

ՀՀ ԿՐԹՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԳԻՏՈՒԹՅԱՆ ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ
ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԱԶԳԱՅԻՆ ՊՈԼԻՏԵԽՆԻԿԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԽԱՌԱՏՅԱՆ ԴԱՎԻԹ ԱՐՄԵՆԻ

**ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ
ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ԵՎ
ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

Ը.00.02 - «Տնտեսության, նրա ոլորտների տնտեսագիտություն և կառավարում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի համար

Գիտական ղեկավար՝
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
ՎԱՀՐԱՄ ՎԱՂԻՆԱԿԻ ԲԱՂԴԱՍԱՐՅԱՆ

Երևան–2019

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ.....	3
ԳԼՈՒԽ 1. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ՏԵՍԱԿԱՆ ԵՎ ՄԵԹՈԴԱԲԱՆԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ.....	7
1.1. Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացն ու արդի մեթոդները.....	7
1.2. Կազմակերպության ֆինանսական գործակիցների վերլուծության տեսական և կիրառական հիմունքները	18
1.3. Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման Դյուպոն մեթոդը և նրա կիրառական հիմքերը	28
ԳԼՈՒԽ 2. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ՍԵՓԱԿԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇԱՀՈՒԹԱԲԵՐՈՒԹՅԱՆ ՈՐՈՇԻՉՆԵՐԸ.....	37
2.1. Սեփական կապիտալի շահութաբերության գնահատման մեթոդաբանությունը՝ «NASDAQ-100» կազմակերպությունների օրինակով.....	37
2.2. Սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնները՝ ըստ տնտեսության ոլորտների	46
ԳԼՈՒԽ 3. ՀՀ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ԵՎ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ.....	62
3.1. ՀՀ բանկային ոլորտը.....	62
3.2 ՀՀ ապահովագրական ոլորտը	67
3.3. ՀՀ էներգետիկայի ոլորտը	79
3.4. ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտը	87
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	95
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ	101
ՀԱՎԵԼՎԱԾ.....	110

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Թեմայի արդիականությունը: Արդի շուկայական տնտեսության պայմաններում կազմակերպության հաջողությունը, անկախ նրա տեսակից և գործունեության ոլորտից, երբեմն նույնիսկ գոյություն ունենալը պայմանավորված են տնտեսական արդյունավետ որոշումների կայացմամբ: Կազմակերպությունների արդյունավետ կառավարչական որոշումների կայացման կարևորագույն նախադրյալն է՝ կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության համապարփակ գնահատումը: Կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման գործընթացների և դրանց վրա ազդող գործոնների համակողմանի ուսումնասիրությունը անհրաժեշտ է տնտեսական արդյունավետ որոշումներ կայացնելու և, հետևաբար, բաժնետերերի շահույթը մաքսիմալացնելու տեսանկյունից: Կազմակերպության գործունեության ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը՝ կազմակերպության ղեկավարության, վարկատուների, ներդրողների և կարգավորորդ մարմինների կարևորագույն գործառույթներից է: Վերոնշյալները օգտագործում են ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման կարևորագույն բաղադրիչներից մեկը՝ ֆինանսական գործակիցների վերլուծությունը, կազմակերպության մի շարք ֆինանսական և տնտեսական ցուցանիշների, այդ թվում՝ շահութաբերության, ակտիվների օգտագործման արդյունավետության, վճարունակության, իրացվելիության միջոցով կազմակերպության գործունեության գնահատման նպատակով: Հաշվի առնելով այն, որ կազմակերպության հիմնական նպատակներից մեկը բաժնետերերի շահույթի մաքսիմալացումն է, սեփական կապիտալի շահութաբերությունը (ՍԿՇ)՝ որպես բաժնետերերի համար շահույթ ստեղծելու արդյունավետության չափման ցուցանիշ, մեծ կարևորություն է ստանում: Այս առումով ՍԿՇ գործակցի որոշիչների խոր ուսումնասիրությունը կազմակերպության գործունեության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման տեսանկյունից խիստ արդիական է:

Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման՝ Դյուպոն մեթոդի կիրառման վերաբերյալ արտասահմանյան

հետազոտություններին նվիրված աշխատությունները բազմաթիվ են: Սակայն ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի որոշիչների վերաբերյալ ուսումնասիրությունները և՛ արտասահմանյան, և՛ ՀՀ հետազոտողների շրջանակներում դեռևս խիստ սահմանափակ են: Այս առումով, և՛ արտասահմանյան, և՛ ՀՀ կազմակերպությունների օրինակով ՍԿՇ գործակցի որոշիչների ուսումնասիրությունը ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի և այլ գործակիցների կիրառությամբ արդիական խնդիր է:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության նպատակը ֆինանսական գործակիցների վերլուծության միջոցով կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության՝ ՍԿՇ գործակցի որոշիչ գործոնների քանակական և որակական ազդեցության գնահատումն է՝ և՛ արտասահմանյան, և՛ ՀՀ կազմակերպությունների օրինակով, ինչպես նաև ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կառավարման առաջարկությունների մշակումը:

Նշված նպատակն իրագործելու համար անհրաժեշտ է.

- ուսումնասիրել կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման գործընթացի առանձնահատկություններն և տեսամեթոդական հիմքերը,
- հետազոտել կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման՝ Դյուպոն մեթոդի կիրառական առանձնահատկությունները,
- բացահայտել սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնների քանակական և որակական ազդեցությունը՝ վիճակագրական վերլուծության կիրառությամբ՝ արտասահմանյան կազմակերպությունների օրինակով,
- բացահայտել ՀՀ բանկային, ապահովագրական, էներգետիկայի և հեռահաղորդակցության ոլորտների կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության հիմնախնդիրները և մշակել դրանց կառավարմանն ուղղված առաջարկություններ:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Սույն աշխատանքի օբյեկտները՝ արտասահմանյան և Հայաստանի Հանրապետության կազմակերպություններն ու դրանց ֆինանսական արդյունավետության գնահատմամբ կառավարման արդի

մեթոդներն են: Հետազոտության առարկան են ՀՀ և արտասահմանյան կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման հիմնախնդիրները և ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կառավարման ուղիները:

Ատենախոսության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը:

Ատենախոսության հիմք են հանդիսացել կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման վերաբերյալ հայրենական և մեծ մասամբ արտասահմանյան հեղինակների գիտական աշխատությունները, հրապարակումները և հետազոտությունները: Աշխատանքի համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել Բլումբերգ (Bloomberg database) տվյալների համակարգից ձեռք բերված տվյալները, ՀՀ կազմակերպությունների տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունների տվյալները, ՀՀ տնտեսության ֆինանսական և ոչ ֆինանսական ոլորտներին առնչվող օրենքները, ազգային և միջազգային նորմատիվ և իրավական ակտերը, ինչպես նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի և ՀՀ ազգային վիճակագրության ծառայության կողմից հրապարակված տեղեկատվությունը:

Ատենախոսությունում կիրառվել են տնտեսավիճակագրական, գրաֆիկական, համեմատական, կոռելյացիոն և ռեգրեսիոն վերլուծության մեթոդներ: Կոռելյացիոն և ռեգրեսիոն վերլուծությունները կատարվել են STATA ծրագրային փաթեթի միջոցով:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը:

Ատենախոսության մեջ ուսումնասիրված խնդիրները և դրանց տրված լուծումներն ունեն տեսական և գործնական նշանակություն, որոնց գիտական նորույթը հետևյալն է.

- «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների օրինակով քանակապես և որակապես գնահատվել է ոչ միայն ընդլայնված Դյուպոն 5 բաղադրիչների ազդեցությունը, այլ նաև կազմակերպության շուկայական արժեքը և իրացվելիությունը բնութագրող գործակիցների ազդեցությունը ֆինանսական գործունեության արդյունավետության վրա:
- «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների օրինակով ըստ տնտեսությանն ոլորտների բացահայտվել և գնահատվել են սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչները:
- Գնահատվել է ՀՀ ֆինանսական հատվածի՝ բանկային և ապահովագրական

ուղորտների կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունավետությունը և մշակվել են կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կառավարման առաջարկություններ:

- Գնահատվել է ՀՀ ոչ ֆինանսական հատվածի՝ էներգետիկայի և հեռահաղորդակցության ուղորտների կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունավետությունը և մշակվել են կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կառավարման առաջարկություններ:

Հետազոտության արդյունքների գործնական և կիրառական նշանակությունը:

Ատենախոսության մեջ կատարված ուսումնասիրությունները, դրանց արդյունքները և մշակված առաջարկությունները կարող են օգտակար լինել ինչպես կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատմամբ զբաղվող անձնակազմի, վարկատուների, ներդրողների, այնպես էլ կարգավորող մարմինների համար: Ատենախոսությունը կարող է օգտագործվել հայրենական և արտասահմանյան հետազոտողների, վերլուծաբանների, ինչպես նաև «Ձեռնարկության ֆինանսներ», և «Տնտեսական գործունեության վերլուծություն» առարկաներն ուսումնասիրող ուսանողների կողմից:

Հետազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքները քննարկվել են 2016 թ. սեպտեմբերի 21-ից 23-ը Պորտուգալիայի Բրազանսայի պոլիտեխնիկական ինստիտուտում կազմակերպված 17-րդ միջազգային գիտաժողովում, Իսպանիայի Ալիկանտեի համալսարանում 2017 թ. փետրվարի 1-4-ը կազմակերպված 27-րդ միջազգային գիտաժողովում, Երևանի պետական համալսարանում 2016 թ. սեպտեմբերի 23-ին կազմակերպված «Համակարգված և կայուն էներգաարդյունավետություն Հայաստանում» («Systematic and Sustainable Energy Efficiency in Armenia») Սիներգիա նախագծի եզրափակիչ սեմինարում, ինչպես նաև Հայաստանի ազգային պոլիտեխնիկական համալսարանի տարեկան գիտաժողովներում (2016, 2017 թթ.): Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն արտացոլված են հեղինակի կողմից հեղինակած և համահեղինակած յոթ գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության ծավալը և կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունից, օգտագործված գրականության ցանկից, թվով 20 աղյուսակներից, 16 նկարներից և հավելվածից: Ատենախոսությունը շարադրված է 110 էջերի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականության ցանկը:

ԳԼՈՒԽ 1. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ՏԵՍԱԿԱՆ ԵՎ ՄԵԹՈԴԱԲԱՆԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ

1.1. Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացն ու արդի մեթոդները

Ներկայումս մեծ ուշադրության է արժանանում կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատումը, այդ թվում՝ ֆինանսական դրության, արդյունքների և արդյունավետության գնահատումը ինչպես կազմակերպության ներքին, այնպես էլ արտաքին շահառուների կողմից: Կազմակերպության հետ առնչություն ունեցող գրեթե բոլոր շահառուները կայացնում են տնտեսական որոշումներ, բաժնետերերը փորձում են գնահատել կատարվելիք ներդրումների եկամտաբերությունը և ռիսկը, վարկատուն՝ պարտավորությունները մարելու կարողությունը: Կազմակերպության շահառուների կողմից կայացված տնտեսական որոշումների հիմքում ընկած է ֆինանսական հաշվետվությունների տեղեկատվությունը, սակայն դրանցում ընգրկված տեղեկույթը չի ներկայացված ամենահարմար ձևով՝ եզրակացություններ կատարելու համար: Այս առումով՝ տնտեսական արդյունավետ որոշումներ կայացնելու կարևորագույն նախապայմանն է ֆինանսական հաշվետվություններում առկա տեղեկատվության հիման վրա կազմակերպության ֆինանսական գործունեության համապարփակ գնահատումը և վերլուծության արդյունքների մեկնաբանումը:

Վերլուծություն տերմինը (հունարեն - analysis բառից) լայն իմաստով սահմանվում է. «Ուսումնասիրվող օբյեկտի տարանջատումն է բաղադրիչների և էլեմենտների, դրանց միջև ներքին փոխկապակցությունների բացահայտումը և դրանց կարևորության որոշումը»¹: Մինչդեռ, ֆինանսական վերլուծության տնտեսական էությունն արտահայտվում է հետևյալ սահմանման մեջ. «Ֆինանսական վերլուծությունն ուղղված է կազմակերպության ֆինանսական արդյունքների և ֆինանսական դրության ուսումնասիրմանը, ինչպես նաև ֆինանսական դրության անբավարարվածության

¹ Лукасевич И. Я. (2010), с. 136.

պատճառների և դրանց կայունացման հնարավորությունները բացահայտելուն»²: Հատկանշական է, որ ֆինանսական վերլուծությունը ներառում է ոչ միայն կազմակերպության անցյալ և ներկա ֆինանսական գործունեության գնահատումը, այլև ապագա գործունեության կանխատեսումը: Այն իրականացվում է կազմակերպության ֆինանսական ցուցանիշների միջև օրինաչափություններ և միտումներ բացահայտելու հիման վրա: Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման բաղադրիչներն են³.

- կազմակերպության ֆինանսական դրության (վիճակի) գնահատումը,
- կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունքների գնահատումը,
- կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը:

Կազմակերպության ֆինանսական դրության, արդյունքների և արդյունավետության գնահատումով զբաղվում են և՛ արտաքին, և՛ ներքին շահառուները: Ներքին շահառուներն են կազմակերպության ղեկավարությունը (մենեջմենթ), բաժնետերերը, հիմնադիրները, աշխատակիցները և այլք, իսկ արտաքին շահառուներն են պետական/վերահսկող մարմինները, աուդիտորները, վարկային կազմակերպությունները, ներդրողները և այլք: Կազմակերպության կառավարման կարևորագույն առաջնահերթություններից է կազմակերպության կարճաժամկետ գործունեության, երկարաժամկետ կայունության և եկամտաբերության ապահովումը: Կազմակերպության ղեկավարությունը բնականաբար չի կարող կայացնել արդյունավետ կառավարչական որոշումներ՝ չունենալով կազմակերպության ֆինանսական դրության, արդյունքների և արդյունավետության մասին տեղեկատվություն: Այս առումով՝ կազմակերպության ղեկավարների արդյունավետ կառավարչական որոշումներ կայացնելու կարևորագույն նախապայմաններն են շահութաբերության, իրացվելիության, ակտիվների օգտագործման արդյունավետության և վճարունակության ցուցանիշների խոր ուսումնասիրությունը և մեկնաբանությունը: Բաժնետերերին և հիմնադիրներին հիմնականում հետաքրքրում է իրենց կողմից ներդրված կապիտալից սպասվող շահութաբերության մակարդակի

² Файдушенко В. А. (2013), с. 9.

³ Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В., (2000), с. 8.

գնահատումը, ինչպես նաև այն կորցնելու հետ կապված ռիսկերը: Հետևաբար, նրանք կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության մասին տեղեկատվություն են ստանում շահութաբերության և ակտիվների օգտագործման արդյունավետության ցուցանիշների գնահատումով: Վարկատուների համար առավել ուշագրավ է կազմակերպության շահութաբերության, իրացվելիության և վճարունակության ցուցանիշների գնահատումը՝ կազմակերպության պարտավորությունների մարման կարողությունը գնահատելու տեսանկյունից:

Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության, այդ թվում՝ ֆինանսական դրության, արդյունքների և արդյունավետության գնահատման համար պահանջվող տեղեկատվության կարևորագույն աղբյուրներն են տարեկան կամ եռամսյակային ֆինանսական հաշվետվությունները: Հայաստանի Հանրապետության կառավարության կողմից թողարկված «Ֆինանսական հաշվետվությունների պատրաստման և ներկայացման հայեցակարգային հիմունքներ» փաստաթղթի⁴ և ՀՀ «Հաշվապահական հաշվառման մասին» օրենքի⁵ համաձայն՝ ՀՀ կազմակերպությունները պարտավոր են ներկայացնել հետևյալ տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունները.

- «Հաշվապահական հաշվեկշիռ կամ ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվություն»,
- «Ֆինանսական արդյունքների մասին հաշվետվություն կամ շահույթի կամ վնասի և այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվություն»,
- «Սեփական կապիտալում փոփոխությունների մասին հաշվետվություն»,
- «Դրամական միջոցների հոսքերի մասին հաշվետվություն»,
- «Ֆինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրություններ»:

Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտների⁶ (ՖՀՄՍ) համաձայն՝ «Ֆինանսական հաշվետվությունների նպատակն է՝ հաշվետու

⁴ Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2010 թ. մարտի 11-ի թիվ 235 «Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտները և միջազգային ստանդարտների ուղեցույցները հրապարակելու մասին» որոշում:

⁵ ՀՀ օրենքը «Հաշվապահական հաշվառման մասին» (ՀՕ-515-Ն, ընդունված է 2002 թ. դեկտեմբերի 26-ին):

⁶ Տե՛ս <http://www.ifrs.org/>

կազմակերպության ակտիվների, պարտավորությունների, սեփական կապիտալի, եկամուտների և ծախսերի վերաբերյալ ֆինանսական տեղեկատվության տրամադրումը, ինչը օգտակար է ֆինանսական հաշվետվությունները օգտագործողների համար հաշվետու կազմակերպության ապագա զուտ ֆինանսական ներհոսքերի հեռանկարները և ղեկավարության տնտեսական միջոցների կառավարման արդյունավետությունը գնահատելիս»⁷: Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտների խորհուրդը (<<ՄՍԽ), որը թողարկում է ՖՀՄՍ-ները, նպատակ ունի նվազեցնելու հաշվապահական հաշվառման տարբեր ստանդարտների միջև տարբերությունները, որի արդյունքում միջազգայնորեն կկիրառվի հաշվապահական ստանդարտների մի միասնական փաթեթ (Convergence of accounting standards): Այն հստակ սահմանվում է խորհրդի առաքելությունում. «Խորհուրդը հավատարիմ է հասարակության շահերից բխող համաշխարհային հաշվապահական ստանդարտների մշակման տեսլականին, որոնք ներդրողներին, վարկատուներին և այլոց ապահովում են ֆինանսական հաշվետվություններում առկա համապատշաճ, հստակ և համեմատելի տեղեկատվությամբ»⁸: Արդեն 120-ից ավելի երկրներ, այդ թվում՝ Հայաստանի Հանրապետությունը, որդեգրել են ՖՀՄՍ-ը: Բազմաթիվ երկրների կողմից համաշխարհային հաշվապահական ստանդարտների որդեգրման ամենակարևոր առավելություններից մեկը ֆինանսական հաշվետվություններում առկա տեղեկատվության համեմատելիության մակարդակի բարձրացումն է: Գլոբալացման ներկայիս պայմաններում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ծավալը աշխարհում 2017թ. դրությամբ կազմել է 1.96 տրիլիոն դոլար⁹: Գլոբալացման հետևանքով միջազգային ներդրողների, ֆինանսական վերլուծաբանների կողմից ֆինանսական հաշվետվությունների օգտագործումը և համեմատումը՝ որպես կազմակերպության տեղեկատվության կարևորագույն աղբյուր, տարեցտարի մեծանում է:

Ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվությունը նկարագրում է կազմակերպության ֆինանսական դրությունը ժամանակի տվյալ պահին, ցույց տալով

⁷ Conceptual Framework for Financial Reporting 2018, International Financial Reporting Standards

⁸ Pacter P., (2017), p. 9.

⁹ Foreign Direct Investments, net inflows. The World Bank,

կազմակերպության կողմից կառավարվող ռեսուրսները (ակտիվները) և դրանց գոյացման աղբյուրները (պարտավորություններ կամ պասսիվներ և սեփական կապիտալ): Ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվությունը կազմվում է հետևյալ սկզբունքի հիման վրա. ակտիվները պետք է հավասար լինեն պարտավորությունների և սեփական կապիտալի գումարին: Այսինքն, կազմակերպությունը պետք է վճարի ակտիվներ ձեռք բերելու համար կա՛մ վարկատուներից կանխիկ ստանալու, կա՛մ ներդրողների միջոցով: Ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվության միջոցով հնարավոր է գնահատել կազմակերպության իրացվելիության և վճարունակության մակարդակը:

Շահույթի կամ վնասի և այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվությունը, ի տարբերություն ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվության, արտացոլում է կազմակերպության ֆինանսական արդյունքները ժամանակի ընթացքում: Այն ցույց է տալիս կազմակերպության ստացած եկամուտները և կատարված ծախսերը հաշվետու ժամանակաշրջանում: Ֆինանսական արդյունքի մասին և շահույթի կամ վնասի և այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվությունների միջև տարբերությունն արտացոլվում է հետևյալում. «Ի տարբերություն ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվության, որն արտացոլում է կազմակերպության ակտիվների վիճակը և դրանց ձևավորման աղբյուրները, շահույթի կամ վնասի և այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվությունում գրանցվում են դրամական ներհոսքերը և արտահոսքերը»¹⁰: Շահույթի կամ վնասի և այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվության միջոցով հնարավոր է գնահատել կազմակերպության շահութաբերության մակարդակը:

Սեփական կապիտալում փոփոխությունների մասին հաշվետվությունը ցույց է տալիս կազմակերպության սեփականատերերի կատարած ներդրումներում փոփոխությունները հաշվետու ժամանակահատվածում: Սեփական կապիտալում փոփոխությունների մասին հաշվետվության հիմնական բաղադրիչներն են կանոնադրական կապիտալը և չբաշխված շահույթը: Այս հաշվետվության միջոցով կարելի է նաև տեղեկատվություն ստանալ հաշվետու ժամանակահատվածում

¹⁰ Максимова А., Мохина М., Наумкова О. (2010), с. 10.

բաժնետերերին բաշխված շահաբաժինների (դիվիդենդների) մասին:

Դրամական միջոցների հոսքերի մասին հաշվետվությունը կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացում համալրում է ֆինանսական վիճակի, շահույթի կամ վնասի և այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվությունները: Այն օգնում է ֆինանսական վերլուծաբանին գնահատել կազմակերպության իրացվելիության և վճարունակության մակարդակները, ցույց տալով դրամական միջոցների գոյացման աղբյուրները (ներհոսք) և օգտագործումը (արտահոսք):

Ֆինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրությունները ներկայացվում են հիմնական հաշվետվությունների հետ միասին: Դրանք կարևոր տեղեկություն են տրամադրում հիմնական հաշվետվություններում ներկայացված տեղեկատվությունը հասկանալու համար, դրանցում մասնավորապես նշվում է կազմակերպության գործունեության բնույթը, և տրամադրվում է ընդհանուր տեղեկատվություն կազմակերպության և գործարար միջավայրի մասին: Ֆինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրությունները նաև ներկայացնում են կազմակերպության հաշվապահական հաշվառման քաղաքականությունը, որտեղ մանրամասնվում են հիմնական հաշվետվությունների պատրաստման հիմքերը¹¹, ինչպես նաև դրանցում օգտագործված հաշվապահական մեթոդները և սկզբունքները¹²:

Հայաստանի Հանրապետության «Հաշվապահական հաշվառման մասին» օրենքի 20-րդ հոդվածում նշված է. «Եթե ֆինանսական հաշվետվություններն օրենքով ենթակա են պարտադիր աուդիտի, ապա ֆինանսական հաշվետվություններին կից պետք է ներկայացվի աուդիտորական եզրակացություն»¹³: Աուդիտորը այնուհետև ներկայացնում է գրավոր եզրակացություն ֆինանսական տարեկան

¹¹ Կից ծանոթագրություններում նշվում է, թե արդյո՞ք հիմնական հաշվետվությունները պատրաստվել են տվյալ երկրի հաշվապահական հաշվառման օրենքներին, իրավական ակտերին և «ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտներին» համապատասխան:

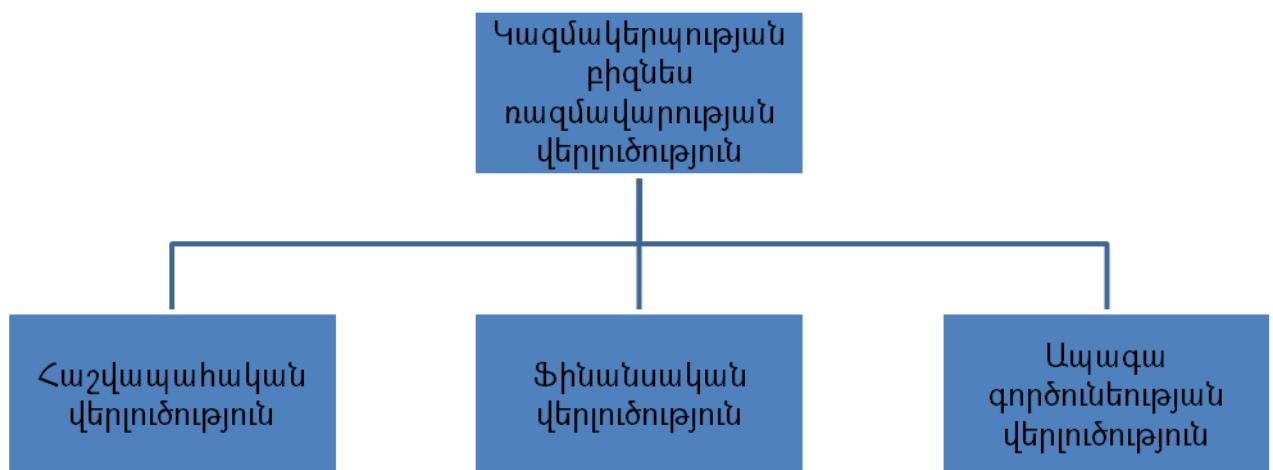
¹² Կից ծանոթագրություններում մանրամասնվում է հիմնական հաշվետվություններում օգտագործված հոդվածների կազմման սկզբունքները և մեթոդները:

¹³ ՀՀ օրենքը «Հաշվապահական հաշվառման մասին» (ՀՕ-515-Ն, ընդունված է 2002 թ. դեկտեմբերի 26-ին):

հաշվետվությունների ճշմարիտ լինելու մասին:

Ըստ «Միջազգային որակի ապահովման և աուդիտի» ձեռնարկի ստանդարտների՝ «Աուդիտորը եզրակացություն կազմելու համար պարտավոր է ունենալ ողջամիտ երաշխիքներ կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունների էական խեղաթյուրումներից զերծ լինելու մասին»¹⁴: Այս առումով՝ աուդիտորի դրական եզրակացության առկայությունը կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման տեսանկյունից կարևորվում է:

Վերլուծաբանների կողմից կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատումը՝ ֆինանսական հաշվետվությունների միջոցով, հետապնդում է հետևյալ նպատակների իրականացումը (նկ.1.1)¹⁵:



Նկ. 1.1. Կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունների վերլուծության գործիքները

Ինչպես նշում են հեղինակները, մինչև կազմակերպության քանակական վերլուծություններին անցնելը, անհրաժեշտ է գնահատել կազմակերպության շահույթ

¹⁴ Handbook of International Quality Control, Auditing, Review, Other Assurance, and Related Services Pronouncements, p. 696.

¹⁵ Աղբյուր՝ Palepu K. G., Healy P. M. (2007), p.8.

ստանալու ներուժը որակական մակարդակում, որը կատարվում է կազմակերպության ոլորտի և ռազմավարության վերաբերյալ վերլուծությունների միջոցով: Այնուհետև հաշվապահական սկզբունքների և մեթոդների ուսումնասիրությունների հիման վրա գնահատվում է հաշվապահական տեղեկատվության խեղաթյուրման մակարդակը՝ տեղեկատվության շտկման նպատակով: Հաշվապահական տեղեկատվության ճշգրտմանը հաջորդում է կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատումը դրամական հոսքերի և ֆինանսական գործակիցների վերլուծության միջոցով: Ֆինանսական գործակիցների վերլուծությունը կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման ամենատարածված մեթոդներից է, որը մանրամասն ներկայացված է հաջորդ. ենթագլխում: Կազմակերպության ապագա գործունեության վերլուծությունը ֆինանսական հաշվետվությունների տեղեկատվության հիման վրա հետագա գործունեության կանխատեսումն է: Այն հիմնականում օգտագործվում է վարկատուների կողմից՝ կազմակերպության վճարունակության մակարդակը գնահատելու նպատակով:

Մասնագիտական գրականությունում կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացի փուլերին վերաբերող մոտեցումները շատ հաճախ տարբերվում են՝ կախված կազմակերպության գործունեության բնույթից և վերլուծության նպատակից: Այս առումով՝ կներկայացնենք կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացի փուլերի ավելի ընդհանրացված տարբերակը նկ. 1.2.-ում՝ հաշվի առնելով գրականությունում առկա մոտեցումները^{16,17,18}:

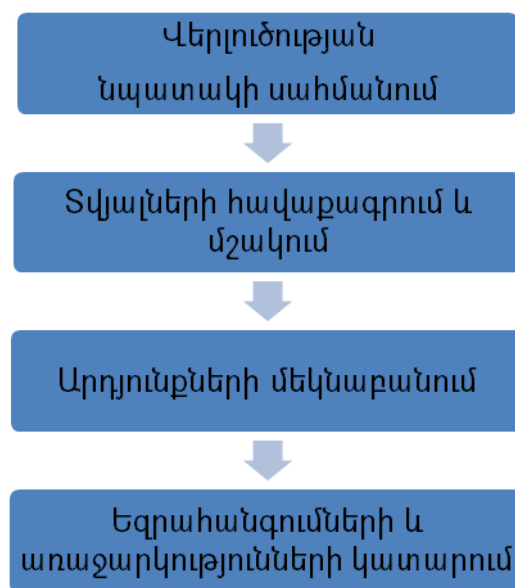
Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացի առաջին փուլը վերլուծության նպատակի սահմանումն է, ինչը հատկապես կարևոր է կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունները վերլուծելիս, հաշվի առնելով հաշվետվություններում առկա տվյալների մեծ ծավալը և վերլուծություն իրականացնելու բազմաթիվ մոտեցումներն ու մեթոդները: «Ֆինանսական վերլուծության հաջողության

¹⁶ Greuning H., Bratanovic S., Analyzing and managing banking risk. A framework for assessing corporate governance and financial risk. (2003), p.300.

¹⁷ Лукасевич И. Я. (2010), с. 137.

¹⁸ Subramanyam, K. R., & Wild, J. J., (2009), pp. 636-639.

անհրաժեշտ նախապայման է վերլուծության նպատակի համապատասխանեցումը կազմակերպության զարգացման նպատակներին»¹⁹: Վերլուծության նպատակի սահմանումն այնուհետև օգնում է վերլուծաբանին՝ որոշումներ կայացնել վերլուծություն իրականացնելու մոտեցման, մեթոդի և գործիքակազմի ընտրության մասին: Նպատակի հստակ սահմանումը թույլ է տալիս վերլուծաբանին՝ սահմանելու վերլուծության ենթանպատակները: Ընդունված պրակտիկա է ենթանպատակների ձևակերպումը հարցերի տեսքով, որոնց վերլուծաբանը կփորձի պատասխանել վերլուծության արդյունքների միջոցով:



Նկ. 1.2. Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության վերլուծության փուլերը

Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացի երկրորդ փուլը վերլուծությունն իրականացնելու համար տվյալների հավաքագրումն է: Տվյալների հավաքագրումը չի սահմանափակվում կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվություններով: Կազմակերպության ֆինանսական դրությունը, արդյունքները և արդյունավետությունը ժամանակի ընթացքում գնահատելու համար ֆինանսական հաշվետվությունները կարող են բավարարել: Սակայն վերլուծաբանի համար նույնպես կարևոր է կազմակերպության բիզնես միջավայրի, տնտեսության ոլորտի և

¹⁹ Ефимова О.В., 2009, с. 11.

մակրոտնտեսական միջավայրի մասին տվյալների հավաքագրումը՝ կազմակերպության ֆինանսական դրության, արդյունքների և արդյունավետության ցուցանիշները նույն տնտեսության ոլորտում գործող այլ կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների հետ համեմատելու համար: Տվյալների հավաքագրմանը հաջորդում է տվյալների մշակումը տարբեր վերլուծական գործիքների միջոցով:

Կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունների գնահատման առավել տարածված մեթոդներն են²⁰.

- հորիզոնական վերլուծությունը,
- ուղղահայաց վերլուծությունը,
- համեմատական վերլուծությունը,
- ֆինանսական գործակիցների վերլուծությունը,
- գործոնային վերլուծությունը:

Ֆինանսական հաշվետվությունների հորիզոնական և ուղղահայաց վերլուծությունների նպատակն է պատկերավոր ներկայացնել գլխավոր հոդվածների արժեքների փոփոխությունները, որի միջոցով կազմակերպության ղեկավարությունը ավելի պատրաստ կլինի կազմակերպության ապագա գործունեության մասին կառավարչական որոշումներ կայացնելուն: Հորիզոնական վերլուծությունը ֆինանսական հաշվետվությունների համեմատումն է նախորդ ժամանակաշրջանների հետ: «Սովորաբար հորիզոնական վերլուծությունը կատարվում է բազիսային եղանակով, այսինքն՝ նախորդ տարիներից (եռամսյակներից) առաջինը վերցվում է որպես բազիս (հիմք), որի նկատմամբ էլ ըստ հաշվեկշռի առանձին տողերի (հոդվածների) կատարվում են հարաբերական մեծության հաշվարկներ»²¹: Բազիսային եղանակի միջոցով վերլուծաբանը կարողանում է ուսումնասիրել ֆինանսական հաշվետվության հոդվածների փոփոխությունների դինամիկան և բացահայտել այդ փոփոխությունների պատճառները: Հորիզոնական վերլուծության կարևոր առավելություններից է հոդվածների արժեքների ընդունված նորմից մեծ շեղումների հեշտությամբ բացահայտումը:

²⁰ Лукасевич И. Я. (2010), с. 138.

²¹ Բալադյան Ա., (2008), է. 64:

Ուղղահայաց վերլուծությունը ներկայացնում է կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվության հոդվածները հաշվետվության հանրագումարի նկատմամբ՝ ըստ տեսակարար կշիռների: Այն հիմնականում կիրառվում է հաշվապահական հաշվեկշռի, ֆինանսական արդյունքների, ինպես նաև դրամական միջոցների հոսքերի մասին հաշվետվություններում²²: Հորիզոնական և ուղղահայաց վերլուծությունները կազմակերպության ֆինանսական արդյունքների, արդյունավետության և դրության գնահատման գործընթացի կարևորագույն գործիքներից են:

Համեմատական վերլուծությունն օգտագործվում է կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունների երկու կամ ավելի փոփոխականների (հոդված, գործակից) միջև ֆինանսական փոխկապվածությունը գնահատելու համար: Համեմատական վերլուծությունը կիրառվում է նաև կազմակերպության մրցակցային դիրքը, գործառնական արդյունքները գնահատելու և տնտեսության միևնույն ոլորտի մրցակիցների ցուցանիշների հետ համեմատելու համար:

Ֆինանսական գործակիցների վերլուծությունը կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման կարևորագույն գործիքներից է: Այն գործակիցների միջոցով համառոտ ամփոփում է կազմակերպության ֆինանսական դրության, արդյունքների և արդյունավետության մասին տվյալները: Հաջորդ ենթագլխում մանրամասն կներկայացնենք ֆինանսական գործակիցների վերլուծության արդի մեթոդները:

Գործոնային վերլուծությունը վերլուծաբանի կողմից ընտրված ցուցանիշի վրա ազդող գործոնների ազդեցության համակարգված գնահատումն է: Այն հնարավորություն է տալիս բացահայտել ցուցանիշի վրա ազդող գործոնների քանակական և որակական ազդեցությունը:

Վերոնշյալ ֆինանսական գործունեության գնահատման մեթոդները կիրառվել են ատենախոսության կիրառական հետազոտություններում, որոնք կներկայացնենք 2-րդ և 3-րդ գլուխներում:

²² Ընդունված է հաշվապահական հաշվեկշռի դեպքում հանրագումար համարել՝ հաշվեկշիռը, ֆինանսական արդյունքների մասին հաշվետվության դեպքում՝ հասույթը և դրամական միջոցների հոսքերի մասին հաշվետվությունում՝ դրամական միջոցներն և դրանց համարժեքները:

1.2. Կազմակերպության ֆինանսական գործակիցների վերլուծության տեսական և կիրառական հիմունքները

Ֆինանսական գործակիցներն օգտագործվում են ֆինանսական հաշվետվությունների տարբեր հաշիվներ համեմատելու արդյունքում կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության մասին տեղեկություն ստանալու համար: Գործակիցները կարող են բնորոշվել որպես երկու ֆինանսական մեծությունների հարաբերակցություն: «Մինչդեռ ֆինանսական գործակցի հաշվարկումը պարզ թվաբանական գործողություն է, դրա մեկնաբանությունը շատ ավելի բարդ է»²³: Այս առումով՝ ոչ թե հաշվարկը, այլ ֆինանսական գործակիցների մեկնաբանությունն է, որ դրանց դարձնում է օգտակար գործիք: «Ֆինանսական գործակիցների վերլուծությունը (ՖԳՎ) սահմանվում է որպես գործակիցների համակարգված օգտագործումը ֆինանսական հաշվետվությունները մեկնաբանելու համար այնպես, որ կազմակերպության ուժեղ, թույլ կողմերը և ֆինանսական վիճակը հնարավոր լինի գնահատել»²⁴: Ֆինանսական գործակիցները հաշվարկվում են՝ օգտագործելով ֆինանսական հաշվետվությունների տվյալները, հաճախ կապելով երկու հաշվետվությունների հաշիվներ (հաշվեկշիռ, ֆինանսական արդյունքների մասին հաշվետվություն): Դրանց հաշվարկման համար անհրաժեշտ տեղեկատվությունը հիմնականում ձեռք է բերվում հաշվապահական հաշվեկշռի, ֆինանսական արդյունքների և դրամական միջոցների հոսքերի մասին հաշվետվություններից: Կազմակերպության ֆինանսական գործակիցները շահառուներին հնարավորություն են տալիս համեմատելու ֆինանսական տեղեկատվությունը ժամանակի ընթացքում նաև այլ կազմակերպությունների ֆինանսական տեղեկատվության հետ: Կազմակերպության ՖԳՎ-ն օգտագործվում է երկու տարբեր, բայց հավասարապես կարևոր ուղղություններով: Միտման վերլուծությունը (trend-analysis) կազմակերպության ֆինանսական գործակիցների համեմատումն է ժամանակի ընթացքում: Այս եղանակի միջոցով հնարավոր է պարզել

²³ Babaloe Y., Abiola F. (2013), p.3.

²⁴ Sahu P., Charan P (2013), p.2.

կազմակերպության ֆինանսական գործակիցների դինամիկան: Դրական դինամիկան ենթադրում է կազմակերպության ֆինանսական վիճակի կայունացում, շահութաբերության և արդյունավետության աճ, ծախսերի նվազեցում, ակտիվների ավելի արդյունավետ օգտագործում և այլն: Սակայն միշտ չէ, որ ֆինանսական գործակցի աճը ենթադրում է դրական դինամիկա, քանի որ որոշ գործակիցների աճի դեպքում կազմակերպության ֆինանսական վիճակը վատթարանում է: Այս առումով, ինչպես արդեն նշվել էր, չափազանց կարևոր է ֆինանսական գործակիցների մեկնաբանությունը: Ֆինանսական գործակիցների վերլուծության երկրորդ ուղղությունը համեմատական վերլուծությունն է, որի միջոցով ֆինանսական գործակիցները համեմատվում են տնտեսության ոլորտի միջին արժեքի հետ: Այլ կերպ ասած, կազմակերպության ֆինանսական գործակցի արժեքը համեմատվում է նույն ոլորտում գործունեություն ծավալող կազմակերպությունների տվյալ գործակցի միջինացված արժեքի հետ: Կազմակերպության մի շարք գործակիցների համեմատումը տնտեսության ոլորտի միջին արժեքի հետ հնարավորություն է տալիս բացահայտել կազմակերպության դիրքը շուկայում:

Ֆինանսական գործակիցների մեծ քանակի առկայության պատճառով նպատակահարմար է դրանց դասակարգումը՝ կախված նրանից, թե գործակիցը կազմակերպության գործունեության որ ոլորտն է գնահատում: Մասնագիտական գրականությունում ֆինանսական գործակիցների առավել տարածված կատեգորիաները ներկայացված են նկ. 1.3.-ում^{25,26}:

Իրացվելիությունը կազմակերպության ֆինանսական դրությունը գնահատելու ամենակարևոր գործոններից մեկն է: Կազմակերպության իրացվելիությունը «ակտիվները կանխիկի վերածելու կարողությունն է կամ կանխիկի ձեռքբերումն է՝ կարճաժամկետ պարտավորությունները մարելու համար»²⁷: Իրացվելիության բավարար մակարդակ ապահովելու համար անհրաժեշտ է ընթացիկ ակտիվների և ընթացիկ պարտավորությունների օպտիմալ հարաբերակցություն: Բարձր

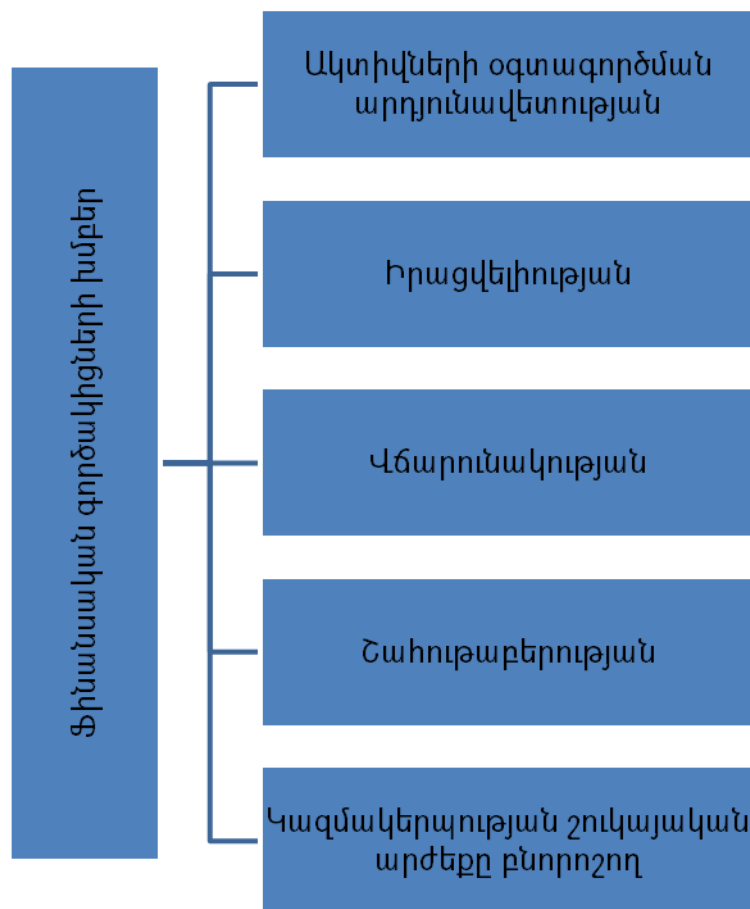
²⁵ Weetman P., (2006), p. 337

²⁶ Annand D., Dauderis H. (2014), pp. 648-670.

²⁷ Subramanyam, K. R., & Wild, J. J., (2009), p. 528.

իրացվելիության մակարդակ ապահովելու դեպքում կազմակերպությունն ավելի պաշտպանված է տնտեսական անկումներից: Իրացվելիության մակարդակը գնահատելիս հիմնականում ուսումնասիրվում են հաշվեկշռի ընթացիկ ակտիվների և պարտավորությունների վերաբերյալ հոդվածները. պաշարներ, դեբիտորական պարտք, ընթացիկ ֆինանսական ներդրումներ, ընթացիկ ֆինանսական պարտավորություններ, կրեդիտորական պարտք և այլն:

Կազմակերպության ղեկավարության արդյունավետության որոշիչ գործոններից մեկը կանխիկի նվազագույն պաշարի ապահովումն է՝ կազմակերպության կարճաժամկետ պարտավորությունները մարելու և անխափան արտադրական գործընթաց ապահովելու համար: Կարճաժամկետ պարտավորությունների մարմանն ուղղված կանխիկի ապահովումը և կանխիկի ավելցուկի արդյունավետ օգտագործումը՝ ներդրումը կարճաժամկետ ֆինանսական արժեթղթերում կազմակերպության ղեկավարության կարևոր առաջնահերթություններից է:



Նկ. 1.3. Ֆինանսական գործակիցների դասակարգումը

Ներդրողները, ինչպես նաև ֆինանսական վելուծաբանները մեծ ուշադրություն են դարձնում կանխիկի ավելցուկին, քանի որ այն ապահովում է կազմակերպության ֆինանսական կայունությունը: Սակայն կանխիկի ավելցուկի տարեցտարի ավելացումը կարող է նշանակել կազմակերպության ղեկավարության գործունեության անորոշություն կամ անարդյունավետություն: Այսպիսով, կարճաժամկետ պարտավորությունների մարմանն ուղղված կանխիկի և կանխիկի ավելցուկի օպտիմալ ծավալների ապահովումը միանշանակորեն կազմակերպության ղեկավարության արդյունավետության ցուցանիշներից է:

Մասնագիտական գրականությունում իրացվելիության մակարդակի գնահատման համար օգտագործվող գործակիցների մեջ առավել ուշադրության են արժանանում ընթացիկ իրացվելիության, ակնթարթային իրացվելիության և կանխիկի իրացվելիության ցուցանիշները^{28,29}:

Ընթացիկ իրացվելիության (ԸԻ) գործակիցն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ԸԻ} = \frac{\text{ԸԱ}}{\text{ԸՊ}},$$

որտեղ ԸԻ-ն ընթացիկ իրացվելիությունն է, ԸԱ-ն՝ ընթացիկ ակտիվներն են, ԸՊ-ն՝ ընթացիկ պարտավորություններն են:

ԸԻ գործակիցը առավել հաճախ օգտագործվում է վարկատուների կողմից կազմակերպության վարկային պարտավորությունները մարելու կարողությունը գնահատելու համար: Բնականաբար, որքան մեծ լինի ԸԻ գործակցի արժեքը, այնքան պաշտպանված կլինի վարկատուն: «Եթե այս գործակիցը աճում և գերազանցում է սահմանված նորմը, ապա դա վկայում է ընթացիկ ակտիվների արդյունավետ օգտագործման մասին, այսինքն՝ դանդաղում է արտադրական պաշարների, դեբիտորական պաշարների շրջանառելիությունը, մեծանում է անհուսալի դեբիտորական պարտքերի գումարի չափը և այլն»³⁰: Վարկատուի համար

²⁸ Subramanyam, K. R., & Wild, J. J. (2009), pp. 35-39.

²⁹ Fridson, M. S., & Alvarez, F. (2011), p. 270.

³⁰ Բայադյան Ա., (2001), է. 53:

նախընտրելի է, որ կազմակերպության ընթացիկ ակտիվները նշանակալիորեն գերազանցեն ընթացիկ պարտավորությունները, քանի որ կազմակերպությունը կատարում է վարկային վճարումները պաշարները վաճառելուց և դեբիտորական պարտքերը հավաքագրելուց հետո: Մինչդեռ, ընթացիկ ակտիվների զգալի գերազանցումը ընթացիկ պարտավորություններից ենթադրում է կազմակերպության ղեկավարության անարդյունավետ կառավարում (կազմակերպության ազատ միջոցների անարդյունավետ օգտագործում):

Իրացվելիության մակարդակը գնահատելիս օգտագործվում են նաև ակտիվների օգտագործման արդյունավետության (ԱՕԱ) կատեգորիային դասվող գործակիցներ: ԱՕԱ կատեգորիային են դասվում այնպիսի գործակիցները, որոնք գնահատում են կազմակերպության ակտիվները կանխիկի կամ հասույթի վերածելու կարողությունը: ԱՕԱ գործակիցները կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման կարևորագույն մասն են կազմում, քանի որ ակտիվների արդյունավետ օգտագործումը շահույթը մաքսիմալացնելու նախապայմաններից է: ԱՕԱ գնահատող գործակիցները լրացնում են իրացվելիության կատեգորիային դասվող գործակիցները՝ օժանդակելով իրացվելիության մակարդակի գնահատմանը: ԱՕԱ գործակիցները մանրամասն ներկայացված են մասնագիտական գրականությունում, սակայն ատենախոսությունում ներկայացված են այն գործակիցները, որոնք օգտագործվել են կիրառական հետազոտություններում^{31,32,33}:

Ակտիվների շրջանառելիության գործակիցը գնահատում է կազմակերպության միավոր ակտիվից հասույթ ստանալու կարողությունը: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$ԱՇ = \frac{Հ}{ՀԱ}$$

որտեղ ՀԱ-ն կազմակերպության համախառն ակտիվների միջին հաշվեկշռային արժեքն է:

³¹ Շահոյան Ա. Գ., (2001), էէ. 38-41:

³² Friedlob G. T., Schleifer L. L. (2003), pp. 121-130.

³³ Higgins R. C. (2012), pp. 42-46.

ԱՇ գործակցի բարձր արժեքը ենթադրում է կազմակերպության ընդհանուր ակտիվների օգտագործման արդյունավետություն: Հատկանշական է, որ ԱՇ գործակիցը բավականին տարբերվում է՝ կախված տնտեսության ոլորտից, հետևաբար՝ հարկավոր է կատարել համեմատություններ միմյայն միևնույն ոլորտի կազմակերպությունների միջև:

Վճարունակության կատեգորիային դասվող գործակիցները գնահատում են կազմակերպության երկարաժամկետ պարտավորությունների մարման կարողությունը³⁴: Վճարունակության մակարդակի արդյունավետ գնահատման կարևոր նախապայմաններից է պարտքային (պարտավորություններ) կառուցվածքի խոր ուսումնասիրությունը, որի միջոցով հնարավոր է հասկանալ կազմակերպության ակտիվների ֆինանսավորման աղբյուրները: Վճարունակության մակարդակի գնահատման առավել տարածված գործակիցներից է ֆինանսական լծակը և պարտքի գործակիցը:

Պարտքի գործակիցը գնահատում է, թե կազմակերպության ակտիվների որ մասն է ֆինանսավորվում պարտքի միջոցով: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ՊԳ} = \frac{\text{ԸՊ}}{\text{ՍԿ}},$$

որտեղ ԸՊ–ն կազմակերպության ընդհանուր պարտավորություններն են:

Բնականաբար, որքան մեծ է պարտքի գործակցի արժեքը, այնքան վատթարանում է կազմակերպության ֆինանսական կայունությունը (մեծանում է ֆինանսական ռիսկը) և պարտավորությունները մարելու կարողությունը:

Ֆինանսական լծակ (ՖԼ) գործակիցը գնահատում է, թե կազմակերպության համախառն ակտիվների որ մասն է ֆինանսավորվում սեփական կապիտալի միջոցով: Որքան մեծ է ՖԼ գործակցի արժեքը, այնքան մեծ է կազմակերպության պարտքային բեռը (ցածր է ֆինանսական կայունությունը): Այն հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ՖԼ} = \frac{\text{ՀԱ}}{\text{ՍԿ}},$$

³⁴ Needles B. E., & Powers, M. (2010), pp. 725-726.

որտեղ ՍԿ-ն սեփական կապիտալի միջին հաշվեկշռային արժեքն է:

Կազմակերպության շահույթ գեներացնելու կարողությունը ֆինանսական արդյունավետության ապահովման կարևորագույն նախապայմաններից է: Շահութաբերության բավարար մակարդակի ապահովումը կազմակերպության շուկայական արժեքի որոշիչ գործոններից է, որն արտացոլում է ոչ միայն կազմակերպության մրցակցային դիրքը շուկայում, այլև ղեկավարության արդյունավետությունը: Չ. Գիբսոնի աշխատանքում ֆինանսական վերլուծաբաններին կատարած հարցման արդյունքները փաստում են, որ ֆինանսական գործակիցների կարևորության տեսանկյունից շահութաբերության գործակիցները ամենանշանակալին են³⁵: Ավելին, սեփական կապիտալի շահութաբերությունը, բաժնետոմսի շահութաբերությունը, զուտ շահույթի մարժան և համախառն ակտիվների շահութաբերությունը ֆինանսական վերլուծաբանների կողմից ամենանշանակալին են համարվում:

Շահութաբերությունը բնորոշող գործակիցները բաժանվում են երկու ենթախմբի.

- մարժայի ցուցանիշներ,
- շրջանառության ցուցանիշներ:

Մարժայի ցուցանիշները ցույց են տալիս միավոր հասույթից, համախառն շահույթից, գործառնական շահույթից և նախքան հարկերը և տոկոսավճարները շահույթից առաջացած զուտ շահույթը³⁶: Մարժայի ցուցանիշները հաշվարկվում են միայն ֆինանսական արդյունքների մասին հաշվետվության հաշիվների միջոցով:

Համախառն շահույթի մարժա (<ՇՄ) գործակիցը գնահատում է կազմակերպության միավոր հասույթից ստացված համախառն շահույթը: Այս գործակցի մեծ արժեքը ենթադրում է կա՛մ ցածր արտադրական ծախսեր, կա՛մ արտադրանքի բարձր գներ, կա՛մ դրանց որոշակի համակցություն: Արտադրանքի գինը սահմանվում է շուկայում մրցակցության մակարդակից կախված: Այս առումով, եթե կազմակերպության արտադրատեսակն ունի մրցակցային առավելություն, այն կարող է սահմանել բարձր գին և հետևաբար՝ ստանալ բարձր համախառն շահույթ: Համախառն շահույթի բարձր

³⁵ Gibson C. (1987).

³⁶ Բայադյան Ա., (2006), էէ. 118-119:

մակարդակ հնարավոր է ապահովել նաև փոքրացնելով արտադրական ծախսերը:
 $\angle C U$ գործակիցն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\angle C U = \frac{\angle C}{\angle},$$

որտեղ $\angle C$ -ն համախառն շահույթն է:

Գործառնական շահույթի մարժա ($\Phi C U$) գործակիցը ցույց է տալիս կազմակերպության գործառնական ծախսերի կառավարման արդյունավետությունը: $\Phi C U$ գործակիցը մեկնաբանելիս հարկավոր է այն համեմատել $\angle C U$ գործակցի հետ: Եթե $\Phi C U$ գործակիցը աճում է ավելի արագ, քան $\angle C U$ գործակիցը, ապա կարելի է ենթադրել, որ կազմակերպությունն ավելի արդյունավետ է կառավարում գործառնական ծախսերը: $\Phi C U$ գործակիցն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\Phi C U = \frac{\Phi C}{\angle},$$

որտեղ ΦC -ն գործառնական շահույթն է:

Շահույթի մինչև հարկումը մարժան ($\angle C U$) գնահատում է կազմակերպության մեկ միավոր հասույթից ստացված չհարկված շահույթը: $\angle C U$ գործակիցը արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\angle C U = \frac{\angle C}{\angle},$$

որտեղ $\angle C$ -ն չհարկված շահույթն է:

Զուտ շահույթի մարժա ($\Phi C U$) գործակիցը գնահատում է կազմակերպության մեկ միավոր հասույթից ստացված զուտ շահույթը: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\Phi C U = \frac{\Phi C}{\angle},$$

որտեղ ΦC -ն զուտ շահույթն է:

Շահութաբերությունը բնորոշող շրջանառելիության դասին պատկանող գործակիցներից են ակտիվների շահութաբերությունը և սեփական կապիտալի շահութաբերությունը: Համախառն ակտիվների շահութաբերությունը ($\angle U C$)

գնահատում է կազմակերպության համախառն ակտիվների միջոցով զուտ շահույթ ստանալու կարողությունը: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ՀԱՇ} = \frac{\text{ԶՇ}}{\text{ՀԱ}}:$$

Որքան բարձր է ՀԱՇ գործակցի արժեքը, այնքան արդյունավետորեն է կազմակերպությունն օգտագործում համախառն ակտիվները զուտ շահույթ գեներացնելու համար: ՀԱՇ գործակցի ցածր արժեքը ենթադրում է կազմակերպության ակտիվների ոչ արդյունավետ օգտագործում:

Սեփական կապիտալի շահութաբերությունը (ՍԿՇ) գնահատում է կազմակերպության բաժնետերերի սեփական կապիտալի միջոցով շահույթ ստանալու կարողությունը: ՍԿՇ գործակցին արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ՍԿՇ} = \frac{\text{ԶՇ}}{\text{ՍԿ}}:$$

Կազմակերպության շահութաբերության մակարդակը, բնականաբար, մշտապես գտնվում է բաժնետերերի ուշադրության կենտրոնում, քանի որ կազմակերպության ղեկավարությունն օգտագործում է բաժնետերերի կողմից ներդրված միջոցները շահույթ ստանալու նպատակով: Այս առումով՝ ՍԿՇ գործակցի կարևորությունը չի կարելի թերագնահատել, հաշվի առնելով այն, որ ՍԿՇ գործակցը ուղղակիորեն գնահատում է բաժնետերերի կողմից ներդրված միջոցների օգտագործման արդյունավետությունը: Սակայն, ինչպես շահութաբերության խմբի մյուս գործակիցների, այնպես էլ ՍԿՇ մեկնաբանությունը միանշանակ չէ: Ինչպես նշում է Լ. Լեսակովան. «ՍԿՇ-ն կարևոր և օգտակար ցուցանիշ է, բայց գործակցի մեկնաբանությունը պետք է կատարվի՝ հաշվի առնելով սահամանափակումները, և ոչ մի վերլուծաբան չպետք է մեխանիկորեն եզրակացի, որ ՍԿՇ բարձր արժեքը միշտ ավելի լավ է, քան ցածր արժեքը»³⁷:

Ֆինանսական գործակիցների հաջորդ խումբը ներկայացնում են

³⁷ Lesakova L. (2007).

կազմակերպության շուկայական արժեքը բնորոշող գործակիցները³⁸: Այս խմբին դասվող գործակիցները գնահատում են կազմակերպության շուկայական արժեքը և ներդրումների հետ կապված ծախսերն ու եկամուտները: Վերլուծաբանների կողմից առավել ուշադրության է արժանանում բաժնետոմսի գին/եկամտաբերություն (Գ/Ե) գործակիցը: Այն ցույց է տալիս, թե ներդրողը որքան է վճարում մեկ բաժնետոմսի միավոր շահույթի համար: Գ/Ե գործակցի մեկնաբանությունն արդյունավետ կլինի միայն ժամանակի ընթացքում և այլ կազմակերպությունների հետ համեմատության արդյունքում: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$G/E = \frac{FCF}{EC},$$

որտեղ FCF-ն բաժնետոմսի շուկայական գինն է, EC-ն՝ մեկ բաժնետոմսի շահույթը:

Գին/բաժնետոմսի հաշվեկշռային արժեք (Գ/ԲՀԱ) գործակցով համեմատվում են կազմակերպության բաժնետոմսի շուկայական և հաշվեկշռային արժեքները: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$G/BZU = \frac{FCF}{FZU},$$

որտեղ ԲՀԱ-ն մեկ բաժնետոմսի հաշվեկշռային արժեքն է:

ԲՀԱ-ն հաշվարկվում է սեփական կապիտալի հաշվեկշռային արժեքի և բաժնետոմսերի քանակի հարաբերակցությամբ: Շուկայի մասնակիցների սպասումները կամ դատողություններն արտացոլվում են կազմակերպության բաժնետոմսի շուկայական գնի վրա: Այս առումով՝ Գ/ԲՀԱ գործակցի մեկնաբանությունը դիտարկվում է կազմակերպության բաժնետոմսի փաստացի եկամտաբերության և շուկայի մասնակիցների կողմից սպասվող եկամտաբերության շրջանակներում: Գ/ԲՀԱ արժեքի 1-ից մեծ լինելը ենթադրում է, որ կազմակերպության շահութաբերությունը կգերազանցի շուկայի մասնակիցների կողմից սպասվող եկամտաբերությունը: Հակառակ դեպքում, երբ գործակցի արժեքը փոքր է 1-ից, ենթադրվում է, որ կազմակերպության եկամտաբերությունը չի գերազանցի շուկայի

³⁸ Brealey R., Myers S., Marcus A. (2001), p. 282.

մասնակիցների սպասելիքները:

Կազմակերպության ապահովագրական գործունեության գնահատման գործակիցներից են կատարված հատուցումների մարժան և ծախսատարության գործակիցը³⁹:

Կատարված հատուցումների մարժան (ԿՀՄ) արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ԿՀՄ} = \frac{\text{ՀՀ}}{\text{ՀՎԱ}},$$

որտեղ ՀՀ-ն զուտ հատուցումներն է, ՀՎԱ-ն՝ զուտ վաստակած ապահովագրավճարները:

Այն գնահատում է ապահովագրական կազմակերպության ապահովագրական հատուցումների մարման կարողությունը ապահովագրավճարների միջոցով: Երբ գործակցի արժեքը գերազանցում է 100%-ը, ապահովագրավճարները բավարար չեն հատուցումները մարելու համար:

Ծախսատարության գործակիցը (ԾԳ) գնահատում է կազմակերպության ապահովագրական գործունեության արդյունավետությունը և շահութաբերությունը: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ԾԳ} = \frac{\text{ՀՀ} + \text{ՀԾ} + \text{ԱԱԾ}}{\text{ՀՎԱ}},$$

որտեղ ՀԾ-ն ձեռքբերման ծախսերն են, ԱԱԾ-ն՝ այլ ապահովագրական ծախսերը:

Երբ ԾԳ գործակցի արժեքը գերազանցում է 100%-ը, կազմակերպության ապահովագրական գործունեության ծախսերը մեծ են ապահովագրավճարներից:

1.3. Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման Դյուպոն մեթոդը և նրա կիրառական հիմքերը

³⁹ Financial ratios – insurance sector (2016), CARE Ratings

Դյուպոն մեթոդը առաջին անգամ կիրառվել է Դյուպոն (DuPont)⁴⁰ ընկերությունում: Այն պատկանում է Դոնալդսոն Բրոունի գրչին, ով առաջին անգամ 1912 թ. օգտագործել է սկզբնական Դյուպոն մեթոդը (Original DuPont method) ընկերության ներքին արդյունավետության հաշվետվությունը ներկայացնելիս: Սկզբնական Դյուպոն մեթոդը ՋՇՄ և ԱՇ գործակիցների արտադրյալն է, որը փոխկապակցում է շահութաբերության և ակտիվների օգտագործման արդյունավետությանն առնչվող և լայն կիրառվող վերոնշյալ գործակիցները: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ՋՇՄ} = \frac{\text{Հ}}{\text{ՀԱ}} \times \frac{\text{ՇԶ}}{\text{Հ}} = \frac{\text{ՉՇ}}{\text{ՀԱ}}:$$

«20-րդ դարի սկզբին համախառն ակտիվների շահութաբերության մաքսիմալացումը համարվում էր կազմակերպության գլխավոր նպատակներից մեկը և այն փաստի գիտակցումը, որ ՀԱՇ-ը կախված է և՛ արդյունավետությունից, և՛ շահութաբերությունից, հանգեց գործառնական որոշումների պլանավորման և վերահսկման համակարգի ստեղծմանը»⁴¹: 1970 թ. սկսած՝ կազմակերպության գլխավոր նպատակը՝ համախառն ակտիվների մաքսիմալացումը, այլևս արդիական չէր, հետևաբար՝ այն փոխարինվեց բաժնետերերի կապիտալի մաքսիմալացմամբ, որի արդյունքում Դյուպոն մեթոդը ենթարկվեց փոփոխության: Դյուպոն մեթոդի ակտիվների օգտագործման արդյունավետության և շահութաբերության խմբերին դասվող գործակիցները համալրվեցին ֆինանսական լծակ գործակցով: Փոփոխված Դյուպոն մեթոդը (Modified DuPont method) արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով⁴²

$$\text{ՄԿՇ} = \frac{\text{Հ}}{\text{ՀԱ}} \times \frac{\text{ՇԶ}}{\text{Հ}} \times \frac{\text{ՀԱ}}{\text{ՄԿ}}:$$

Փոփոխված Դյուպոն մեթոդը, համալրելով կազմակերպության ֆինանսական գործակիցների վերլուծության առկա մեթոդները, մեծ տարածում գտավ ֆինանսական վերլուծաբանների շրջանում: Փոփոխված Դյուպոն մեթոդը, լինելով տարածված և օգտակար ֆինանսական գործիք, արտահայտում է կազմակերպության

⁴⁰ Տե՛ս <http://www.dupont.com>.

⁴¹ Liesz T. J., (2002), p.1.

⁴² Liesz T. J., (2011), p. 23.

հաշվապահական հաշվեկշռի և ֆինանսական արդյունքների մասին հաշվետվությունների միջև փոխկապակցվածությունը, ինչպես նաև տեղեկատվություն է տրամադրում կազմակերպության գործակիցների վերլուծության երեք կարևորագույն կատեգորիաների մասին: Փոփոխված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների ուսումնասիրության արդյունքում կարելի է հասկանալ ՍԿԾ գործակցի փոփոխության պատճառները և մշակել այն մեծացնելու ռազմավարությունները: Քանի որ փոփոխված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչներն արտացոլում են կազմակերպության ֆինանսական գործունեության առանձնահատուկ կողմերը, որոնք ազդում են ՍԿԾ գործակցի վրա, ՍԿԾ գործակցի տարանջատումը հնարավորություն է տալիս գնահատել այդ կողմերի ազդեցությունը կազմակերպության շահութաբերության մակարդակի վրա:

Դյուպոն մեթոդի երրորդ փոփոխությունն, որն անվանվում է ընդլայնված Դյուպոն մեթոդ (Extended DuPont method), ՍԿԾ գործակիցը տարանջատում է հինգ գործակիցների, որն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով⁴³

$$U4C = \frac{QC}{CUZ} \times \frac{CUZ}{CUZS} \times \frac{CUZS}{Z} \times \frac{Z}{ZU} \times \frac{ZU}{U4},$$

որտեղ ՀՄՀ-ն շահույթը մինչև հարկումն է:

Հարկային բեռը (ՀԲ) ցույց է տալիս հարկային վճարումների ազդեցությունը կազմակերպության զուտ շահույթի մակարդակի վրա: Որքան մեծ է ՀԲ գործակցի արժեքը, այնքան փոքր է շահութահարկը: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$Z4 = \frac{QC}{CUZ}:$$

Տոկոսային բեռը (ՏԲ) գնահատում է տոկոսային վճարումների ազդեցությունը ՍԿԾ գործակցի վրա: Փոխառության ծախսերի բարձր մակարդակը փոքրացնում է շահույթը մինչև հարկումը, որն իր հերթին բացասական ազդեցություն է ունենում ՍԿԾ գործակցի վրա: ՏԲ գործակիցն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$SF = \frac{CUZ}{CUZS}:$$

⁴³ Wayne A. T., (2012), p. 13.

ՍԿՇ գործակցի այսպիսի տարանջատումն այն ներկայացնում է որպես շահութահարկի, տոկոսային բեռի, գործառնական շահութաբերության, ակտիվների օգտագործման արդյունավետության և ֆինանսական լծակ գործակիցների ֆունկցիա: «Ընդլայնված Դյուպոն մեթոդը պահպանում է գործառնական որոշումների (շահութաբերություն, ակտիվների օգտագործման արդյունավետություն) և ֆինանսավորման որոշումների (ֆինանսական լծակ) ՍԿՇ վրա ազդեցության կարևորությունը, բայց ներառում է թվով 5 գործակիցներ, որոնք բացահայտում են ՍԿՇ որոշիչ գործոնները և տրամադրում են տեղեկատվություն այս կարևոր գործակցի լավարկման վերաբերյալ»⁴⁴:

ՍԿՇ գործակցի գլխավոր թերություններից մեկը այն է, որ գնահատելով կազմակերպության շահութաբերության մակարդակը չի արտացոլում ռիսկայնությունը, քանզի գործակցի արժեքը մեկնաբանելիս հնարավոր չէ հասկանալ կազմակերպության ռիսկայնության մակարդակը⁴⁵: Սակայն ՍԿՇ գործակցի տարանջատումը՝ Դյուպոն մեթոդի միջոցով հնարավորություն է տալիս գնահատել կազմակերպության ռիսկայնության մակարդակը, քանի որ ՖԼ գործակիցը ուղղակիորեն գնահատում է ռիսկայնության մակարդակը և դրա ազդեցությունը ՍԿՇ գործակցի վրա: Մ. Բոյդը առաջարկել է Դյուպոն մեթոդի ձևափոխված տարբերակ, որի միջոցով հնարավոր է տարբերակել դրական և բացասական ֆինանսական լծակների ազդեցությունը⁴⁶:

ՍԿՇ գնահատման արդի մեթոդների շարքում իր ուրույն տեղն ունի Դյուպոն մեթոդը, որը լայնորեն կիրառվում է ինչպես ֆինանսական վերլուծաբանների, այնպես էլ հետազոտողների շրջանակներում: Գիտական աշխատություններում ՍԿՇ գործակցի և Դյուպոն մեթոդի հատկություններն ուսումնասիրվում են երեք ուղղություններով:

Առաջին ուղղությունը Դյուպոն մեթոդի օգտակարության և արդյունավետության ուսումնասիրումն է ՍԿՇ որոշիչ գործոնների բացահայտման տեսանկյունից: Դյուպոն մեթոդի կիրառությանը վերաբերող գիտական աշխատություններն անդրադառնում են

⁴⁴ Liesz T. J., (2002), p.2.

⁴⁵ Higgins R. C. (2012), p. 54.

⁴⁶ Boyd G. M., (1989).

ՍԿՇ որոշիչ գործոնների (Դյուպոն բաղադրիչների) ազդեցության որակական և քանակական գնահատմանը:

Մ. Հերսիուն, Կ. Օգրին և Լ. Բիլասկուն ուսումնասիրում են աշխարհի 20 ամենաշահութաբեր կազմակերպությունների շահութաբերության ցուցանիշները, այդ թվում՝ ՍԿՇ, ՀԱՇ և ԶՇՄ⁴⁷: Ինչպես պնդում են աշխատությունների հեղինակները, կազմակերպությունների մեծ շահույթ ստանալը չի ապահովում շահութաբերության ցուցանիշների բարձր մակարդակ, որը ցույց է տալիս շահույթի և վերոնշյալ շահութաբերության ցուցանիշների միջև կոռելյացիայի ցածր մակարդակը: Հեղինակները պնդում են, որ կազմակերպության շահույթի առանձին դիտարկումը, հաշվի չառնելով այլ ցուցանիշների (ակտիվներ, հասույթ, սեփական կապիտալ) դերը, տեղեկատվություն չի տրամադրում կազմակերպության արդյունավետության մասին: Այս պատճառով ցածր շահույթ գեներացնող կազմակերպությունները հաճախ ավելի բարձր շահութաբերության ցուցանիշներ ունեն: ՍԿՇ գործակցի տարալուծումը Դյուպոն մեթոդի միջոցով լուծում է ցուցանիշների (շահույթի) առանձին դիտարկման խնդիրը, քանի որ շահութաբերության ցուցանիշը դիտարկվում է մի քանի այլ գործակիցների տեսանկյունից:

Վ. Բուրջան և Ռ. Մարգինին ուսումնասիրում են ռումինական 5 ամենախոշոր կահույքի արտադրության կազմակերպությունների ՍԿՇ որոշիչ գործոնները՝ Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ⁴⁸: Հետազոտությունն իրականացվել է 13 տարվա կտրվածքով: Ըստ կոռելյացիայի արդյունքների ՍԿՇ գործակցի վրա դրական ազդեցություն ունեն ԱՇ, ԶՇՄ գործակիցները և բացասական ազդեցություն ունի ՖԼ գործակիցը:

Ա. Լ. Կատչովան և Ս. Զ. Ինլուն գնահատում են ագրոբիզնեսների ֆինանսական գործունեության արդյունավետությունը՝ համեմատելով տնտեսության այլ ոլորտների կազմակերպությունների հետ⁴⁹: Հետազոտությունն իրականացվում է 1961–2011 թթ. ընկած ժամանակահատվածում: Աշխատության հեղինակներն ուսումնասիրում են ՍԿՇ գործակցի որոշիչ գործոնները Դյուպոն մեթոդի միջոցով և հանգում են այն

⁴⁷ Herciu M., Ogrian C., Belascu L. (2011).

⁴⁸ Burja V., Mărginean R. (2014).

⁴⁹ Katchova A. L., Enlow S. J. (2013).

եզրակացությանը, որ ագրոբիզնեսների ՍԿՇ գործակցի վրա ամենամեծ ազդեցությունն ունի ԱՇ գործակիցը, ինչը վկայում է ագրոբիզնեսների ակտիվների օգտագործման արդյունավետության բարձր մակարդակի մասին:

Կ. Մ. Գռուիան ուսումնասիրում է Եվրոպական միության (ԵՄ) կազմակերպությունների շահութաբերության ՍԿՇ, ՀԱՇ և ԶՇՄ ցուցանիշները⁵⁰: Հետազոտությունն իրականացվում է ԵՄ թվով 8 պետությունների և 13 տնտեսության ոլորտների օրինակով: Ըստ հետազոտության արդյունքների միջինացված արժեքների՝ հանքարդյունաբերության, գիտական, կոմունալ ծառայությունների և ինֆորմացիոն տեխնոլոգիաների ոլորտներն ամենաշահութաբեր են, մինչդեռ շահութաբերության ամենացածր մակարդակ ունեցող ոլորտներն են՝ տրանսպորտը և պահեստավորումը, գյուղատնտեսությունը և սննդի ծառայությունը: Հետազոտության արդյունքները նաև փաստում են, որ ամենարդյունավետ կազմակերպությունները գործունեություն են ծավալում Նիդեռլանդներում, Բելգիայում և Ավստրիայում: Արդյունավետության ամենացածր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները գտնվում են Իտալիայում և Պորտուգալիայում:

Դ. Դելենը, Ս. Կուզեյը և Ա. Ույարը ուսումնասիրում են Ստամբուլի ֆոնդային բորսայում գրանցված թուրքական կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեությունը և արդյունավետությունը⁵¹: Հետազոտության հեղինակները կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետությունը բնութագրում են ՍԿՇ և ՀԱՇ գործակիցների միջոցով: Վերոնշյալ գործակիցների որոշիչ գործոնները բացահայտելու համար օգտագործվել են թվով 31 ֆինանսական գործակիցներ: Ըստ հետազոտության արդյունքների՝ ՍԿՇ որոշիչ գործոններն են շահութաբերության գործակցիները՝ ըստ հասույթի, և սեփական կապիտալի, ՖԼ և հասույթի աճ գործակիցները:

Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ հետազոտությունների երկրորդ խումբը ուսումնասիրում է Դյուպոն բաղադրիչների ապագա (հաջորդ տարվա) շահութաբերության կանխատեսման կարողությունը: Այս խմբի հետազոտություններում Դյուպոն մեթոդի ձևափոխության արդյունքում ՖԼ գործակցի ազդեցությունը

⁵⁰ Claudiu-Marian G. (2011)

⁵¹ Delen D., Kuzey C., Uyar A. (2013).

չեզոքացվում է, որի արդյունքում Դյուպոն մեթոդն արտահայտվում է հետևյալ կերպ՝

$$ԳԱՇՄ = ԳՇՄ \times ԳԱՇ$$

որտեղ ԳԱՇՄ-ն գործառնական ակտիվների շահութաբերության մարժան է, ԳԱՇ-ն՝ գործառնական ակտիվների շրջանառելիությունը:

Դյուպոն մեթոդի այսպիսի ձևափոխումը ներկայացնում է կազմակերպության գործառնական շահութաբերությունը՝ առանց ֆինանսական լծակի ազդեցության, որը հիմնականում օգտագործվում է Դյուպոն բաղադրիչների՝ ԳԱՇՄ գործակցի ապագա արժեքի կանխատեսման կարողությանը վերաբերող հետազոտություններում:

Մ. Տ. Սոլիմանն ուսումնասիրում է Դյուպոն մեթոդի օգտակարությունը ԳԱՇՄ գործակցի կանխատեսման տեսանկյունից՝ ըստ տնտեսության ոլորտների⁵²: Ըստ հետազոտության արդյունքների ԳԱՇՄ գործակցի տարանջատումը Դյուպոն մեթոդի միջոցով բարձրացնում է ԳԱՇՄ գործակցի ապագա արժեքների կանխատեսման մակարդակը:

Մ. Տ. Սոլիմանը գնահատում է Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների կանխատեսման կարողությունը⁵³: Ըստ հետազոտության արդյունքների՝ ԱՇ գործակցի դրական փոփոխություններն ունեն դրական բացատրական հատկություններ ԳԱՇՄ ապագա արժեքի կանխատեսման տեսանկյունից: Մ. Տ. Սոլիմանը ուսումնասիրում է նաև, թե արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներն ինչպես են օգտագործում Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները կազմակերպության հեռանկարները գնահատելու համար: Ըստ արդյունքների՝ արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները հաշվի են առնում Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների տեղեկատվությունը ԳԱՇՄ ապագա արժեքի գնահատման տեսանկյունից:

Պ. Մ. Ֆեյրֆիլդը և Տ. Լ. Յոնը նույնպես գնահատում են Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների ապագա շահութաբերության գնահատման կարողությունը⁵⁴: Հեղինակները եզրակացնում են, որ ԳԱՇՄ գործակցի տարանջատումը Դյուպոն մեթոդի միջոցով լավարկում է շահութաբերության կանխատեսման

⁵² Soliman M. T. (2004).

⁵³ Soliman M. T. (2008).

⁵⁴ Fairfield P. M., Yohn T. L. (2001).

հնարավորությունները: Ըստ հետազոտության արդյունքների՝ Դյուպոն բաղադրիչների արժեքների փոփոխություններն առավել արդյունավետ են շահութաբերության գնահատման տեսանկյունից:

Մ. Լին, Դ. Նիսսիմը և Ս. Պենմանը ուսումնասիրում են Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների ապագա գործառնական շահույթի սպասվող արժեքից շեղման վերաբերյալ տեղեկատվության հավաստիությունը⁵⁵: Այս աշխատությունը Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները տեղափոխում է ռիսկի գնահատման դաշտ: Հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները տրամադրում են տեղեկատվություն ԳԱՇՄ գործակցի սպասվող արժեքի նկատմամբ տատանումների կանխատեսման վերաբերյալ:

Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ երրորդ խմբի գիտական հետազոտություններն անդրադառնում են ՍԿՇ գործակցի և Դյուպոն բաղադրիչների ազդեցությանը կազմակերպության բաժնետոմսի գնի կամ բաժնետոմսի շահութաբերությունը բնութագրող գործակիցների վրա:

Ա. Վունը ուսումնասիրում է ապագա Գ/Ե (Forward P/E) գործակցի և շահութաբերության (ՍԿՇ) գործակցիների միջև կապը⁵⁶: Ըստ հետազոտության արդյունքների՝ ապագա Գ/Ե գործակցի բարձր արժեք ունեցող կազմակերպությունները հետագա տարիներին գրանցում են ցածր ՍԿՇ գործակցի արժեքներ: Ավելին, ՍԿՇ գործակցի արժեքների բաշխումը բավականին անկայուն է՝ համեմատած Գ/Ե գործակցի ցածր արժեքներ ունեցող կազմակերպությունների հետ:

Կ. Տրեյո Պեկը, Մ. Նոգուերան և Ս. Ուայթը ուսումնասիրում են մի շարք գործակիցների ազդեցությունը կազմակերպության բաժնետոմսի եկամտաբերության վրա:⁵⁷ Հետազոտությունում օգտագործվող ֆինանսական գործակիցները ձեռք են բերվել սեփական կապիտալի վերլուծաբանների խորհրդատվական հաշվետվություններից (recommendation reports): Ըստ աշխատության արդյունքների՝ սեփական կապիտալի վերլուծաբանների կողմից ամենանախընտրելի գործակիցներն

⁵⁵ Li M., Nissim D., Penman S. H. (2014).

⁵⁶ Wu W. T. A. (2014)

⁵⁷ Pech C. O. T., Noguera M., White, S. (2015).

ունեն բաժնետոմսի հաջորդ տարվա արժեքի կանխատեսման կարողություն:

Ա. Մայնուլն ուսումնասիրում է ՍԿՇ գործակցի պորտֆելի եկամտաբերության կանխատեսման կարողությունը⁵⁸: Հետազոտության հեղինակը պնդում է, որ ՍԿՇ գործակցի միջոցով հնարավոր է ստեղծել այնպիսի պորտֆել, որը կապահովի պորտֆելի դրական եկամտաբերություն՝ առանց խոր և ժամանակատար ֆինանսական վերլուծություններ իրականացնելու: Սակայն, ինչպես նշում է հեղինակը, ՍԿՇ գործակցի բարձր արժեք ունեցող բաժնետոմսերը չեն ապահովում բարձր եկամտաբերություն:

⁵⁸ Ahsan A. M. (2012).

ԳԼՈՒԽ 2. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ՍԵՓԱԿԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇԱՀՈՒԹԱԲԵՐՈՒԹՅԱՆ ՈՐՈՇԻՉՆԵՐԸ

Ատենախոսության այս գլխում ուսումնասիրվում է ՍԿՇ որոշիչ գործոնների մեթոդաբանությունը՝ «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների օրինակով: Այնուհետև ներկայացվում են «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների հետազոտության արդյունքները: Հետազոտության արդյունքները ներկայացվում են նաև ըստ տնտեսության ոլորտների:

2.1. Սեփական կապիտալի շահութաբերության գնահատման մեթոդաբանությունը՝ «NASDAQ-100» կազմակերպությունների օրինակով

Հետազոտության նպատակն է՝ բացահայտել ՍԿՇ (կախյալ փոփոխական) որոշիչ գործոնները (անկախ փոփոխականներ) և գնահատել դրանց որակական և քանակական ազդեցությունը ՍԿՇ գործակցի վրա⁵⁹: Որպես ՍԿՇ որոշիչ գործոններ/գործակիցներ ընդգրկվել են ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները, կազմակերպության շուկայական արժեքը բնորոշող և իրացվելիության գործակիցներ: Դրանք են՝ ՀԲ, ՏԲ, ԳՄ, ԱՇ, ՖԼ, Գ/Ե (Price to earnings), Գ/ԲՀԱ (Price to book) և ԸԻ գործակիցները, որոնք ներկայացվել են ատենախոսության առաջին գլխում:

Հետազոտությունը կատարելու համար հավաքագրվել է «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունների տվյալների հիման վրա հաշվարկված վերոնշյալ ֆինանսական ցուցանիշները: «NASDAQ-100» համաթիվը ներառում է ֆոնդային շուկայում գրանցված թվով 106 ամենամեծ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունները⁶⁰: Վերոնշյալ համաթվի կազմակերպությունները ներկայացված են հավելվածում: Օգտագործված բոլոր տվյալները հավաքվել են Բլումբերգ տվյալների բազայից 2016 թ. փետրվարի 23-ի դրությամբ: Տվյալների հավաքագրման ժամանակ որոշ տեղեկատվության

⁵⁹ Kharatyan D. A., (2018)

⁶⁰ Տե՛ս «NASDAQ-100» համաթվի կայք՝ <http://www.nasdaq.com/markets/indices/nasdaq-100.aspx>

բացակայության պատճառով վերջնական ընտրանքը բաղկացած է 90 դիտարկումներից (կազմակերպություններից): Հետևաբար, թվով 14 դիտարկումներ չեն ընդգրկվել վերջնական ընտրանքի մեջ տվյալների բացակայության պատճառով: Վերջնական ընտրանքի կազմակերպությունների ցուցակը՝ ըստ գործունեության ոլորտների, ներկայացված է հավելվածում:

Գործակիցներն իրենց հապավումներով, չափման միավորներով, ինչպես նաև կախյալ (ՍԿՇ) և անկախ փոփոխականների միջև սպասվող փոխկապվածությունը (ըստ տեսության) ներկայացված է աղ. 2.1.-ում: (+) և (-) նշաններն օգտագործվում են կախյալ (ՍԿՇ) և անկախ փոփոխականների միջև փոխկապվածությունը բացատրելու համար: (+) նշանի պարագայում սպասվող փոխկապվածությունը կախյալ (ՍԿՇ) և անկախ փոփոխականի միջև դրական է, այսինքն՝ անկախ փոփոխականի արժեքի փոփոխությունը մեծացնում է կախյալ փոփոխականի արժեքը: (-) նշանի պարագայում սպասվող փոխկապվածությունը կախյալ (ՍԿՇ) և անկախ փոփոխականի միջև բացասական է, այսինքն՝ անկախ փոփոխականի արժեքի փոփոխությունը փոքրացնում է կախյալ փոփոխականի արժեքը: Հատկանշական է, որ վերլուծությունը կատարվել է ոչ միայն «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների օրինակով, այլև ըստ գործունեության ոլորտների՝ տեխնոլոգիաներ (technology), սպառման ոլորտ (consumer): Այն կազմակերպությունները, որոնք չեն ընդգրկվել վերոնշյալ ոլորտներում, չեն ուսումնասիրվել, քանի որ, բացի տեխնոլոգիաներ և սպառում ոլորտներից, մյուս ոլորտների կազմակերպությունների բավարար քանակի բացակայության պատճառով ($n < 30$) չի կիրառվել վիճակագրական մեթոդներ:

Կազմակերպությունների՝ ըստ տնտեսության ոլորտների տարանջատումը պայմանավորված է դրանց տարբեր բնութագրեր ունենալու մեջ: Տարանջատման արդյունքում ընտրանքները լինում են ավելի համասեռ, որի արդյունքում տնտեսական և վիճակագրական հետևություններ անելը ավելի ճշգրիտ է դառնում: Կազմակերպությունների բնութագրերը ազդում են գործակիցների վրա, և տարբեր ոլորտների կազմակերպությունները մի նմուշում ներառելը տնտեսական և վիճակագրական հետևություններ անելու տեսանկյունից խնդիրներ է առաջացնում: Այս առումով կազմակերպությունների առանձնացումն ըստ տնտեսության ոլորտների

ցանկալի է: Հետազոտությունում օգտագործվող փոփոխականների (ցուցանիշների) չափման միավորները ներկայացված են կամ արժույթով (եվրո), կամ տոկոսով:

Աղյուսակ 2.1.

Կախյալ և անկախ փոփոխականների նկարագրությունը

Փոփոխական	Հապավում	Չափման միավոր	Կախյալ և անկախ փոփոխականների միջև փոխազդեցություն
Սեփական կապիտալի շահութաբերություն	ROE (ՍԿՇ)	%	չկա
Հարկային բեռ	TB (ՀԲ)	%	+
Տոկոսային բեռ	IB (ՏԲ)	%	+
Գործառնական մարժա	OM (ԳՇՄ)	%	+
Ակտիվների շրջանառելիություն	AT (ԱՇ)	€	+
Ֆինանսական լծակ	FL (ՖԼ)	€	+
Գին/եկամտաբերություն	PE (Գ/Ե)	€	+/-
Գին/բաժնետոմսի հաշվեկշռային արժեք	PB (Գ/ԲՀԱ)	€	+/-
Ընթացիկ իրացվելիություն	CUR (ԸԻ)	€	+

Ռեգրեսիոն վերլուծությունում կախյալ (էնդոգեն) փոփոխականի արժեքը

ծնավորվում է այլ փոփոխականների և գործոնների միջոցով, այլ կերպ՝ կախյալ փոփոխականի արժեքը գնահատվում է բացատրող փոփոխականների արժեքներով: Հարկ է նշել, որ կախյալ փոփոխականը միշտ պատահական է, մինչդեռ անկախ փոփոխականները (բացատրող) կարող են լինել ինչպես պատահական, այնպես էլ ոչ պատահական: Մեկ գործոնի դեպքում ռեգրեսիոն մոդելը կոչվում է միագործոն, մեկից ավելի գործոնների դեպքում՝ բազմագործոն կամ բազմակի: Բազմակի գծային ռեգրեսիոն մոդելը ներկայացնենք հետևյալ կերպ.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i, i = \overline{1, n},$$

որտեղ β_j -ն ռեգրեսիայի գործակիցն է, ε_i -ն՝ պատահական գործոնն է (ռեգրեսիայի սխալը), n -ը՝ դիտարկումների թիվը:

Ռեգրեսիայի գործակիցը ցույց է տալիս, թե միջին հաշվով որքանով է փոփոխվում կախյալ փոփոխականի արժեքը անկախ փոփոխականի մեկ միավոր արժեքի փոփոխության արդյունքում, մոդելում առկա մյուս անկախ փոփոխականների արժեքների ֆիքսված լինելու դեպքում (*ceteris paribus*): Հարկ է նշել, որ մոդելում կարող են ներառված լինել ամենանշանակալի գործոնները, սակայն հնարավոր չէ ներառել բոլոր այն գործոնները, որոնք ազդեցություն ունեն կախյալ փոփոխականի վրա: Այս պատճառով, ինչպես նշում է Գ. Վարդանյանը «ռեգրեսիոն հավասարման աջ և ձախ կողմերի միջև հավասարությունը պահպանելու նպատակով յուրաքանչյուր հավասարման մեջ հարկավոր է ներմուծել չհամաձայնող մեծություն (ստոխաստիկ սխալ)»⁶¹:

Ռեգրեսիոն հավասարումը ներկայացնենք մատրիցային տեսքով՝

$$Y = \beta X + \varepsilon,$$

$$Y = \begin{pmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \vdots \\ Y_n \end{pmatrix}, X = \begin{pmatrix} 1 & x_{11} & \dots & x_{1k} \\ 1 & x_{21} & \dots & x_{2k} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ 1 & x_{n1} & \dots & x_{nk} \end{pmatrix}, \beta = \begin{pmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \vdots \\ \beta_k \end{pmatrix}, \varepsilon = \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{pmatrix}$$

որտեղ՝

⁶¹ Վարդանյան Գ. (2003), է. 121

$\beta_0, \beta_1, \beta_2 \dots \beta_k$ կախյալ փոփոխականը բնութագրող գործակիցներն են, որոնք գնահատվում են ընտրանքային դիտարկումների հիման վրա:

Գծային վեկտորը գնահատման արդյունքում ստանում է հետևյալ տեսքը՝

$$Y = XA + e = \tilde{Y} + e$$

որտեղ A -ն ռեգրեսիայի պարամետրերի գնահատականների վեկտորն է, $e = Y - XA$ -ն՝ ռեգրեսիայի մնացորդների վեկտորն է, $\tilde{Y} = XA$ -ն՝ կախյալ փոփոխականի արժեքների գնահատականների վեկտորը:

Գծային ռեգրեսիայի պարամետրերի գնահատման մեթոդներից ամենատարածվածը փոքրագույն քառակուսիների մեթոդն է: Այն կախյալ փոփոխականի փաստացի և հաշվարկային արժեքների քառակուսիների գումարի մինիմալացման խնդիր է: Մինիմալացման խնդիրը⁶² ներկայացնենք հետևյալ կերպ.

$$\sum_{i=1}^n (Y_i - \tilde{Y}_i)^2 \rightarrow \min:$$

Մինիմալացման խնդրի լուծման արդյունքում որոշվում են ռեգրեսիայի գործակիցների գնահատականները՝

$$A = (X^T X)^{-1} X^T Y:$$

Ռեգրեսիոն մոդելի հաշվարկում ճշգրտությունը և որակը որոշվում է դետերմինացման գործակցի⁶³ (R squared) միջոցով: Այն ներկայացվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (\tilde{Y}_i - \bar{Y})^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2};$$

Դետերմինացման գործակիցը ցույց է տալիս կախյալ փոփոխականի արժեքի փոփոխությունը՝ պայմանավորված բացատրող փոփոխականների արժեքների փոփոխությամբ: Դետերմինացման գործակցի արժեքը որքան մեծ (մոտ է 1-ին) է, այնքան որակյալ է ռեգրեսիոն մոդելը:

Ռեգրեսիոն մոդելի նշանակալիությունը որոշվում է Ֆիշերի F հայտանիշի

⁶² Մինիմալացման խնդրի լուծումը տե՛ս M. Verbeek (2004), pp. 12-13

⁶³ Քթոյան Ա., Խաչիկյան Ս. (2015), է. 9

միջոցով⁶⁴: Այն առաջին հերթին ցույց է տալիս, թե արդյոք կախյալ և անկախ փոփոխականների միջև փոխկապվածությունն արտահայտող մաթեմատիկական մոդելը համապատասխանում է հավաքագրված տվյալների բազային, և արդյոք ռեգրեսիոն հավասարման մեջ ներառված անկախ փոփոխականները բավարար են կախյալ փոփոխականը բացատրելու տեսանկյունից: Ֆիշերի F հայտանիշը ներկայացվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$F = \frac{R^2/k}{(1 - R^2)/(n - k - 1)};$$

Մոդելը համարվում է նշանակալի այն դեպքում, երբ ֆիշերի F հայտանիշի արժեքը մեծ է նշանակալիության տրված մակարդակի դեպքում հայտանիշի աղյուսակային արժեքից⁶⁵:

Հետազոտությունում ՍԿՇ և կախյալ փոփոխականների միջև փոխկապվածությունը բացատրելու, քանակապես և որակապես գնահատելու համար օգտագործվել է փոքրագույն քառակուսիների (Ordinary least squares) ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդը, որը ստեղծվել է գերմանացի մաթեմատիկոս Կարլ Գաուսի կողմից: Մեկից ավելի անկախ փոփոխականների առկայության դեպքում հետազոտությունը տեղափոխվում է բազմակի գծային ռեգրեսիոն անալիզի տարածություն: Այս դեպքում կախյալ փոփոխականը (ՍԿՇ) գծային առումով մոտավոր կախված է անկախ փոփոխականներից՝ ՀԲ, ՏԲ, ԳՄ, ԱՇ, ՖԼ, Գ/Ե, Գ/ԲՀԱ և ԸԻ: Կախյալ փոփոխականի (ՍԿՇ) և անկախ փոփոխականների միջև փոխկապվածությունը ներկայացված է հետևյալ բանաձևով՝

$$ROE_i = \alpha + \beta_1 TB_i + \beta_2 IB_i + \beta_3 OP_i + \beta_4 AT_i + \beta_5 FL_i + \beta_6 PE_i + \beta_7 PB_i + \beta_8 CUR_i + \varepsilon_i:$$

Փոքրագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդը լայն կիրառություն ունի տնտեսագիտական հետազոտություններում, մասնավորապես այն դեպքում, երբ տվյալները հավաքագրվել են ժամանակի ֆիքսված պահին: «Փոքրագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդը վիճակագրական տնտեսական բնույթի

⁶⁴ Տե՛ս Fisher F. M. (1970)

⁶⁵ Քթոյան Ա., Խաչիկյան Ս. (2015), է. 10

էմպիրիկ հետազոտություններում ամենահաճախ օգտագործվող մեթոդներից մեկն է»⁶⁶: Ինչպես նշում է Դ. Գուջարատին. «Փոքրագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդը պարունակում է որոշակի գրավիչ վիճակագրական հատկություններ, հաշվի առնելով որոշ ենթադրություններ, որոնք երաշխավորում են մոդելի գնահատման հնարավորությունները, ճշգրիտ ու վստահելի արդյունքները և այդ արդյունքների որակը, որի արդյունքում այն դարձել է ամենահզոր և ամենահայտնի ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդներից»⁶⁷: Մասնագիտական գրականությունում շեշտվում է ինչպես բոլոր մոդելների, այնպես էլ փոքրագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդի դեպքում ենթադրությունները հաշվի առնելու կարևորությունը, որոնք մոդելի գնահատման և ճշգրիտ արդյունքներ ստանալու կարևորագույն նախապայմաններն են: Փոքրագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդի ենթադրություններն են.⁶⁸

- 1) մոդելը գծային է պարամետրերով,
- 2) սխալի միջին կամ սպասվող արժեքը զրո է,
- 3) սխալի դիսպերսիան հոմոսկեդաստիկ (համացրիվ) է,
- 4) մոդելը չի պարունակում բազմակոլինեարություն:

Ըստ առաջին ենթադրության՝ կախյալ փոփոխականը անկախ փոփոխականների և սխալի գծային ֆունկցիան է, հետևաբար՝ ռեգրեսիոն մոդելը գծային է պարամետրերով: Փոքրագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդի միջոցով հնարավոր է գնահատել գծային պարամետրերով մոդելներ, նույնիսկ եթե փոփոխականները գծային չեն: Առաջին ենթադրությունը չխախտելու համար օգտագործվել է «Ramsey Regression Equation Specification Error Test (RESET)» թեստը, որը որոշում է, թե արդյոք ռեգրեսիոն գծային մոդելում առկա է ոչ գծային կախվածություն⁶⁹: Եթե թեստի արդյունքները վկայում են ոչ գծային կախվածության առկայությունը, ապա գծային ռեգրեսիոն մոդելը պետք է փոխարինել ոչ գծային մոդելով:

⁶⁶ Wooldridge J. (2012)

⁶⁷ Gujarati D. (2010), p.58

⁶⁸ Ղուլչյան Լ., Թերգյան Տ. (2002), էջ. 158-162

⁶⁹ St'u Ramsey J., (1969)

Երկրորդ ենթադրությունը չխախտելու համար սխալը պետք է պարբերաբար չազդի անկախ փոփոխականի միջին արժեքի վրա: Այլ կերպ ասած, սխալը պետք է ստոխաստիկորեն անկախ լինի բացատրող փոփոխականներից:

Երրորդ ենթադրությունը խախտելու պարագայում ռեգրեսիայի արդյունքների ճշգրտությունը նվազում է: Ըստ երրորդ ենթադրության՝ մոդելի մնացորդները պետք է հավասար դիսպերսիայով տեղաբաշխված լինեն: Մնացորդների դիսպերսիայի անհավասար տեղաբաշխման երևույթը կոչվում է հետերոսկեդաստիկություն: Հետերոսկեդաստիկության խնդրից խուսափելու համար հետազոտությունում ռեգրեսիոն անալիզը կատարվել է՝ օգտագործելով «robust standard errors» պարամետրը, որն ապահովում է մոդելի մնացորդների իրարից անկախ լինելը⁷⁰:

Չորրորդ ենթադրությունը պահանջում է, որ անկախ փոփոխականների միջև կոլինեարության բարձր մակարդակ չլինի: Բազմակոլինեարությունը անկախ փոփոխականների միջև փոխկապվածության (կոռելացվածության) բարձր մակարդակի առկայությունն է: Այն հաճախ է հանդիպում բազմակի գծային ռեգրեսիոն վերլուծություններ կատարելիս: Բազմակոլինեարության բարձր մակարդակի պատճառով ճշգրիտ վիճակագրական հետևություն կատարելը դառնում է անհնարին: Բազմակոլինեարության մակարդակը հաշվարկելու համար օգտագործվում է վարիացիայի ինֆլյացիոն գործոնը (variance inflation factor): Այս ցուցանիշը ցույց է տալիս՝ անկախ փոփոխականները կոլինեար են, թե ոչ: Ընդունված է վարիացիայի ինֆլյացիոն գործոնը՝ 10-ից մեծ արժեքի դեպքում համարել, որ անկախ փոփոխականների միջև առկա է բարձր կոլինեարության մակարդակ:

Ինչպես արդեն նշել էինք, գործակիցների չափման միավորները ներկայացված են կա՛մ արժույթով (եվրո), կա՛մ տոկոսով, ինչը խնդիրներ է առաջացնում ռեգրեսիոն անալիզի արդյունքների համեմատման, մեկնաբանության և անկախ փոփոխականների ու կախյալ փոփոխականի փոխազդեցությունը բացատրելու տեսանկյունից: Այս առումով անհրաժեշտ է փոփոխականները ներկայացնել միևնույն չափման միավորով՝ վերոնշյալ խնդիրները կարգավորելու համար: Բացի նշված խնդիրներից, ինչպես երևում է փոփոխականների վիճակագրական բնութագրերից

⁷⁰ St'u White H., (1980)

(հաջորդ ենթագլուխ), որոշ փոփոխականների բաշխվածություններում առկա է արժեքների ցրվածության բարձր մակարդակ: Վերոնշյալ բոլոր խնդիրները կարգավորելու համար մոդելը գծային ֆունկցիայից վերափոխվել է լոգարիթմական ֆունկցիայի: Ընդհանրապես, գծայինից լոգարիթմական ֆունկցիային անցումը լուծում է մի քանի կարևոր խնդիրներ⁷¹.

- նվազում է փոփոխականների արժեքների ցրվածության մակարդակը,
- փոփոխականների արժեքների բաշխվածությունը մոտեցնում է նորմալ բաշխվածությանը,
- ապահովում է անկախ փոփոխականի ազդեցության չեզոքությունը՝ կախյալ փոփոխականի վրա,
- բոլոր փոփոխականները ներկայացվում են չափման միևնույն միավորով:

Ռեգրեսիոն վերլուծությունը կատարվել է երկու եղանակով՝ գծային և լոգարիթմական: Տարբերությունն այն է, որ առաջին մոդելի դեպքում փոփոխականների չափման միավորները տարբեր են (% և €), իսկ երկրորդ մոդելի դեպքում գծային ֆունկցիոնալ ձևը վերափոխվել է լոգարիթմականի, և փոփոխականների չափման միավորները նույնն են: Երկրորդ մոդելը ներկայացված է հետևյալ բանաձևով՝

$$LROE_i = \alpha + \beta_1 LTB_i + \beta_2 LIB_i + \beta_3 LOP_i + \beta_4 LAT_i + \beta_5 LFL_i + \beta_6 LPE_i + \beta_7 LPB_i + \beta_8 LCUR_i + \varepsilon_i:$$

Հատկանշական է, որ երկրորդ մոդելի պարագայում ընտրանքից որոշ կազմակերպություններ հեռացվել են՝ որոշ գործակիցների բացասական արժեքների պատճառով:

Բացի ռեգրեսիոն անալիզից, հաշվարկվել է նաև Պիերսոնի կոռելյացիան՝ կախյալ և անկախ փոփոխականների միջև փոխկապվածության ձևը և հզորությունը գնահատելու համար⁷²: Պիերսոնի r գործակիցը գնահատում է երկու փոփոխականների միջև փոխկապվածության տեսակը (դրական կամ բացասական) և մակարդակը: Պիերսոնի ցուցանիշի արժեքները կարող են ընդունել արժեքներ -1 (բացասական

⁷¹ Hoyle, M. H. (1973)

⁷² St'u Hall G., (2015).

գծային կոռելյացիա) և 1 (դրական գծային կոռելյացիա) շրջակայքում: Որքան շեղումը մեծ է 0-ից, այնքան մեծ է կոռելյացիան երկու փոփոխականների միջև: Եթե Պիերսոնի կոռելյացիայի արժեքը 0 է, ապա փոփոխականների միջև առկա չէ փոխկապվածություն: Պիերսոնի կոռելյացիան արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$r_{(XY)} = \frac{\text{cov}(X,Y)}{\sigma_X \sigma_Y},$$

որտեղ X-ը և Y-ը փոփոխականներն են, cov-ը՝ կովարիացիան է, σ -ը՝ ստանդարտ շեղումը:

2.2. Սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչների ուսումնասիրության արդյունքները՝ «NASDAQ-100» կազմակերպությունների օրինակով

Ատենախոսության այս ենթագլխում ներկայացվում են «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների էմպիրիկ հետազոտության արդյունքները, մասնավորապես՝ բնութագրիչ վիճակագրական տվյալները, փոքրագույն քառակուսիների ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդի և Պիերսոնի կոռելյացիայի արդյունքները⁷³: Մինչ ռեգրեսիոն անալիզի և Պիերսոնի կոռելյացիայի արդյունքների քննարկումը, ներկայացնենք բնութագրիչ վիճակագրական տվյալները, որոնց միջոցով կարելի է մոտավոր պատկեր կազմել փոփոխականների արժեքների բաշխման մասին:

Բնութագրիչ վիճակագրական տվյալները «NASDAQ-100» համաթվի բոլոր կազմակերպությունների համար ներկայացված են աղյուսակ 2.2.-ում: Թվաբանական միջինը արժեքների բաշխման կենտրոնական միտման ցուցանիշ է, մինչդեռ միջին արժեքի շուրջը տատանման ցուցանիշներ են մինիմումը, մաքսիմումը, միջակայքը (մինիմում և մաքսիմում արժեքների տարբերություն), ստանդարտ շեղումը և վարիացիայի գործակիցը⁷⁴ (ներկայացնում է ստանդարտ շեղումը տոկոսային տեսքով): Սկյունեսը արժեքների բաշխման ասիմետրիայի չափման ցուցանիշ է, իսկ կուրտոզիսը ցույց է տալիս, թե որքան բարձր և սուր է բաշխման կենտրոնական գագաթը նորմալ

⁷³ Kharatyan D. A., (2018)

⁷⁴ Վարիացիայի գործակից=(թվաբանական միջին/ստանդարտ շեղում)*100

բաշխման համեմատ:

Ուսումնասիրելով աղ. 2.2.-ի տվյալները՝ փոփոխականներն ըստ վիճակագրական բնութագրերի կարելի է բաժանել երկու խմբի: Առաջին խմբին են դասվում ՍԿՇ, ՏԲ, ԳՄ և Գ/Ե գործակիցները, որոնք բնութագրվում են խոշոր շեղումներով իրենց համապատասխան միջինների շուրջը, ինչը կարելի է նկատել վարիացիայի գործակցի և միջակայքի մեծ արժեքների արդյունքում: Վերոնշյալ գործակիցների սկյունեսների արժեքները նույնպես մեծ են, ինչը ենթադրում է ասիմետրիկ բաշխվածություն ՍԿՇ և Գ/Ե գործակիցներն ունեն դրական սկյունեսի արժեքներ, և դրանց բաշխումների ասիմետրիաները շեղված են դեպի աջ, այսինքն՝ կազմակերպությունների մեծ մասի տվյալները մոտ են մինիմումին:

Աղյուսակ 2.2.

Փոփոխականների վիճակագրական բնութագիրը

Փոփոխ.	ՍԿՇ	ՀԲ	ՏԲ	ԳՄ	ԱՇ	ՖԼ	Գ/Ե	Գ/ԲՀԱ	ԸԻ
Դիտ. քանակ	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Թվաք. միջին	22.29	74.99	73.16	18.65	0.79	2.57	37.21	5.61	2.41
Ստան. շեղում	24.96	19.22	216.24	17.67	0.61	1.59	59.84	5.18	1.77
Վար. գործ.	1.12	0.26	2.96	0.95	0.78	0.62	1.61	0.92	0.74
Մինիմ.	-35.84	13.97	-1932.5	-95.6	0.09	1.11	4.58	1.03	0.14
Մաք.	198.80	164.90	324.78	68.00	3.55	11.97	453.04	40.30	11.25
Միջակ.	234.64	150.92	2257.35	163.57	3.46	10.86	448.46	39.28	11.10
Սկյուն.	4.33	0.58	-8.99	-2.84	2.23	3.44	5.44	3.91	2.20
Կուրտ.	30.50	8.24	84.13	21.54	8.38	18.48	34.60	24.35	10.02

Մինչդեռ ՏԲ և ԳՄ գործակիցներն ունեն բացասական սկյունեսի արժեքներ, և նրանց բաշխումների ասիմետրիաները շեղված են դեպի ձախ, այսինքն՝ կազմակերպությունների մեծ մասի տվյալները մոտ են մաքսիմումին:

Երկրորդ խմբին են դասվում ՀԲ, ԱՇ, ՖԼ, Գ/ՀԱ, ԸԻԳ գործակիցները, որոնք բնութագրվում են համեմատաբար ավելի փոքր շեղումներով իրենց համապատասխան միջինների շուրջը, ինչը կարելի է նկատել վարիացիայի գործակցի և միջակայքի ավելի փոքր արժեքների առկայությամբ՝ համեմատելով առաջին խմբի տվյալների հետ:

Առաջին և երկրորդ խմբերի գործակիցների արժեքների վերլուծության արդյունքում կարելի է եզրակացնել, որ առաջին խմբի գործակիցների կուրտոզիսի արժեքներն ավելի փոքր են, քան երկրորդ խմբի գործակիցների կուրտոզիսի արժեքները: Վերոնշյալից կարելի է հետևություն անել, որ երկրորդ խմբի գործակիցների արժեքներն ավելի ցրված են, քան առաջին խմբին⁷⁵: Վիճակագրական բնութագիրների արդյունքներից կարելի է եզրակացնել, որ ՍԿՇ, ԳՄ, ՏԲ և Գ/Ե գործակիցների բաշխվածություններում, ի տարբերություն ՀԲ, ԱՇ, ՖԼ, Գ/Ե և ԸԻ գործակիցների, առկա է ցրվածության զգալի մակարդակ:

Պիեբսոնի կոռելյացիայի արդյունքները ներկայացված են աղ. 2.3.-ում:

Աղյուսակ 2.3.

Պիեբսոնի կոռելյացիայի արդյունքները

Փոփոխականներ	ՀԲ	ՏԲ	ԳՇՄ	ՀԱՇ	ՖԼ	Գ/Ե	Գ/ԲՀ Ա	ԸԻ
Գծային ՍԿՇ	0.411* (90)	-	0.346* (90)	-	0.554 * (90)	-0.212* (90)	0.177 * (90)	-
Լոգարիթմական ՍԿՇ	0.604* (88)	0.434 * (87)	0.302* (87)	0.320* (88)	0.197 (88)	-0.506* (88)	0.40 6* (88)	-

Արդյունքները ներկայացված են և՛ առաջին, և՛ երկրորդ մոդելների համար: (*) նշանի դեպքում՝ նշանակալիության աստիճանը 5% է, (**) նշանի բացակայության դեպքում՝ նշանակալիության աստիճանը 10% է: (-) նշանի պարագայում կախյալ և

⁷⁵ St'u Westfall, P. H. (2014)

անկախ փոփոխականները կոռելացված չեն: Փակագծերում նշված է դիտարկումների (կազմակերպությունների) քանակը: Պիերսոնի կոռելյացիայի արդյունքները փաստում են, որ $\angle F$, SF , q/t և $q/F\angle U$ գործակիցների և $U\angle Z$ գործակցի միջև փոխկապվածության մակարդակը բարձր է: Հատկանշական է, որ $U\angle Z$ և q/t գործակիցների միջև կոռելյացիան բացասական է: ինչպես երևում է աղ. 2.3.-ից, $\angle F$ և $U\angle Z$ գործակիցների միջև փոխկապվածություն չկա:

Աղ. 2.4.-ում ներկայացված են ռեգրեսիոն անալիզի արդյունքները՝ «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների օրինակով:

Աղյուսակ 2.4.

Ռեգրեսիոն անալիզի արդյունքները «NASDAQ-100» համաթվի դեպքում

Model 1						Model 2					
Variables	Estimated Coefficient	Standard Robust Error	p value		VIF	Variables	Estimated Coefficient	Standard Robust Error	p value		VIF
TB	0.441	0.154	0.005	***	1.24	TB	0.940	0.034	0.000	***	1.47
IB	-0.002	0.004	0.659	-	1.04	IB	0.950	0.044	0.000	***	1.54
OM	0.592	0.273	0.033	**	1.32	OM	0.890	0.047	0.000	***	4.32
AT	11.230	3.585	0.002	***	1.17	AT	0.900	0.056	0.000	***	4.13
FL	9.024	3.047	0.004	***	1.41	FL	0.890	0.064	0.000	***	3.59
PE	-0.062	0.030	0.040	**	1.55	PE	-0.100	0.047	0.037	**	4.35
PB	0.633	0.207	0.003	***	1.37	PB	0.140	0.066	0.042	**	4.24
CUR	1.828	1.249	0.147	-	1.31	CUR	-0.030	0.019	0.132	-	1.92
_cons	-59.425	19.489	0.003	***	-	_cons	-8.240	0.484	0.000	***	-
N=90						N=87					
R-squared= 0.6786						R-squared= 0.9930					
F-test (8, 81) = 5.55 ***						F-test (8, 81) = 4364.82 ***					
Root MSE = 14.831						Root MSE = 0.06895					
Ramsey test: F (3, 75) = 51.19 ***						Ramsey test: F (3, 75) = 0.44					

Աղյուսակ 2.4.-ի առաջին տողում ներկայացված են անկախ փոփոխականները (Variables), որոնք կարող են ազդեցություն ունենալ $U\angle Z$ -ն վրա (կախյալ փոփոխական), և ռեգրեսիոն հավասարման հաստատուն փոփոխականը (cons): Աղյուսակի երկրորդ տողում ներկայացված են հաշվարկված ռեգրեսիայի գործակիցները (Coefficient), որոնք ցույց են տալիս անկախ և կախյալ փոփոխականների միջև փոխկապվածության

տեսակը և հզորությունը: Ռեգրեսիայի գործակցի դրական արժեքի դեպքում անկախ փոփոխականի արժեքի փոփոխությունը փոփոխում է կախյալ փոփոխականի արժեքը նույն ուղղությամբ, բացասական արժեքի դեպքում՝ հակառակը:

Ռեգրեսիայի գործակիցները ներկայացված են անկախ փոփոխականներին համապատասխան չափման միավորներով և ցույց են տալիս կախյալ փոփոխականի արժեքի սպասվող փոփոխությունը՝ համապատասխան անկախ փոփոխականի արժեքի մեկ միավոր փոփոխության դեպքում, պահելով բոլոր այլ փոփոխականները հաստատուն (*ceteris paribus*): Աղյուսակի երրորդ տողում ներկայացված է ստանդարտ սխալանքը (*standard robust error*), ինչը երաշխավորում է, որ հոմոսկեդաստիկության հիպոթեզը չի խախտվել, և հաշվարկների արդյունքները հուսալի են: Աղյուսակի չորրորդ տողում ներկայացված են *p*-վիճակագրի արժեքները՝ իրենց համապատասխան նշանակալիության աստիճաններով: Որքան փոքր է *p*-վիճակագրի արժեքը, այնքան մեծ է նշանակալիության մակարդակը: Վերջին տողում ներկայացված են վարիացիայի ինֆլացիոն գործոնի արժեքները, որոնց միջոցով կարելի է եզրակացնել անկախ փոփոխականների միջև բազմակողմնաբարության առկայության մասին: Ռեգրեսիոն անալիզի որակի և ճշգրտության վերաբերյալ ցուցանիշները նույնպես ներկայացված են աղ. 2.4.-ում:

Դետերմինացման գործակիցը (*R-squared*) ցույց է տալիս, թե կախյալ փոփոխականի արժեքի փոփոխության որ մասն է պայմանավորված անկախ փոփոխականների արժեքների փոփոխությամբ: Որքան մոտ է դետերմինացման գործակցի արժեքը 1-ին, այնքան որակյալ է ընտրված մոդելը:

Ֆիշերի *F* հայտանիշը գնահատում է զրոյական հիպոթեզը (H_0), որ բոլոր ռեգրեսիայի գործակիցները հավասար են 0-ի, և այլընտրանքային հիպոթեզը (H_A), որ առնվազն մեկ փոփոխական հավասար չէ 0-ի: Այն որոշում է՝ արդյոք կախյալ փոփոխականի և անկախ փոփոխականների միջև ստացված փոխկապվածությունը վիճակագրականորեն հուսալի է: Երբ Ֆիշերի *F* հայտանիշը նշանակալի է, ապա գնահատված դետերմինացման գործակիցը վստահելի է:

Ռեգրեսիոն առաջին մոդելի արդյունքները ցույց են տալիս, որ դետերմինացման գործակցի արժեքը 0.6786 է, ինչը նշանակում է, որ կախյալ փոփոխականի արժեքի

փոփոխության 67.86 %-ը պայմանավորված է մոդելում ներկայացված 8 անկախ փոփոխականների արժեքների փոփոխությամբ: Սակայն երկրորդ մոդելի դեպքում դետերմինացման գործակցի արժեքը (0.9930) էականորեն մեծ է առաջին մոդելի արժեքից: Կախյալ փոփոխականի արժեքի փոփոխությունները՝ առաջին մոդելի դեպքում՝ 32.14 %, իսկ երկրորդի դեպքում՝ 0.07%, բացատրվում են ռեգրեսիայի սխալի միջոցով: F-վիճակագրի արժեքները երկու մոդելների դեպքում էլ վկայում են վիճակագրական նշանակալիության մասին: Դետերմինացման գործակցի բարձր արժեքից կարելի է եզրակացնել, որ երկրորդ մոդելի արդյունքները ավելի ճշգրիտ են:

Ըստ առաջին մոդելի արդյունքների՝ ԸԻ և ՀԲ (CUR, IB) փոփոխականները վիճակագրորեն նշանակալի չեն, մինչդեռ երկրորդ մոդելի արդյունքները վկայում են, որ միայն ԸԻ-ն վիճակագրորեն նշանակալի չէ: Հետևաբար, վերոնշյալ անկախ փոփոխականների՝ կախյալ փոփոխականի վրա ազդելու վերաբերյալ եզրակացության հնարավոր չէ հանգել: Մոդելում ընդգրկված մյուս փոփոխականները վիճակագրորեն նշանակալի են և համահունչ կախյալ և անկախ փոփոխականների միջև տեսական փոխկապվածությանը:

Առաջին մոդելի արդյունքները ցույց են տալիս, որ ՀԱՇ փոփոխականի ռեգրեսիոն գործակցի արժեքը 11.23 է, ինչը նշանակում է, որ ՀԱՇ գործակցի արժեքի մեկ եվրո փոփոխության դեպքում ՍԿՇ (կախյալ փոփոխական) գործակիցը կփոխվի 11.23 %-ով: ՖԼ փոփոխականի ռեգրեսիոն գործակցի արժեքը 9.02 է, ինչը նշանակում է, որ ՖԼ գործակցի արժեքի մեկ եվրո փոփոխության դեպքում ՍԿՇ գործակիցը կփոխվի 9%-ով:

Երկրորդ մոդելի արդյունքները փաստում են այն մասին, որ ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները ազդում են կախյալ փոփոխականի վրա: Ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների՝ ՏԲ, ՀԲ, ԶԳՄ, ՀԱՇ և ՖԼ ռեգրեսիոն գործակիցների արժեքներն են՝ 0.98, 0.54, 0.87, 0.87 և 0.71 համապատասխանաբար, ինչը նշանակում է, որ վերոնշյալ գործակիցների արժեքների 1% փոփոխության դեպքում ՍԿՇ գործակցի արժեքը կփոխվի համապատասխանաբար 0.98 %-ով, 0.54 %-ով, 0.87 %-ով, 0.87 %-ով և 0.71 %-ով: Գ/Ե և Գ/ԲՀԱ գործակիցների ազդեցությունը ՍԿՇ գործակցի վրա չնչին է 10% նշանակալիության աստիճանի դեպքում: Երկու մոդելների արդյունքները փաստում են, որ ԸԻ գործակիցը վիճակագրորեն նշանակալի չէ:

Ստացված արդյունքները համահունչ են Ք. Սալեմի և Ռ. Ռեմանի հետազոտության արդյունքներին, որտեղ ուսումնասիրվում է իրացվելիության կատեգորիային դասվող գործակիցների ազդեցությունը շահութաբերության կատեգորիային դասվող գործակիցների վրա, այդ թվում՝ ՍԿՇ⁷⁶: Հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ իրացվելիության կատեգորիայի ԿԻ, ԱԻ և ԸԻ գործակիցները չեն ազդում ՍԿՇ գործակցի վրա:

Ինչպես արդեն նշել էինք 2.1. ենթագլխում, վիճակագրական վերլուծություններ կատարելիս նախընտրելի է, որ դիտարկումները (կազմակերպությունները) լինեն միևնույն տնտեսության ոլորտից: Այս առումով հետազոտությունը կատարվել է նաև տեխնոլոգիաների և սպառման ոլորտի կազմակերպությունների օրինակով:

2.2. Սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնները՝ ըստ տնտեսության ոլորտների

Այս ենթագլխում ներկայացված են փոփոխականների վիճակագրական բնութագրերը, Պիերսոնի կոռելյացիայի և ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները տեխնոլոգիաների և սպառման ոլորտների կազմակերպությունների համար⁷⁷:

Փոփոխականների վիճակագրական բնութագրիչ տվյալները ներկայացված են աղ. 2.5.-ում: Փոփոխականները կարելի է բաժանել երկու խմբի՝ ելնելով արժեքների շեղվածության մակարդակից:

Փոփոխականների առաջին խումբը բաղկացած է ՍԿՇ, ԳՄ, Գ/Ե, Գ/ԲՀԱ և ԸԻ գործակիցներից, հաշվի առնելով գործակիցների արժեքների բարձր ցրվածության մակարդակը իրենց համապատասխան միջինների շուրջը (ստանդարտ շեղման և վարիացիայի գործակցի բարձր արժեքներ): Վերոնշյալ գործակիցների արժեքների բաշխվածությունների սկյունեսի բարձր արժեքները նշանակում են, որ բաշխվածությունները ասիմետրիկ են, հատկապես՝ Գ/ԲՀԱ և ԸԻ գործակիցների

⁷⁶ Saleem Q., Rehman R. U., (2011)

⁷⁷ Kharatyan D. A., (2018)

բաշխվածությունները: Գ/Ե, Գ/ԲՀԱ և ԸԻ գործակիցների կուրսոգիսի արժեքները բավականին բարձր են, ինչը ենթադրում է, որ այս գործակիցների բաշխվածությունների գագաթները ավելի բարձր են, քան նորմալ բաշխվածության գագաթը:

Փոփոխականների երկրորդ խումբը բաղկացած է ՏԲ, ՀԲ ՀԱՇ և ՖԼ գործակիցներից: Ի տարբերություն առաջին խմբի գործակիցների՝ երկրորդ խմբի գործակիցների արժեքները ավելի քիչ են ցրված իրենց համապատասխան միջինների շուրջը (վարիացիայի գործակցի համեմատաբար փոքր արժեքներ): Երկրորդ խմբի գործակիցների սկյունեսի և կուրսոգիսի արժեքները ավելի փոքր են, քան առաջին խմբի փոփոխականների արժեքները: Բնական է, որ տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների հաշվարկված գործակիցների արժեքների շեղումները համեմատաբար ավելի փոքր են, քան «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների արժեքները, քանի որ տեխնոլոգիայի ոլորտի կազմակերպությունները իրենց բնութագրերով և մեծությամբ նմանատիպ են, հետևապես, ընտրանքը ավելի համասեռ է, որի մասին վկայում է աղ. 2.2.-ի և աղ. 2.5.-ի վարիացիաների գործակիցների արժեքները:

Աղյուսակ 2.5.

Տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների փոփոխականների վիճակագրական բնութագիրը

Փոփոխ.	ՍԿՇ	ՀԲ	ՏԲ	ԳՇՄ	ՀԱՇ	ՖԼ	Գ/Ե	Գ/ԲՀԱ	ԸԻ
Դիտ. քանակ	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Թվաք. միջին	19.74	81.64	95.29	22.41	0.64	1.97	24.08	5.44	2.68
Ստան. շեղում	9.28	11.86	8.50	10.63	0.22	0.62	12.30	6.69	1.55
Վար. գործ.	0.47	0.15	0.09	0.47	0.34	0.31	0.51	1.23	0.58
Մինիմ.	6.23	65.50	73.75	7.10	0.31	1.18	6.53	1.03	1.00
Մաք.	42.71	116.84	109.32	51.52	1.24	3.61	71.64	40.30	8.66
Միջակ.	36.48	51.34	35.57	44.42	0.93	2.43	65.11	39.28	7.66
Սկյուն.	0.82	0.98	-0.86	0.80	0.69	1.05	1.92	4.60	2.04
Կուրս.	2.86	3.77	3.19	3.40	3.17	3.36	8.31	24.55	8.35

Փոփոխականների փոխազդեցության Պիերսոնի կոռելյացիայի արդյունքները տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների դեպքում ներկայացված են աղ. 2.6-ում:

Ըստ Պիերսոնի կոռելյացիայի առաջին մոդելի արդյունքների՝ ԳՇՄ և Գ/ԲՀԱ գործակիցները էականորեն ազդում են ՍԿՇ գործակցի վրա: Մինչդեռ ՀԱՇ և ՖԼ գործակիցները համեմատաբար փոքր ազդեցություն ունեն ՍԿՇ գործակցի վրա, իսկ ՀԲ, ՏԲ, Գ/Ե և ԸԻ գործակիցները չեն ազդում ՍԿՇ գործակցի վրա:

Երկրորդ մոդելի դեպքում ԳՇՄ և Գ/ԲՀԱ գործակիցները զգալիորեն ազդում են ՍԿՇ գործակցի վրա, իսկ ՀԱՇ գործակիցը համեմատաբար փոքր ազդեցություն ունի ՍԿՇ վրա: Երկրորդ մոդելի դեպքում ՀԲ, ՏԲ, ՖԼ, Գ/Ե, և ԸԻ գործակիցները չեն ազդում ՍԿՇ գործակցի վրա:

Աղյուսակ 2.6.

*Պիերսոնի կոռելյացիայի արդյունքները տեխնոլոգիաների ոլորտի
կազմակերպությունների դեպքում*

Փոփոխականներ	ՀԲ	ՏԲ	ԳՇՄ	ՀԱՇ	ՖԼ	Գ/Ե	Գ/ԲՀԱ	ԸԻ
Գծային ՍԿՇ	-	-	0.542* (32)	0.334 (32)	0.334 (32)	-	0.425* (32)	-
Լոգարիթմական ՍԿՇ	-	-	0.542* (32)	0.326 (32)	-	-	0.471* (32)	-

Աղ. 2.7.-ում ներկայացված են ռեգրեսիոն անալիզի արդյունքները՝ «NASDAQ-100» համաթվի տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների դեպքում⁷⁸: Երկու մոդելների դեպքում էլ դետերմինացման գործակցի բարձր արժեքները նշանակում են, որ անկախ փոփոխականների արժեքների փոփոխությունները բացատրում են կախյալ փոփոխականի արժեքի փոփոխությունները: Այլ կերպ՝ կախյալ և անկախ փոփոխականների միջև փոխկապվածությունը բացատրելու համար ընտրված մոդելները որակյալ և ճշգրիտ են: Առաջին մոդելի դեպքում դետերմինացման

⁷⁸ * ցույց է տալիս 10% նշանակալիություն, ** ցույց է տալիս 5% նշանակալիություն, *** ցույց է տալիս 1% նշանակալիություն:

գործակցի արժեքը կազմում է 0.8621, իսկ երկրորդի դեպքում՝ 0.9847: Հետևապես՝ երկրորդ մոդելի արդյունքներն ավելի ճշգրիտ են: Երկրորդ մոդելի միջին քառակուսային շեղումը (RMSE) էականորեն փոքր է, ինչը նույնպես ենթադրում է ավելի ճշգրիտ արդյունքներ: Ինչպես «NASDAQ-100» համաթվի բոլոր կազմակերպությունների, այնպես էլ տեխնոլոգիաների ոլորտի դեպքում F-վիճակագրի արժեքները վկայում են վիճակագրական նշանակալիության մասին:

Աղյուսակ 2.7.

Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների դեպքում

Model 1						Model 2					
Variables	Estimated Coefficient	Standard Robust Error	p value		VIF	Variables	Estimated Coefficient	Standard Robust Error	p value		VIF
TB	0.13	0.066	0.066	*	2	TB	0.98	0.149	0.000	***	2.25
IB	0.21	0.106	0.065	*	2.2	IB	0.54	0.248	0.041	***	2.5
OM	0.67	0.126	0.000	***	1.46	OM	0.87	0.056	0.000	***	2.2
AT	22.22	5.403	0.000	***	1.68	AT	0.87	0.058	0.000	***	3.04
FL	6.95	1.456	0.000	***	1.79	FL	0.71	0.128	0.000	***	3.26
PE	-0.01	0.034	0.723	-	1.94	PE	-0.13	0.071	0.090	**	4.03
PB	0.39	0.081	0.000	***	1.56	PB	0.20	0.079	0.020	**	4.28
CUR	-0.13	0.680	0.845	-	1.41	CUR	-0.05	0.033	0.180	-	1.72
_cons	-54.72	13.621	0.001	***	-	_cons	-6.33	1.577	0.001	***	-
N = 32						N = 32					
R-squared = 0.8621						R-squared = 0.9847					
F-Test (8, 23) = 126.97 ***						F-Test (8, 23) = 1009.39 ***					
Root MSE = 3.9997						Root MSE = 0.06749					
Ramsey test: F (3, 20) = 0.28						Ramsey test: F (3, 20) = 0.19					

Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ցույց են տալիս, որ առաջին մոդելի դեպքում Գ/ԲՀԱ և ԸԻ գործակիցները վիճակագրորեն նշանակալի չեն, մինչդեռ երկրորդ մոդելի դեպքում միայն ԸԻ գործակիցը վիճակագրորեն նշանակալի չէ: Հետևաբար, վերոնշյալ փոփոխականների՝ կախյալ փոփոխականի վրա ազդեցության մասին հետևություն հնարավոր չէ կատարել:

Ըստ առաջին մոդելի արդյունքների՝ ՀԱՇ փոփոխականի ռեգրեսիոն գործակցի արժեքը 22.22 է, ինչը նշանակում է, որ ՀԱՇ գործակցի արժեքի 1 եվրո փոփոխության դեպքում ՍԿՇ արժեքը կփոփոխվի 22.22 %-ով: ՖԼ փոփոխականի ռեգրեսիոն գործակցի արժեքը 6.95 է, հետևաբար՝ ՖԼ գործակցի 1 եվրո փոփոխության դեպքում ՍԿՇ արժեքը կփոփոխվի 6.95%-ով:

Երկրորդ մոդելի արդյունքները վկայում են, որ ՀԲ, ՏԲ, ԳՇՄ, ՀԱՇ և ՖԼ (ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչներ) գործակիցները ամենամեծ ազդեցությունն ունեն ՍԿՇ գործակցի վրա: Վերոնշյալ փոփոխականների ռեգրեսիոն գործակիցներն են՝ 0.98, 0.54, 0.87, 0.87 և 0.71 համապատասխանաբար, ինչը նշանակում է, որ վերոնշյալ անկախ փոփոխականների արժեքի 1% փոփոխության դեպքում ՍԿՇ-ը կփոխվի 0.98%-ով, 0.54 %-ով, 0.87 %-ով, 0.87 %-ով և 0.71 %-ով: Ինչպես երևում է ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքներից՝ տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների ՍԿՇ գործակցի վրա առավել մեծ ազդեցություն ունեն ՀԲ, ԳՇՄ և ՀԱՇ գործակիցները:

Սպառման ոլորտի կազմակերպությունների բնութագրիչ վիճակագրական տվյալները, Պիերսոնի կոռելյացիայի և ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ներկայացված են աղ. 2.8 ... 2.10.-ում համապատասխանաբար:

Փոփոխականները կարելի է բաժանել երկու խմբի՝ կախված ցրվածության մակարդակից: Առաջին խմբին են դասվում ՍԿՇ, ԳՇՄ, ՀԱՇ, ՖԼ և ԸԻ գործակիցները, որոնք բնութագրվում են ցրվածության բարձր մակարդակով իրենց համապատասխան միջինների շուրջը: Արժեքների ցրվածության բարձր մակարդակը երևում է վարիացիայի գործակցի համեմատաբար բարձր արժեքներից, ինչպես նաև սկյունեսի և կուրտոզիսի բարձր արժեքներից, հատկապես՝ ՍԿՇ և ՖԼ գործակիցների դեպքում:

Փոփոխականների երկրորդ խմբին են դասվում ՀԲ, ՏԲ, Գ/Ե և Գ/ԲՀԱ գործակիցները, որոնց ցրվածության մակարդակը իրենց համապատասխան միջինների շուրջը ավելի փոքր է, քան առաջին խմբի գործակիցներինը: Սկյունեսի և վարիացիայի գործակիցների արժեքները համեմատաբար ավելի փոքր են, քան առաջին խմբի փոփոխականների արժեքները, ինչը նշանակում է, որ արժեքների բաշխվածությունները ավելի սիմետրիկ են, քան առաջին խմբի գործակիցներինը:

Երկրորդ խմբի փոփոխականների Կուրտոզիսի արժեքները նույնպես ավելի փոքր են, քան առաջին խմբի փոփոխականների արժեքները, ինչը փաստում է, որ երկրորդ խմբի փոփոխականների արժեքների ցրվածության մակարդակը փոքր է: Ինչպես երևում է աղ. 2.2., 2.5. և 2.8.-ի արդյունքներից, ինչպես տեխնոլոգիաների, այնպես էլ սպառման ոլորտների դեպքում կազմակերպությունների փոփոխականների արժեքները բնութագրվում են ավելի ցածր ցրվածությամբ, քան «NASDAQ-100» համաթվի ընտրանքի դեպքում:

Աղյուսակ 2.8.

*Սպառման ոլորտի կազմակերպությունների փոփոխականների
վիճակագրական բնութագիրը*

Փոփոխ.	ՍԿՇ	ՀԲ	ՏԲ	ԳՇՄ	ՀԱՇ	ՖԼ	Գ/Ե	Գ/ԲՀԱ	ԸԻ
Դիտ. քանակ	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Թվաք. միջին	29.00	73.41	93.90	18.39	1.11	2.79	28.69	6.01	2.15
Ստան. շեղում	37.12	22.66	18.45	15.90	0.85	1.91	14.69	3.74	1.54
Վար. գործ.	1.28	0.31	0.20	0.86	0.76	0.68	0.51	0.62	0.71
Մինիմ.	-35.84	28.98	42.70	-28.56	0.22	1.15	4.58	1.61	0.14
Մաք.	198.80	164.90	154.03	68.00	3.55	11.97	72.15	14.31	6.97
Միջակ.	234.64	135.91	111.33	96.55	3.34	10.82	67.58	12.70	6.82
Սկյուն.	3.04	1.68	-0.11	0.34	1.10	3.49	0.89	0.88	1.21
Կուրտ.	14.62	9.43	6.47	5.89	3.48	17.12	3.83	2.61	4.10

Ըստ Պիերսոնի կոռելյացիայի առաջին մոդելի արդյունքների՝ ՀԲ և ՖԼ գործակիցները էականորեն ազդում են ՍԿՇ գործակցի վրա, մինչդեռ ԳՇՄ և Գ/Ե գործակիցները համեմատաբար ավելի փոքր ազդեցություն ունեն: Երկրորդ մոդելի դեպքում ՍԿՇ գործակցի վրա ամենամեծ ազդեցությունն ունեն ՀԲ, Գ/Ե և Գ/ԲՀԱ, մինչդեռ ՏԲ և ԳՇՄ գործակիցները համեմատաբար ավելի ցածր ազդեցություն ունեն 10% նշանակալիության դեպքում: Ըստ արդյունքների՝ ՀԱՇ և ԸԻ գործակիցները երկու մոդելների դեպքում էլ չեն ազդում ՍԿՇ վրա:

*Պիերսոնի կոռելյացիայի արդյունքները սպառման ոլորտի կազմակերպությունների
դեպքում*

Փոփոխականներ	ՀԲ	ՏԲ	ԳՇՄ	ՀԱՇ	ՖԼ	Գ/Ե	Գ/ԲՀԱ	ԸԻ
Գծային ՍԿՇ	0.578* (34)	-	0.410* (34)	-	0.718* (34)	-0.406* (34)	-	-
Լոգարիթմական ՍԿՇ	0.672* (33)	0.327 (33)	0.293 (33)	-	0.404* (32)	-0.548* (33)	0.525* (33)	-

Ինչպես երևում է ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքներից՝ *և՛ առաջին, և՛ երկրորդ մոդելների դեպքում դետերմինացման գործակիցների արժեքները բարձր են: Առաջին մոդելի դեպքում այն 0.9022 է, իսկ երկրորդի դեպքում՝ 0.9934, ինչը վկայում է, որ կախյալ փոփոխականների արժեքների փոփոխությունները մեծ արդյունավետությամբ բացատրում են կախյալ փոփոխականի արժեքի փոփոխությունները: Հատկանշական է, որ երկու մոդելների դեպքում էլ F-վիճակագրի արժեքները վկայում են վիճակագրական նշանակալիության մասին: Երկրորդ մոդելի միջին քառակուսային սխալանքը ավելի փոքր է, քան առաջինը: Հաշվի առնելով երկրորդ մոդելի ավելի փոքր միջին քառակուսային սխալանքը և դետերմինացման գործակցի ավելի բարձր արժեքը, կարելի է եզրակացնել, որ երկրորդ մոդելի արդյունքները ավելի ճշգրիտ են:*

Առաջին մոդելի դեպքում Ռամսեյ F-վիճակագրի արժեքը վիճակագրորեն նշանակալի չէ, հետևաբար՝ գծային մոդելը անկախ փոփոխականների և կախյալ փոփոխականի միջև փոխկապվածությունը բացատրելու լավագույն տարբերակը չէ: Այս առումով երկրորդ մոդելի արդյունքները, ինչպես արդեն նշեցինք, ավելի ճշգրիտ են:

Երկրորդ մոդելի արդյունքները ցույց են տալիս, որ ՀԲ, ՏԲ, ԳՇՄ, ՀԱՇ և ՖԼ գործակիցները (ընդլայնված Դյուպոն բաղադրիչներ) մեծ ազդեցություն ունեն ՍԿՇ գործակցի վրա: Վերոնշյալ փոփոխականների ռեգրեսիոն գործակիցներն են. 0.91, 1.05, 0.87, 0.88, 0.93 համապատասխանաբար, հետևաբար՝ անկախ փոփոխականների արժեքի 1% փոփոխության դեպքում ՍԿՇ գործակցի արժեքը կփոփոխվի 0.91 %-ով, 1.05 %-ով, 0.87 %-ով, 0.88 %-ով և 0.93 %-ով համապատասխանաբար: Չնայած այս փոփոխականների ազդեցության մակարդակը

գրեթե նույն է, այնուամենայնիվ, ամենամեծ ազդեցությունն ունեն ՀԲ, ՏԲ և ՖԼ գործակիցները:

Աղյուսակ 2.10.

Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները սպառման ոլորտի կազմակերպությունների դեպքում

Model 1						Model 2					
Variables	Estimated Coefficient	Standard Robust Error	p value		VIF	Variables	Estimated Coefficient	Standard Robust Error	p value		VIF
TB	0.25	0.185	0.193	-	2.71	TB	0.91	0.079	0.000	***	1.89
IB	0.07	0.124	0.555	-	1.28	IB	1.05	0.064	0.000	***	1.63
OM	1.47	0.221	0.000	***	2.28	OM	0.87	0.079	0.000	***	7.3
AT	18.48	6.268	0.007	***	1.91	AT	0.88	0.094	0.000	***	9.01
FL	14.96	2.876	0.000	***	2.77	FL	0.93	0.057	0.000	***	6.28
PE	0.00	0.284	0.990	-	2.75	PE	-0.12	0.081	0.149	-	6.25
PB	0.09	1.086	0.936	-	2.05	PB	0.12	0.092	0.196	-	6.78
CUR	0.54	1.863	0.775	-	1.79	CUR	-0.01	0.015	0.538	-	1.87
_cons	-86.91	25.759	0.002	***	-	_cons	-8.45	0.749	0.000	***	-
N = 34						N = 33					
R-squared = 0.9022						R-squared = 0.9934					
F-Test (8, 25) = 25.48 ***						F-Test (8, 24) = 1082.18 ***					
Root MSE = 13.339						Root MSE = 0.0805					
Ramsey test: F (3, 22) = 98.97 ***						Ramsey test: F (3, 21) = 1.82					

Ամփոփելով կատարված ռեգրեսիոն վերլուծությունների արդյունքները՝ մասնավորապես կարելի է փաստել՝

- Ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները, այդ թվում՝ ԱՇ, ԶՇՄ, ՖԼ, ՀԲ և ՏԲ գործակիցները բոլոր նմուշներում ամենամեծ ազդեցությունն ունեն ՍԿՇ գործակցի վրա:
- Գ/Ե և Գ/ԲՀԱ գործակիցները ունեն բավականին փոքր ազդեցություն ՍԿՇ գործակցի վրա նշանակալիության 5%-ի դեպքում, մինչդեռ սպառման ոլորտի դեպքում Գ/Ե և Գ/ԲՀԱ գործակիցները չեն ազդում ՍԿՇ գործակցի վրա:
- ԸԻ գործակիցը չի ազդում ՍԿՇ գործակցի վրա բոլոր նմուշներում:

Սպառման ոլորտի դեպքում Գ/Ե և Գ/ԲՀԱ գործակիցների վիճակագրորեն

նշանակալի չլինելը կարող է պայմանավորված լինել տեխնոլոգիաների ոլորտի համեմատ՝ ընտրանքի համասեռության ավելի ցածր մակարդակով: Ընտրանքի ավելի ցածր համասեռության պատճառներից կարող է լինել ոչ ցիկլային և ցիկլային կազմակերպությունների ընդգրկումը:

Հետազոտության արդյունքների համեմատումը այլ հետազոտությունների արդյունքների հետ խնդրահարույց է, քանի որ ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների վերաբերյալ ուսումնասիրությունները խիստ սահմանափակ են, հատկապես՝ տեխնոլոգիաների և սպառման ոլորտների դեպքում:

Մ. Մուբինը և Ա. Իքբալը ուսումնասիրել են փոփոխված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների ազդեցությունը սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի վրա «Կարաչի 100» համաթվի կազմակերպությունների օրինակով⁷⁹: Վերլուծության արդյունքները փաստում են, որ սեփական կապիտալի շահութաբերության վրա էականորեն ազդում է ակտիվների շրջանառելիությունը, որին հաջորդում է ֆինանսական լծակ գործակիցը՝ առավել փոքր ազդեցությամբ: Հատկանշական է, որ հետազոտության արդյունքների համաձայն՝ զուտ շահույթի մարժան չի ազդում սեփական կապիտալի շահութաբերության վրա:

Մեր կողմից կատարված ուսումնասիրությունները փաստում են, որ «NASDAQ-100» կազմակերպությունների դեպքում Դյուպոն մեթոդի բոլոր բաղադրիչները էականորեն ազդում են սեփական կապիտալի շահութաբերության վրա, ինչը համահունչ է տեսության հետ: Համաձայն մեր հետազոտությունների արդյունքների՝ ակտիվների շրջանառելիություն գործակցի ազդեցությունը մի փոքր բարձր է, քան ֆինանսական լծակ և զուտ շահույթի մարժա գործակիցների ազդեցությունները:

Դ. Դելենի, Ս. Կուլեյի և Ա. Ույարի կողմից ուսումնասիրվել են Ստամբուլի ֆոնդային բորսայում գրանցված թուրքական կազմակերպությունների սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչները: Հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչներն են սեփական կապիտալի շահութաբերությունը մինչև հարկումը (ՇՄՀ/ՄԿ) և զուտ շահույթի մարժա գործակիցները:

⁷⁹ Mubin M., Iqbal A., (2014)

Մեր կողմից կատարված հետազոտությունների արդյունքները փաստում են, որ «NASDAQ-100» կազմակերպությունների դեպքում սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի վրա մեծ ազդեցություն ունի գործառնական շահույթի մարժան (ԳՇՄ):

ԳԼՈՒԽ 3. ՀՀ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ԵՎ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ

Ատենախոսության այս գլխում ուսումնասիրվում են ՀՀ ֆինանսական հատվածի՝ բանկային, ապահովագրական և ՀՀ ոչ ֆինանսական հատվածի՝ էներգետիկայի, հեռահաղորդակցության ոլորտների կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության ցուցանիշները՝ Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ: Բացի Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչներից, օգտագործվել են նաև այլ ֆինանսական գործակիցներ: Կատարված ուսումնասիրությունների հիման վրա բացահայտվել են ոլորտների և կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության գնահատման հիմնախնդիրները: Այնուհետև առաջարկվել են կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կարգավորման և բարձրացման ուղղված առաջարկություններ:

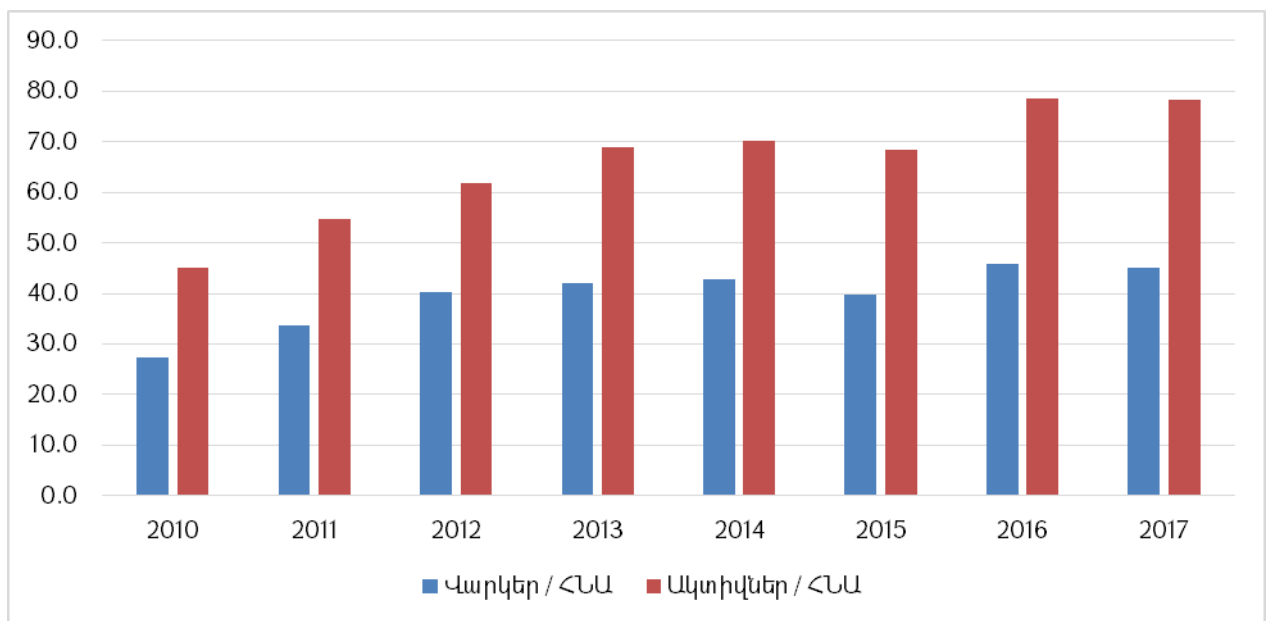
3.1. ՀՀ բանկային ոլորտը

ՀՀ բանկային համակարգը ֆինանսական շուկայի ամենամեծ ոլորտն է, որը կազմում է ֆինանսական շուկայի ակտիվների 87.3%-ը⁸⁰: ՀՀ բանկային ոլորտը, ի տարբերություն տնտեսության այլ ոլորտների, կենտրոնական բանկի կողմից խստորեն կարգավորվում և վերահսկվում է: Այս առումով ԿԲ որոշումները, նորմատիվները և այլ օրենսդրական ակտերը մեծապես ազդում են առևտրային բանկերի գործունեության վրա: Վերջին մի քանի տարիներին ՀՀ կենտրոնական բանկի վարած դրամավարկային քաղաքականությունը (վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի զգալի անկում) ուղղված է ոլորտում վարկերի քանակի մեծացմանը՝ վարկերի տրամադրման ավելի մատչելի պայմաններ ապահովելով (տե՛ս նկ. 3.3.): ՀՀ բանկային ոլորտի մրցակցության բարձր մակարդակի, վարկերի և ավանդների նվազող

⁸⁰ Աղբյուրը՝ Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն, (2017), է. 30:

տոկոսադրույքների դինամիկայի, ինչպես նաև ՀՀ բանկերի ընդհանուր կապիտալի նորմատիվի բարձրացման արդյունքում բանկերի միաձուլման գործընթացը ավարտվել է: ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափը 5 մլրդ դրամից մինչև 30 մլրդ դրամ բարձրացնելու արդյունքում ՀՀ բանկային ոլորտի միաձուլման գործընթացը մեծ թափ հավաքեց,⁸¹ որի հետևանքով բանկերի քանակը 21-ից նվազեց 17:

Նկ. 3.1.-ում ներկայացված է ՀՀ բանկային համակարգի ակտիվության ցուցանիշների դինամիկան, որտեղ նշված են 2010-2017 թթ. ընթացքում վարկեր/ՀՆԱ և ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշների տվյալները⁸²:



Նկ. 3.1. ՀՀ բանկային ոլորտի ակտիվության ցուցանիշների դինամիկան

Նկ. 3.1.-ից երևում է, որ Հայաստանի Հանրապետության բանկային ոլորտի վարկեր/ՀՆԱ և ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշների դինամիկան դրական է 2010-2017 թթ. ժամանակահատվածում, ինչը վկայում է բանկային ոլորտի ակտիվության աճի և

⁸¹ Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2014. թ. դեկտեմբերի 30-ի «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2007 թվականի փետրվարի 9-ի թիվ 39-ն որոշման մեջ փոփոխություն կատարելու մասին» թիվ 367-Ն որոշում:

⁸² Աղբյուր՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ, Վարկեր/ՀՆԱ:

տնտեսության մեջ ներգրավվածության մակարդակի բարձրացման մասին:

ՀՀ բանկային ոլորտի հաշվեկշռային ցուցանիշները՝ ակտիվները, սեփական կապիտալը և պարտավորությունները ներկայացված են աղ. 3.1.-ում⁸³:

Աղյուսակ 3.1.

ՀՀ բանկային ոլորտի հաշվեկշռային ցուցանիշները, մլրդ ՀՀ դրամ

Տարեթիվ	Ընդհանուր ակտիվներ	Ընդհանուր պարտավորություններ	Հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալ
2012	2,470.63	2,077.04	393.59
2013	2,943.73	2,487.70	456.03
2014	3,410.92	2,941.80	469.12
2015	3,457.08	2,943.03	514.05
2016	3,994.54	3,340.95	653.59
2017	4,364.37	3,678.10	686.27

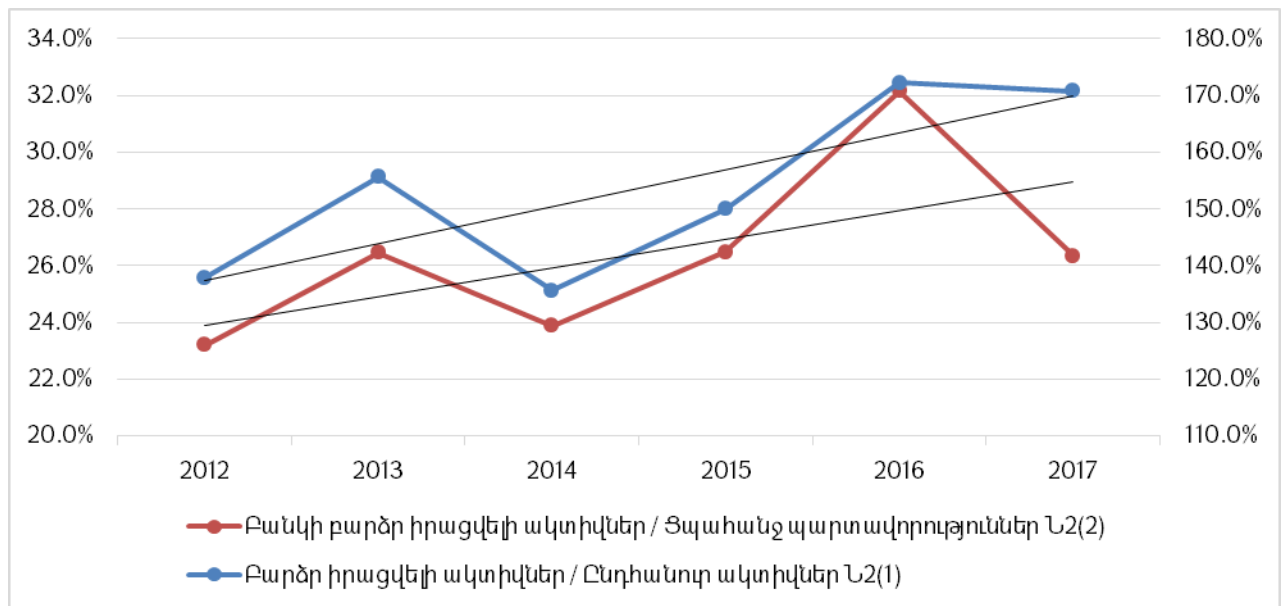
Ինչպես երևում է աղյուսակից, 2012-2017 թթ. ժամանակահատվածում ՀՀ բանկային ոլորտի ակտիվները աճել են 76.7 %-ով, մինչդեռ 2016 թ.-ի համեմատ ակտիվներն աճել են 9.25 %-ով, ինչը նույնպես ենթադրում է բանկային ոլորտի ակտիվության բարձրացման մասին: Բնականաբար, ակտիվների հետ համատեղ աճել են նաև ընդհանուր պարտավորությունները և հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալը, որոնց համապատասխան կշիռները կապիտալի կառուցվածքում գրեթե չեն փոփոխվել:

ՀՀ բանկային ոլորտի իրացվելիության նորմատիվային ցուցանիշները պատկերված են նկ. 3.2.-ում⁸⁴: Ինչպես երևում է նկ. 3.2.-ից, ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող բարեփոխումների արդյունքում, հատկապես 2014-2016 թթ., նկատվում է ՀՀ առևտրային բանկերի իրացվելիության ցուցանիշների աճի դինամիկա: 2017 թ.-ին բանկային համակարգի իրացվելիության նորմատիվների արժեքները մի

⁸³ Աղբյուր՝ ՀՀ կենտրոնականա բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական հաշվեկշռային ցուցանիշներ:

⁸⁴ Աղբյուր՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության նորմատիվները:

փոքր նվազել են, սակայն նորմատիվների սահմանված նվազագույն շեմից (Ն2(1)-15%, Ն2(1)-60%) էականորեն բարձր են:



Նկ. 3.2. ՀՀ բանկային ոլորտի իրացվելիության նորմատիվային ցուցանիշների դինամիկան (Ն(2)2 - ձախ առանցք, Ն(2)1 - աջ առանցք)

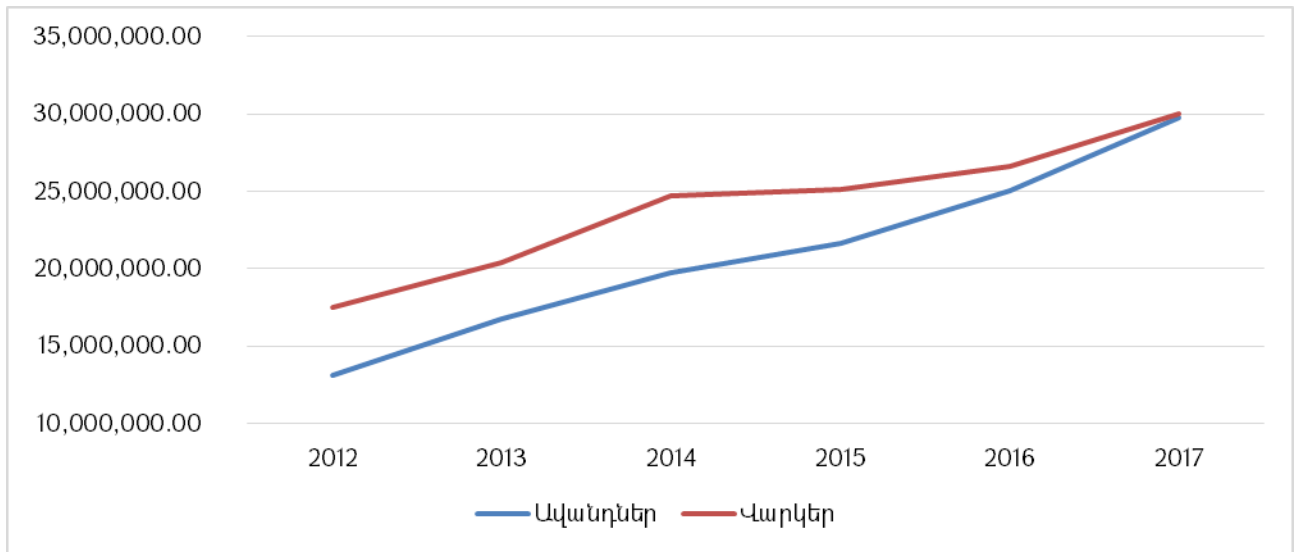
ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ՀՀ բանկային ոլորտի կենտրոնացվածության մակարդակը Հերֆինդալ-Հիրշմանի գործակցով⁸⁵ գնահատվել է 0.087՝ ըստ ընդհանուր ակտիվների, ինչը ենթադրում է կենտրոնացվածության ցածր մակարդակ⁸⁶: Բանկային ոլորտի խոշորագույն բանկերի (Ամերիա, Արդշին, Ինեկո) զուտ շահույթի մասնաբաժինը բանկային ոլորտի ընդհանուր շահույթի մեջ տարեցտարի փոքրացել է: Կենտրոնացվածության ցածր մակարդակը և կենտրոնական բանկի կողմից ընդհանուր կապիտալի նորմատիվի շեմի բարձրացումը միտված են բանկային ոլորտի կայունության ռիսկերի նվազեցմանը (բարձրանում է բանկերի պաշտպանվածության մակարդակը տնտեսական ճգնաժամերից):

Բանկային ոլորտի ավանդների և վարկերի ծավալային փոփոխությունները 2012-

⁸⁵ Տե՛ս Rhoades, S. A. (1993)

⁸⁶ Աղբյուր՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի, ֆինանսական համակարգ և վերահսկողություն. ներածություն:

2017 թթ. ներկայացված են նկ. 3.3-ում⁸⁷: Ինչպես պատկերված է նկ. 3.3-ում, ավանդների և վարկերի ծավալներն էականորեն աճել են 2012-2017 թթ. ժամանակահատվածում, սակայն դրանց միջև ճեղքվածքը տարեցտարի փոքրացել է և 2017 թ.-ին արդեն գրեթե զրոյացել է: Հետևապես, վարկերի և ավանդների ծավալային ճեղքվածքի զրոյացման արդյունքում ստացված զուտ տոկոսային եկամուտները, լինելով բանկերի շահույթի կարևորագույն աղբյուրներից, էականորեն նվազել են:



Նկ. 3.3. ՀՀ բանկերի ավանդների և վարկերի ծավալային փոփոխությունները, մլն ՀՀ դրամ

Բանկային ոլորտի հետազոտություններում կիրառվող մեթոդների շարքում անվիճելի է ֆինանսական գործակիցների վերլուծության նշանակությունը, որի միջոցով կարելի է գնահատել բանկերի գործունեության արդյունավետությունը: ՍԿՇ գործակիցը բանկերի գործունեության գնահատման ամենատարածված եղանակներից է: Սակայն, ինչպես փաստում են Եվրոպական բանկի կողմից կատարված հետազոտության արդյունքները, ՍԿՇ գործակիցը բանկի շահութաբերության և ֆինանսական արդյունավետության գնահատման առանձին ցուցանիշ չէ հատկապես ճգնաժամային իրավիճակներում, քանի որ ռիսկի բոլոր բաղադրիչները չեն

⁸⁷ Աղբյուր՝ ՀՀ կենտրոնականա բանկի, դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրություն. ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից վարկերի և ավանդների ծավալներ:

արտացոլվում ՍԿՇ-ն արժեքներում⁸⁸: Հետևաբար, ՍԿՇ որոշիչները ուսումնասիրելու համար ներկայացվել են Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների արդյունքները:

Դյուպոն մեթոդի արդյունքները ներկայացված են աղ. 3.2.-ում⁸⁹: Փոփոխված Դյուպոն մեթոդը փոխկապակցելով բանկի գործունեության կարևոր ուղղվածությունները տեղեկություն են տրամադրում ոչ միայն ակտիվների օգտագործման արդյունավետության, այլև շահութաբերության և կապիտալի ֆինանսավորման աղբյուրների մասին: Հետազոտությունները ցույց են տալիս, որ Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ կարելի է ավելի խոր ուսումնասիրել բանկերի ֆինանսական արդյունավետությունը, ինչը հնարավոր չէ գնահատել մեկ գործակցի կամ զուտ շահույթի միջոցով, քանի որ շահութաբերության մակարդակը միշտ չէ, որ ենթադրում է բարձր ֆինանսական արդյունավետություն⁹⁰:

Աղյուսակ 3.2

ՀՀ 10 խոշորագույն բանկերի փոփոխված Դյուպոն բաղադրիչները

ՀՀ խոշորագույն բանկերը (ըստ ակտիվների)		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ամերիա	ՍԿՇ	16.88%	16.05%	17.64%	9.47%	9.64%	11.39%
	ԱՇ	0.108	0.097	0.107	0.099	0.085	0.088
	ԶՇՄ	25.15%	22.23%	18.73%	10.59%	11.84%	12.48%
	ՖԼ	6.234	7.421	8.818	9.006	9.591	10.403
ՀԲԲ	ՍԿՇ	-8.57%	8.12%	13.14%	4.43%	3.31%	3.56%
	ԱՇ	0.108	0.107	0.100	0.114	0.103	0.090
	ԶՇՄ	-9.68%	8.72%	14.04%	3.90%	2.95%	3.01%
	ՖԼ	8.169	8.743	9.314	9.958	10.865	13.204
Արդշին	ՍԿՇ	12.57%	16.06%	8.57%	4.20%	36.74%	8.02%
	ԱՇ	0.133	0.142	0.113	0.113	0.107	0.089
	ԶՇՄ	17.69%	19.32%	10.90%	4.65%	43.43%	11.11%
	ՖԼ	5.330	5.852	6.967	8.025	7.914	8.095

⁸⁸ Beyond ROE—How to measure bank performance (2010), European Central Bank.

⁸⁹ Խառատյան Դ. Ա., (2018)

⁹⁰ Padake, V., Soni, R. (2015).

ԱԿԲԱ	ՍԿՇ	8.74%	9.71%	5.64%	-0.07%	3.30%	9.65%
	ԱՇ	0.127	0.132	0.134	0.139	0.141	0.138
	ԶՇՄ	13.87%	14.74%	8.16%	-0.10%	4.64%	13.54%
	ՖԼ	4.943	5.000	5.153	5.222	5.042	5.154
Ինեկո	ՍԿՇ	22.10%	23.56%	19.33%	14.40%	12.25%	15.32%
	ԱՇ	0.140	0.140	0.135	0.109	0.128	0.118
	ԶՇՄ	26.38%	29.01%	24.47%	22.40%	17.07%	23.11%
	ՖԼ	5.972	5.798	5.859	5.926	5.611	5.605
Կոնվերս	ՍԿՇ	1.95%	2.64%	9.92%	-3.07%	2.85%	10.44%
	ԱՇ	0.087	0.117	0.125	0.113	0.102	0.102
	ԶՇՄ	2.95%	3.38%	12.31%	-3.83%	8.49%	15.77%
	ՖԼ	7.620	6.642	6.473	7.077	3.308	6.511
ՎՏԲ	ՍԿՇ	13.21%	16.69%	-37.72%	10.29%	-22.75%	-13.07%
	ԱՇ	0.144	0.149	0.133	0.127	0.131	0.144
	ԶՇՄ	13.62%	14.71%	-29.07%	8.23%	-23.96%	-14.91%
	ՖԼ	6.720	7.602	9.764	9.824	7.255	6.090
Արարատ	ՍԿՇ	23.22%	17.08%	13.77%	4.27%	3.92%	5.87%
	ԱՇ	0.115	0.110	0.103	0.093	0.093	0.107
	ԶՇՄ	28.67%	23.38%	21.02%	7.51%	8.31%	10.37%
	ՖԼ	7.014	6.621	6.382	6.126	5.058	5.296
Էյֆ-Էս-Բի-Սի	ՍԿՇ	22.69%	20.86%	14.88%	12.83%	-13.33%	-0.02%
	ԱՇ	0.110	0.093	0.089	0.091	0.094	0.085
	ԶՇՄ	34.86%	34.38%	26.68%	24.15%	-28.92%	-0.04%
	ՖԼ	5.933	6.496	6.301	5.820	4.904	4.928
Յունի	ՍԿՇ	9.14%	2.47%	2.59%	0.83%	-1.54%	0.19%
	ԱՇ	0.140	0.141	0.143	0.141	0.140	0.132
	ԶՇՄ	9.08%	2.36%	2.30%	1.55%	-1.84%	0.26%
	ՖԼ	7.213	7.456	7.860	3.806	5.969	5.528

Աղյուսակի շարունակություն

«Ինեկո» բանկը լինելով համեմատաբար փոքր բանկ (5-րդը ըստ ակտիվների), գրանցել է ՍԿՇ և ԶՇՄ գործակիցների բարձր և կայուն մակարդակ 2012 – 2017 թթ.: Ըստ ՍԿՇ և Դյուպոն մեթոդի արդյունքների՝ 2012 – 2017 թթ. ժամանակահատվածում ՀՀ 10 խոշորագույն բանկերի առաջատար եռյակն են «Ինեկո», «Ամերիա» և «Արդշին» բանկերը: «Ինեկո» բանկի շահութաբերության բարձր և կայուն ցուցանիշների ապահովման գործում մեծ դեր է ունեցել թվային գործիքներին և համակարգերին ուղղված ներդրումները: Լավագույն օրինակներից է նորարարական «Inecopay»

համակարգի գործարկումը: «Ամերիա» բանկը, լինելով ամենամեծը ՀՀ-ում (ըստ ակտիվների), «Ինեկո» բանկին զիջում է շահութաբերության ցուցանիշներով: Այն 2012–2017 թթ. գրանցել է համեմատաբար ավելի ցածր ՍԿՇ և ՋՇՄ արժեքներ: Մինչդեռ, «Արդշին» բանկը զիջում է «Ամերիա» բանկին շահութաբերության՝ ՍԿՇ և ՋՇՄ ցուցանիշներով, բացառությամբ 2016 թ., քանի որ «Արդշին» բանկը 2016 թ. ձեռք է բերել «Առէկսիմ-Գազարոմ» բանկի բոլոր բաժնետոմսերը⁹¹: ՍԿՇ գործակիցի արժեքի էականորեն շեղումը մյուս տարիների արժեքներից պայմանավորված է «Առէկսիմ-Գազարոմ» բանկի ձեռքբերմամբ: Հատկատշական է, որ «Էյչ-Էս-Բի-Սի» և «ՎՏԲ» բանկերը կրել են վնասներ 2016 – 2017 թթ. (բացասական ՍԿՇ և ՋՇՄ արժեքներ):

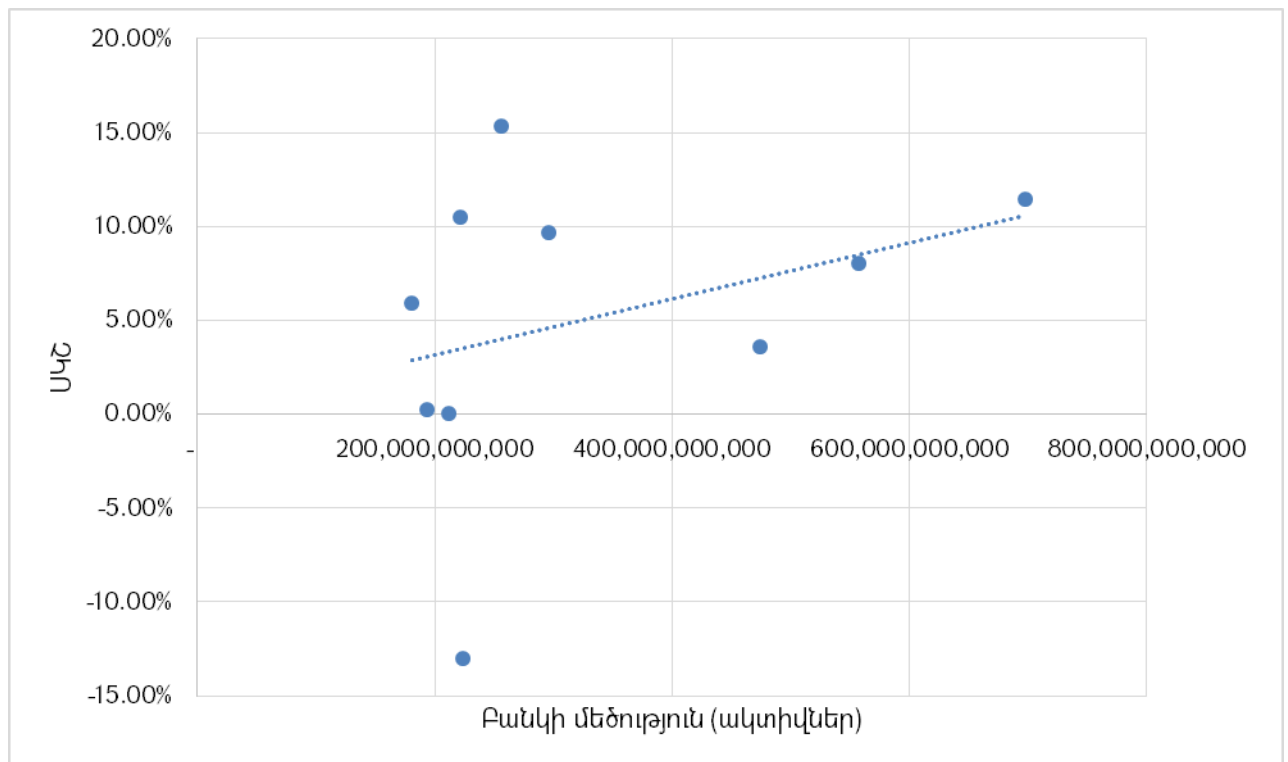
Նկ. 3.4.-ից հետևում է, որ բանկի մեծությունը (ակտիվներ) և շահութաբերությունը (ՍԿՇ) փոխկապակցված են (մասշտաբի էֆֆեկտ): Սակայն փոխկապակցվածության մակարդակը թույլ է, այսինքն՝ միշտ չէ, որ մեծ բանկերը ավելի շահութաբեր են, քան փոքր բանկերը: Դրա մասին վկայում են նկ. 3.4.-ում պատկերված փոքր բանկերի («Ինեկո», «Կոնվերս», «ԱԿԲԱ») բարձր շահութաբերության ցուցանիշները: Հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ բանկի մեծությունը (ակտիվներ) շահութաբերության ցուցանիշների բարձր մակարդակ ապահովելու կարևորագույն նախապայմաններից չէ:

ՀՀ բանկերի ՍԿՇ գործակցի արժեքները բարելավելու տեսանկյունից առավել նշանակալից է ՋՇՄ և ՖԼ գործակիցների ազդեցությունը, քանի որ ԱՇ գործակցի արժեքը զգալիորեն չի փոփոխվում գրեթե բոլոր բանկերի դեպքում: Հետևաբար, ՍԿՇ գործակցի լավարկումը հիմնականում պայմանավորված է բանկի միավոր հասույթից շահույթ ստանալու կարողությամբ և կապիտալի կառուցվածքի համամասնության օպտիմալության մակարդակով:

ՀՀ բանկային ոլորտի միաձուլման գործընթացի հասունացման, ինչպես նաև մրցակցության բարձր մակարդակի արդյունքում՝ բանկերի շահութաբերության և ֆինանսական արդյունավետության ցուցանիշների լավարկումը պայմանավորված է առևտրային բանկերի մարքեթինգային քաղաքականության արդյունավետ

⁹¹ Տե՛ս Արդշին բանկի ինտերնետային կայքը:

իրականցմամբ, կառավարման համակարգի կատարելագործմամբ և ներդրումային գործունեությունից ստացված եկամուտների աճով:



Նկ. 3.4. ՀՀ բանկերի մեծության և շահութաբերության փոխկապակցվածությունը

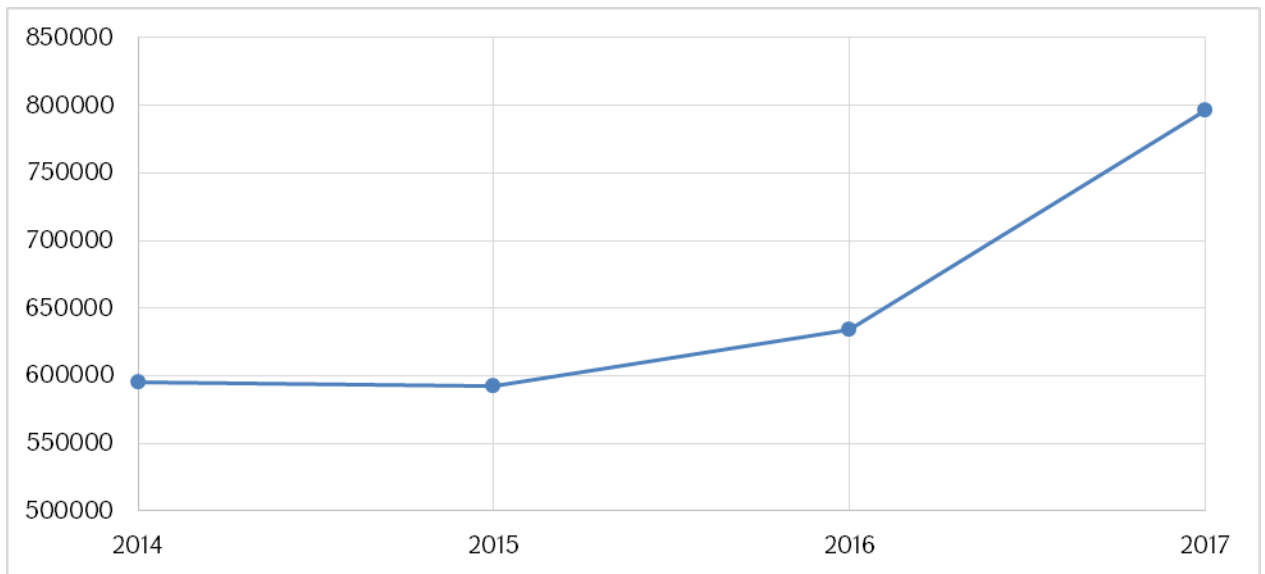
3.2 ՀՀ ապահովագրական ոլորտը

ՀՀ ապահովագրական ոլորտը ֆինանսական համակարգի չնչին մասն է կազմում ըստ ակտիվների (1%)⁹²: Սակայն այն տարեցտարի դինամիկ կերպով զարգանում է: Ապահովագրական պայմանագրերի քանակի աճը և ապահովագրության նոր տեսակների մուտքը ապահովագրական շուկա ապահովում են ապահովագրության ոլորտի աճը: Նկ. 3.5.-ում պատկերված է ՀՀ ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների գործող պայմանագրերի քանակը 2014-2017 թթ. ժամանակահատվածում⁹³: Նկ. 3.5.-ից նկատվում է ապահովագրական ոլորտի

⁹² Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն. ՀՀ կենտրոնական բանկ:

⁹³ Աղբյուր՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի, ապահովագրական ընկերությունների հիմնական գործունեության ցուցանիշները

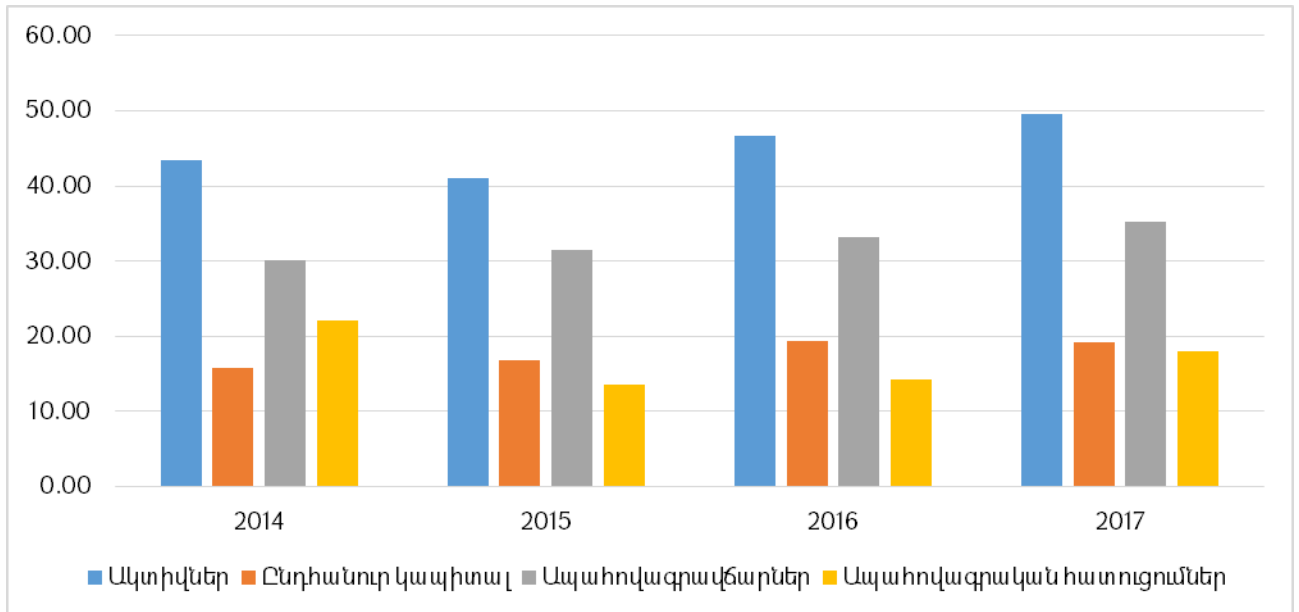
կազմակերպությունների գործող պայմանագրերի քանակի ակնհայտ աճը: Գործող ապահովագրական պայմանագրերի քանակը 2014-2017 թթ. ժամանակահատվածում աճել է 33.82 %-ով, իսկ 2016 թ.-ի համեմատ պայմանագրերի քանակն աճել է 25.62 %-ով:



Նկ. 3.5. Գործող ապահովագրական պայմանագրերի քանակը (հատ)

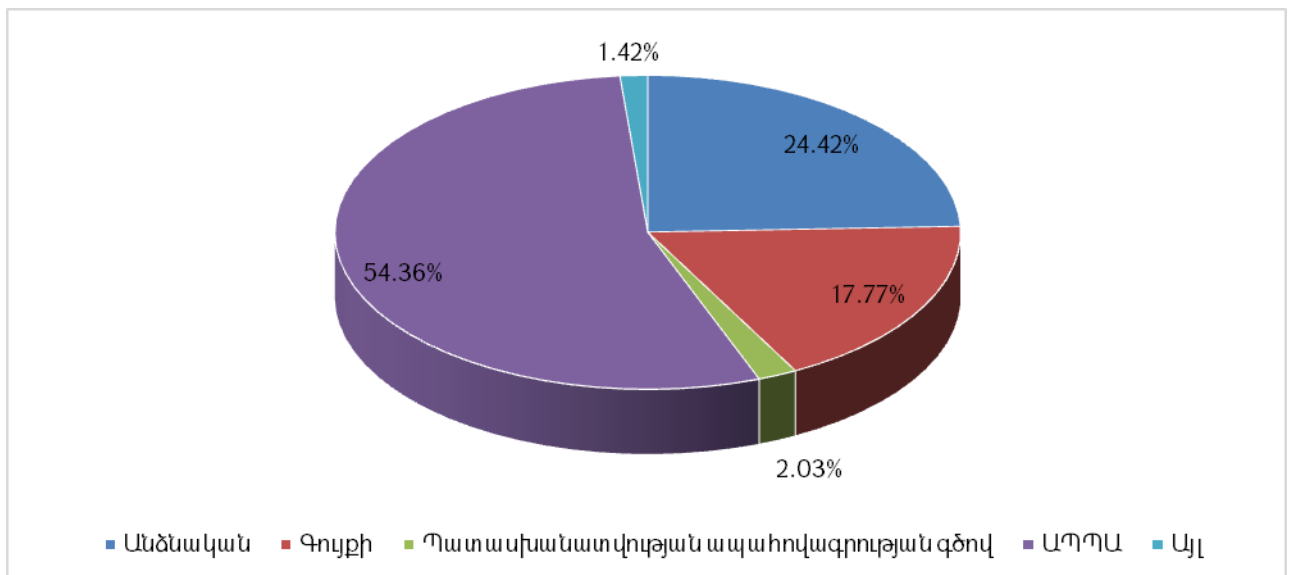
Նկ. 3.6.-ում պատկերված են ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների ապահովագրական գործունեության և հաշվեկշռային ցուցանիշները 2014-2017 թթ. ժամանակահատվածում⁹⁴: Ապահովագրական կազմակերպությունների ակտիվների, ընդհանուր կապիտալի չափավոր աճը նույնպես վկայում է ոլորտի ակտիվացման մասին: Բնականաբար, գործող պայմանագրերի աճին զուգահեռ՝ նույնպես աճել են ապահովագրավճարները և ապահովագրական հատուցումները: Սակայն ապահովագրական հատուցումները աճել են ավելի արագ տեմպերով, քան հավաքագրված ապահովագրավճարները: Չնայած ոլորտի չափավոր աճին, այնուամենայնիվ, առկա են մի շարք խնդիրներ ապահովագրական կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունավետության և շահութաբերության վերաբերյալ:

⁹⁴ Աղբյուր՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի, ապահովագրական ընկերությունների հաշվեկշռային ցուցանիշները



Նկ. 3.6. ՀՀ ապահովագրական ոլորտի ամփոփ ցուցանիշները

Ապահովագրության տեսակները՝ ըստ ապահովագրավճարների, ներկայացված են նկ. 3.7.-ում⁹⁵:



Նկ. 3.7. Ապահովագրության տեսակները՝ ըստ ապահովագրավճարների

⁹⁵ Աղբյուր՝ Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, ֆինանսական կայունության հաշվետվություն, (2017)

Ապահովագրական կազմակերպությունների ապահովագրավճարների գերակշիռ մասը ստացվում է ցամաքային ավտոտրանսպորտային միջոցների օգտագործումից բխող պատասխանատվության պարտադիր ապահովագրությունից (ԱՊՊԱ): Տարածված ապահովագրատեսակներ են առողջության և գույքի ապահովագրությունները, որոնք իրականացվում են կամավոր սկզբունքով: Հատկանշական է, որ ՀՀ ապահովագրական կազմակերպությունները դեռևս չեն առաջարկում կյանքի ապահովագրության ծառայություն:

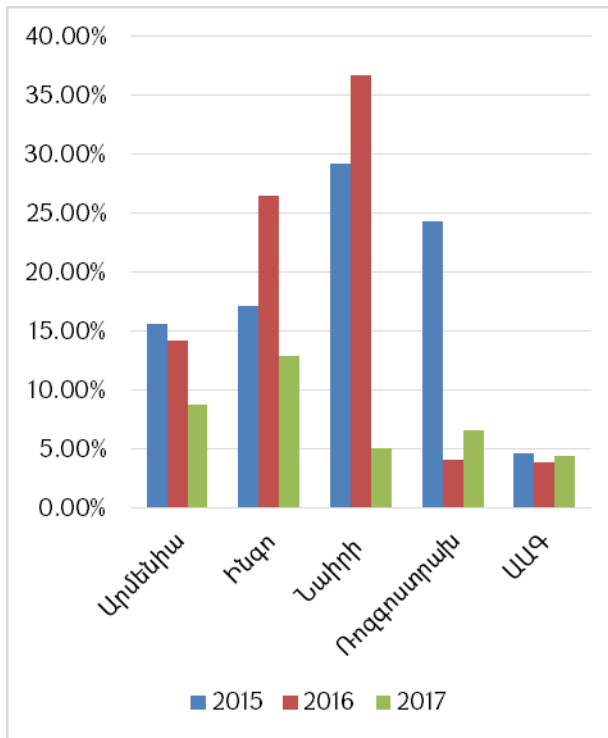
ՀՀ ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների տնտեսական կարգավորումը կատարվում է «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» գործող օրենքի համաձայն⁹⁶: Ապահովագրական ոլորտի տնտեսական կարգավորման նպատակներն են կազմակերպությունների ռիսկերի կառավարումը և ֆինանսական կայունության ապահովումը՝ կանոնադրական և ընդհանուր կապիտալների նվազագույն չափերի, վճարունակության, կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության նորմատիվների սահմանման միջոցով: Վերոնշյալ օրենքի 69 հոդվածի համաձայն՝ ապահովագրական կազմակերպությունները պարտավոր են ձևավորել պահուստային բազա՝ ապահովագրական պայմանագրերից առաջացող պարտավորությունները մարելու և ռիսկերը կառավարելու համար:

ՀՀ-ում 2017 թ. դրությամբ գործում են թվով 7 ապահովագրական կազմակերպություններ, այդ թվում՝ «Արմենիա ինշուրանս» ապահովագրական ՍՊԸ, «Ինգո Արմենիա» ԱՓԲԸ, «Նաիրի ինշուրանս» ԱՍՊԸ, «Ռեսո» ապահովագրական ՓԲԸ, «Ռոսգոսստրախ - Արմենիա» ԱՓԲԸ, «Սիլ ինշուրանս» ԱՓԲԸ, «Հայաստանի արտահանման ապահովագրական գործակալություն» (ԱԱԳ) ԱՓԲԸ: Հաշվարկվել են վերոնշյալ կազմակերպությունների փոփոխված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները, շահութաբերության, ֆինանսական արդյունավետության, ապահովագրական գործունեության արդյունավետության և վճարունակության ցուցանիշները, որոնց արդյունքները ներկայացված են աղ. 3.13.-ում⁹⁷: Ցուցանիշները հաշվարկվելու համար

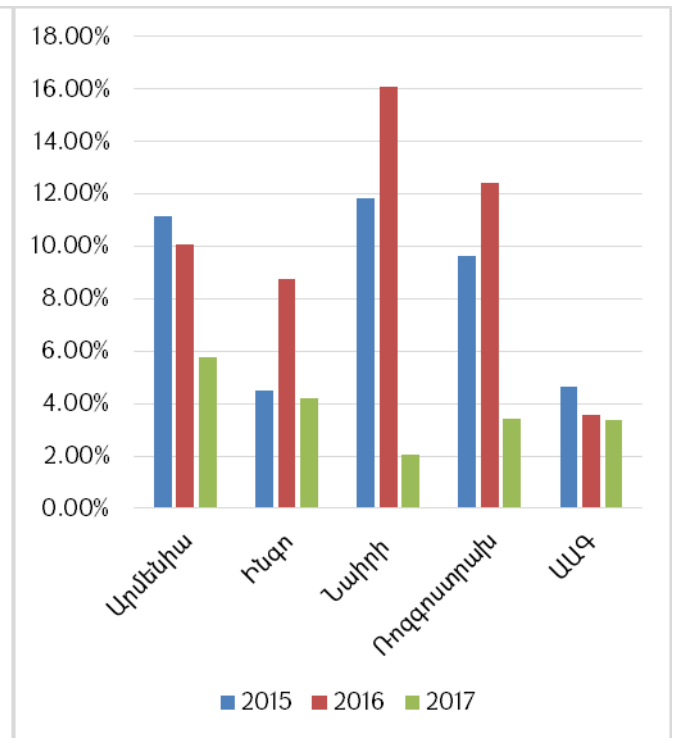
⁹⁶ Հայաստանի Հանրապետության ազգային ժողովի 2007 թ. ապրիլի 9-ի «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» թիվ ՀՕ-177-Ն օրենք:

⁹⁷ Խառատյան Դ.Ա., (2018)

հավաքագրվել են վերոնշյալ կազմակերպությունների կողմից թողարկված տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունների տվյալները⁹⁸: Շահութաբերության ՍԿՇ և ՀԱՇ գործակիցների արդյունքները ներկայացված է նկ. 3.8. և 3.9.-ում: Նկարներում չեն ընդգրկվել «Ռեսու» և «Սիլ» ապահովագրական կազմակերպությունները, քանի որ դրանք շահութաբերության դրական մակարդակ չեն ապահովել 2015-2017 թթ., բացառությամբ «Ռեսու» կազմակերպության, որը 2016 թ-ին ստացել է չնչին շահույթ:



Նկ. 3.8. ՍԿՇ դինամիկա

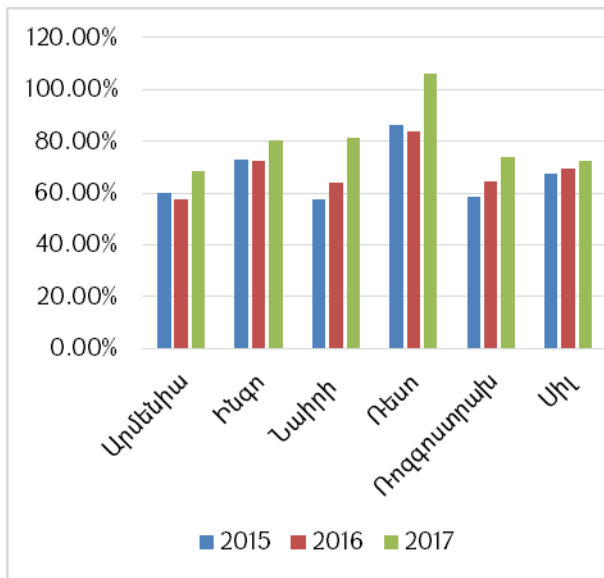


Նկ. 3.9. ՀԱՇ դինամիկա

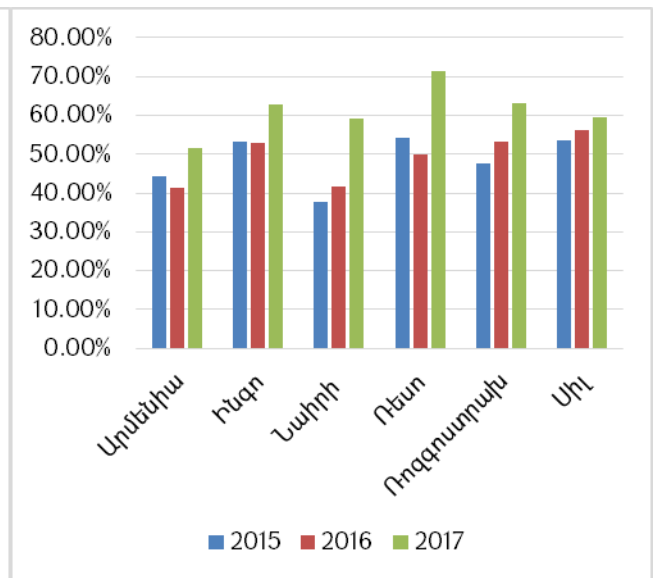
Ինչպես երևում է նկարներից, մյուս ապահովագրական կազմակերպությունները շահութաբերության բարձր մակարդակ են գրանցել 2015 և 2016 թթ.: 2017 թ.-ին շահութաբերության մակարդակի կտրուկ նվազման պատճառներից մեկը ապահովագրական հատուցումների աճն է, ինչը աճել է ավելի արագ տեմպով, քան ապահովագրավճարները: Բնականաբար, ապահովագրավճարների և ապահովագրական հատուցումների աճի պատճառներից է ապահովագրության պայմանագրերի աճը (տե՛ս նկ. 3.5.): Կազմակերպությունների 2015-2017 թթ.

⁹⁸ Աղբյուր՝ ՀՀ հրապարակային ծանուցումների պաշտոնական ինտերնետային կայք

ապահովագրական գործունեությունը բնութագրող ԾԳ և ԿՀՄ գործակիցների արդյունքները պատկերված են նկ. 3.10. և 3.11.-ում: «ԱԱԳ» կազմակերպության ապահովագրության պայմանագրերի չնչին քանակի պատճառով այն չի ընդգրկվել գծապատկերներում, քանի որ շահույթի գերակշռող մասը կազմել են ներդրումային եկամուտները: Ինչպես երևում է գծապատկերներից, կազմակերպությունների ապահովագրական գործունեության համար կատարված ծախսերը ավելի արագ են աճել, քան ստացված շահույթը, հետևաբար՝ նկատվում է ԾԳ և ԿՀՄ գործակիցների աճ: Վերոնշյալ գործակիցների աճը 2017 թ.-ին հիմնականում պայմանավորված է ԱՊՊԱ-ի գծով ապահովագրական հատուցումների աճով: ԱՊՊԱ-ի ուղիղ հատուցումների համակարգի ներդրումը բավականին մեծ բացասական ազդեցություն է ունեցել ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների ապահովագրական գործունեությունից ստացված եկամուտների վրա, հետևաբար՝ աճել են ԾԳ և ԿՀՄ գործակիցների արժեքները, որոնց հետևանքով էլ նվազել են շահութաբերության ՀԱՇ և ՍԿՇ ցուցանիշները: Շահութաբերության ցուցանիշների նվազման մյուս պատճառը ներդրումային գործունեությունից ստացված շահույթի կրճատումն է, ինչը մասամբ պայմանավորված է բանկային ավանդների նվազող տոկոսադրույքներով:



Նկ. 3.10. ԾԳ դինամիկա



Նկ. 3.11. ԿՀՄ դինամիկա

ՀՀ ապահովագրական կազմակերպությունների ցուցանիշների արդյունքները

ՀՀ ապահովագրական կազմակերպություններ	Ֆինանսական գործակիցներ	2015	2016	2017
Արմենիա	ՍԿՇ	15.69%	14.22%	8.83%
	ԱՇ	0.409	0.393	0.474
	ԶՇՄ	27.19%	25.58%	12.12%
	ՖԼ	1.410	1.414	1.534
	ՀԱՇ	11.13%	10.06%	5.75%
	ՊԳ	0.410	0.414	0.534
	ԾՑ	60.02%	57.66%	68.28%
	ԿՀՄ	44.21%	41.22%	51.46%
Ինգո	ՍԿՇ	17.20%	26.55%	12.96%
	ԱՇ	0.583	0.572	0.571
	ԶՇՄ	7.72%	15.30%	7.40%
	ՖԼ	3.823	3.034	3.069
	ՀԱՇ	4.50%	8.75%	4.22%
	ՊԳ	2.823	2.0339	2.0692
	ԾՑ	73.15%	72.54%	80.45%
	ԿՀՄ	53.36%	52.91%	62.85%
Նաիրի	ՍԿՇ	29.21%	36.79%	5.16%
	ԱՇ	0.760	0.850	0.874
	ԶՇՄ	15.58%	18.96%	2.36%
	ՖԼ	2.467	2.283	2.498
	ՀԱՇ	11.84%	16.12%	2.06%
	ՊԳ	1.467	1.2827	1.4979
	ԾՑ	57.62%	63.83%	81.36%
	ԿՀՄ	37.77%	41.69%	59.20%
Ռեսո	ՍԿՇ	-1.40%	0.00%	-39.79%
	ԱՇ	0.532	0.001	0.762
	ԶՇՄ	-0.80%	0.12%	-14.55%
	ՖԼ	3.297	2.876	3.591
	ՀԱՇ	-0.42%	0.07%	-11.08%
	ՊԳ	2.297	1.8693	2.5908
	ԾՑ	86.11%	83.63%	105.89%
	ԿՀՄ	54.34%	49.85%	71.44%

Ռոսագոստրախ	ՍԿՇ	24.29%	4.10%	6.60%
	ԱՇ	0.788	0.124	0.710
	ԶՇՄ	12.24%	15.79%	4.79%
	ՖԼ	2.519	2.088	1.942
	ՀԱՇ	9.64%	12.43%	3.40%
	ՊԳ	1.519	1.0883	0.9416
	ԾՑ	47.50%	53.08%	63.08%
	ԿՀՄ	58.36%	64.63%	74.00%
ՍԻԼ	ՍԿՇ	-0.81%	-1.88%	-14.22%
	ԱՇ	0.961	0.968	0.897
	ԶՇՄ	-0.35%	-0.84%	-6.12%
	ՖԼ	2.407	2.314	2.588
	ՀԱՇ	-0.34%	-0.81%	-5.49%
	ՊԳ	1.407	1.3137	1.5876
	ԾՑ	67.50%	69.64%	72.32%
	ԿՀՄ	53.68%	56.10%	59.39%
ԱԱԳ	ՍԿՇ	4.70%	3.92%	4.41%
	ԱՇ	0.120	0.112	0.096
	ԶՇՄ	38.70%	31.81%	35.33%
	ՖԼ	1.012	1.096	1.301
	ՀԱՇ	4.65%	3.57%	3.39%
	ՊԳ	0.005	0.181	0.417
	ԾՑ	-	-	-
	ԿՀՄ	-	-	-

Աղյուսակի շարունակություն

Աղ. 3.3.-ի արդյունքներից հետևում է, որ ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների շահութաբերության ցուցանիշները (ՍԿՇ, ՀԱՇ) նվազել են 2015-2017 թթ.-ին: Հատկանշական է, որ 2017 թ. դրությամբ «Ինգո» և «Արմենիա» կազմակերպություններն ամենաշահութաբերն են, մինչդեռ «Նաիրի», «Ռոսագոստրախ» և «ԱԱԳ» կազմակերպություններն ապահովել են համեմատաբար ցածր շահութաբերության մակարդակ: Ընդ որում, «Ռեսո» և «Սիլ» կազմակերպությունները 2017 թ. կրել են վնասներ, հետևաբար, շահութաբերության գործակիցները բացասական են: Ապահովագրական կազմակերպություններում 2017 թ. նկատվում է ֆինանսական արդյունավետության որոշակի անկում, քանի որ կազմակերպությունների մեծ մասի ՖԼ և ՊԳ ցուցանիշներն աճել են, սակայն դրանց

աճին համահունչ չեն ավելացել ներդրումային եկամուտները, և հետևապես՝ չեն աճել շահութաբերության ցուցանիշները:

Շահութաբերության անկման գլխավոր պատճառներից է ոլորտում մրցակցության մակարդակի զգալի աճը: Այս առումով շահութաբերության մակարդակի բարձրացման տեսանկյունից կարևորվում է ապահովագրական կազմակերպությունների մարքեթինգային ռազմավարությունների վերանայումը, ծախսերի կառուցվածքի օպտիմալացումը, հատուցումների սպասարկման առավել արդյունավետ մեխանիզմների ներդնումը և ապահովագրական պայուսակների համալրումը նոր ապահովագրատեսակներով: Ապահովագրական պայուսակների բազմազանեցումը կնպաստի կազմակերպությունների կայունության և շահութաբերության ցուցանիշների բարձրացմանը, քանի որ մեկ ապահովագրատեսակի (ԱՊՊԱ) ցուցանիշների բացասական ազդեցությունը՝ կազմակերպության ընդհանուր ցուցանիշների վրա կնվազի: Քանի որ պարտադիր ապահովագրատեսակները հիմնականում կարգավորվում են պետական մակարդակով, և ընկերությունները դրանց շրջանակներում իրավասու չեն էական փոփոխություններ իրականացնելու, վերջիններս պետք է առավել մեծ ուշադրություն դարձնեն կամավոր ապահովագրատեսակների զարգացմանը: Սակայն պարտադիր ապահովագրատեսակները, այնուամենայնիվ, կազմակերպությունների շահույթի գոյացման հիմնական աղբյուրներն են: Ապահովագրական կազմակերպությունների շահութաբերության ցուցանիշների բարձրացումը պայմանավորված է նաև ներդրումային արդյունավետ քաղաքականության իրականացմամբ: Ինչպես արդեն նշել էինք, ապահովագրական կազմակերպությունների ներդրումային եկամուտները նվազել են բանկային ավանդների տոկոսադրույքների նվազման հետևանքով: Կազմակերպություններին առաջարկվում է բազմազանեցնել ներդրումային պայուսակները՝ ՀՀ-ում առկա ներդրումային գործիքակազմի լիարժեք ներգրավմամբ:

3.3. ՀՀ էներգետիկայի ոլորտը

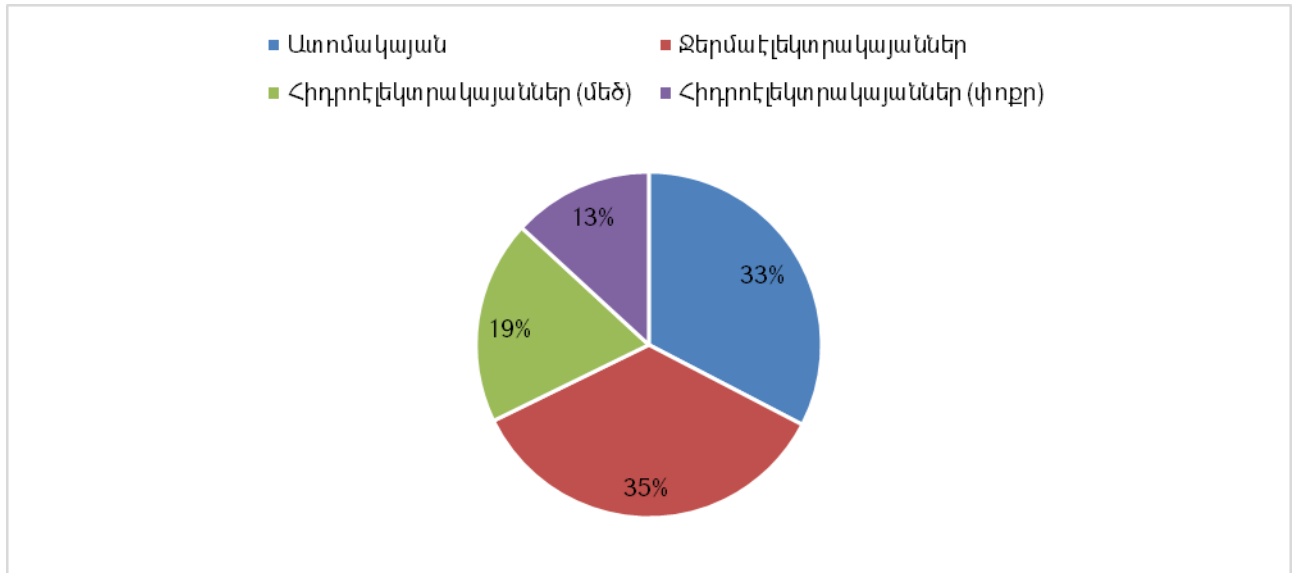
Վերջին տասնամյակում ՀՀ էներգետիկայի ոլորտում իրականացվող բարեփախումները միտված են եղել ոլորտի էներգետիկ աղբյուրների բազմազանեցման մակարդակի բարձրացմանը, ատոմակայանի (ՀԱԷԿ), հիդրոէլեկտրակայանների (ՀԷԿ) և ջերմաէլեկտրակայանների (ՋԷԿ) վերականգնման, ինչպես նաև վերականգնվող էներգիայի աղբյուրների ստեղծմանն ուղղված ներդրումային ծրագրերի ներգրավմանը: ՀՀ-ում էլեկտրաէներգիայի գերակշռող մասը գոյանում է ատոմային, ջրային և ջերմային կայանների միջոցով:

Նկ. 3.12.-ում ներկայացված են ՀՀ էլեկտրաէներգիայի գոյացման աղբյուրները՝ ըստ մասնաբաժինների⁹⁹: Վերականգնվող էներգիայի աղբյուրները ընդգրկված չեն նկ. 3.12.-ում, քանի որ, ինչպես պնդում են հեղինակները, դրանցով արտադրված էլեկտրաէներգիայի ծավալի գնահատումը կատարվում է միայն փորձագիտական ճանապարհով, և տեղեկատվության բացակայության պատճառով հնարավոր չէ հստակ գնահատել արտադրված էլեկտրաէներգիայի ծավալները: Փաստն այն է, որ վերականգնվող էներգիայի աղբյուրներից ստացված էլեկտրաէներգիան ամբողջ արտադրության մեջ դեռևս չնչին մաս է կազմում:

ՀԱԷԿ-ի և ՋԷԿ-երի գործարկման համար անհրաժեշտ վառելիքային պաշարների գերակշռող մասը ներմուծվում է Ռուսաստանից՝ բնական գազի, վերամշակված նավթամթերքի և ուրանի տեսքով, ինչը միանշանակ խնդրահարույց է էներգետիկ անկախության տեսանկյունից, քանի որ, ինչպես երևում է նկ. 3.12.-ից էլեկտրաէներգիայի արտադրանքի մոտ 68%-ը կատարվում է ՀԱԷԿ-ի և ՋԷԿ-երի միջոցով: Չնայած էներգետիկայի ոլորտի էլեկտրաէներգիայի գոյացման աղբյուրների բազմազանեցման մակարդակի որոշակի բարձրացմանը, վերականգնվող էներգիայի աղբյուրները դեռևս չնչին մաս են կազմում: ՀՀ-ում վերականգնվող էներգիայի աղբյուրների չօգտագործված մեծ ներուժը պայմանավորված է այդպիսի աղբյուրների միջոցով արտադրված էլեկտրաէներգիայի դեռևս թանկ լինելու և մեծածավալ

⁹⁹ Աղբյուր՝ էներգետիկայի գիտահետազոտական ինստիտուտի, Հայաստանի էներգետիկ հաշվեկշիռ 2016

ներդրումների ներգրավման խնդրով¹⁰⁰: Սակայն էներգետիկ անկախության ապահովման տեսանկյունից անհրաժեշտ է վերականգնվող էներգիայի աղբյուրների մասնաբաժինը մեծացնել, որը կնպաստի նաև ջերմոցային գազերի արտանետման ծավալների փոքրացմանը:



Նկ. 3.12. ՀՀ էլեկտրաէներգիայի գոյացման աղբյուրները՝ ըստ մասնաբաժինների

Համաշխարհային բանկի «Կայուն էներգիայի կարգավորիչ ցուցանիշներ» հետազոտությունում էլեկտրաէներգիայի հասանելիության, էներգաարդյունավետության և վերականգնվող էներգիայի ցուցանիշների միջոցով ուսումնասիրվում են երկրների էներգետիկայի ոլորտի կարգավորման և էներգետիկ քաղաքականության մակարդակը¹⁰¹: Հետազոտությունում վերոնշյալ ցուցանիշների արժեքները բաժանվել են երեք միջակայքերի՝ «կանաչ» (67-100), «դեղին» (34-66) և «կարմիր» (0-33): Այն երկրները, որոնց ցուցանիշների արժեքները գտնվում են «կանաչ» միջակայքում, արդեն ստեղծել են հասուն էներգետիկ քաղաքականություն և կարգավորող համակարգ: «Դեղին» միջակայքի երկրները լուրջ ջանքեր են գործադրել էներգետիկայի ոլորտի կարգավորիչ օրենսդրության և էներգետիկ քաղականության

¹⁰⁰ Sector Assessment: Energy, Country Partnership Strategy: Armenia, 2014–2018. Asian Development Bank.

¹⁰¹ Regulatory indicators for sustainable energy (2017). The World bank

մշակման գործում: Այն երկրները, որոնց ցուցանիշների արժեքները «կարմիր» միջակայքում են, կարգավորիչ օրենսդրության և էներգետիկ քաղականության մշակման սկզբնական փուլում են: ՀՀ էներգաարդյունավետության և վերականգնվող էներգիայի ցուցանիշները 2017թ.-ին համապատասխանաբար գնահատվել են 44 և 66: Երկու ցուցանիշներն էլ գտնվում են «դեղին» միջակայքում: Այսինքն, ՀՀ-ը լուրջ ջանքեր է գործադրել կարգավորիչ օրենսդրության և էներգետիկ քաղականության կայացման գործում: Այդուհանդերձ, պետք է մեծաձավալ աշխատանք կատարել հատկապես էներգաարդյունավետության ցուցանիշի լավարկման նպատակով: Էներգաարդյունավետության և վերականգնվող էներգիայի ցուցանիշների «կանաչ» միջակայքում հայտնվելը կարևոր ազդակ կլինի դեպի վերականգնվող էներգիայի աղբյուրները միջազգային ներդրումների ներգրավման հարցում:

Էներգետիկայի ոլորտի գլխավոր խնդիրներից են նաև էներգախնայողության ցածր մակարդակը և վերականգնվող էներգառեսուրսների չօգտագործված հսկայական ներուժը: Էներգետիկական համակարգի կախվածությունը Ռուսաստանից և այլ երկրներից ներկրվող վառելիքաէներգետիկ միջոցներից կարելի է փոքրացնել էներգախնայողության բարելավման և վերականգնվող էներգառեսուրսների օպտիմալ օգտագործման միջոցով: Էներգետիկ անվտանգության տեսանկյունից մեծ ռիսկեր է պարունակում վառելիքաէներգետիկ ռեսուրսների մատակարարման խափանումը: Այս առումով՝ վերականգնվող էներգետիկայի նորագույն տեխնոլոգիաների ձեռքբերման համար ներդրումների խթանումը պետք է պետական քաղաքականության առաջնահերթություններից լինի: Ինչպես նշել էինք, ՀՀ-ն կարգավորիչ օրենսդրության և էներգետիկ քաղականության ներդրման և լավարկման տեսանկյունից արդեն բավականին լավ ցուցանիշներ է ապահովել: Սակայն ներդրումների ներգրավումը պայմանավորված չէ միայն օրենսդրությամբ և էներգետիկ քաղաքականությամբ: Ներդրումների ներգրավման հաջողությունը մեծապես պայմանավորված է նաև երկրի տնտեսության զարգանալու հեռանկարներից և ներդրումային կայուն միջավայրի առկայությունից:

Աղյուսակ 3.4.-ում ներկայացված են էլեկտրաէներգիայի արտադրության ծավալները 2013-2017 թթ. ժամանակահատվածի համար¹⁰²: Ընդհանուր առմամբ, էլեկտրաէներգիայի արտադրության ծավալները մեծապես չեն փոփոխվել 2013-2017 թթ. ժամանակահատվածում: Հատկանշական է, որ էլեկտրաէներգիայի արտադրության ծավալները այժմ լիովին բավարարում են ներքին շուկայի պահանջարկը, և որոշակի ծավալ արտահանվում է Իրան ու Վրաստան: Համաշխարհային բանկի կողմից ՀՀ էլեկտրաէներգիայի պահանջարկի աճը 2014-2030 թթ. գնահատվել է տարեկան 1.6-3.2% միջակայքում¹⁰³: Իրանում մինչև 2040 թ. նույնպես կանխատեսվում է էլեկտրաէներգիայի պահանջարկի բավականին մեծ աճ՝ տարեկան 2.2 գիգավատտ¹⁰⁴:

Աղյուսակ 3.4

Էլեկտրաէներգիայի արտադրությունը, մլն կվտ ժամ

Թվական	Բացարձակ արժեք	Նախորդ տարվա համապատասխան ժամանակաշրջանի նկատմամբ (%)
2017	7762.9	106.1
2016	7315.2	93.8
2015	7798.2	100.6
2014	7750	100.5
2013	7710	95.9

Հաշվի առնելով ՀՀ-ում և տարածաշրջանի երկրների էլեկտրաէներգիայի պահանջարկի աճի միտումները, ՀՀ-ը պետք է ոչ միայն բավարարի ներքին շուկայի պահանջարկի աճի, այլև առավելագույն արդյունավետությամբ օգտվի ընձեռված արտահանման հնարավորություններից: Սակայն ՀԱԷԿ-ի շահագործման դադարեցումը 2026. թ. լուրջ խնդիրներ կառաջացնի ներքին շուկայի էլեկտրաէներգիայի պահանջարկի բավարարման և արտահանման տեսանկյունից:

¹⁰² Աղբյուր՝ ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի, վիճակագրական ցուցանիշներ

¹⁰³ Armenian Power Sector Policy Note 2014, The World Bank

¹⁰⁴ Azadi, P., Sarmadi, A. N., Mahmoudzadeh, A., & Shirvani, T. (2017).

ՀՀ ռազմավարական ծրագրում, որպես էներգետիկայի ոլորտի զարգացման հիմնական ուղղություններից, մատնանշվում են վերականգնվող էներգետիկայի առավելագույն օգտագործումը և նոր միջուկային էներգաբլոկի կառուցումը, ինչի համար հարկավոր է 4-5 մլրդ ԱՄՆ դոլարի ներդրումներ ներգրավել¹⁰⁵: Վերոնշյալ նպատակների իրականացումը պահանջում է հսկայաձավալ ներդրումների ներգրավում, ինչը հնարավոր կլինի կայուն ներդրումային միջավայրի ձևավորմամբ և տնտեսության զարգացման հեռանկարների ապահովմամբ:

Հաշվարկվել է «Որոտան հիդրոէլեկտրակայանների համալիր» ՓԲԸ Դյուպոն բաղադրիչները 2011-2014 թթ. համար, որը ձեռք է բերվել «Քոնթուր Գլոբալ Հիդրո Կասկադ» կողմից 2015 թ.-ին¹⁰⁶: Այնուհետև հաշվարկվել է ՀՀ էներգետիկ ոլորտի ամենախոշոր կազմակերպությունների. «Հայկական ատոմային էլեկտրակայան» (ՀԱԷԿ), «Երևանի ՋԷԿ» ՓԲԸ, «Հրազդան ՋԷԿ» ԲԲԸ, «Միջազգային էներգետիկ կորպորացիա» (ՄԷԿ) ՓԲԸ և «Քոնթուր Գլոբալ Հիդրո Կասկադ» (ՔԳՀԿ) ՓԲԸ ֆինանսական գործունեության արդյունավետության և շահութաբերության ցուցանիշները: Դրանց հաշվարկման համար տեղեկատվական աղբյուր են հանդիսացել վերոնշյալ կազմակերպությունների կողմից թողարկված տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունները¹⁰⁷: Ֆինանսական գործունեության արդյունավետության Դյուպոն բաղադրիչները և այլ ֆինանսական ցուցանիշները հաշվարկվել են 2015-2017 թթ. համար¹⁰⁸:

Աղ. 3.5.-ում ներկայացված է «Որոտան հիդրոէլեկտրակայանների համալիրի» Դյուպոն բաղադրիչների արդյունքները:

Էլեկտրակայանների ենթակառուցվածքների արդիականացմանն ուղղված ծախսերը բավականին մեծ ազդեցություն են ունեցել կազմակերպության շահութաբերության մակարդակի վրա: «Որոտանի հիդրոէլեկտրակայանների համալիրի» վերականգնման ծրագիրը ֆինանսավորվել է Գերմանիայի զարգացման վարկերի բանկի (KfW) կողմից,

¹⁰⁵ Հայաստանի Հանրապետության 2014-2025 թթ. հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագիր

¹⁰⁶ Baghdasaryan V. V., Kharatyan D. A., (2016)

¹⁰⁷ Աղբյուր՝ ՀՀ հրապարակային ծանուցումների պաշտոնական ինտերնետային կայք

¹⁰⁸ Խառատյան, Դ.Ա., (2018)

որը իրականացվել է 2012-2016 թթ.-ին: Ինչպես նշված է ՀՀ էներգետիկայի և բնական պաշարների նախարարության 2012-2014 թթ. միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրում. «Ծրագրի նպատակն է վերականգնել Որոտանի հիդրոէլեկտրակայանների համալիրի հիմնական սարքավորումների ու սարքերի նախագծային հզորությունները, որի արդյունքում կբարձրանա կայանների շահագործման հուսալիությունը, ինչպես նաև հիդրոէլեկտրակայաններում արտադրված էլեկտրաէներգիայի քանակը և որակը»¹⁰⁹: 2014 թ.-ին էականորեն բարձրացել է «Որոտանի հիդրոէլեկտրակայանների համալիրի» շահութաբերության մակարդակը, քանի որ նվազել են գործառնական և այլ ծախսերը:

Աղյուսակ 3.5

«Որոտանի հիդրոէլեկտրակայանների համալիրի» Դյուպոն մեթոդի արդյունքները

Դյուպոն ցուցանիշները՝ ըստ տարիների	2011	2012	2013	2014
ՍԿՇ	0.65%	-0.48%	-48.62%	17.16%
ԱՇ	0.06	0.04	0.07	0.16
ԶՇՄ	12.70%	-10.00%	-541.00%	88.60%
ՖԼ	0.85	1.15	1.27	1.21

Ինչպես ցույց են տալիս Դյուպոն մեթոդի արդյունքները, կազմակերպության շահութաբերության որոշիչն է ԶՇՄ գործակիցը, քանի որ գրեթե չեն փոփոխվել ԱՇ և ՖԼ գործակիցների արժեքները:

Աղ. 3.6.-ում ներկայացված են էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշները 2015-2017 թթ. համար¹¹⁰: Աղ. 3.6.-ի շահութաբերության ցուցանիշների արժեքներից հետևում է, որ էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունները, բացառությամբ Հրազդան ԶԷԿ-ի, կրել են վնասներ 2015-2017 թթ. (բացասական ՍԿՇ, ԶՇՄ և ՀԱՇ արժեքներ): Էներգետիկայի ոլորտի

¹⁰⁹ ՀՀ էներգետիկայի և բնական պաշարների նախարարության, 2012-2014 թթ. միջնաժամկետ ծախսային ծրագիր

¹¹⁰ Խառատյան Դ.Ա., (2018)

կազմակերպություններին հատուկ են արտադրության արդիականացմանն ուղղված պարբերական ներդրումները, որոնք պայմանավորված է մեծ քանակի վարկային պարտավորությունների առկայությամբ¹¹¹ (բարձր ՖԼ և Պ արժեքներ): ՀՀ էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական վնասներ կրելու հիմնական պատճառը՝ էլեկտրակայանների բարձր ծախսերն են, որոնք պայմանավորված է դրանց ցածր արդյունավետությամբ, շահագործման և սպասարկման բարձր ծախսերով և էլեկտրաէներգիայի փոխանցման և բաշխման մեծ կորուստներով: Միջին հաշվով էլեկտրաէներգիայի փոխանցման ակտիվները 45 տարեկան են, մինչդեռ բաշխման ակտիվների միջին տարիքը 32 տարի է կազմում¹¹²:

Աղյուսակ 3.6

ՀՀ էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների ցուցանիշների արդյունքները

ՀՀ էներգետիկայի ոլորտի խոշորագույն կազմակերպություններ	Ցուցանիշներ	2015	2016	2017
ՀԱԷԿ	ՍԿՇ	-1.16%	-8.35%	-6.79%
	ՀԱՇ	-1.12%	-4.23%	-3.37%
	ԶՇՄ	-4%	-18%	-14%
	ԱՇ	0.29	0.24	0.24
	ՖԼ	1.04	1.97	2.09
	Պ	1.01	1.15	1.16
	ԸԻ	2.54	1.89	2.69
Երևան ԶԷԿ	ՍԿՇ	-67.18%	-16.69%	-116.02%
	ՀԱՇ	-3.83%	-1.07%	-4.56%
	ԶՇՄ	-8%	-2%	-10%
	ԱՇ	0.49	0.43	0.45
	ՖԼ	17.53	15.64	25.42
	Պ	15.12	15.49	83.42
	ԸԻ	0.54	0.69	0.21
Հրազդան ԶԷԿ	ՍԿՇ	7.89%	22.10%	14.58%
	ՀԱՇ	5.34%	15.16%	10.28%
	ԶՇՄ	3%	14%	15%

¹¹¹ Տե՛ս տարեկան ֆինանսական հաշվետվություններ՝ հաշվապահական հաշվեկշիռ:

¹¹² Balabanyan, A., Kochnakyan, A., Sargsyan, G., Hankinson, D., & Pierce, L. (2011). Charged Decisions: Difficult Choices in Armenia's Energy Sector.

	ԱՇ	1.63	1.09	0.70
	ՖԼ	1.48	1.46	1.42
	Պ	0.33	0.54	0.31
	ԸԻ	3.14	3.36	7.59
ՄԷԿ	ՍԿՇ	-1.67%	3.50%	-1.94%
	ՀԱՇ	-0.32%	0.62%	-0.28%
	ԶՇՄ	-2%	4%	-2%
	ԱՇ	0.16	0.16	0.18
	ՖԼ	5.16	5.64	6.97
	Պ	5.65	5.99	5.96
	ԸԻ	4.44	0.61	0.35
ՔԳՀԿ	ՍԿՇ	-244.23%	-42.32%	26.18%
	ՀԱՇ	-12.92%	-1.63%	0.42%
	ԶՇՄ	-117%	-9%	3%
	ԱՇ	0.11	0.17	0.16
	ՖԼ	18.91	25.96	62.14
	Պ	17.10	78.64	49.89
	ԸԻ	0.20	2.54	3.55

Աղյուսակի շարունակություն

Հրազդան ԶԷԿ-ի ՍԿՇ, ՀԱՇ և ԶՇՄ գործակցիների դրական դինամիկան նշանակում է շահութաբերության բարձր մակարդակ: Դյուպոն մեթոդի արդյունքները ցույց են տալիս, որ շահութաբերության բարձրացման գլխավոր գործոնը ԶՇՄ գործակցին է, քանի որ ՖԼ գործակցի արժեքը գրեթե չի փոփոխվել, իսկ ԱՇ գործակցի արժեքը նվազել է: Այսինքն, բավականին աճել է միավոր հասույթից ստացված զուտ շահույթը, ինչի հետևանքով էլ կազմակերպության շահութաբերության ցուցանիշներն աճել են: Երևան ԶԷԿ և ՔԳՀԿ կազմակերպությունների Դյուպոն մեթոդի արդյունքներից հետևում է, որ բավականին մեծ վնասներ կրելու պատճառները բացասական ԶՇՄ արժեքներն են, և շատ մեծ են ՖԼ գործակցի արժեքները: Հատկանշական է, որ ՖԼ և Պ գործակցի մեծ արժեքները նշանակում են պարտավորությունների մեծ ծավալ: ԱՇ գործակցի արժեքները գրեթե չեն փոփոխվել:

Մաշվածության ծախսերը, գազի և էլեկտրաէներգիայի կորուստները և ֆինանսական ծախսերը՝ վարկային պարտավորությունների մարմանն ուղղված տոկոսային ծախսերը, էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների վնասներ կրելու հիմնական պատճառներն են: Հատկանշական է, որ էներգետիկայի ոլորտի

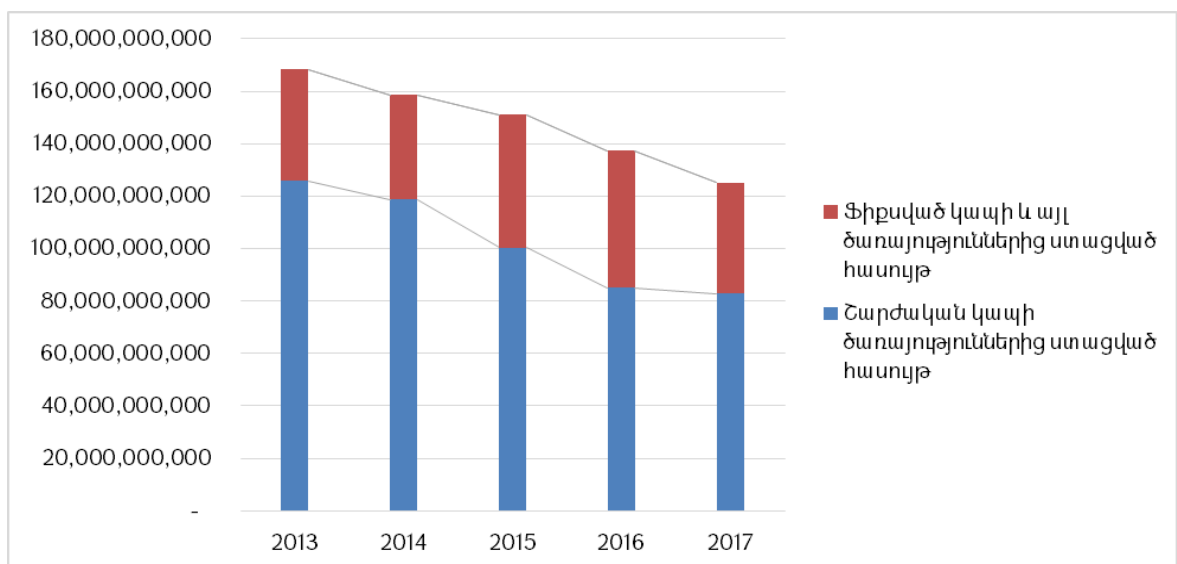
կազմակերպությունների վարկային պարտավորությունները մեծ կշիռ ունեն ընդհանուր պարտավորություններում: Վարկային պարտավորությունների մարմանն ուղղված տոկոսային ծախսերը բացասական ազդեցություն ունեն կազմակերպության զուտ շահույթի վրա: Հետևապես, վարկային պարտավորությունների մեծ կշիռը ենթադրում է բարձր տոկոսային ծախսեր և ցածր շահութաբերություն:

ՀԱԷԿ և ՄԷԿ կազմակերպությունները կրել են համեմատաբար ավելի փոքր վնասներ, քան Երևան ԶԷԿ և ՔԳՀԿ կազմակերպությունները: Դյուպոն մեթոդի արդյունքները ցույց են տալիս, որ ՀԱԷԿ-ի բացասական շահութաբերության որոշիչ գործոններն են ԶՇՄ և ՖԼ գործակիցների աճող դինամիկան: Սակայն ՖԼ գործակցի արժեքը Երևան ԶԷԿ և ՔԳՀԿ կազմակերպությունների համեմատ բավականին փոքր է, որից հետևում է, որ ՀԱԷԿ կազմակերպության պարտավորությունները կապիտալի կառուցվածքում այնքան մեծ չեն, որքան ԶԷԿ և ՔԳՀԿ կազմակերպությունների դեպքում: ՀԱԷԿ կազմակերպությունն ապահովել է բավականին բարձր կարճաժամկետ իրացվելիության ցուցանիշներ (ԸԻ), սակայն վճարունակության կատեգորիային դասվող ցուցանիշների արժեքները նույնպես բարձր են: ՀԱԷԿ կազմակերպության ԱՇ գործակցի արժեքը գրեթե չի փոփոխվել 2015-2017 թթ. ժամանակահատվածում: ՄԷԿ կազմակերպությունը 2015 և 2017 թթ. կրել է վնասներ, սակայն 2016 թ. ապահովել է որոշակի շահութաբերության մակարդակ: Դյուպոն մեթոդի արդյունքները վկայում են, որ ՖԼ գործակցի արժեքն աճել է 2015-2017 թթ.: ՖԼ գործակցի աճին համահունչ աճել են նաև ֆինանսական ծախսերը, հետևաբար՝ նվազել են շահութաբերության ցուցանիշները:

3.4. ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտը

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունները հիմնականում տրամադրում են ֆիքսված և շարժական կապի, ինչպես նաև մալուխային և անլար ինտերնետի ծառայությունները: Նկ. 3.13-ում ներկայացված է հեռահաղորդակցության

ոլորտի բոլոր ծառայություններից 2013-2017 թթ. ստացված հասույթը¹¹³: Հատկանշական է, որ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների կողմից տրամադրվող ծառայությունները հիմնականում ներքին շուկայի պահանջարկն են բավարարում: Հեռահաղորդակցության ոլորտի եկամուտները ձևավորվում են ֆիքսված հեռախոսակապի, շարժական բջջային կապի, ինտերնետի և տվյալների փոխանակման ծառայություններից: Նկ. 3.13-ից երևում է, որ հեռահաղորդակցության ոլորտի ստացված ընդհանուր հասույթը բացասական դինամիկա է ցուցաբերել 2013-2017 թթ. ժամանակահատվածում: Ընդ որում, 2017 թ. դրությամբ ոլորտի եկամուտների մոտ 66 %-ը ստացվել է շարժական կապի ծառայություններից: Նկ. 3.13.-ից հետևում է, որ նվազել են ոչ միայն շարժական կապի, այլև ֆիքսված կապի ծառայություններից ստացված եկամուտները: Սակայն նկատվում է շարժական կապի ծառայություններից ստացված հասույթի նվազող միտման դանդաղում, մինչդեռ, ֆիքսված կապի ծառայությունների դեպքում նվազող միտման տեմպերը չեն դանդաղել: Վերջին տարիներին ինտերնետային ծառայություններից ստացված հասույթի որոշակի աճի միտումներ է գրանցվել:



Նկ. 3.13. ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի հասույթի կառուցվածքը, ՀՀ դրամ:

¹¹³ Գծապատկերը կառուցվել է՝ ՀՀ տրանսպորտի, կապի և տեխնոլոգիաների նախարարության, կապի և տեղեկատվական հեռահաղորդակցական տեխնոլոգիաների ոլորտի ցուցանիշների 2013-2015 և 2016-2017 ցուցանիշների հիման վրա

Աղ. 3.7.-ում ներկայացված են հեռահաղորդակցության ոլորտի ֆիքսված կապի ցուցանիշները 2013-2017 թթ. ժամանակահատվածում¹¹⁴: Ինչպես ներկայացված է աղ. 3.7.-ում, ֆիքսված կապի շուկայում ֆիքսված հեռախոսագծերի ընդհանուր քանակը նվազել է: Ֆիքսված հեռախոսագծերը ներառում է անալոգային ֆիքսված հեռախոսագծերը, ՎոյՍԻՓի բաժանորդագրությունները, ֆիքսված անլար կապի (WLL) բաժանորդագրությունները, ձայնային ալիքի համարժեքները (ISDN) և հանրային վճարովի հեռախոսների քանակը: Սակայն, չնայած ոլորտի ֆիքսված հեռախոսագծերի ընդհանուր քանակի նվազմանը, ՎոյՍԻՓի բաժանորդագրությունների քանակը շատ արագ տեմպերով աճում է: Տնային ֆիքսված հեռախոսագծերի տոկոս ցուցանիշը տատանվում է 90%-ի շուրջը և չի ենթարկվել մեծ փոփոխությունների 2013-2017 թթ.-ին:

Աղյուսակ 3.7

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի ֆիքսված հեռախոսակապի ցուցանիշներ

Ֆիքսված հեռախոսակապի ցուցանիշները՝ ըստ տարիների	2013	2014	2015	2016	2017
Ֆիքսված հեռախոսագծեր	578,450	572,772	551,366	531,624	505,190
ՎոյՍԻՓի (VoIP) բաժանորդագրություններ	47,818	64,850	71,371	88,207	94,639
Տնային ֆիքսված հեռախոսագծերի տոկոսը	91.74	91.47	89	89.6	90.02

Աղ. 3.8.-ում ներկայացված են շարժական բջջային կապի 2013-2017 թթ. ժամանակահատվածի ամփոփ ցուցանիշները¹¹⁵: Աղ. 3.8.-ից երևում է, որ շարժական բջջային կապի ցուցանիշները ընդհանուր առմամբ ցուցաբերել են դրական դինամիկա: Նկատվում է, շարժական բջջային հեռախոսակապի բաժանորդագրություններ և

¹¹⁴ Աղյուսակի ցուցանիշները ձեռք են բերվել ՀՀ տրանսպորտի, կապի և տեխնոլոգիաների նախարարության, կապի և տեղեկատվական հեռահաղորդակցական տեխնոլոգիաների ոլորտի ցուցանիշների 2013-2015 և 2016-2017 ձևաչափերից

¹¹⁵ Աղյուսակի ցուցանիշները ձեռք են բերվել ՀՀ տրանսպորտի, կապի և տեխնոլոգիաների նախարարության՝ կապի և տեղեկատվական հեռահաղորդակցական տեխնոլոգիաների ոլորտի ցուցանիշների 2013-2015 և 2016-2017 թթ. ձևաչափերից:

կանխավճարային շարժական բջջային հեռախոսակապի բաժանորդագրություններ ցուցանիշների որոշակի աճ: Մինչդեռ, M2M շարժական ցանցի բաժանորդագրություններ ցուցանիշն աճել է բավականին արագ տեմպերով:

Աղյուսակ 3.8

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի շարժական բջջային հեռախոսակապի ցուցանիշները

Շարժական բջջային կապի ցուցանիշները՝ ըստ տարիների	2013	2014	2015	2016	2017
Շարժական բջջային հեռախոսակապի բաժանորդագրություններ	3,346,275	3,459,137	3,464,490	3,434,567	3,488,524
Կանխավճարային շարժական բջջային հեռախոսակապի բաժանորդագրություններ	2,693,342	2,793,136	2,850,542	2,848,713	2,937,775
M2M շարժական ցանցի բաժանորդագրություններ	1,677	28,491	54,391	65,514	72,746

Աղ. 3.9.-ում ներկայացված է ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի ինտերնետ ամփոփ ցուցանիշները¹¹⁶: Նկատվում են օգտագործված միջազգային ինտերնետ կապի թողունակություն և Լիտ/հագեցվածությամբ միջազգային ինտերնետ կապի թողունակություն ցուցանիշների աճի մեծ տեմպեր, ինչը, բնականաբար, տեղի է ունեցել ինտերնետից օգտվողների թիվ ցուցանիշի աճի հետևանքով:

Ինչպես արդեն նշել էինք, 2013-2017 թթ.-ին հեռահաղորդակցության ոլորտի հասույթը էականորեն կրճատվել է՝ տարեկան մոտ 7%-ով: Ոլորտի լարային և շարժական կապի շուկայի փոքրացումը պայմանավորված է օգտատերերի կողմից թանկ լարային և շարժական կապի ծառայությունները առավել մատչելի ՎոյԱյՓԻ

¹¹⁶ Աղյուսակի ցուցանիշները ձեռք են բերվել ՀՀ տրանսպորտի, կապի և տեխնոլոգիաների նախարարության՝ կապի և տեղեկատվական հեռահաղորդակցական տեխնոլոգիաների ոլորտի ցուցանիշների 2013-2015 և 2016-2017 թթ. ձևաչափերից:

ծառայություններով փոխարինմամբ (Telco-OTT or over-the-top)¹¹⁷: Այս միտումի հետևանքով կրճատվել է լարային և շարժական հեռախոսակապի մասնաբաժինը ոլորտի ընդհանուր հասույթի կառուցվածքում, և հետևապես՝ մեծացել է ինտերնետ ծառայությունների մասնաբաժինը, հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ բաժանորդների ինտերնետ հասանելիության քանակը 2013-2017 թթ.-ին աճել է միջինը 6.5%-ով¹¹⁸: Հատկանշական է, որ «OTT» ծառայությունների ներթափանցումը և պահանջարկի աճը չի սահմանափակվում Հայաստանով: Ֆիքսված և շարժական կապի ծառայությունների հասույթի անկումը և «OTT» ծառայությունների պահանջարկի աճը համաշխարհային միտում ունի: Հետևաբար, բարձր մրցակցության պայմաններում, հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների հաջողությունը պայմանավորված է տեխնոլոգիական նորամուծությամբ և նոր բիզնես-մոդելների ներդրմամբ:

Աղյուսակ 3.9

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի ինտերնետ կապի ցուցանիշները

Ինտերնետ ցուցանիշները՝ ըստ տարիների	2013	2014	2015	2016	2017
Օգտագործված միջազգային ինտերնետ կապի թողունակությունը, Մբիթ/վրկ	45,600	61,528	118,187	111,054	208,092
Լիտ/հագեցվածությամբ միջազգային ինտերնետ կապի թողունակություն, Մբիթ/վրկ	76,000	87,897	158,201	201,000	267,648
Ինտերնետից օգտվողների թիվը	45.35	50.03	55.29	64.20	70.40

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտում ներկայումս գործունեություն են ծավալում բջջային կապի երեք օպերատորներ՝ «Վեոն Արմենիա», «ՎիվաՍել/ՄՏՍ» և «Յուբոն»:

¹¹⁷ St' u Green, W., Lancaster, B., Sladek, J. (2006).

¹¹⁸ ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի, Հայաստանը թվերով 2018, 2016 և 2015 վիճակագրական գրքույկներ

կազմակերպությունները: «Վեոն Արմենիա», «ՎիվաՍել/ՄՏՍ», «Յուքոմ» և «Զի Էն Սի Ալֆա» կազմակերպությունները ամենախոշոր ինտերնետ մատակարարողներն են ՀՀ-ում: Վերոնշյալ կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության և շահութաբերության ցուցանիշները ներկայացված են աղ. 3.10.-ում, որոնք հաշվարկվել են նշված կազմակերպությունների կողմից թողարկված տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունների տվյալների հիման վրա^{119,120}:

Աղյուսակ 3.10.

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական գործակիցներ

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպություններ		2013	2014	2015	2016	2017
Վեոն Արմենիա (Beeline)	ՀԱՇ	4.21%	10.46%	2.61%	3.34%	0.33%
	ՍԿՇ	4.61%	11.54%	2.87%	3.64%	0.36%
	ԱՇ	0.46	0.41	0.35	0.293	0.258
	ԶՇՄ	9.12%	25.60%	7.38%	11.38%	1.28%
	ՖԼ	1.10	1.10	1.10	1.089	1.086
ՎիվաՍել/ՄՏՍ	ՀԱՇ	15.74%	19.93%	15.04%	6.14%	10.97%
	ՍԿՇ	18.41%	22.78%	16.50%	6.73%	12.13%
	ԱՇ	0.77	0.74	0.67	0.59	0.64
	ԶՇՄ	20.47%	26.83%	22.46%	10.33%	17.02%
	ՖԼ	1.17	1.14	1.10	1.10	1.11
Յուքոմ	ՀԱՇ	-8.04%	-8.54%	-4.05%	-4.86%	-3.60%
	ՍԿՇ	-12.36%	-11.19%	-13.11%	-83.91%	-27.54%
	ԱՇ	0.49	0.49	0.34	0.37	0.34
	ԶՇՄ	-16.32%	-17.27%	-11.89%	-13.10%	-10.67%
	ՖԼ	1.54	1.31	3.24	17.27	7.66
Զի Էն Սի Ալֆա (Ռոստելեկոմ Հայաստան)	ՀԱՇ	-3.28%	-24.52%	-13.66%	-8.80%	-6.48%
	ՍԿՇ	-24.63%	-1693.95%	-67.42%	-27.33%	-15.40%
	ԱՇ	0.192	0.243	0.328	0.388	0.454
	ԶՇՄ	-17%	-101%	-42%	-23%	-14%
	ՖԼ	7.514	-69.092	-4.937	-3.105	-2.376

¹¹⁹ Հաշվետվությունները ձեռք են բերվել կազմակերպությունների պաշտոնական կայքերից:

¹²⁰ Խառատյան Դ. Ա., (2017)

Ըստ աղ. 3.10.-ի արդյունքների՝ «ՎիվաՍել/ՄՏՍ» կազմակերպությունը ապահովել է բարձր շահութաբերության ՀԱՇ և ՍԿՇ ցուցանիշներ՝ մյուս կազմակերպությունների համեմատ: Դյուպոն մեթոդի արդյունքներից հետևում է, ՍԿՇ գործակցի որոշիչներն են ԱՇ և ԶՇՄ գործակիցները: Ավելին, ԱՇ գործակցի արժեքը մյուս կազմակերպություններից բարձր է, ինչը ենթադրում է ակտիվների ավելի արդյունավետ կառավարում: Սակայն ՖԼ գործակցի արժեքը բավականին ցածր է, քանզի կապիտալի կառուցվածքում սեփական կապիտալը մեծ կշիռ ունի, իսկ պարտավորությունները՝ շատ փոքր: «ՎիվաՍել/ՄՏՍ» կազմակերպության սեփական կապիտալը հիմնականում բաղկացած է չբաշխված շահույթից, ինչը կուտակվել է տարիների ընթացքում և օգտագործվում է կազմակերպության բնականոն գործունեության ապահովման և զարգացման համար:

«Վեոն Արմենիա» կազմակերպությունն ապահովել է համեմատաբար ցածր եկամտաբերության մակարդակ 2013-2017 թթ.-ին: Դյուպոն մեթոդի արդյունքները ցույց են տալիս, որ ինչպես «Վիվասել/ՄՏՍ»-ի, այնպես էլ «Վեոն Արմենիա»-ի դեպքում ԱՇ և ԶՇՄ գործակցիները ՍԿՇ գործակցի որոշիչներն են: «Վեոն Արմենիա»-ի ԱՇ գործակցի բացասական դինամիկան և ԶՇՄ գործակցի համեմատաբար ցածր արժեքները բացառությամբ 2014 թ., ցածր շահութաբերության հիմնական պատճառներն են:

Քանի որ «Յուրոմ» կազմակերպությունը 2015 թ.-ին ձեռք է բերել «Օրանժ Արմենիա» ընկերությունը, 2013 և 2014 թթ.-ի տվյալները հավաքագրվել են «Օրանժ Արմենիա» ընկերության տարեկան ֆինանսական հաշվետվություններից: Դյուպոն մեթոդի արդյունքները ցույց են տալիս, որ կազմակերպությունն աշխատում է վնասով՝ սկսած 2013 թ.-ից: «Օրանժ Արմենիա» ընկերության ձեռքբերման արդյունքում «Յուրոմ» կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքում պարտավորությունները էականորեն աճել են (ՖԼ=17.27): Պարտավորություններին համահունչ աճել են նաև կազմակերպության հիմնական միջոցները, ոչ նյութական ակտիվները, ինչպես նաև ձևավորվել է գուդվիլ¹²¹: Այս պարագայում ՀԱՇ գործակիցը շահութաբերության

¹²¹ Կազմակերպության սեփական կապիտալի հաշվեկշռային արժեքի և ձեռքբերման գնի տարբերությունն է:

գնահատման ավելի օբյեկտիվ ցուցանիշ է, քանի որ «Օրանժ Արմենիա» ընկերության ձեռքբերման հանգամանքը էականորեն փոփոխում է ՍԿՇ գործակցի արժեքը:

«Ջի Էն Սի Ալֆա» կազմակերպությունը կրել է ամենամեծ վնասները, ինչը երևում է շահութաբերության ՀԱՇ և ՍԿՇ արժեքներից: «Ջի Էն Սի Ալֆա» կազմակերպությունը ոլորտի մյուս կազմակերպություններից ակտիվներով մոտ հինգ անգամ փոքր է և ուսումնասիրված ժամանակահատվածում աշխատել է վնասով: Դյուպոն մեթոդի արդյունքները ցույց են տալիս, որ չնայած ԱՇ գործակցի դրական դինամիկային, ԶՇՄ և ՖԼ գործակցի արժեքները բավականին խնդրահարույց են: Կազմակերպության տարիներով կուտակված վնասի հետևանքով սեփական կապիտալը բացասական է: Այդ պատճառով ՖԼ գործակցի արժեքները բացասական են: Այսինքն, կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքը հիմնականում բաղկացած է պարտավորություններից:

Հաշվի առնելով այն, որ ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունները գործում են բարձր մրցակցության պայմաններում, և ոլորտի հասույթը, 2013 թ.-ից սկսած, բացասական միտումներ է ունեցել, կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսական արդյունավետության բարձրացումը պահանջում է դժվարին լուծումներ: Բարձր մրցակցության հետևանքով ոլորտի բջջային օպերատորները պարբերաբար նվազեցրել են բջջային ծառայությունների սակագները: Այդուհանդերձ բջջային կապի փոխարինումը «ՕՏՏ» ծառայություններով անխուսափելի է, քանի որ «ՕՏՏ» ծառայությունները ավելի մատչելի են: Հաշվի առնելով ոլորտի հագեցվածության մակարդակը՝ կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսական արդյունավետության բարձրացումը պայմանավորված է բիզնես-մոդելների կառուցվածքային փոփոխություններով կամ նորի որդեգրմամբ և մարքեթինգային ռազմավարության լավարկմամբ:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Ատենախոսությունում կատարված հետազոտությունների արդյունքների հիման վրա կատարվել են հետևյալ եզրահանգումները.

1. Կատարված ուսումնասիրությունները փաստում են, որ սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի տարանջատումը երեք կամ հինգ բաղադրիչների միանշանակ նպաստում է դրա փոփոխությունների պատճառների բացահայտմանը և վերլուծությանը:

2. «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչների հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչները նշանակալի են անկախ տնտեսության ոլորտից, սակայն կազմակերպության շուկայական արժեքը բնորոշող գին/եկամտաբերություն և գին/բաժնետոմսի հաշվեկշռային արժեք գործակիցների ազդեցությունը սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի վրա փոքր է, և ընթացիկ իրացվելիություն գործակիցը չի ազդում սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի վրա: Հետազոտության արդյունքներից հետևում է, որ Դյուպոն մեթոդի միջոցով սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի տարանջատումը մի քանի բաղադրիչների կիրառելի է տնտեսության բոլոր ոլորտներում, սակայն Դյուպոն բաղադրիչների ազդեցությունները սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի վրա փոփոխվում են՝ կախված տնտեսության ոլորտից:

3. ՀՀ բանկերի ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատումը՝ սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի միջոցով, խնդրահարույց է, քանի որ մեկ գործակցի միջոցով բանկի գործունեության գնահատումը չի տրամադրում բավարար տեղեկություն բանկի գործունեության բոլոր ճյուղերի մասին և հաշվի չի առնում բանկային ռիսկի բոլոր բաղադրիչները:

4. ՀՀ բանկերի ուսումնասիրությունների արդյունքները՝ Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ, ցույց են տալիս, որ բանկի սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչներից առավել նշանակալից են զուտ շահույթի մարժա և ֆինանսական լծակ

գործակիցները, մինչդեռ ակտիվների շրջանառելիություն գործակցի արժեքը էական փոփոխությունների չի ենթարկվում, նույնիսկ երբ բանկը կրել է վնասներ:

5. ՀՀ բանկերի ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի արժեքները ընդհանուր առմամբ կախված են բանկերի մեծությունից (մասշտաբի էֆեկտ), սակայն բանկի մեծությունը շահութաբերության բարձր մակարդակ ապահովելու կարևորագույն նախադրյալներից չէ:

6. Չնայած ապահովագրական ոլորտի չափավոր աճի միտումներին, մրցակցության սրման հետևանքով 2017 թ.-ին նվազել են ապահովագրական կազմակերպությունների շահութաբերության ցուցանիշները, քանի որ ավելի արագ տեմպերով աճել են կատարված հատուցումները (ԱՊՊԱ ուղիղ հատուցումների համակարգի ներդրում), քան հավաքագրված ապահովագրավճարները (աճել են ծախսատարության և կատարված հատուցումների մարժա գործակիցների արժեքները), ինչպես նաև նվազել են ներդրումային գործունեությունից ստացված եկամուտները ավանդների նվազող տոկոսադրույքների հետևանքով:

7. ՀՀ ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների ուսումնասիրությունների արդյունքները՝ Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ ցույց են տալիս, որ ապահովագրական կազմակերպության սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչներից առավել մեծ տատանումներ է տեղի ունեցել զուտ շահույթի մարժա գործակցի արժեքներում, մինչդեռ ակտիվների շրջանառելիություն և ֆինանսական լծակ գործակիցների արժեքները էական փոփոխությունների չեն ենթարկվել:

8. ՀՀ էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման արդյունքները փաստում են այն մասին, որ էլեկտրակայանների վնասներ կրելու պատճառներն են՝ բարձր սպասարկման և շահագործման ծախսերը, գազի և էլեկտրաէներգիայի կորուստները, մաշվածության ծախսերը և վարկային պարտավորությունների մարմանն ուղղված բավականին մեծ ֆինանսական ծախսերը:

9. ՀՀ էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության ուսումնասիրությունների արդյունքները ցույց են տալիս, որ, բացառությամբ «Հրազդան ԶԷԿ-ի», կազմակերպությունները կրել են

վնասներ և ապահովել են ֆինանսական գործունեության արդյունավետության ցածր ցուցանիշներ: Դյուպոն մեթոդի արդյունքները փաստում են, որ էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչներից առավել նշանակալից են զուտ շահույթի մարժա և ֆինանսական լծակ գործակիցները:

10. ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման արդյունքները վկայում են այն մասին, որ ոլորտի հասույթի կրճատման արագ տեմպերի և բարձր մրցակցության պայմաններում կազմակերպությունների շահութաբերության և ֆինանսական արդյունավետության ցուցանիշները նվազել են:

11. ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչներից առավել նշանակալից են զուտ շահույթի մարժա և ֆինանսական լծակ գործակիցների ազդեցությունը, քանի որ ակտիվների շրջանառելիություն գործակցի արժեքները էականորեն չեն փոփոխվել:

ՀՀ բանկերի ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման խնդիրների լուծման և կարգավորման համար առաջարկվում են հետևյալ քայլերը.

1. Սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի տարանջատումը զուտ շահույթի մարժա, ակտիվների շրջանառելիություն և ֆինանսական լծակ բաղադրիչների որոշակիորեն լուծում է բանկի ռիսկերի մասին բավարար տեղեկատվություն չտրամադրելու խնդիրը, քանի որ սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի տարանջատման արդյունքում՝ ֆինանսական լծակ գործակիցը տեղեկատվություն է տրամադրում բանկի պարտավորությունների մարման կարողության մասին (ֆինանսական ռիսկ): Սակայն սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի կամ Դյուպոն բաղադրիչների միջոցով հնարավոր չէ ուսումնասիրել բանկային գործունեության բոլոր ռիսկերը: Այս առումով առաջարկվում է բանկային գործունեության ռիսկերի գնահատման կապիտալի համարժեքության գործակիցների օգտագործումը:

2. Բանկային ոլորտի կենտրոնացվածության մակարդակի փոքրացումը պետք է բանկային ոլորտի տնտեսական կարգավորման առաջնահերթություններից լինի: Այն

բավականին հաջող ընթացք է ունեցել վերջին հինգ տարիներին, քանի որ բանկերի մրցակցությունն աճել է, որի հետևանքով նվազել են խոշորագույն բանկերի շահույթի մասնաբաժինները ոլորտի ընդհանուր շահույթում, և հետևաբար՝ բարձրացել են բանկային համակարգի ֆինանսական կայունությունը և բանկերի պաշտպանվածության մակարդակը տնտեսական ճգնաժամերից:

3. Բանկի մեծության մեխանիկորեն ընդունումը՝ որպես շահութաբերության բարձր մակարդակի կարևորագույն նախադրյալ, չի խրախուսվում, քանի որ ուսումնասիրության արդյունքները ցույց են տալիս, որ, չնայած բանկի մեծությունը և շահութաբերության մակարդակը փոխկախված են, այդուհանդերձ ամենամեծ բանկերը չեն ապահովել ամենաբարձր շահութաբերության ցուցանիշները:

ՀՀ ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման խնդիրների լուծման և կարգավորման համար առաջարկվում են հետևյալ քայլերը.

1. Ապահովագրական կազմակերպությունների շահութաբերության մակարդակի բարձրացման համար առաջարկվում է վերանայել կազմակերպությունների մարքեթինգային ռազմավարությունները, ներդնել հատուցումների սպասարկման առավել արդյունավետ մեխանիզմներ և համալրել ապահովագրական պայուսակները նոր ապահովագրատեսակներով: Քանի որ պարտադիր ապահովագրատեսակները կարգավորվում են պետական մակարդակով, և կազմակերպությունները դրանց շրջանակներում իրավասու չեն էական փոփոխություններ իրականացնել, վերջիններս պետք է առավել մեծ ուշադրություն դարձնեն կամավոր ապահովագրատեսակների զարգացմանը: Կամավոր ապահովագրատեսակների կշռի մեծացումը կնպաստի ապահովագրական պայուսակների բազմազանեցմանը և կազմակերպությունների կայունության բարձրացմանը:

2. Ապահովագրական կազմակերպությունների շահութաբերության մակարդակի բարձրացումը պայմանավորված է նաև արդյունավետ ներդրումային քաղաքականությամբ: Ապահովագրական կազմակերպությունների ներդրումային եկամուտները նվազել են բանկային ավանդների տոկոսադրույքների նվազման պատճառով: Այս առումով առաջարկվում է բազմազանեցնել ներդրումային

պայուսակները՝ ՀՀ-ում առկա ներդրումային ամբողջ գործիքակազմի լիարժեք ներգրավմամբ:

ՀՀ էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման խնդիրների լուծման և կարգավորման համար առաջարկվում են հետևյալ քայլերը.

1. Քանի որ էլեկտրակայանների ակտիվների գերակշիռ մասը ֆիզիկապես մաշված վիճակում են, էլեկտրակայանների փոխանցման և բաշխման կորուստների կրճատումը, ինպես նաև արդյունավետության բարձրացումը պայմանավորված են էլեկտրաէներգիայի արտադրության, փոխանցման և բաշխման ենթակառուցվածքների սերնդափոխության և արդիականացման գործընթացի շարունակականությամբ:

2. Էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների վնասաբերության մակարդակը փոքրացնելու և ֆինանսական գործունեության արդյունավետության մակարդակը բարձրացնելու համար անհրաժեշտ են արտադրական հզորությունների սերնդափոխությանն և արդիականացմանն ուղղված բավականին մեծ ներդրումային հոսքեր, որոնց ապահովման համար պետական լուրջ աջակցություն է հարկավոր՝ ներդրումների և սուբսիդավորման միջոցով:

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման խնդիրների լուծման և կարգավորման համար առաջարկվում են հետևյալ քայլերը.

1. Հեռահաղորդակցության ոլորտի հասույթի կրճատումը պայմանավորված է «OTT» ծառայությունների պահանջարկի կտրուկ աճով: Այս առումով բջջային օպերատորները պետք է փոփոխեն իրենց բիզնես-մոդելները, առաջարկեն նոր մոտեցումներ հիմնված տեխնոլոգիական նորամուծությունների վրա և լավարկեն մարքեթինգային ռազմավարությունները,

2. «ՎիվաՍել/ՄՏՍ» կազմակերպությունը ապահովել է բարձր շահութաբերության և ֆինանսական գործունեության արդյունավետության ցուցանիշներ, սակայն ֆինանսական լծակ գործակցի բավականին փոքր արժեքը խնդրահարույց է: Սեփական կապիտալի շահութաբերություն գործակցի մակարդակը կարելի է էլ ավելի բարձրանցել կապիտալի կառուցվածքում պարտավորությունների մասնաբաժնի

մեծացմամբ, սակայն դրա հետևանքով կմեծանա նաև ֆինանսական ռիսկը: «Վեոն Արեմենիա» կազմակերպության շահութաբերության ցուցանիշների բարձրացումը պայմանավորված է գործառնական արդյունավետության բարձրացմամբ (ակտիվների շրջանառելիություն): Մինչդեռ, «Յուքոմ» և «Ջի Էն Սի Ալֆա» կազմակերպությունների վնասների կրճատման համար հարկավոր է ֆինանսական ծախսերի նվազեցում և վարկերից ձևավորված միջոցների առավել արդյունավետ օգտագործում:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. Արդշինբանկի կողմից Առեքսիմբանկի ձեռք բերման գործարքի մասին տեղեկատվություն,
<https://www.ardshinbank.am/content/%D5%A2%D5%A1%D5%B6%D5%AF%D5%AB-%D5%BA%D5%A1%D5%BF%D5%B4%D5%B8%D6%82%D5%A9%D5%B5%D5%B8%D6%82%D5%B6%D5%A8>
2. Բայադյան Ա., «Ձեռնարկությունների ֆինանսական դրության գնահատումը», - 2006, - 297 էջ:
3. Բայադյան Ա., «Ֆինանսական կայունության, գործարար ակտիվության և իրացվելիության գնահատման ցուցանիշներն ու դրանց հաշվարկման մեթոդիկան», - Երևան, 2001, - 65 էջ:
4. Բայադյան Ա., «Ֆինանսական վերլուծություն», - Երևան, 2008, - 300 էջ:
5. Խառատյան Դ. Ա., ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնները և դրանց համեմատական վերլուծությունը: ՀԱՊՀ Լրաբեր գիտական հոդվածների ժողովածու, մաս 1: 2017. - էջ. 497-502:
6. Խառատյան Դ.Ա., Հայաստանի Հանրապետության էներգետիկայի ոլորտի ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը ֆինանսական գործակիցների վերլուծության միջոցով: «ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ և ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ» ՀԱՆԴԵՍ, #5-6 (213-214), 2018. - էջ 62 – 64:
7. Խառատյան Դ.Ա., ՀՀ բանկային ոլորտի ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը և կարգավորումը Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ: Հայաստանի ճարտարագիտական ակադեմիայի լրաբեր գիտատեխնիկական հոդվածների ժողովածու: 15(3), 2018. - էջ 378-381:
8. Խառատյան Դ.Ա., Հայաստանի Հանրապետության ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը և կարգավորումը: «ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ և ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ» ՀԱՆԴԵՍ, #8 (216), 2018. - էջ. 29 – 33:

9. Հայաստանի Հանրապետության 2014-2025 թթ. հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագիր:
10. Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Հաշվապահական հաշվառման մասին» (ՀՕ-515-Ն, ընդունված է 2002 թ. դեկտեմբերի 26-ին):
11. Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» (ՀՕ-177-Ն, ընդունված է 2007 թ. ապրիլի 9-ին):
12. Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2010 թ. մարտի 11-ի «Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտները և միջազգային ստանդարտների ուղեցույցները հրապարակելու մասին» թիվ 235-Ն որոշում:
13. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2014. թ. դեկտեմբերի 30-ի «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2007 թվականի փետրվարի 9-ի թիվ 39-ն որոշման մեջ փոփոխություն կատարելու մասին» թիվ 367-Ն որոշում:
14. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ, Վարկեր/ՀՆԱ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>
15. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական հաշվեկշռային ցուցանիշներ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>
16. Հայաստանի Հանրապետության հրապարակային ծանուցումների պաշտոնական ինտերնետային կայք, <https://www.azdarar.am/>
17. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի, ֆինանսական համակարգ և վերահսկողություն. ներածություն, <https://www.cba.am/am/sitepages/fscintroduction.aspx>
18. Հայաստան Հանրապետության կենտրոնական բանկ, ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2017. – Եր., 2017, 57 էջ:

19. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի, դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրություն. ավանդների և վարկերի ծավալներ, <https://www.cba.am/am/sitepages/fscintroduction.aspx>
20. Հայաստան Հանրապետության կենտրոնական բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության նորմատիվները, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>
21. Հայաստան Հանրապետության կենտրոնական բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. Ապահովագրական ընկերությունների հաշվեկշռային ցուցանիշները, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>
22. Հայաստան Հանրապետության կենտրոնական բանկի, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն. Ապահովագրական ընկերությունների հիմնական գործունեության ցուցանիշները, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>
23. Հայաստանի Հանրապետության էներգետիկայի և բնական պաշարների նախարարության, 2012-2014 թթ. միջնաժամկետ ծախսային ծրագիր:
24. Հայաստանի Հանրապետության էներգետիկայի և բնական պաշարների նախարարության էներգետիկայի գիտահետազոտական ինստիտուտ. Հայաստանի էներգետիկ հաշվեկշիռ 2016:
25. Հայաստանի Հանրապետության վիճակագրական կոմիտեի, վիճակագրական ցուցանիշներ, <https://www.armstat.am/am/?nid=12&id=02004>
26. Հայաստանի Հանրապետության վիճակագրական կոմիտեի, Հայաստանը թվերով վիճակագրական գրքույկ 2015:
27. Հայաստանի Հանրապետության վիճակագրական կոմիտեի, Հայաստանը թվերով վիճակագրական գրքույկ 2016:
28. Հայաստանի Հանրապետության վիճակագրական կոմիտեի, Հայաստանը թվերով վիճակագրական գրքույկ 2018:
29. Հայաստանի Հանրապետության տրանսպորտի, կապի և տեխնոլոգիաների

նախարարության, կապի և տեղեկատվական հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի 2013-2015 թթ. ցուցանիշներ՝ ըստ միության հեռահաղորդակցության միջազգային միության (ՀՄՄ):

30. Հայաստանի Հանրապետության տրանսպորտի, կապի և տեխնոլոգիաների նախարարության, կապի և տեղեկատվական հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի 2016-2017 թթ. ցուցանիշներ՝ ըստ կապի տարածաշրջանային համագործակցության (ԿՏՀ) միության կողմից ներկայացված ձևաչափի:
31. Հայաստանի տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն (2017), Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ:
32. Ղուչյան Լ., Թերզյան Տ., «Տարրական էկոնոմետրիկա», - Երևան, 2002, - 279 էջ:
33. Շահոյան Ա.Գ. «Արդյունաբերական ձեռնարկություններ. փորձագիտական գնահատում», - Երևան, 2001, - 159 էջ:
34. Վարդանյան Գ., «Էկոնոմետրիկայի հիմունքները» ուսումնական ձեռնարկ, - 2003, - 161 էջ:
35. Քթոյան Ա., Խաչիկյան Ս., Մովսիսյան Մ., Հակոբյան Կ., «Տնտեսագիտական խնդիրների վիճակագրական վերլուծությունը SPSS փաթեթի գործածմամբ» ուսումնամեթոդական ձեռնարկ, - Եղեգնաձոր, 2015, - 71 էջ:
36. Ефимова О.В., “ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ: современный инструментарий для принятия экономических решений”, - 2009, 351 стр.
37. Лукасевич И. Я., “Финансовый менеджмент”, - Москва, 2010, 763 стр.
38. Максимова А.И., Мохина М.И., Наумкова О.Г., “ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ”, - 2010, 131 стр.
39. Файдушенко В. А., “ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА”, - 2013, 190 стр.
40. Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С., Негашев Е. В., “МЕТОДИКА ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА”, - 2000, 208 стр.
41. Ahsan, A. M. (2012). Can ROE be used to predict portfolio performance? Economics,

Management, and Financial Markets, 7(2), 132-148.

42. Armenian Power Sector Policy Note (2014). The World Bank.
43. Annand D., Dauderis H. (2014). Introduction to Financial Accounting.
44. Azadi, P., Sarmadi, A. N., Mahmoudzadeh, A., & Shirvani, T. (2017). The Outlook for Natural Gas, Electricity, and Renewable Energy in Iran. Working Paper 3, Stanford Iran 2040 Project, Stanford University.
45. Babalola Y. A., Abiola F.R (2013). Financial ratio analysis of firms: A tool for decision making. International Journal of Management Sciences, 1(4), 132-137.
46. Balabanyan, A., Kochnakyan, A., Sargsyan, G., Hankinson, D., & Pierce, L. (2011). Charged Decisions: Difficult Choices in Armenia's Energy Sector.
47. Baghdasaryan V. V., Kharatyan D. A., Financial performance analysis of Vorotan complex of HPP by using the DuPont model. ՀՃԱ լրաբեր գիտատեխնիկական հոդվածների ժողովածու, 13(4), 2016, էջ 374-377:
48. Banerjee, S. G., Moreno, F. A., Sinton, J., Primiani, T., & Seong, J. (2017). Regulatory indicators for sustainable energy (No. 26099). The World Bank.
49. Beyond ROE—How to measure bank performance. European Central Bank. (2010).
50. Boyd, G. M. (1989). Some Suggestions for a "New and Improved" DuPont Model. Journal of Financial Education, 29-32.
51. Brealey, R., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2001). Fundamentals of Corporate Finance. McGraw-Hill, New York.
52. Burja, V., & Mărginean, R. (2014). The Study of Factors that may Influence the Performance by the Dupont Analysis in the Furniture Industry. Procedia Economics and Finance, 16, 213-223.
53. Claudiu-Marian, G. (2011). The financial performance of European companies: a comparative approach. Annals of Faculty of Economics, 1(1), 193-200.
54. Delen, D., Kuzey, C., & Uyar, A. (2013). Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach. Expert Systems with Applications, 40(10), 3970-3983.
55. DuPont Company - <http://www.dupont.com>

56. Fairfield, P. M., & Yohn, T. L. (2001). Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability. *Review of Accounting Studies*, 6(4), 371-385.
57. Fisher, F. M. (1970). Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions: An expository note. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 361-366.
58. Financial ratios – insurance sector (2016), CARE Ratings
59. Friedlob, G. T., & Schleifer, L. L. (2003). *Essentials of financial analysis* (Vol. 23). John Wiley & Sons.
60. Fridson, M. S., & Alvarez, F. (2011). *Financial statement analysis: a practitioner's guide* (Vol. 597). John Wiley & Sons.
61. Foreign Direct Investments, net inflows. The World Bank, <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?end=2016&start=1970&view=chart>
62. Gibson, C. (1987). How chartered financial analysts view financial ratios. *Financial Analysts Journal*, 74-76.
63. Green, W., Lancaster, B., & Sladek, J. (2006). *Over the Top Services*. LTC International.
64. Gujarati, D. N. (2010). *Basic econometrics* (5th International Edition). New York: McGraw-Hill.
65. Hall, G. (2015). Pearson's correlation coefficient. *Other words*, 1(9).
66. *Handbook of International Quality Control, Auditing, Review, Other Assurance, and Related Services Pronouncements*, <https://www.ifac.org/publications-resources/2016-2017-handbook-international-quality-control-auditing-review-other>
67. <https://www.ifac.org/publications-resources/2016-2017-handbook-international-quality-control-auditing-review-other>
68. Herciu, M., Ogorean, C., & Belascu, L. (2011). A Du Pont Analysis of the 20 Most Profitable Companies in the World. *2010 International Conference on Business and Economics Research*, 1, 45-48.
69. Higgins, R. C. (2012). *Analysis for financial management*. McGraw-Hill/Irwin.

70. Hoyle, M. H. (1973). Transformations: an introduction and a bibliography. International Statistical Review/Revue Internationale de Statistique, 203-223.
71. International Financial Reporting Standards - <http://www.ifrs.org/>
72. International Financial Reporting Standards, Conceptual Framework for Financial Reporting 2018, http://www.ctcp.gov.co/_files/documents/1522788753-5849.pdf
73. Katchova, A. L., & Enlow, S. J. (2013). Financial performance of publicly-traded agribusinesses. Agricultural Finance Review, 73(1), 58-73.
74. Kharatyan D. A., Determinants of the company's financial performance: on the Nasdaq 100. ՀԱՊՀ Լրաբեր գիտական հոդվածների ժողովածու, մաս 1: 2018, էջ 374-377:
75. Kharatyan D. A. Determinants of return on equity: Nasdaq 100 industry sectors. «ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ ԵՎ ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ» ՀԱՆԴԵՍ, #7-8 (203-204), 2017 էջ 163 – 165:
76. Lesakova, L. (2007, June). Uses and limitations of profitability ratio analysis in managerial practice. In International Conference on Management, Enterprise and Benchmarking (pp. 1-2).
77. Liesz, T. J. (2002). Really modified Du Pont analysis: Five ways to improve return on equity. SBIDA Conference Proceedings.
78. Liesz, T. J., & Maranville, S. J. (2011). Ratio Analysis featuring the Dupont Method: an overlooked topic in the finance module of small business management and entrepreneurship courses. Small Business Institute® Journal, 1(1), 17-34.
79. Mubin, M., Iqbal, A. A., & Hussain, A. (2014). Determinant of Return on Assets and Return on Equity and Its Industry Wise Effects: Evidence from KSE (Karachi Stock Exchange). Research Journal of Finance and Accounting, 5(15), 148-157.
80. «NASDAQ-100» համաթիվ,
<http://www.nasdaq.com/markets/indices/nasdaq-100.aspx>
81. Needles, B. E., & Powers, M. (2010). Financial accounting. Cengage Learning.
82. Pacter P., (2017). Pocket Guide to IFRS® Standards: the global financial reporting language.
83. Pech, C. O. T., Noguera, M., & White, S. (2015). Financial ratios used by equity

- analysts in Mexico and stock returns. *Contaduría y Administración*, 60(3), 578-592.
84. Palepu, K. G., & Healy, P. M. (2007). *Business analysis and valuation*. Cengage Learning EMEA.
 85. Ramsey J. B. (1969). Tests for specification errors in classical linear least-squares regression analysis. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 350-371.
 86. Rhoades, S. A. (1993). The herfindahl-hirschman index. *Fed. Res. Bull.*, 79, 188.
 87. Rostan P., Rostan A. (2012). Assessing the Predictive Power of Customer Satisfaction for Financial and Market Performances: Price-to-Earnings Ratio is a Better Predictor Overall. *International Review of Management and Marketing*, 2(1), 59-74.
 88. Sahu, P. A., & Charan, P. (2013). Ratio Analysis is an Instrument-for Decision Making-A Study. *Asian Pacific Journal of Research*, I(VIII), 36-41.
 89. Sector Assessment: Energy, Country Partnership Strategy: Armenia, 2014–2018. Asian Development Bank.
 90. Padake, V., & Soni, R. (2015). Measurement of efficiency of top 12 banks in India using DuPont analysis. *IUP Journal of Bank Management*, 14(4), 59.
 91. Soliman, M. T. (2008). The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823-853.
 92. Soliman, M. T. (2004). Using industry-adjusted DuPont analysis to predict future profitability.
 93. Subramanyam K. R., Wild J. J., *Financial statement analysis*, - McGraw-Hill (2009).
 94. Van Greuning Hennie and Sonja Brajovic Bratanovic. *Analyzing and managing banking risk: a framework for assessing corporate governance and financial risk management*. Washington, DC: World Bank, 2003.
 95. Li, M. Nissim D., & Penman S. H. (2014). Profitability decomposition and operating risk.
 96. Verbeek M. (2008). *A guide to modern econometrics*. John Wiley & Sons.
 97. Wayne A. T., (2012). *Deconstructing ROE: Dupont Analysis*. Computerized

Investing. First Quarter.

98. Wu W. T. A. (2014). The P/E ratio and profitability. *Journal of Business & Economics Research (Online)*, 12(1), 67.
99. Wooldridge J. M. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach* (5th Edition). Mason, OH: Thomson/South-Western.
100. White H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 817-838.
101. Westfall P. H. (2014). Kurtosis as peakedness, 1905–2014. RIP. *The American Statistician*, 68(3), 191-195.
102. Weetman P. (2006). *Financial and management accounting: an introduction*. Pearson Education.

ՀԱՎԵԼՎԱԾ

Աղյուսակ 1.

«NASDAQ-100» համաթվի բաղադրիչները

Կազմակերպություն	Տնտեսության ոլորտ	
Yahoo! Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Maxim Integrated Products Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Mondelez International Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Stericycle Inc	Industrial	Արդյունաբերական
Tractor Supply Co	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
DISH Network Corp	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Amazon.com Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Alexion Pharmaceuticals Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Endo International PLC	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Cisco Systems Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Intel Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Microsoft Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
NVIDIA Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Cognizant Technology Solutions Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Intuitive Surgical Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
eBay Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Priceline Group Inc/The	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Illumina Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Akamai Technologies Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Texas Instruments Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Kraft Heinz Co/The	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Alphabet Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Netflix Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Western Digital Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Automatic Data Processing Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Walgreens Boots Alliance Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային

Seagate Technology PLC	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Adobe Systems Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Amgen Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
CSX Corp	Industrial	Արդյունաբերական
Apple Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Discovery Communications Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Comcast Corp	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Broadcom Ltd	Technology	Տեխնոլոգիաներ
CA Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
PACCAR Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Liberty Interactive Corp QVC Group	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Costco Wholesale Corp	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Regeneron Pharmaceuticals Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Skyworks Solutions Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Activision Blizzard Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Applied Materials Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Bed Bath & Beyond Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Celgene Corp	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Expedia Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Cerner Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Discovery Communications Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
American Airlines Group Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Viacom Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Twenty-First Century Fox Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Electronic Arts Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Express Scripts Holding Co	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Ulta Salon Cosmetics & Fragrance Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Fastenal Co	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Henry Schein Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
TripAdvisor Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Fiserv Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Facebook Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Gilead Sciences Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Biogen Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային

Lam Research Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Linear Technology Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Paychex Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Analog Devices Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
PayPal Holdings Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
QUALCOMM Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Ross Stores Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Starbucks Corp	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Symantec Corp	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Whole Foods Market Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Xilinx Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Liberty Media Corp	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Intuit Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Monster Beverage Corp	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
O'Reilly Automotive Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Check Point Software Technologies Ltd	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Ctrip.com International Ltd	Communications	Հեռահաղորդակցություն
NXP Semiconductors NV	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Mattel Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Micron Technology Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Baidu Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Mylan NV	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
T-Mobile US Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
Verisk Analytics Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Dollar Tree Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Twenty-First Century Fox Inc	Communications	Հեռահաղորդակցություն
SanDisk Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
NetApp Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Citrix Systems Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ

«NASDAQ-100» համաթվի բաղադրիչները տեխնոլոգիաների ոլորտի դեպքում

Կազմակերպության անվանում	Տնտեսության ոլորտ	
Maxim Integrated Products Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Intel Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Microsoft Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
NVIDIA Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Cognizant Technology Solutions Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Akamai Technologies Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Texas Instruments Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Western Digital Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Seagate Technology PLC	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Adobe Systems Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Apple Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Broadcom Ltd	Technology	Տեխնոլոգիաներ
CA Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Skyworks Solutions Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Activision Blizzard Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Applied Materials Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Cerner Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Electronic Arts Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Fiserv Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Lam Research Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Linear Technology Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Paychex Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Analog Devices Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
QUALCOMM Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Xilinx Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Intuit Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Check Point Software Technologies Ltd	Technology	Տեխնոլոգիաներ

NXP Semiconductors NV	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Micron Technology Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
SanDisk Corp	Technology	Տեխնոլոգիաներ
NetApp Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ
Citrix Systems Inc	Technology	Տեխնոլոգիաներ

Աղյուսակ 3.

«NASDAQ-100» համաթվի բաղադրիչները սպառման ոլորտի դեպքում

Կազմակերպություն	Տնտեսության ոլորտ	
Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Mondelez International Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Tractor Supply Co	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Alexion Pharmaceuticals Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Endo International PLC	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Intuitive Surgical Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Illumina Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Kraft Heinz Co/The	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Automatic Data Processing Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Walgreens Boots Alliance Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Amgen Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
PACCAR Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Liberty Interactive Corp QVC Group	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Costco Wholesale Corp	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Regeneron Pharmaceuticals Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Bed Bath & Beyond Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Celgene Corp	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
American Airlines Group Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Express Scripts Holding Co	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Ulta Salon Cosmetics & Fragrance Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Fastenal Co	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային

Henry Schein Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Gilead Sciences Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Biogen Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
PayPal Holdings Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Ross Stores Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Starbucks Corp	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Whole Foods Market Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Monster Beverage Corp	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
O'Reilly Automotive Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Mattel Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային
Mylan NV	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Verisk Analytics Inc	Consumer, Non-cyclical	Սպառման, ոչ ցիկլային
Dollar Tree Inc	Consumer, Cyclical	Սպառման, ցիկլային