.00	134,689,066.00	1,004,840.00	13,949,541.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2013	59,263,397.00	6,256,994.00	5,404,439.00	119,988,220.00	1,058,539.00	10,502,249.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2012	63,254,661.00	5,278,285.00	5,684,059.00	95,746,072.00	1,115,215.00	9,781,013.00
«Յոլքոմ» ՍՊԸ	2014	11,946,852.00	2,941,560.00	(1,881,540.00)	4,628,835.00	20,838,873.00	9,838,938.00
«Յոլքոմ» ՍՊԸ	2013	8,836,297.00	1,994,046.00	884,174.00	6,510,375.00	15,100,833.00	4,223,638.00
«Յոլքոմ» ՍՊԸ	2012	5,128,344.00	868,594.00	(177,981.00)	3,947,324.00	7,473,261.00	4,223,638.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	23,451,531.00	(3,532,230.00)	(4,050,133.00)	34,168,675.00	1,185,758.00	11,159,341.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	23,603,858.00	(2,836,551.00)	(3,853,229.00)	38,218,808.00	1,764,418.00	8,324,175.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2012	20,224,919.00	(5,343,512.00)	(8,556,477.00)	24,128,537.00	893,489.00	22,465,316.00
«Պարամաուկ Եթ Գոլդ»	2014		(96,263.00)				

Մայ նի ն գ» ՓԲԸ		-		159,917.00	1,746,433.00	4,864,327.00	109,183.00
“Պարամաու Լ Նթ Գո Լ դ Մայ նի ն գ» ՓԲԸ	2013	2,000.00	(167,843.00)	(337,118.00)	1,588,545.00	4,477,003.00	154,300.00
“Պարամաու Լ Նթ Գո Լ դ Մայ նի ն գ» ՓԲԸ	2012	12,439.00	(94,422.00)	(79,231.00)	(51,134.00)	6,174,477.00	54,435.00
Երեվանի Ոսկերչ ական Գործարան-1 «Գնումն» ԲԲԸ	2014	2,156,486.00	71,414.00	27,046.00	2,873,432.00	210,490.00	2,048,048.00
Երեվանի Ոսկերչ ական Գործարան-1 «Գնումն» ԲԲԸ	2013	2,017,839.00	37,634.00	11,494.00	2,902,456.00	221,214.00	2,001,880.00
Երեվանի Ոսկերչ ական Գործարան-1 «Գնումն» ԲԲԸ	2012	1,762,743.00	(192,258.00)	(158,561.00)	2,941,284.00	229,767.00	2,092,989.00
“Երեվանի Ոսկերչ ական Գործարան» ԲԲԸ	2014	52,941.00	(169,968.00)	(141,580.00)	3,721,774.00	177,633.00	283,019.00
“Երեվանի Ոսկերչ ական Գործարան» ԲԲԸ	2013	73,298.00	(170,508.00)	(156,224.00)	3,863,354.00	206,363.00	281,051.00
“Երեվանի Ոսկերչ ական Գործարան» ԲԲԸ	2012	57,824.00	(262,190.00)	(133,296.00)	4,002,486.00	236,495.00	282,256.00
“ՋիԷնՍի-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	2014	3,575,883.00	(1,162,264.00)	(3,609,237.00)	(2,017,685.00)	2,040,130.00	14,864,437.00
“ՋիԷնՍի-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	2013	2,612,739.00	(413,871.00)	(447,097.00)	1,591,552.00	2,394,404.00	10,569,498.00
“ՋիԷնՍի-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	2012	3,606,976.00	1,341,262.00	1,013,615.00	2,038,649.00	2,746,264.00	7,936,251.00
“Մաքու Լ ր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2014	31,137,902.00	2,543,794.00	5,746,683.00	47,181,301.00	411,202.00	7,785,671.00
“Մաքու Լ ր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2013	28,797,012.00	2,062,373.00	7,603,506.00	41,434,618.00	248,502.00	1,460,952.00
“Մաքու Լ ր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2012	28,926,533.00	2,086,754.00	3,437,527.00	40,915,793.00	251,780.00	989,954.00

“Շեն Յոլ դիսգ» ՓԲԸ	2014	3,763,740.00	894,846.00	(998,540.00)	6,193,223.00	8,623,321.00	4,897,992.00
“Շեն Յոլ դիսգ» ՓԲԸ	2013	4,401,206.00	803,834.00	298,785.00	7,291,761.00	6,082,234.00	3,930,009.00
“Շեն Յոլ դիսգ» ՓԲԸ	2012	4,242,831.00	730,550.00	294,669.00	5,941,306.00	5,453,817.00	4,492,713.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2014	1,387,922.00	59,951.00	39,377.00	1,690,210.00	1,720,690.00	578,643.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2013	1,606,433.00	(10,138.00)	(68,525.00)	1,650,833.00	1,719,974.00	744,997.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2012	1,451,890.00	235,005.00	224,424.00	1,719,358.00	1,938,045.00	550,262.00

Հավելված 4

ՊՏՎ տեղեկատվական բազա՝ բացասական գումարների ճշգրտումից հետո

Կազմակերպություն	Տարի	Հասույթ	Գործառնական շահույթ	Շահույթի հաշվետվություն (զուտ)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ	Կարճաժամկետ պարտավորություններ
“ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ» ՓԲԸ	2014	78,342,497.00	69,131,815.00	87,221,514.00	99,213,427.00	359,950.00	9,610,722.00
«ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ ՓԲԸ	2013	80,181,987.00	67,591,435.00	82,613,350.00	89,338,913.00	359,067.00	16,111,348.00
“ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ» ՓԲԸ	2012	75,573,873.00	63,063,351.00	84,366,813.00	92,929,563.00	257,010.00	12,484,381.00
“Երևան Ջուր» ՓԲԸ	2014	8,994,608.00	48,043,118.00	66,961,665.00	5,243,606.00	2,982,554.00	677,857.00
“Երևան Ջուր» ՓԲԸ	2013	8,824,384.00	47,759,001.00	66,756,446.00	4,485,941.00	3,170,245.00	1,304,334.00
“Երևան Ջուր» ՓԲԸ	2012	8,650,629.00	48,554,440.00	67,191,668.00	3,933,495.00	2,613,054.00	2,131,901.00
“Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	226,835,000.00	111,205,000.00	101,178,000.00	233,679,685.00	57,318,000.00	160,225,000.00
“Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	206,159,000.00	27,157,000.00	41,455,000.00	194,181,685.00	52,553,000.00	191,036,000.00
“Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2012	182,116,000.00	-	-	218,930,685.00	62,170,000.00	134,721,000.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2014	2,795,360.00	48,562,326.00	66,924,792.00	14,444,938.00	4,498,739.00	409,808.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2013	2,168,442.00	48,042,835.00	66,827,097.00	13,894,546.00	4,589,496.00	246,284.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2012		47,506,710.00				

		1,516,318.00		66,557,065.00	13,633,549.00	3,862,246.00	581,649.00
“Արմենիան Բախր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2014	31,630,854.00	46,837,739.00	43,141,564.00	11,780,565.00	14,974,721.00	172,175,777.00
“Արմենիան Բախր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2013	37,350,063.00	49,256,151.00	67,770,040.00	23,557,494.00	109,985,499.00	10,472,689.00
“Արմենիան Բախր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2012	43,353,675.00	53,251,877.00	70,414,618.00	22,040,080.00	68,073,152.00	12,122,797.00
“Հայ փոստ» ՓԲԸ	2014	6,600,980.00	46,849,894.00	66,799,730.00	16,514,068.00	2,875,097.00	1,853,003.00
“Հայ փոստ» ՓԲԸ	2013	6,173,490.00	47,060,613.00	66,688,936.00	12,731,393.00	3,003,182.00	1,500,272.00
“Հայ փոստ» ՓԲԸ	2012	5,950,801.00	47,231,197.00	66,701,464.00	12,246,457.00	3,168,149.00	1,927,647.00
“Օրիֆլեյմ Բոսմեթիկս» ՍՊԸ	2014	5,165,024.00	46,676,293.00	66,131,514.00	3,505,405.00	12,406.00	330,775.00
“Օրիֆլեյմ Բոսմեթիկս» ՍՊԸ	2013	5,401,543.00	46,857,356.00	66,335,755.00	3,577,891.00	12,262.00	1,273,287.00
“Օրիֆլեյմ Բոսմեթիկս» ՍՊԸ	2012	5,278,795.00	47,412,907.00	66,751,384.00	5,066,136.00	16,992.00	276,155.00
“Արմենտել» ՓԲԸ	2014	57,432,741.00	50,376,513.00	80,904,846.00	136,706,751.00	1,004,840.00	13,949,541.00
“Արմենտել» ՓԲԸ	2013	59,263,397.00	52,987,994.00	71,608,439.00	122,005,905.00	1,058,539.00	10,502,249.00
“Արմենտել» ՓԲԸ	2012	63,254,661.00	52,009,285.00	71,888,059.00	97,763,757.00	1,115,215.00	9,781,013.00
«Յուլքոմ ՍՊԸ	2014	11,946,852.00	49,672,560.00	64,322,460.00	6,646,520.00	20,838,873.00	9,838,938.00
«Յուլքոմ ՍՊԸ	2013	8,836,297.00	48,725,046.00	67,088,174.00	8,528,060.00	15,100,833.00	4,223,638.00
«Յուլքոմ ՍՊԸ	2012	5,128,344.00	47,599,594.00	66,026,019.00	5,965,009.00	7,473,261.00	4,223,638.00
“Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	23,451,531.00	43,198,770.00	62,153,867.00	36,186,360.00	1,185,758.00	11,159,341.00
“Օրանժ Արմենիա»	2013		43,894,449.00				

ՓԲԸ		23,603,858.00		62,350,771.00	40,236,493.00	1,764,418.00	8,324,175.00
“Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2012	20,224,919.00	41,387,488.00	57,647,523.00	26,146,222.00	893,489.00	22,465,316.00
“Պարամաու Լ թ Գոլ դ Մայ Նի Ն գ» ՓԲԸ	2014	-	46,634,737.00	66,363,917.00	3,764,118.00	4,864,327.00	109,183.00
“Պարամաու Լ թ Գոլ դ Մայ Նի Ն գ» ՓԲԸ	2013	2,000.00	46,563,157.00	65,866,882.00	3,606,230.00	4,477,003.00	154,300.00
“Պարամաու Լ թ Գոլ դ Մայ Նի Ն գ» ՓԲԸ	2012	12,439.00	46,636,578.00	66,124,769.00	1,966,551.00	6,174,477.00	54,435.00
Երեվանի Ոսկերչ ակ ան Գործարան -1 «Գնումն» ԲԲԸ	2014	2,156,486.00	46,802,414.00	66,231,046.00	4,891,117.00	210,490.00	2,048,048.00
Երեվանի Ոսկերչ ակ ան Գործարան -1 «Գնումն» ԲԲԸ	2013	2,017,839.00	46,768,634.00	66,215,494.00	4,920,141.00	221,214.00	2,001,880.00
Երեվանի Ոսկերչ ակ ան Գործարան -1 «Գնումն» ԲԲԸ	2012	1,762,743.00	46,538,742.00	66,045,439.00	4,958,969.00	229,767.00	2,092,989.00
“Երեվանի Ոսկերչ ակ ան Գործարան» ԲԲԸ	2014	52,941.00	46,561,032.00	66,062,420.00	5,739,459.00	177,633.00	283,019.00
“Երեվանի Ոսկերչ ակ ան Գործարան» ԲԲԸ	2013	73,298.00	46,560,492.00	66,047,776.00	5,881,039.00	206,363.00	281,051.00
“Երեվանի Ոսկերչ ակ ան Գործարան» ԲԲԸ	2012	57,824.00	46,468,810.00	66,070,704.00	6,020,171.00	236,495.00	282,256.00
“ԶիԷնՍի-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	2014	3,575,883.00	45,568,736.00	62,594,763.00	-	2,040,130.00	14,864,437.00
“ԶիԷնՍի-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	2013	2,612,739.00	46,317,129.00	65,756,903.00	3,609,237.00	2,394,404.00	10,569,498.00
“ԶիԷնՍի-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	2012		48,072,262.00				

		3,606,976.00		67,217,615.00	4,056,334.00	2,746,264.00	7,936,251.00
“Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2014	31,137,902.00	49,274,794.00	71,950,683.00	49,198,986.00	411,202.00	7,785,671.00
“Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2013	28,797,012.00	48,793,373.00	73,807,506.00	43,452,303.00	248,502.00	1,460,952.00
“Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2012	28,926,533.00	48,817,754.00	69,641,527.00	42,933,478.00	251,780.00	989,954.00
“Շեն Յոլ դիսգ» ՓԲԸ	2014	3,763,740.00	47,625,846.00	65,205,460.00	8,210,908.00	8,623,321.00	4,897,992.00
“Շեն Յոլ դիսգ» ՓԲԸ	2013	4,401,206.00	47,534,834.00	66,502,785.00	9,309,446.00	6,082,234.00	3,930,009.00
“Շեն Յոլ դիսգ» ՓԲԸ	2012	4,242,831.00	47,461,550.00	66,498,669.00	7,958,991.00	5,453,817.00	4,492,713.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2014	1,387,922.00	46,790,951.00	66,243,377.00	3,707,895.00	1,720,690.00	578,643.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2013	1,606,433.00	46,720,862.00	66,135,475.00	3,668,518.00	1,719,974.00	744,997.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2012	1,451,890.00	46,966,005.00	66,428,424.00	3,737,043.00	1,938,045.00	550,262.00

Հավելված 5

17 կազմակերպությունների ՊՏԿ-ի տեղեկատվական բազա

	Տարի	Հասուն թ	Գործառնական շահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ	Կարճաժամկետ պարտավորություններ
Կազմակերպություն							
«Ղ-ՏԵԼ ԵԿՈՄ» ՓԲԸ	2014	78,342,497.00	69,131,815.00	87,221,514.00	99,213,427.00	359,950.00	9,610,722.00
«Երևան Ջուր» ՓԲԸ	2014	8,994,608.00	48,043,118.00	66,961,665.00	5,243,606.00	2,982,554.00	677,857.00
«Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	226,835,000.00	111,205,000.00	101,178,000.00	233,679,685.00	57,318,000.00	160,225,000.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2014	2,795,360.00	48,562,326.00	66,924,792.00	14,444,938.00	4,498,739.00	409,808.00
«Արմենիան Քաղր Փրոգրամ ՓԲԸ	2014	31,630,854.00	46,837,739.00	43,141,564.00	11,780,565.00	14,974,721.00	172,175,777.00
«Հայ փոստ» ՓԲԸ	2014	6,600,980.00	46,849,894.00	66,799,730.00	16,514,068.00	2,875,097.00	1,853,003.00
«Օրիֆլեյմ Քոսմետիկս» ՍՊԸ	2014	5,165,024.00	46,676,293.00	66,131,514.00	3,505,405.00	12,406.00	330,775.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2014	57,432,741.00	50,376,513.00	80,904,846.00	136,706,751.00	1,004,840.00	13,949,541.00
«Յոլքոմ ՍՊԸ	2014	11,946,852.00	49,672,560.00	64,322,460.00	6,646,520.00	20,838,873.00	9,838,938.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	23,451,531.00	43,198,770.00	62,153,867.00	36,186,360.00	1,185,758.00	11,159,341.00
«Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2014	-	46,634,737.00	66,363,917.00	3,764,118.00	4,864,327.00	109,183.00
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՍՈՆ» ԲԲԸ	2014	2,156,486.00	46,802,414.00	66,231,046.00	4,891,117.00	210,490.00	2,048,048.00

“Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2014	52,941.00	46,561,032.00	66,062,420.00	5,739,459.00	177,633.00	283,019.00
“Զիլենսի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2014	3,575,883.00	45,568,736.00	62,594,763.00	-	2,040,130.00	14,864,437.00
“Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2014	31,137,902.00	49,274,794.00	71,950,683.00	49,198,986.00	411,202.00	7,785,671.00
“Շեն Յոլ դինգ» ՓԲԸ	2014	3,763,740.00	47,625,846.00	65,205,460.00	8,210,908.00	8,623,321.00	4,897,992.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2014	1,387,922.00	46,790,951.00	66,243,377.00	3,707,895.00	1,720,690.00	578,643.00

	Տարի	Հասույթ	Գործառնական շահույթ	Շահույթի աշվետու տարվա(գում)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ	Կարճաժամկետ պարտավորություններ
Կազմակերպություն							
“Ղ-ՏԵԼ Եկոմ» ՓԲԸ	2014	78,342,497.00	69,131,815.00	87,221,514.00	94,276,170.00	359,508.50	12,861,035.00
“Երևան Ջուր» ՓԲԸ	2014	8,994,608.00	48,043,118.00	66,961,665.00	4,864,773.50	3,076,399.50	991,095.50
“Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	226,835,000.00	111,205,000.00	101,178,000.00	213,930,685.00	54,935,500.00	175,630,500.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2014	2,795,360.00	48,562,326.00	66,924,792.00	14,169,742.00	4,544,117.50	328,046.00
“Արմենիան Քաղր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2014	31,630,854.00	46,837,739.00	43,141,564.00	17,669,029.50	62,480,110.00	91,324,233.00
“Հայ փոստ» ՓԲԸ	2014	6,600,980.00	46,849,894.00	66,799,730.00	14,622,730.50	2,939,139.50	1,676,637.50
“Օրիֆլեյ մ Քոսմոթիկս» ՍՊԸ	2014	5,165,024.00	46,676,293.00	66,131,514.00	3,541,648.00	12,334.00	802,031.00
“Արմենտել» ՓԲԸ	2014	57,432,741.00	50,376,513.00	80,904,846.00	129,356,328.00	1,031,689.50	12,225,895.00

«Յուլքոմ ՍՊԸ	2014	11,946,852.00	49,672,560.00	64,322,460.00	7,587,290.00	17,969,853.00	7,031,288.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	23,451,531.00	43,198,770.00	62,153,867.00	38,211,426.50	1,475,088.00	9,741,758.00
«Պարամաուկ Նթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2014	-	46,634,737.00	66,363,917.00	3,685,174.00	4,670,665.00	131,741.50
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՍՈՆ» ԲԲԸ	2014	2,156,486.00	46,802,414.00	66,231,046.00	4,905,629.00	215,852.00	2,024,964.00
«Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2014	52,941.00	46,561,032.00	66,062,420.00	5,810,249.00	191,998.00	282,035.00
«ՋիԷՆՍԻ-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2014	3,575,883.00	45,568,736.00	62,594,763.00	1,804,618.50	2,217,267.00	12,716,967.50
«Մաքուր Երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2014	31,137,902.00	49,274,794.00	71,950,683.00	46,325,644.50	329,852.00	4,623,311.50
«Շեն Ջոլդինգ» ՓԲԸ	2014	3,763,740.00	47,625,846.00	65,205,460.00	8,760,177.00	7,352,777.50	4,414,000.50
«Երևանի Ճամպայն գինիների գործարան» ԲԲԸ	2014	1,387,922.00	46,790,951.00	66,243,377.00	3,688,206.50	1,720,332.00	661,820.00

Կազմակերպություն	Տարի	Հասուն թ	Գործառնական շահուն թ	Շահուն թ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ	Կարճաժամկետ պարտավորություններ
«ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ» ՓԲԸ	2013	80,181,987.00	67,591,435.00	82,613,350.00	89,338,913.00	359,067.00	16,111,348.00
«Երևան Զուր» ՓԲԸ	2013	8,824,384.00	47,759,001.00	66,756,446.00	4,485,941.00	3,170,245.00	1,304,334.00
«Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	206,159,000.00	27,157,000.00	41,455,000.00	194,181,685.00	52,553,000.00	191,036,000.00
«ԱՐՑԱԽՅԵԿ» ԲԲԸ	2013	2,168,442.00	48,042,835.00	66,827,097.00	13,894,546.00	4,589,496.00	246,284.00
«Արմենիան Քաղր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2013	37,350,063.00	49,256,151.00	67,770,040.00	23,557,494.00	109,985,499.00	10,472,689.00
«Հայ փոստ» ՓԲԸ	2013	6,173,490.00	47,060,613.00	66,688,936.00	12,731,393.00	3,003,182.00	1,500,272.00
«Օրիֆլեյմ Քոսմոթիկս» ՍՊԸ	2013	5,401,543.00	46,857,356.00	66,335,755.00	3,577,891.00	12,262.00	1,273,287.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2013	59,263,397.00	52,987,994.00	71,608,439.00	122,005,905.00	1,058,539.00	10,502,249.00
«Յուլքոմ ՍՊԸ	2013	8,836,297.00	48,725,046.00	67,088,174.00	8,528,060.00	15,100,833.00	4,223,638.00
«ՕրանԺ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	23,603,858.00	43,894,449.00	62,350,771.00	40,236,493.00	1,764,418.00	8,324,175.00
«Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2013	2,000.00	46,563,157.00	65,866,882.00	3,606,230.00	4,477,003.00	154,300.00
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՄՈՆ» ԲԲԸ	2013	2,017,839.00	46,768,634.00	66,215,494.00	4,920,141.00	221,214.00	2,001,880.00

“Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2013	73,298.00	46,560,492.00	66,047,776.00	5,881,039.00	206,363.00	281,051.00
“ԶիԷՆՍԻ-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2013	2,612,739.00	46,317,129.00	65,756,903.00	3,609,237.00	2,394,404.00	10,569,498.00
“Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2013	28,797,012.00	48,793,373.00	73,807,506.00	43,452,303.00	248,502.00	1,460,952.00
“Շեն Ջոլդինգ» ՓԲԸ	2013	4,401,206.00	47,534,834.00	66,502,785.00	9,309,446.00	6,082,234.00	3,930,009.00
“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2013	1,606,433.00	46,720,862.00	66,135,475.00	3,668,518.00	1,719,974.00	744,997.00

	Տարի	Հասույթ	Գործառնական շահույթ	Շահույթի աշվետու տարվա(գուտ)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ	Կարճաժամկետ պարտավորություններ
Կազմակերպություն							
“ՂՏԵԼ Եկոմ» ՓԲԸ	2013	80,181,987.00	67,591,435.00	82,613,350.00	91,134,238.00	308,038.50	14,297,864.50
“Երևան Ջուր» ՓԲԸ	2013	8,824,384.00	47,759,001.00	66,756,446.00	4,209,718.00	2,891,649.50	1,718,117.50
“Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	206,159,000.00	27,157,000.00	41,455,000.00	206,556,185.00	57,361,500.00	162,878,500.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2013	2,168,442.00	48,042,835.00	66,827,097.00	13,764,047.50	4,225,871.00	413,966.50
“Արմենիան Քափըր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2013	37,350,063.00	49,256,151.00	67,770,040.00	22,798,787.00	89,029,325.50	11,297,743.00
“Յայ փոստ» ՓԲԸ	2013	6,173,490.00	47,060,613.00	66,688,936.00	12,488,925.00	3,085,665.50	1,713,959.50
“Օրիֆլեյմ Քոսմեթիկս» ՍՊԸ	2013	5,401,543.00	46,857,356.00	66,335,755.00	4,322,013.50	14,627.00	774,721.00
“Արմենտել» ՓԲԸ	2013	59,263,397.00	52,987,994.00	71,608,439.00	109,884,831.00	1,086,877.00	10,141,631.00

«Յուժնոմսդ»	2013	8,836,297.00	48,725,046.00	67,088,174.00	7,246,534.50	11,287,047.00	4,223,638.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	23,603,858.00	43,894,449.00	62,350,771.00	33,191,357.50	1,328,953.50	15,394,745.50
«Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2013	2,000.00	46,563,157.00	65,866,882.00	2,786,390.50	5,325,740.00	104,367.50
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՍՈՆ» ԲԲԸ	2013	2,017,839.00	46,768,634.00	66,215,494.00	4,939,555.00	225,490.50	2,047,434.50
«Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2013	73,298.00	46,560,492.00	66,047,776.00	5,950,605.00	221,429.00	281,653.50
ԶԻԷՆՍԻ-ԱԼՖԱ ՓԲԸ	2013	2,612,739.00	46,317,129.00	65,756,903.00	3,832,785.50	2,570,334.00	9,252,874.50
«Մաքուր Երկաթի Գործարան» ՓԲԸ	2013	28,797,012.00	48,793,373.00	73,807,506.00	43,192,890.50	250,141.00	1,225,453.00
«Շեն Ջոնդինգ» ՓԲԸ	2013	4,401,206.00	47,534,834.00	66,502,785.00	8,634,218.50	5,768,025.50	4,211,361.00
«Երևանի Ճամպայն գինիների Գործարան» ԲԲԸ	2013	1,606,433.00	46,720,862.00	66,135,475.00	3,702,780.50	1,829,009.50	647,629.50

Հավելված 6

Ըստ ակտիվների միջին տարեկան արժեքի ամենամեծ ու թվազմակերպությունների ՊՏՎ տեղեկատվական բազա

2014-ի տարեվերջյան արդյունքներ,
2013-ի տարավերջյան ռեսուրսներ

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Փոխառու կապիտալ
«Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	111,205,000.00	101,178,000.00	233,679,685.00	217,543,000.00
«Արմենիան Քափոր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2014	46,837,739.00	43,141,564.00	11,780,565.00	187,150,498.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2014	50,376,513.00	80,904,846.00	136,706,751.00	14,954,381.00
«ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ ՓԲԸ	2014	69,131,815.00	87,221,514.00	99,213,427.00	9,970,672.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	43,198,770.00	62,153,867.00	36,186,360.00	12,345,099.00
«Մաքուր Երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2014	49,274,794.00	71,950,683.00	49,198,986.00	8,196,873.00
«Յուքոմ ՍՊԸ	2014	49,672,560.00	64,322,460.00	6,646,520.00	30,677,811.00
«Շեն Հոլդինգ» ՓԲԸ	2014	47,625,846.00	65,205,460.00	8,210,908.00	13,521,313.00

2014-ի տարեսկզբյան և
տարեվերջյան արդյունքների և
նեսուրսների միջին տարեկան
ցուցանիշներ

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Փոխառու կապիտալ
«Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	111,205,000.00	101,178,000.00	213,930,685.00	230,566,000.00
«Արմենիան Բափր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2014	46,837,739.00	43,141,564.00	17,669,029.50	153,804,343.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2014	50,376,513.00	80,904,846.00	129,356,328.00	13,257,584.50
«ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ ՓԲԸ	2014	69,131,815.00	87,221,514.00	94,276,170.00	13,220,543.50
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	43,198,770.00	62,153,867.00	38,211,426.50	11,216,846.00
«Մաքուր Երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2014	49,274,794.00	71,950,683.00	46,325,644.50	4,953,163.50
«Յոլքոմ ՍՊԸ	2014	49,672,560.00	64,322,460.00	7,587,290.00	25,001,141.00
«Շեն Յոլդիկ» ՓԲԸ	2014	47,625,846.00	65,205,460.00	8,760,177.00	11,766,778.00

2013-ի տարեվերջյան
արդյունքներ, 2012-ի
տարեվերջյան
նեսուրսներ

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Փոխառու կապիտալ
«Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	27,157,000.00	41,455,000.00	194,181,685.00	243,589,000.00
«Արմենիան Բափր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2013	49,256,151.00	67,770,040.00	23,557,494.00	120,458,188.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2013	52,987,994.00	71,608,439.00	122,005,905.00	11,560,788.00
«ՂՏԵԼ ԵԿՈՄ ՓԲԸ	2013	67,591,435.00	82,613,350.00	89,338,913.00	16,470,415.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	43,894,449.00	62,350,771.00	40,236,493.00	10,088,593.00

2013-ի տարեսկզբյան և
տարեվերջյան արդյունքների
նեսուրսների միջին տարեկան
ցուցանիշներ

“Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2013	48,793,373.00	73,807,506.00	43,452,303.00	1,709,454.00
«Յուքոմ ՍՊԸ	2013	48,725,046.00	67,088,174.00	8,528,060.00	19,324,471.00
“Շեն Յոլդիսգ» ՓԲԸ	2013	47,534,834.00	66,502,785.00	9,309,446.00	10,012,243.00

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Փոխառու կապիտալ
“Գազարոմ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	27,157,000.00	41,455,000.00	206,556,185.00	220,240,000.00
“Արմենիան Քափոր Փրոգրամ» ՓԲԸ	2013	49,256,151.00	67,770,040.00	22,798,787.00	100,327,068.50
“Արմենտել » ՓԲԸ	2013	52,987,994.00	71,608,439.00	109,884,831.00	11,228,508.00
«ՂՏԵԼ Եկոմ ՓԲԸ	2013	67,591,435.00	82,613,350.00	91,134,238.00	14,605,903.00
“Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	43,894,449.00	62,350,771.00	33,191,357.50	16,723,699.00
“Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	2013	48,793,373.00	73,807,506.00	43,192,890.50	1,475,594.00
«Յուքոմ ՍՊԸ	2013	48,725,046.00	67,088,174.00	7,246,534.50	15,510,685.00
“Շեն Յոլդիսգ» ՓԲԸ	2013	47,534,834.00	66,502,785.00	8,634,218.50	9,979,386.50

Հավելված 7

Ըստ ակտիվների միջին տարեկան արժեքի ամենափոքր ինը կազմակերպությունների ՊՏՎ տեղեկատվական բազա

2014-ի տարեվերջյան արդյունքներ, 2013-ի տարավերջյան ռեսուրսներ

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթի աշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Փոխառնական կապիտալ
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2014	48,562,326.00	66,924,792.00	14,444,938.00	4,908,547.00
“Յայ փոստ» ՓԲԸ	2014	46,849,894.00	66,799,730.00	16,514,068.00	4,728,100.00
“ԶիԷնՍի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2014	45,568,736.00	62,594,763.00	-	16,904,567.00
“Երևան Զուր» ՓԲԸ	2014	48,043,118.00	66,961,665.00	5,243,606.00	3,660,411.00
“Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2014	46,634,737.00	66,363,917.00	3,764,118.00	4,973,510.00
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՄՈՆ» ԲԲԸ	2014	46,802,414.00	66,231,046.00	4,891,117.00	2,258,538.00
“Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2014	46,561,032.00	66,062,420.00	5,739,459.00	460,652.00

2014-ի տարեսկզբյան և տարեվերջյան
արդյունքների և ռեսուրսների միջին
տարեկան ցուցանիշն

«Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2014	46,790,951.00	66,243,377.00	3,707,895.00	2,299,333.00
«Օրիֆլեյմ Քոսմեթիկս ՍՊԸ	2014	46,676,293.00	66,131,514.00	3,505,405.00	343,181.00

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Փոխառու կապիտալ
«ԱՐՑԱԽՅԵԿ» ԲԲԸ	2014	48,562,326.00	66,924,792.00	14,169,742.00	4,872,163.50
«Հայ փոստ» ՓԲԸ	2014	46,849,894.00	66,799,730.00	14,622,730.50	4,615,777.00
«Ջիէնսի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2014	45,568,736.00	62,594,763.00	1,804,618.50	14,934,234.50
«Երևան Զուր» ՓԲԸ	2014	48,043,118.00	66,961,665.00	4,864,773.50	4,067,495.00
«Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2014	46,634,737.00	66,363,917.00	3,685,174.00	4,802,406.50
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՍՈՆ» ԲԲԸ	2014	46,802,414.00	66,231,046.00	4,905,629.00	2,240,816.00
«Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2014	46,561,032.00	66,062,420.00	5,810,249.00	474,033.00

2013-ի տարեկներ չան արդյո՞ւն քննել, 2012-ի տարեկներ չան ռեսուրսներ

Երևանի Շամպայն գինիների գործարան ԲԲԸ	2014	46,790,951.00	66,243,377.00	3,688,206.50	2,382,152.00
Օրիֆլեյմ Բոսմենթիս ՍՊԸ	2014	46,676,293.00	66,131,514.00	3,541,648.00	814,365.00

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթի աշվետու տարվա(գում)	Սեփական կապիտալ	Փոխառնական կապիտալ
«ԱՐՑԱԽՅԵԿ»ԲԲԸ	2013	48,042,835.00	66,827,097.00	13,894,546.00	4,835,780.00
«Հայ փոստ» ՓԲԸ	2013	47,060,613.00	66,688,936.00	12,731,393.00	4,503,454.00
«ՋիԷնՍի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2013	46,317,129.00	65,756,903.00	3,609,237.00	12,963,902.00
«Երևան Զուր» ՓԲԸ	2013	47,759,001.00	66,756,446.00	4,485,941.00	4,474,579.00
«Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2013	46,563,157.00	65,866,882.00	3,606,230.00	4,631,303.00
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՍՈՆ» ԲԲԸ	2013	46,768,634.00	66,215,494.00	4,920,141.00	2,223,094.00
«Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2013	46,560,492.00	66,047,776.00	5,881,039.00	487,414.00

2013-ի տարեսկզբյան և տարեվերջյան
արդյունքների և ռեսուրսների միջին
տարեկան ցուցանիշներ

«Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2013	46,720,862.00	66,135,475.00	3,668,518.00	2,464,971.00
«Օրիֆլեյմ Քոսմեթիկս ՍՊԸ	2013	46,857,356.00	66,335,755.00	3,577,891.00	1,285,549.00

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթ հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Փոխառու կապիտալ
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ»ԲԲԸ	2013	48,042,835.00	66,827,097.00	13,764,047.50	4,639,837.50
«Հայ փոստ» ՓԲԸ	2013	47,060,613.00	66,688,936.00	12,488,925.00	4,799,625.00
«ՋիԷնՍի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2013	46,317,129.00	65,756,903.00	3,832,785.50	11,823,208.50
«Երևան Ջուր» ՓԲԸ	2013	47,759,001.00	66,756,446.00	4,209,718.00	4,609,767.00
«Պարամաունթ Գոլդ Մայնինգ» ՓԲԸ	2013	46,563,157.00	65,866,882.00	2,786,390.50	5,430,107.50
ԵՐԵՎԱՆԻ ՈՍԿԵՐՉԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐԱՆ-1 «ԳՆՈՄՈՆ» ԲԲԸ	2013	46,768,634.00	66,215,494.00	4,939,555.00	2,272,925.00
«Երեվանի Ոսկերչական Գործարան» ԲԲԸ	2013	46,560,492.00	66,047,776.00	5,950,605.00	503,082.50

“Երևանի Շամպայ և գինիների գործարան» ԲԲԸ	2013	46,720,862.00	66,135,475.00	3,702,780.50	2,476,639.00
“Օրիֆլեյմ Քոսմետիկս» ՍՊԸ	2013	46,857,356.00	66,335,755.00	4,322,013.50	789,348.00

Հավելված 8

Հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների ՊՏՀ տեղեկավարական բազա

2014-ի տարեկան զեքստի
արդյունքներ, 2013-ի
տարեկան զեքստի

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթի հաշվետու տարվա(գումար)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ
«Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ	2014	69,131,815.00	87,221,514.00	99,213,427.00	9,970,672.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	2014	50,376,513.00	80,904,846.00	136,706,751.00	14,954,381.00
«Յուրոմ ՍՊԸ	2014	49,672,560.00	64,322,460.00	6,646,520.00	30,677,811.00
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	43,198,770.00	62,153,867.00	36,186,360.00	12,345,099.00
«Զիլենսի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2014	45,568,736.00	62,594,763.00	-	16,904,567.00

2014-ի տարեկան զեքստի
արդյունքներ, 2013-ի
տարեկան զեքստի

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթի հաշվետու տարվա(գումար)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ
«Ղ-Տելեկոմ» ՓԲԸ	2014	69,131,815.00	87,221,514.00	94,276,170.00	13,220,543.50
«Արմենտել» ՓԲԸ	2014	50,376,513.00	80,904,846.00	129,356,328.00	13,257,584.50
«Յուրոմ ՍՊԸ	2014	49,672,560.00			25,001,141.00

			64,322,460.00	7,587,290.00	
“Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2014	43,198,770.00	62,153,867.00	38,211,426.50	11,216,846.00
“ԶիԷնՍի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2014	45,568,736.00	62,594,763.00	1,804,618.50	14,934,234.50

2013-ի տարեվերջյան
արդյունքներ, 2012-ի
տարեվերջյան
նեսուրսներ

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթի հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ
«ՂՏԵԼ Եկոմ ՓԲԸ	2013	67,591,435.00	82,613,350.00	89,338,913.00	16,470,415.00
“Արմենտել » ՓԲԸ	2013	52,987,994.00	71,608,439.00	122,005,905.00	11,560,788.00
«Յոլքոմ ՍՊԸ	2013	48,725,046.00	67,088,174.00	8,528,060.00	19,324,471.00
“Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	43,894,449.00	62,350,771.00	40,236,493.00	10,088,593.00
“ԶիԷնՍի-ԱԼՖԱ» ՓԲԸ	2013	46,317,129.00	65,756,903.00	3,609,237.00	12,963,902.00

2013-ի
տարեվերջյան և
տարեվերջյան
արդյունքների
նեսուրսների
միջին տարեկան
ցուցանիշներ

Կազմակերպություն	Տարի	Գործառնական շահույթ	Շահույթի հաշվետու տարվա(զուտ)	Սեփական կապիտալ	Երկարաժամկետ պարտավորություններ
«ՂՏԵԼ Եկոմ ՓԲԸ	2013	67,591,435.00	82,613,350.00	91,134,238.00	14,605,903.00
“Արմենտել » ՓԲԸ	2013	52,987,994.00	71,608,439.00	109,884,831.00	11,228,508.00
«Յոլքոմ ՍՊԸ	2013	48,725,046.00	67,088,174.00	7,246,534.50	15,510,685.00
“Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	2013	43,894,449.00	62,350,771.00	33,191,357.50	16,723,699.00

“ՉԻԷՆՍԻ-ԱԼ ՖԱ» ՓԲԸ	2013	46,317,129.00	65,756,903.00	3,832,785.50	11,823,208.50
--------------------	------	---------------	---------------	--------------	---------------