

ՀՀ ԿՐԹՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԳԻՏՈՒԹՅԱՆ ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ
ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԽԱՌԱՏՅԱՆ ԴԱՎԻԹ ԱՐՄԵՆԻ

ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՐՈՒԹՅԱՆ
ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ԵՎ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ

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

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ – 2019

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի ազգային պոլիտեխնիկական համալսարանում

Գիտական ղեկավար՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Վահրամ Վաղինակի Բաղդասարյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Աշոտ Խաչատուրի Մարկոսյան

տնտեսագիտության թեկնածու
Կարապետ Հովհաննեսի Առաքելյան

Առաջատար կազմակերպություն՝

ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան

տնտեսագիտության ինստիտուտ

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2019 թ. մայիսի 14-ին, ժամը 13³⁰-ին Երևանի պետական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի տնտեսագիտության թիվ 015 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

Հասցեն՝ 0009, ք. Երևան, Խ. Աբովյան 52:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Երևանի պետական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2019 թ. ապրիլի 2-ին:

015 Մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար,
տեխնիկական գիտությունների դոկտոր, պրոֆեսոր՝
ԱՌԱՔԵԼՅԱՆ



Ա. Հ.

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Հերազդության 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 ուսումնասիրությունն անհրաժեշտ է տնտեսական արդյունավետ որոշումներ կայացնելու և, հետևաբար, բաժնետերերի շահույթը մաքսիմալացնելու տեսանկյունից: Հաշվի առնելով այն, որ կազմակերպության հիմնական նպատակներից մեկը բաժնետերերի շահույթի մաքսիմալացումն է, սեփական կապիտալի շահութաբերությունը (ՍԿԾ)՝ որպես բաժնետերերի համար շահույթ ստեղծելու արդյունավետության չափման ցուցանիշ, մեծ կարևորություն է ստանում: Այս առումով ՍԿԾ 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 թե՛ արտասահմանյան, թե՛ ՀՀ հետազոտողների շրջանակներում դեռևս խիստ սահմանափակ են: Այս առումով և՛ արտասահմանյան, և՛ ՀՀ կազմակերպությունների օրինակով ՍԿԾ գործակցի որոշիչների ուսումնասիրությունը Դյուպոն մեթոդի և այլ գործակիցների կիրառությամբ արդիական խնդիր է:

Հերազդության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության նպատակը ֆինանսական գործակիցների վերլուծության միջոցով կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության՝ ՍԿԾ 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 առանձնահատկությունները և տեսամեթոդական հիմքերը,

- հետազոտել կազմակերպության ֆինանսական արդյունավետության գնահատման՝ Դյուպոն մեթոդի կիրառական առանձնահատկությունները,
- բացահայտել սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնների քանակական և որակական ազդեցությունը՝ վիճակագրական վերլուծության կիրառմամբ՝ 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:

Արենախոսության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Արենախոսության 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:

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

Արենախոսության 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 տնտեսության ոլորտների բացահայտվել և գնահատվել են սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչները:

- Գնահատվել է ՀՀ ֆինանսական հատվածի՝ բանկային և ապահովագրական ոլորտների կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունավետությունը, և մշակվել են կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կառավարման առաջարկություններ:

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

Հեռագոյության 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:

Հեռագոյության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի ազգային պոլիտեխնիկական համալսարանի Տեղեկատվական և հաղորդակցական տեխնոլոգիաների և էլեկտրոնիկայի ինստիտուտի Տնտեսագիտության և կառավարման ամբիոնի նիստում, Պորտուգալիայի Բրագանսայի պոլիտեխնիկական ինստիտուտում կազմակերպված 17-րդ միջազգային գիտաժողովում (2016 թ.), Իսպանիայի Ալիկանտեի համալսարանում կազմակերպված 27-րդ միջազգային գիտաժողովում (2017 թ.), Երևանի պետական համալսարանում կազմակերպված Սիներգիա նախագծի եզրափակիչ

սեմինարում (2016 թ.), ինչպես նաև Հայաստանի ազգային պոլիտեխնիկական համալսարանի տարեկան գիտաժողովներում (2016, 2017 թթ.): Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն արտացոլված են հեղինակի կողմից հեղինակված և համահեղինակված յոթ գիտական հոդվածներում:

Արենախոսության ծավալը և կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածից: Ատենախոսությունը շարադրված է 110 էջերի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականության ցանկը:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության **ներածություն** բաժնում հիմնավորվել է հետազոտվող թեմայի արդիականությունը, ներկայացվել են հետազոտության օբյեկտն ու առարկան, հետազոտության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը, սահմանվել են հետազոտության նպատակը և խնդիրները, հետազոտության հիմնական արդյունքներն ու գիտական նորույթը, ինչպես նաև հետազոտության արդյունքների գործնական և կիրառական նշանակությունը:

Արենախոսության առաջին՝ «Կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման տեսական և մեթոդաբանական հիմքերը» գլխում, մանրամասն ներկայացվել են կազմակերպության ֆինանսական գործունեության գնահատման գործընթացի մոտեցումները և արդի մեթոդները, այդ թվում՝ ֆինանսական գործակիցների վերլուծության տեսական և կիրառական հիմունքները: Աշխատության այս մասում ներկայացվել են նաև կազմակերպության ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման՝ Դյուպոն մեթոդի էվոլյուցիան և կիրառական հիմքերը:

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:

Սկզբնական Դյուպոն մեթոդը զուտ շահույթի մարժա և ակտիվների շրջանառելիություն գործակիցների արտադրյալն է, որը փոխկապակցում է շահութաբերության և ակտիվների օգտագործման արդյունավետությանն առնչվող և լայնորեն կիրառվող վերոնշյալ գործակիցները: Այն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$ՀԱԸ = \frac{Հ}{ՀԱ} \times \frac{ԶԸ}{Հ} = \frac{ԶԸ}{ՀԱ},$$

որտեղ ՀԱԸ-ն համախառն ակտիվների շահութաբերությունն է, Հ-ն՝ հասույթը, ԶԸ-ն՝ զուտ շահույթը, ՀԱ-ն՝ համախառն ակտիվների միջին հաշվեկշռային արժեքը:

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 բանաձևով¹

$$ՄԿԸ = \frac{Հ}{ՀԱ} \times \frac{ՇԶ}{Հ} \times \frac{ՀԱ}{ՄԿ},$$

որտեղ ՄԿ-ն սեփական կապիտալի միջին հաշվեկշռային արժեքն է:

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 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 ՄԿԸ գործակցի փոփոխության պատճառները և մշակել այն մեծացնելու ռազմավարությունները:

Դյուպոն մեթոդի երրորդ փոփոխությունը, որն անվանվում է ընդլայնված

¹ Liesz T. J., (2011), p. 23.

Դյուպոն մեթոդ (Extended DuPont method), ՍԿՇ գործակիցը տարանջատում է հինգ գործակիցների, որն արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով²

$$\text{ՍԿՇ} = \frac{\text{ԶԸ}}{\text{ՇՄՀ}} \times \frac{\text{ՇՄՀ}}{\text{ՇՄՏՏ}} \times \frac{\text{ՇՄՏՏ}}{2} \times \frac{2}{2\text{Ա}} \times \frac{2\text{Ա}}{\text{ՄԿ}},$$

որտեղ ՇՄՀ–ն շահույթն է մինչև հարկումը, ՇՄՀՏՏ–ն՝ շահույթը մինչև հարկումը և տոկոսադրույքների վճարումը:

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»³:

ՍԿՇ գործակցի գլխավոր թերություններից մեկը այն է, որ գնահատելով կազմակերպության շահութաբերության մակարդակը, չի արտացոլում ռիսկայնությունը, քանզի գործակցի արժեքը մեկնաբանելիս հնարավոր չէ հասկանալ կազմակերպության ռիսկայնության մակարդակը⁴: 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 ազդեցությունը⁵:

Արենախոսության երկրորդ՝ «Կազմակերպության սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչները» գլխում, հետազոտվել են կազմակերպության սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնները, այդ թվում՝ հարկային բեռ (ՀԲ/ԴԲ), տոկոսային բեռ (ՏԲ/ԻԲ), գործառնական մարժա (ԳՄ/ՕՄ), ակտիվների շրջանառելիություն (ԱՇ/ԱԴ), ֆինանսական լծակ (ՖԼ/ԲԼ), գին/եկամտաբերություն (Գ/Ե/Ք/Ե), գին/բաժնետոմսի հաշվեկշռային արժեք (Գ/ՔՀԱ/Ք/Բ) և ընթացիկ իրացվելիություն (ԸԻ/ԿՐ) գործակիցները ոչ միայն «NASDAQ-100» կազմակերպությունների օրինակով, այլև ըստ տնտեսության

² Wayne A. T., (2012), p. 13.

³ Liesz T. J., (2002), p.2.

⁴ Higgins R. C. (2012), p. 54.

⁵ Boyd G. M., (1989).

ոլորտների (տեխնոլոգիաներ և սպառում):

Հետազոտությունում ՍԿՇ և կախյալ փոփոխականների միջև փոխկապվածությունը բացատրելու, քանակապես և որակապես գնահատելու համար օգտագործվել է փոքրագույն քառակուսիների (Ordinary least squares) ռեգրեսիոն անալիզի մեթոդը: Այն լայն կիրառություն ունի տնտեսագիտական հետազոտություններում, մասնավորապես այն դեպքում, երբ տվյալները հավաքագրվել են ժամանակի ֆիքսված պահին (cross-sectional data):

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: Կախյալ փոփոխականի (ՍԿՇ) և անկախ փոփոխականների միջև փոխկապվածությունը ներկայացված է հետևյալ բանաձևով՝

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

Աղ. 1-ում ներկայացված են ռեգրեսիոն անալիզի արդյունքները՝ «NASDAQ-100» համաթվի կազմակերպությունների օրինակով:

Աղյուսակ 1

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				

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: 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: 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 բաղադրիչներն ազդում են կախյալ փոփոխականի վրա: Ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների՝ ՏԲ, ՀԲ, ՁԳՄ, 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/ԲՀ 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՝ ՍԿՇ⁶: Հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ իրացվելիության կատեգորիայի ԿԻ, ԱԻ և ԸԻ գործակիցները չեն ազդում ՍԿՇ գործակցի վրա:

Աղ. 2-ում ներկայացված են ռեգրեսիոն անալիզի արդյունքները՝ «NASDAQ-100» համաթվի տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների դեպքում:

Երկրորդ մոդելի դետերմինացման գործակցի արժեքը կազմում է 0.9847: Երկրորդ մոդելի միջին քառակուսային շեղումը (RMSE) էականորեն փոքր է, ինչը

⁶ Saleem Q., Rehman R. U., (2011)

⁷ * ցույց է տալիս 10% նշանակալիություն, ** ցույց է տալիս 5% նշանակալիություն, *** ցույց է տալիս 1% նշանակալիություն:

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

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				

Երկրորդ մոդելի արդյունքները վկայում են, որ ՀԲ, ՏԲ, ԳՇՄ, ՀԱՇ և ՖԼ (ընդլայնված Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչներ) գործակիցները ամենամեծ ազդեցությունն ունեն ՍԿՇ-ն գործակցի վրա: Ինչպես երևում է ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքներից՝ տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների ՍԿՇ գործակցի վրա առավել մեծ ազդեցություն ունեն ՀԲ, ԳՇՄ և ՀԱՇ գործակիցները:

Աղ. 3-ում ներկայացված են ռեգրեսիոն անալիզի արդյունքները՝ «NASDAQ-100» համաթվի տեխնոլոգիաների ոլորտի կազմակերպությունների դեպքում: Ինչպես երևում է ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքներից՝ դետերմինացման գործակցի արժեքը երկրորդի մոդելի դեպքում 0.9934 է: Հասկանալի է, որ երկու մոդելների դեպքում էլ F-վիճակագրի արժեքները վկայում են վիճակագրական նշանակալիության մասին: 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:

Երկրորդ մոդելի արդյունքները ցույց են տալիս, որ ՀԲ, ՏԲ, ԳՇՄ, ՀԱՇ և ՖԼ գործակիցները (ընդլայնված Դյուպոն բաղադրիչներ) մեծ ազդեցություն ունեն ՍԿՇ գործակցի վրա: Չնայած այս փոփոխականների ազդեցության մակարդակը գրեթե նույնն է, այնուամենայնիվ, ամենամեծ ազդեցությունն ունեն

ՀԲ, ՏԲ և ՖԼ գործակիցները:

Աղյուսակ 3.

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, ՋՇՄ, ՖԼ, ՀԲ և ՏԲ գործակիցները բոլոր նմուշներում ամենամեծ ազդեցություն ունեն ՍԿՇ գործակցի վրա:
- Գ/Ե և Գ/ԲՀԱ գործակիցներն 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:

Արենախոսության երրորդ՝ «ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը և կարգավորումը» գլխում, ուսումնասիրվել են ՀՀ ֆինանսական հատվածի՝ բանկային, ապահովագրական և ՀՀ ոչ ֆինանսական հատվածի՝ էներգետիկայի, հեռահաղորդակցության ոլորտների կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության ցուցանիշները՝ Դյուպոն մեթոդի և այլ ֆինանսական գործակիցների կիրառությամբ: Կատարված ուսումնասիրությունների հիման վրա բացահայտվել

են ոլորտների և կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության գնահատման հիմնախնդիրները: Այնուհետև առաջարկվել են կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կարգավորմանն ու բարձրացմանն ուղղված առաջարկություններ:

ՀՀ 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 արտացոլվում ՍԿՇ-ն արժեքներում⁸: Հետևաբար, ՍԿՇ որոշիչներն ուսումնասիրելու համար ներկայացվել են Դյուպոն մեթոդի բաղադրիչների արդյունքները: 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 արդյունավետություն⁹:

Կատարված ուսումնասիրությունների արդյունքներից հետևում է, որ բանկի մեծությունը (ակտիվներ) և շահութաբերությունը (ՍԿՇ) փոխկապակցված են (մասշտաբի էֆեկտ): Սակայն փոխկապակցվածության մակարդակը թույլ է, այսինքն՝ միշտ չէ, որ մեծ բանկերը ավելի շահութաբեր են, քան փոքր բանկերը: Դրա մասին վկայում են 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:

Հետազոտության արդյունքները ցույց են տալիս, որ 2017 թ.-ին ապահովագրական կազմակերպությունների շահութաբերության մակարդակի կտրուկ նվազման պատճառներից մեկը ապահովագրական հատուցումների աճն

⁸ Beyond ROE - How to measure bank performance (2010), European Central Bank.

⁹ Padake, V., Soni, R. (2015).

է, ինչը աճել է ավելի արագ տեմպով, քան ապահովագրավճարները (ծախսատարության և կատարված հատուցումների մարժա գործակիցների արժեքների զգալի աճ): Նշված 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: ՀՀ ապահովագրական ոլորտի շահութաբերության անկման պատճառներից է նաև 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 ներդրումը 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 արդյունավետ ներդրումային քաղաքականության իրականացմամբ: Ինչպես արդեն նշել էինք, ապահովագրական կազմակերպությունների ներդրումային եկամուտները նվազել են բանկային ավանդների տոկոսադրույքների նվազման հետևանքով: Ներդրումային քաղաքականության բարելավման տեսանկյունից կազմակերպություններին առաջարկվում է բազմազանեցնել ներդրումային պայուսակները՝ ՀՀ-ում առկա ներդրումային գործիքակազմի լիարժեք ներգրավմամբ:

ՀՀ էներգետիկայի ոլորտի և կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության ուսումնասիրությունների արդյունքները ցույց են տալիս, որ 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 մեծածվալ ներդրումների ներգրավման խնդրով¹⁰: Սակայն էներգետիկ անկախության ապահովման տեսանկյունից անհրաժեշտ է վերականգնվող էներգիայի աղբյուրների մասնաբաժինը մեծացնել, որը կնպաստի նաև ջերմոցային գազերի արտանետման ծավալների փոքրացմանը: էներգետիկայի ոլորտի գլխավոր խնդիրներից են 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: ՀՀ կարգավորիչ օրենսդրության և էներգետիկ քաղականության ներդրման և լավարկման տեսանկյունից արդեն բավականին լավ ցուցանիշներ են ապահովվել: Սակայն ներդրումների ներգրավումը պայմանավորված չէ միայն օրենսդրությամբ և էներգետիկ քաղաքականությամբ: Ներդրումների ներգրավման հաջողությունը մեծապես պայմանավորված է նաև երկրի տնտեսության զարգանալու հեռանկարներով և ներդրումային կայուն միջավայրի առկայությամբ:

էներգետիկայի ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական վնասներ կրելու հիմնական պատճառը էլեկտրակայանների բարձր ծախսերն են, որոնք պայմանավորված են 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

¹⁰ Sector Assessment: Energy, Country Partnership Strategy: Armenia, 2014–2018. Asian Development Bank.

տարի է կազմում¹¹: 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: Հետևապես, վարկային պարտավորությունների մեծ կշիռը ենթադրում է բարձր տոկոսային ծախսեր և ցածր շահութաբերություն:

ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի և կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության գնահատման ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ հեռահաղորդակցության ոլորտի ստացված ընդհանուր հասույթը բացասական դինամիկա է ցուցաբերել 2013-2017 թթ. ժամանակահատվածում: Նվազել են ոչ միայն շարժական կապի, այլև ֆիքսված կապի ծառայություններից ստացված եկամուտները: Վերջին տարիներին ինտերնետային ծառայություններից ստացված հասույթի որոշակի աճի միտումներ է գրանցվել: Ոլորտի լարային և շարժական կապի շուկայի փոքրացումը պայմանավորված է օգտատերերի կողմից թանկ լարային և շարժական կապի ծառայությունները առավել մատչելի ՎոյվֆԻ ծառայություններով փոխարինմամբ (Telco-OTT or over-the-top)¹²: 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%-ով¹³:

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 «OTT» ծառայություններով անխուսափելի է: Հաշվի առնելով ոլորտի հազեցվածության մակարդակը՝ կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսական արդյունավետության բարձրացումը

¹¹ Balabanyan, A., Kochnakyan, A., Sargsyan, G., Hankinson, D., & Pierce, L. (2011). Charged Decisions: Difficult Choices in Armenia's Energy Sector.

¹² St' u Green, W., Lancaster, B., Sladek, J. (2006).

¹³ ՀՀ վիճակգրական կոմիտեի, Հայաստանը թվերով 2018, 2016 և 2015 վիճակգրական գրքույկներ

պայմանավորված է բիզնես-մոդելների կառուցվածքային փոփոխություններով կամ նորի որդեգրմամբ և մարքեթինգային ռազմավարության լավարկմամբ:

Ատենախոսության **եզրակացություններ և առաջարկություններ** բաժնում ամփոփված են հետազոտության հիմնական արդյունքները, եզրահանգումները և կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության արդյունավետության կարգավորման ուղղությամբ մշակված առաջարկությունները: Կատարված վերլուծությունների և ուսումնասիրությունների ամփոփ արդյունքները ներկայացված են հետևյալ առավել հատկանշական եզրակացություններում.

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 է:

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 ներդնում), 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/VSU» 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 բարձրացնել 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:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրապարակված են հետևյալ գիտական հոդվածներում.

1. Baghdasaryan V., Kharatyan D. Financial performance analysis of Vorotan complex of HPP by using the DuPont model. ՀՃԱ լրաբեր գիտատեխնիկական հոդվածների ժողովածու: 13(4), 2016, էջ 374-377:

2. Խառատյան Դ. ՀՀ հեռահաղորդակցության ոլորտի կազմակերպությունների սեփական կապիտալի շահութաբերության որոշիչ գործոնները և դրանց համեմատական վերլուծությունը, ՀԱՊՀ Լրաբեր գիտական հոդվածների ժողովածու, մաս 1: 2017, էջ 497-502:

3. Kharatyan D. DETERMINANTS OF RETURN ON EQUITY: NASDAQ 100 INDUSTRY SECTORS. «ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ ԵՎ ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ» ՀԱՆԴԵՍ, #7-8 (203-204), 2017, էջ 163-165:

4. Խառատյան Դ. Հայաստանի Հանրապետության էներգետիկայի ոլորտի ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը ֆինանսական գործակիցների վերլուծության միջոցով: «ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ ԵՎ ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ» ՀԱՆԴԵՍ, #5-6 (213-214), 2018, էջ 62-64:

5. Kharatyan D. DETERMINANTS OF THE COMPANY'S FINANCIAL PERFORMANCE: ON THE NASDAQ 100. ՀԱՊՀ Լրաբեր գիտական հոդվածների ժողովածու, մաս 1: 2018, էջ 374-377:

6. Խառատյան Դ. ՀՀ բանկային ոլորտի ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը և կարգավորումը Դյուպոն մեթոդի կիրառությամբ: ՀՃԱ Լրաբեր գիտատեխնիկական հոդվածների ժողովածու: 15(3), 2018, էջ 378-381:

7. Խառատյան Դ. Հայաստանի Հանրապետության ապահովագրական ոլորտի կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունավետության գնահատումը և կարգավորումը: «ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ ԵՎ ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ» ՀԱՆԴԵՍ, #8 (216), 2018, էջ 29-33:

ХАРАТЯН ДАВИД АРМЕНОВИЧ

**ОЦЕНКА И РЕГУЛИРОВАНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВОЙ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ**

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02 – “Экономика, управление хозяйством и его сферами”.

Защита диссертации состоится 14-го мая 2019 г. в 13³⁰ часов, на заседании специализированного совета 015 ВАК РА по экономике, действующего в Ереванском государственном университете, по адресу: 0009, г. Ереван, ул. Х. Абовяна 52

РЕЗЮМЕ

Работа посвящена оценке эффективности финансовой деятельности организации с помощью анализа финансовых коэффициентов, количественного и качественного влияния детерминантов рентабельности собственного капитала, а также разработке рекомендаций по урегулированию эффективности финансовой деятельности как иностранных, так и армянских организаций.

Для достижения поставленных целей сформулированы и решены следующие задачи:

- изучить особенности и теоретико-методологические основы оценки финансовой эффективности организации,
- исследовать применимые особенности метода Дюпона для оценки финансовой эффективности организации,
- выявить количественные и качественные влияния детерминантов рентабельности собственного капитала, используя статистический анализ на примере зарубежных организаций,
- выявить основополагающие задачи эффективности финансовой деятельности банковских, страховых, энергетических и телекоммуникационных организаций РА и выработать рекомендации по их управлению.

Объектами диссертации являются зарубежные и армянские организации и современные методы управления по оценке их финансовой эффективности, а предметом – вопросы оценки эффективности финансовой деятельности

отечественных и зарубежных организаций и способы управления эффективностью финансовой деятельности организации РА.

В первой главе диссертации изучены подходы и современные методы оценки эффективности финансовых показателей организации, рассмотрены теоретические и практические основы анализа финансовых показателей, выявлена эволюция метода Дюпона и его практическая основа для оценки эффективности финансовой деятельности организации.

Во второй главе тщательно изучены детерминанты рентабельности собственного капитала, включающие компоненты расширенного метода Дюпона и коэффициенты, относящиеся к категориям ликвидности и рыночной стоимости, на примере индекса «NASDAQ-100» и его секторах.

В третьей главе, с использованием метода Дюпона и других финансовых коэффициентов, изучены показатели эффективности финансовой деятельности организаций, относящихся к банковскому, страховому, энергетическому и телекоммуникационному секторам Республики Армения, определены вопросы оценки эффективности финансовой деятельности организаций. внесены предложения по улучшению и регулированию эффективности финансовой деятельности организации.

Основные научные результаты исследования имеют теоретическое и практическое значение, научная новизна которых заключается в следующем:

- на примере компаний индекса «NASDAQ-100» количественно и качественно оценено не только влияние расширенных компонентов Дюпона, но также влияние коэффициентов рыночной стоимости и ликвидности предприятия на эффективность финансовой деятельности,
- на примере компаний индекса «NASDAQ-100» определены и оценены детерминанты рентабельности собственного капитала по секторам,
- оценены и разработаны рекомендации по управлению финансовой эффективностью организаций банковских и страховых секторов Республики Армения,
- оценены и разработаны рекомендации по управлению финансовой эффективностью организаций энергетических и телекоммуникационных секторов Республики Армения.

**ORGANIZATION FINANCIAL PERFORMANCE EFFICIENCY EVALUTAION
AND REGULATION**

The summary of the dissertation submitted for the pursuing scientific degree of PhD in Economics in the field 08.00.02 “Economics and Management of Economy and its Spheres”

The defense of the dissertation will take place at 13³⁰, on May 14th, 2019, at the Meeting of the Specialized Council 015 in Economics of the Supreme Certifying Committee of the Republic of Armenia acting at the Yerevan State University.

Address: 52 Abovyan str., Yerevan, 0009, Armenia

SUMMARY

The purpose of the dissertation is to evaluate organization financial performance efficiency using financial ratio analysis, assess qualitatively and quantitatively determinants of return on equity, as well as to develop organization financial performance efficiency regulation recommendations for the Armenian organizations.

In order to achieve this purpose, the following research problems have been formulated:

- study the characteristics and theoretical foundations of the process of organization financial performance efficiency evaluation;
- research the applied peculiarities of DuPont method as a tool for organization financial efficiency evaluation;
- identify qualitative and quantitative determinants of retun on equity, using statistical analysis on the example of foreign organizations;
- reveal the key issues of financial performance efficiency of banking, insurance, energy and telecommunication sector organizations of the RA and elaborate recommendations for their management.

The objects of the dissertation are foreign and Armenian organizations and modern methods of management of their financial efficiency evaluation. The subject of the dissertation is the issues of financial activity efficiency assessment of the

domestic and foreign organizations and the ways of financial activity efficiency management for RA organizations.

In the first chapter of the dissertation, the approaches and modern methods of the assessment of organization financial performance efficiency have been studied, theoretical and practical basis of financial ratio analysis have been observed, evolution of the Dupont method and its practical basis for evaluating the effectiveness of the organization's financial activities have been revealed.

In the second chapter, the determinants of return on equity including the components of extended DuPont method and ratios belonging to liquidity and valuation categories have been thoroughly studied on the example of “NASDAQ-100” index and its industry sectors.

In the third chapter, the financial performance efficiency indicators of organizations belonging to the banking, insurance, energy and telecommunications sectors of RA have been studied using the Dupont method and other financial ratios, the issues of assessing the financial activity efficiency of organizations have been identified and proposals to improve and regulate the organization financial activity efficiency have been made.

The main results of the study have theoretical and practical significance, the scientific novelty of which is as follows:

- the qualitative and quantitative impact of not only extended DuPont components, but also valuation and liquidity ratios on organization's financial performance efficiency has been evaluated on the example of “NASDAQ-100” index constituents.
- the determinants of return on equity have been identified and evaluated on the example of “NASDAQ-100” index constituents by industry sectors.
- the financial efficiency of organizations belonging to the banking and insurance sectors of RA have been evaluated and recommendations for the organizations' financial activity efficiency management have been developed.
- the financial efficiency of organizations belonging to the energy and telecommunication sectors of RA have been evaluated and recommendations for the organizations' financial activity efficiency management have been developed.