

ՀԱՅ-ՌՈՒՄԱԿԱՆ (ՄԼԱՎՈՆԱԿԱՆ) ՀԱՄԱԼՄԱՐԱՆ

ԱՂԱՋԱՆՅԱՆ ՀԱՅՐԱՊԵՏ ՀՈՎՍԵՓԻ

**ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՌԵՍՈՒՐՍՆԵՐԻ
ՁԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ (ՀՀ ՕՐԻՆԱԿՈՎ)**

Ը.00.03 – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի զիտական աստիճանի հայցման ատենախոսության

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2016

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝
Վասակ Հովհաննեսի Թորոյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝
Վարդան Բարկենի Բոստանջյան

տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ
Բագրատ Արտաշեսի Ասատրյան

Առաջատար կազմակերպություն՝ Հայաստանի ազգային ագրարային
համալսարան

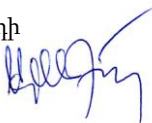
Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2016 թվականի հունիսի 14-ին, ժամը 15³⁰-ին Հայ-Ռուսական (Սլավոնական) համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈՀ-ի Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

Հասցեն՝ 0051, ք. Երևան, Հովսեփ Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայ-Ռուսական (Սլավոնական) համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրը առաքված է 2016թ. մայիսի 14-ին:

008 մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար



տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝
Ա.Մ. Մուվարյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

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

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

Կապիտալի կառուցվածքի ուսումնասիրության գործում զգալի ներդրում ունեն արտասահմանցի հեղինակները: Այս համատեքստում մեծ է Ֆ. Մոդիլյանի և Մ. Միլլերի դերը: Կապիտալի կառուցվածքի ուսումնասիրությամբ զբաղվել են Մ. Ֆրանկը, Վ. Գոյալը, Ռ. Ռաջանոմը, Լ. Զինգալեսը, Ջ. Գրեհամը: Այս համատեքստում արդիական է կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ուսումնասիրման տեսությունների, մասնավորապես՝ ավանդական, փոխգիջումային, տեղեկատվության անհամաչափության, գործակալական հարաբերությունների, շուկային հետևելու, կառավարիչների ներդրումների ինքնուրույնության, ինֆորմացիոն կասկադների հայեցակարգերի քննական վերլուծությունը: Իրականացված ուսումնասիրություններում հեղինակները վերլուծում են հիմնական գործոնների կարևորությունը կապիտալի կառուցվածքի ընտրության գործում:

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

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

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

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

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

Առաջադրված նպատակների իրագործումը կանխորոշել է հետևյալ խնդիրների լուծումը.

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

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը կազմակերպությունների տնտեսական գործունեությունն է, իսկ առարկան՝ ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման հիմնախնդիրները:

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

Առաջադրված խնդիրները լուծելու համար աշխատանքում օգտագործվել են գիտական ճանաչողության հետևյալ մեթոդները. մաթեմատիկավիճակագրական, տրամաբանական, վերլուծական, տնտեսամաթեմատիկական մոդելավորման և այլն:

Իրականացված վերլուծությունների տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ 20 կազմակերպությունների հրապարակված ֆինանսական հաշվետվությունները:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը:

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

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

Հետազոտության գործնական և տեսական նշանակությունը:

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

Հետազոտության արդյունքների փորձարկումն հրապարակումները:

Հետազոտության հիմնական դրույթները քննարկվել են ՀՊՏՀ Ֆինանսներ ամբիոնի նիստերում, ինչպես նաև գիտական կոնֆերանսներում:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրապարակվել են երեք գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը:

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

Ատենախոսության *ներածությունում* հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, ձևակերպվել են հետազոտության օբյեկտն ու առարկան, նպատակը, խնդիրները, տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, հիմնական արդյունքները, գիտական նորույթը և գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության առաջին՝ «Կազմակերպության կապիտալը ձևավորող ֆինանսական ռեսուրսների բնութագրման առանձնահատկությունները» գլխում ներկայացված են կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների բովանդակությունը, «ֆինանսական ռեսուրսներ» և «կապիտալ» հասկացությունների տարբեր մեկնաբանություններ, ինչպես նաև ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման աղբյուրների ուղղությունները:

«Ֆինանսական ռեսուրսներ» և «ֆինանսական կապիտալ» հասկացությունները սերտորեն փոխկապված են: Դրանց տարբերությունը պարզելու համար անհրաժեշտ է դիմել կարևորագույն տնտեսագիտական հասկացություններից մեկի՝ «կապիտալի» մեկնաբանությանը, որը բարդ է և բազմիմաստ: Սովորաբար կապիտալը սահմանվում է որպես եկամտի հոսք ապահովող միջոցների ամբողջություն:

Ինչպես ֆինանսական ռեսուրսների էության քննարկման, այնպես էլ «կապիտալ» հասկացության սահմանման դեպքում ժամանակակից տնտեսագետները տարբեր մոտեցումներ են ցուցաբերում: Ս. Ֆիշերը, օրինակ, կապիտալը սահմանում է որպես «եկամտային զեղչված հոսք», այսինքն՝ դա հարստության ցանկացած տարր է, որն իր տիրոջը կայուն եկամուտ է ապահովում երկար ժամանակի ընթացքում¹:

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

Ժամանակակից հեղինակների շրջանում կապիտալի մեկնաբանություններում առավել լայն կիրառություն է ստացել հետևյալ սահմանումը. «Ֆինանսների տեսանկյունից կապիտալը դրամական միջոցների ամբողջություն է, որոնք ներդրված են կազմակերպության վերարտադրության գործընթացին մասնակցող և շահույթ ապահովող հիմնական և շրջանառու ֆոնդերում»²:

Հարկ է նշել, որ կազմակերպության կապիտալն ունի երկակի բնույթ, որը բացատրվում է հաշվապահական հաշվեկշռի ակտիվների և պասիվների մասերով: Կապիտալի ակտիվային մասի վերլուծությունը թույլ է տալիս եզրակացություններ կատարել որակական և քանակական փոփոխությունների վերաբերյալ, որոշել կապիտալի իրացվելիությունը, բնութագրել տեղի ունեցող իրական վերարտադրության գործընթացները, քանի որ կապիտալի ընդհանուր մեծությունն ու կառուցվածքն արտացոլվում են դրա ակտիվում և, որպես կանոն, կազմում

¹ Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р., «Экономика» // М.: Дело, 1994, с. 153.

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

կազմակերպության միջոցների զգալի մասը: Օրինակ՝ հիմնական ֆոնդերում ներդրված դրամական միջոցների գումարը, կազմակերպության ոչ նյութական և շրջանառու ակտիվները ներկայացնում են իրական կապիտալը, որն, իր հերթին, կազմում է հիմնական և շրջանառու կապիտալների ամբողջությունը:

Սակայն կապիտալի միայն ակտիվների մասի ուսումնասիրությունը միշտ չէ, որ թույլ է տալիս որակական վերլուծություն իրականացնել, ուստի անհրաժեշտ է դիտարկել հաշվապահական հաշվեկշռի պասիվների մասում ներկայացված կապիտալը՝ որպես կազմակերպության կապիտալի ձևավորման աղբյուրների ամբողջություն: Հաշվեկշռի արդյունքը կողմնորոշիչ դեր է կատարում կազմակերպության տնօրինման տակ գտնվող բոլոր միջոցների գումարային արտահայտության գնահատման առումով: Այդ գնահատականն ամրագրվում է որոշակի ամսաթվի դրությամբ և չի արտացոլում դրամական միջոցների իրական հոսքերի մեծությունները, որոնք ստացվելու են ապագայում գույքի տարրերի կամ գույքային համալիրի վաճառքի դեպքում: Խնդիրն այն է, որ կազմակերպության ակտիվների շուկայական արժեքը հաշվեկշիռը կազմելու պահին հայտնի չէ: Դա որոշվում է շուկայական գործընթացների արդյունքում և կարող է զգալիորեն շեղվել հաշվառվածից՝ հատկապես ինֆլյացիոն և այլ տատանումների պայմաններում:

Ինչպես հայտնի է, գոյություն ունեն «ֆինանսական ռեսուրսներ» և «կապիտալ» հասկացությունների մի շարք ձևակերպումներ, որոնք իրենց անբաժանելի միասնականության մեջ կազմակերպությունների ֆինանսական կառավարման ուսումնասիրության հիմնական օբյեկտներ են համարվում: Բերենք գրականության մեջ հաճախ հանդիպող մեկ սահմանում ևս, որի համաձայն՝ կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները դրամական միջոցների այն մասն են, որոնք նախատեսված են ֆինանսական պարտավորությունների և ընդլայնված վերարտադրության ապահովման հետ կապված ծախսերը կատարելու համար³:

Հարկ է նշել, որ շուկայական տնտեսավարման պայմաններում կառավարիչները՝ մենեջերները, հաճախ են օգտագործում «կապիտալ» հասկացությունը, որը մի կողմից արտադրության օբյեկտիվ գործոն է, իսկ մյուս կողմից՝ կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների այն մասն է, որը ներդրվել է եկամուտ ստանալու ակնկալիքով: Այս իմաստով, կապիտալը հանդես է գալիս որպես ֆինանսական ռեսուրսների փոխակերպված ձև⁴:

Այդպիսի ձևակերպմամբ՝ «ֆինանսական ռեսուրսներ» և «կապիտալ» հասկացությունների միջև տարբերությունն այն է, որ ժամանակի ցանկացած պահի ֆինանսական ռեսուրսները կա՛մ մեծ, կա՛մ հավասար են կապիտալին: Հավասարությունն արտահայտվում է այն իրավիճակում, երբ կազմակերպությունը չունի որևիցե ֆինանսական պարտավորություն, և առկա բոլոր ֆինանսական ռեսուրսները շրջանառության մեջ են որպես կապիտալ: Սակայն կապիտալի և ֆինանսական ռեսուրսների չափերի հավասարությունը կազմակերպության արդյունավետ աշխատանքի չափանիշ չէ, քանի որ իրականում այդպիսի իրավիճակում գտնվելն անհավանական է: Ֆինանսական հաշվետվությունների սահմանված ձևերը հնարավորություն չեն տալիս ֆինանսական ռեսուրսի և

³ Финансы фирмы: курс лекций // Под ред. И.П. Мерзлякова. - М.: ИНФРА-М, 1998, с. 64.

⁴ Նույն տեղում:

կապիտալի միջև գտնելու տարբերություն, քանի որ ստանդարտ հաշվապահական հաշվեկշռում ներկայացվում են ոչ թե բուն ֆինանսական ռեսուրսները, այլ դրանց փոխակերպված ձևերը՝ պարտավորություններն ու կապիտալը:

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

Գործնականում կառավարման ենթակա են ոչ թե իրական հասկացությունները, այլ դրանց փոխակերպված ձևերը, այդ իսկ պատճառով ստանդարտացված ֆինանսական հաշվետվություններում, գործնական նպատակահարմարությունից ելնելով, հենց դրանք են արտացոլված:

Այսպիսով՝ կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսների կազմակերպումը մեծ մասամբ կախված է դրանց ձևավորման աղբյուրներից: Առանձին կազմակերպությունների տնտեսական գործունեությունն, ընդհանուր առմամբ, բնութագրվում է իրականացվող ներդրումների ծավալներով և ձևերով: Ֆինանսավորման աղբյուրների ընտրությունը բավական բարդ է, քանի որ հիմնականում այդ ընտրությունն է որոշում ֆինանսական ռեսուրսների օպտիմալ կառուցվածքը, կայունությունը և տնտեսավարման գործունեության պայմանները: Հիմնական միջոցների ֆինանսավորման աղբյուրներ փնտրելը հատկապես կարևոր է հայաստանյան կազմակերպությունների համար, քանի որ բացակայում է ներդրումային համակարգված մեխանիզմը, իսկ ներդրումային ակտիվության մակարդակը, ինչպես նախկինում, ցածր է մնում:

Այսպիսով՝ «ֆինանսական ռեսուրսներ» և «կապիտալ» հասկացությունների սկզբունքային տարբերությունների հստակեցման արդյունքում ձևավորվում է այն տեղեկատվական հիմքը, որը հնարավորություն է տալիս իրականացնելու կազմակերպության տնտեսական գործունեության վերլուծությունը և լուծելու ֆինանսավորման աղբյուրների հիմնախնդիրները: Այս առումով, անհրաժեշտ է անդրադառնալ կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորման արտասահմանյան հարուստ փորձին, որին, ըստ էության, ՀՀ-ում այդքան էլ մեծ ուշադրություն չի դարձվել:

Ատենախոսության երկրորդ՝ «Կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորման համաշխարհային փորձը» գլուխը նվիրված է կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հիմնական մոտեցումների ուսումնասիրությանը և դրանցով կատարված վերլուծություններին:

Առաջին գլխում կատարված բազմաթիվ դիտարկումները «կապիտալ» և «ֆինանսական ռեսուրսներ» հասկացությունների և դրանց միջև առկա էական տարբերությունների ու շփման եզրերի բացահայտման վերաբերյալ հնարավորություն են տալիս նշված հասկացությունները հաշվապահական հաշվեկշռի պասիվի կառուցվածքի համատեքստում տեսնել: Այս ամենը տեղեկատվական բազա է դառնում հետագա վերլուծությունների համար:

ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման հիմնախնդիրներն ուսումնասիրելուց առաջ նախ պետք է վերլուծել համաշխարհային արդի փորձը, որը հնարավորություն կտա, ՀՀ տնտեսական միջավայրի առանձնահատկությունները հաշվի առնելով, բացահայտելու կապիտալի կառուցվածքի գործոնները և դրա սեփական ու փոխառու մասերի հարաբերակցության ընտրության հիմնական դրոշմապատճառները:

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

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

Հիմնական խնդիրը, որ առաջ է գալիս կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորման գործընթացում, մեծաքանակ գործոնների ուսումնասիրությունն է, որոնք կարող են ազդել կառուցվածքի արդյունավետության վրա: Նույնիսկ կայուն զարգացող առանձին տնտեսության մեջ առանձին կազմակերպության գործունեության ֆինանսավորումը չի կարող ապահովվել մշտապես՝ հատկապես ստեղծման փուլում: Այնուամենայնիվ, արտադրության ծավալների աճին զուգընթաց, կազմակերպությունը ձևավորում է կապիտալի որոշակի կայուն կառուցվածք, որն արդյունավետ է սովյալ գործունեության տեսակի և որոշակի կազմակերպության համար:

Կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքի հիմնական հայեցակարգերի շրջանակներում ուսումնասիրվել և վերլուծվել են կապիտալի կառուցվածքի վրա ազդող գործոնները և գործընթացները, որոնցով որոշվում է դրա արդյունավետ կառուցվածքը:

Կապիտալի կառուցվածքի «անտարբերության» հայեցակարգը տնտեսագիտական գրականության մեջ անվանվում է Մոդիլյանի-Միլլերի կապիտալի կառուցվածքի դասական հայեցակարգ⁵:

Ֆրանկո Մոդիլյանին և Մերտոն Միլլերն իրենց հետազոտություններով հիմնավորել են, որ կապիտալի ներկայիս շուկայում կազմակերպության ընդհանուր արժեքը կախված չէ կապիտալի կառուցվածքից, հետևաբար՝ օպտիմալ կառուցվածք, որպես այդպիսին, գոյություն չունի⁶:

⁵ Modigliani F., Miller M., «Taxes and the Cost of Capital: A Correction» // Ibid, 1963. pp. 430-450.

⁶ Miller M., Modigliani F., Dividend Policy, «Growth and the Valuation of Shares» // Journ. Business, 1961, Oct., pp. 411-433.

Իրենց աշխատության մեջ Մոդիլյանին և Միլլերը, կապիտալի արդյունավետ շուկաների առկայության հայեցակարգի հիման վրա, որը ենթադրում է գրոյական հարկեր, ապացուցում են, որ կապիտալի կառուցվածքը չի ազդում կազմակերպության բաժնետոմսերի շուկայական գնի վրա:

Հիմնավորումը հետևյալն է. եթե կազմակերպության գործունեության ֆինանսավորումն իրականացվում է միայն փոխառու կապիտալի, այլ ոչ թե նաև սեփական միջոցներով, ապա կապիտալի խառը կառուցվածք ունեցող կազմակերպության բաժնետերերը կնախընտրեն վաճառել իրենց բաժնեմասերը և ստացված միջոցներով գնել այն կազմակերպության բաժնետոմսերը, որ չի օգտագործում ներգրավված աղբյուրներ, և, այդպիսով, ֆինանսական ռեսուրսների բացը կլրացնեն փոխառու կապիտալի օգնությամբ:

Մոդիլյանիի և Միլլերի տրամաբանությունն այսպիսին է. որոշակի պայմաններում կազմակերպության շուկայական արժեքը և կապիտալի արժեքը կախված չեն վերջինիս կառուցվածքից, հետևաբար՝ այն հնարավոր չէ օպտիմալացնել և կազմակերպության շուկայական արժեքը բարձրացնել կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության միջոցով:

Մոդիլյանիի և Միլլերի կապիտալի կառուցվածքի հայեցակարգը դարձավ չափազանց կարևոր ուղղություն այս ոլորտում գիտելիքների զարգացման համար: Ավելի շատ տեսական ուսումնասիրություններ ի հայտ եկան, որոնք հիմք դրեցին կապիտալի կառուցվածքի տարբեր տեսությունների ձևավորմանը, օրինակ, այսպես կոչված, «ավանդապաշտների» հայեցակարգը:

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

Դիտարկված երկու հայեցակարգերի միջև ոսկե միջին է համարվում կապիտալի կառուցվածքի փոխզիջումային (կոմպրոմիսային) հայեցակարգը:

Փոխզիջումային հայեցակարգը (ստատիկ հավասարակշռության հայեցակարգ) բացատրում է, թե ինչու տարբեր կազմակերպություններ ընտրում են փոխառու և սեփական կապիտալների տարբեր հարաբերակցություններ:

Խնդիրն այն է, որ կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որոշվում է հարկային վճարների նվազման և ֆինանսական դժվարությունների հետ կապված ծախսերի (կամ սնանկության անուղղակի ծախսերի) միջև փոխզիջման միջոցով: Կապիտալի կառուցվածքում փոխառու ֆինանսավորման մասնաբաժնի ավելացումը հանգեցնում է հարկային վահանից ստացվող օգուտների, հետևաբար՝ կազմակերպության արժեքի ավելացման, սակայն, դրան զուգընթաց, մեծանում է նաև սնանկացման հավանականությունը, իսկ դրա հետ կապված՝ ուղղակի և անուղղակի ծախսերը, որը նպաստում է կազմակերպության ընդհանուր շուկայական արժեքի նվազմանը:

Կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը ենթադրում է փոխառու ֆինանսավորման (կապված հարկերի խնայման հետ) և ծախսերի (կապված հնարավոր ֆինանսական դժվարությունների հետ, որոնց առաջացման հավանականությունն

ավելանում է պարտքի ավելացմանը զուգընթաց) միջև ողջամիտ փոխզիջման հասնելու հնարավորություն: Այդ իսկ պատճառով այս մոտեցումը հաճախ անվանում են ստատիկ հավասարակշռության հայեցակարգ⁷:

Այս հայեցակարգի համաձայն կազմակերպության կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ընտրության վրա ազդում է երկու գործոն՝ **սնանկության հետ կապված սպասվելիք ծախսերը և հարկային վահանը**⁸:

Տեղեկատվության անհամաչափության (ասիմետրիկություն) հայեցակարգի հիմքում այն ենթադրությունն է, որ տեղեկատվությունն անհամաչափ է բաշխված, և կարելի է առանձնացնել դրա երկու տեսակ՝

1. ներդրումային մոդելներ (հիմնականը հիերարխիայի հայեցակարգն է (*pecking order theory*),

2. ազդանշանային մոդելներ (*signaling models*)⁹:

Անհամաչափ տեղեկատվության առավել հայտնի մոդել է հիերարխիկ հայեցակարգը: Հիմնական գաղափարը, որն ընկած է տվյալ հայեցակարգի հիմքում, ներկայացված է Գորդան Դոնալդսոնի աշխատության մեջ¹⁰: Արտաքին ներդրողների և կառավարիչների միջև գոյություն ունեցող տեղեկատվական անհամաչափությունները հանգեցնում են նրան, որ կառավարիչները կամ կազմակերպություններն իրենց նախապատվությունը տալիս են որոշակի հիերարխիկ բնույթ ունեցող ֆինանսավորման աղբյուրներին: Հիերարխիայի մեջ նախապատվությունը տրվում է ներքին աղբյուրներին (սեփական միջոցների հաշվին), քանի որ արտաքին աղբյուրներից ֆինանսավորման կարիքի բացակայության դեպքում կազմակերպությունը չի կրում ո՛չ էմիսիոն, ո՛չ էլ տեղեկատվական ծախսեր: Սեփական միջոցների պակասուրդի (դեֆիցիտ) պայմաններում կազմակերպությունները կնախընտրեն փոխառությունները և սեփական կապիտալի ավելացումը լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկման միջոցով: Մեր վերլուծությունների արդյունքում ՀՀ կազմակերպությունների պարագայում արձանագրվել է հիերարխիկ հայեցակարգի դրույթների հավաստում, մասնավորապես՝ շահութաբեր կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքում փոխառու միջոցների բաժինը համեմատաբար փոքր է, իսկ պակաս հաջողակ կազմակերպությունները բավարար ներքին ֆինանսական ռեսուրսների բացակայության դեպքում գործում են հիերարխիկ տեսության համաձայն:

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

⁷ Никитиушкина И.В., Макарова С.Г., «Структура капитала корпорации. Теория и практика» // Монография, Москва 2013, с. 24-28.

⁸ Рудык Н.Б., «Структура капитала корпораций: теория и практика» // М.: Дело, 2004.- с. 272

⁹ Baker M., Wurgler J. Market «Timing and Capital Structure. Journal of Finance» // Vol. 57, 2002, - pp. 75-89.

¹⁰ Donaldson G., «Corporate restructuring: managing the change process from within» // Boston, Mass: Harvard Business School Press, 1994, pp. 150-180.

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

Անհամաչափ տեղեկատվության հայեցակարգի տարատեսակներից են **ազդանշանային մոդելները:** Դրանցից առավել հայտնի է Ռոսի մոդելը¹¹: Մոդելի հիմնական գաղափարը հետևյալում է. արտաքին ներդրողների և կառավարիչների միջև անհամաչափ տեղեկատվության առկայության դեպքում փոխառությունների ներգրավումը հավանական ներդրողների կողմից կարող է դիտվել որպես կազմակերպության կայուն վիճակի և ընթացիկ պարտավորությունները կատարելու ունակության մասին ազդանշան:

Այսպիսով՝ հիմնական գործոնները, որոնք հաշվի են առնվում այս հայեցակարգում, համարվում են տեղեկատվության անհամաչափությունը, կազմակերպության կապիտալում պարտքի մակարդակը, վերջինիս վարկային վարկանիշը:

Կապիտալի կառուցվածքի տեսությունների շարքում իր կարևորությամբ առանձնանում է Ջենսենի և Մեկլինգի **գործակալական հարաբերությունների** հայեցակարգը: Դա նկարագրում է գործակալական հարաբերությունները գործարարության կողմերի միջև և դրանց հավասարակշռման հետ կապված ծախսերը, որոնք առաջանում են այն դեպքում, երբ սեփականատերերը (բաժնետերերը) կառավարչական որոշումների ընդունման և կատարման իրավունքը վստահում են վարձու մենեջերներին, և բիզնեսի կառավարման ընթացքում առաջանում է շահերի բախում¹²:

Կարելի է առանձնացնել գործակալական հարաբերությունների մի քանի տեսակ և դրանցից բխող հնարավոր բախումներ կառավարիչների և բաժնետերերի միջև, կառավարիչների և կրեդիտորների միջև, ինչպես նաև բաժնետերերի և կրեդիտորների միջև: Այդպիսի բախումները հանգեցնում են կազմակերպության ընթացիկ շուկայական արժեքի նվազման: Այսպիսով՝ երբ կազմակերպությունում ծագում են գործակալական բախումներ, դրանք բաժնետերերի համար ստեղծում են գործակալական ծախսեր¹³:

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

ՀՀ տնտեսավարման պրակտիկայում գործակալական հարաբերությունների թե պայմանների և թե մշակույթի բացակայությունը թույլ չի տալիս բացահայտել ինչպես խնդիրները, այնպես էլ լուծման հնարավորությունները՝ վերոնշյալ հայեցակարգի դրույթներից ելնելով: Պետք է փաստել նաև գործարարության հիմնական կողմերի գործառույթների սահմանազատվածության բացակայությունը ՀՀ

¹¹ Ross S.A., «Signalling and Capital Structure» // 1977, pp. 5-52.

¹² Michael C. Jensen, William H., Meckling W., «Theory of the Form: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure» // Journal of Financial Economics. V3, 1976, pp. 60-105.

¹³ Пучкова С.И., Шмарова Д.В., Грунина Н.Ю., «Финансовый менеджмент (финансовый анализ)» // М.: Проспект, 2011. – с 263-268.

կազմակերպություններում, որը հնարավորություն չի տալիս գնահատելու և վերլուծելու գործակալական ծախսերը և դրանց ազդեցությունը կապիտալի կառուցվածքի վրա:

Կապիտալի կառուցվածքի **վարքագծային հայեցակարգի շրջանակներում** ուշադրության են արժանի մի շարք ժամանակակից տեսություններ.

- ✓ շուկային հետևելու հայեցակարգ,
- ✓ մենեջերների ներդրումների ինքնուրույնության հայեցակարգ,
- ✓ տեղեկատվական կասկադների հայեցակարգ,
- ✓ կառավարիչների անհատական որակների ազդեցության հայեցակարգ:

Կապիտալի կառուցվածքի վարքագծային հայեցակարգի շրջանակներում հիմնական է համարվում Բայկերի և Վեգլերի մշակած **շուկային հետևելու հայեցակարգը**¹⁴: Հիմնական գաղափարն այստեղ այն է, որ վերահսկվում է ֆինանսական շուկայի դրությունը, սահմանվում է գործողությունների որոշակի հաջորդականություն՝ ստեղծված իրավիճակից կախված: *Երբ շուկան գերազանահատում է կազմակերպության բաժնետոմսերը, անհրաժեշտ է որքան հնարավոր է շատ բաժնետոմսեր թողարկել, սակայն երբ բաժնետոմսերը թերազանահատվում են, հարկ է օգտագործել երկարաժամկետ ֆինանսավորում, ազատ դրամական միջոցներն ուղղել կազմակերպության հասարակ բաժնետոմսերի թողարկմանը, որոնք կարող են ազատ շրջանառվել ֆոնդային շուկայում:*

Այս տեսության համաձայն՝ կարելի է ընդգծել սեփական կապիտալում պարտքի մասնաբաժնի մեծության համեմատաբար նշանակալից գործոնները՝ հատկապես **բաժնետոմսերի գնի փոփոխությունը և ֆինանսական պակասուրդը (կապիտալի ներգրավումն արտաքին աղբյուրներից):**

Գրեմն ու Հարվին պարզել են, որ ֆինանսավորման սեփական աղբյուրներ ընտրելիս հիմնական տեղը զբաղեցնում է շուկային հետևելու հայեցակարգը: Փոխառու կապիտալի մակարդակի վրա զգալի ազդեցություն ունի հիերարխիայի հայեցակարգը: Գործնականում նվազագույն կիրառություն ունի փոխգիջումային հայեցակարգը: Մինևույն տրամաբանությամբ կարող ենք հաստատել, որ շուկային հետևելու հայեցակարգի դրույթները չեն կարող օգտագործվել ՀՀ կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման հիմնախնդիրները լուծելիս: Այլ են հիերարխիայի հայեցակարգի դրույթների փորձարկման դեպքերը: Դրանք հավասարապես օգտագործելի են ՀՀ կազմակերպությունների պարագայում: Ինչ վերաբերում է փոխգիջումային հայեցակարգի դրույթներին, ապա ՀՀ կազմակերպություններում ֆինանսական կառավարման մշակույթը թույլ չի տալիս այդ դրույթները կիրառել, քանի որ մեզանում սնանկացման հետ կապված սպասվելիք ծախսերը և կորցրած հնարավորությունների հետևանքները չեն պլանավորվում և վերլուծվում:

Այսպիսով՝ դիտարկելով կապիտալի կառուցվածքի օպտիմալացման վերաբերյալ տարբեր հեղինակների հետաքրքիր և նշանակալից առաջարկները, կարելի է նշել, որ դրանցում կիրառվել են վերլուծության տարբեր մեթոդներ, ուսումնասիրվել

¹⁴ Baker, Wurgler. «Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns» // The journal of finance, 2006, pp. 1645-1680.

են կապիտալի կառուցվածքի ամենահայտնի տեսությունների դրույթները, որոնք ազդում են կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման վրա: Վերոնշյալ տեսությունների և հայեցակարգերի վերլուծությունը թույլ է տալիս կատարել հետևյալ եզրակացությունները.

- Կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքում արտաքին և ներքին մի շարք գործոններից պարտքի մասի կախվածության բնույթը ոչ միշտ է պայմանավորված երկրների առանձնահատկություններով և ցույց է տալիս կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքը որոշելու ընդհանուր միտումները:
- Ռեգրեսիվ վերլուծության հիման վրա իրականացված ուսումնասիրությունների արդյունքները տարբերվում են անկետավորման (հարցաթերթիկային) մեթոդի (վերին ղեկավար օղակի շրջանում իրականացրած հարցումներ) ուսումնասիրության արդյունքում ստացվածներից: Վերջինիս կիրառմամբ պարզվել է, որ փոխզիջումային տեսությամբ նկարագրված գործոններն ավելի պակաս կարևոր դեր ունեն, քան ռեգրեսիվ վերլուծության կիրառության դեպքում է: Այս դրույթը ճշմարիտ է ինչպես ԱՄՆ-ի, այնպես էլ արևմտաեվրոպական կազմակերպությունների պարագայում:
- Նույնիսկ ընդհանուր միտումների առկայության դեպքում գոյություն ունեն մի շարք գործոններ, որոնք արտացոլում են որոշակի երկրների ինստիտուցիոնալ պայմանները և ազդում են կապիտալի կառուցվածքի օպտիմալացման վերաբերյալ որոշումների կայացման վրա, դրանք կապված են ֆինանսական համակարգի, օրենսդրական հիմքի, հաշվապահական հաշվառման առանձնահատկությունների, տարբեր երկրների ավանդույթների ու սկզբունքների հետ:
- Տարբեր երկրներում ինստիտուցիոնալ առանձնահատկությունների (որոնք ազդում են այս կամ այն գործոնի կարևորության աստիճանի վրա) առկայության դեպքում հնարավոր չէ հայտնաբերել արմատական տարբերություններ կապիտալի օպտիմալ կառուցվածի կառուցման մեթոդներում և սկզբունքներում:

Եզրափակելով կապիտալի կառուցվածքի վերաբերյալ տեսությունների և հայեցակարգերի վերլուծությունը՝ կարող ենք նշել, որ կազմակերպության կառավարիչը որոշումներ է կայացնում՝ առաջնորդվելով այդ տեսությունների և հայեցակարգերի դրույթներով: Բնարկե, գոյություն ունեն որոշակի պարամետրեր և ցուցանիշներ. այսպես՝ կազմակերպության ֆինանսավորման և գործունեության առանձնահատկությունները և սպասվող արդյունքները: Սակայն, բացի դրանցից, կառավարիչները պետք է մեծ ուշադրություն դարձնեն ընթացիկ և սպասվող շուկայական պայմաններին, ինչպես նաև կանոնակարգեն իրենց գործողությունները՝ կախված արտաքին պայմաններից:

Ատենախոսության երրորդ՝ «ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսավորման աղբյուրների հիմնախնդիրները» գլխում, հաշվի առնելով կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման համաշխարհային փորձի վերաբերյալ մոտեցումները, ինչպես նաև ՀՀ առանձնահատկությունները, կատարվել է կազմակերպությունների ֆինանսավորման և ֆինանսական արդյունքների համեմատական վերլուծություն վիճակագրական մեթոդներով, ինչպես նաև ներկայացվել են

կազմակերպությունների համեմատական արդյունավետության գնահատականներ՝ ըստ պարփակող տվյալների վերլուծության:

Տնտեսամաթեմատիկական և վիճակագրական վերլուծության մեթոդների զուգակցմամբ իրականացվել է համալիր վերլուծություն՝ փորձելով վեր հանել այն հիմնախնդիրները, որոնք առկա են ՀՀ կազմակերպություններում՝ կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման և միջոցների ներգրավման ու օգտագործման արդյունավետության հետ կապված:

ՀՀ կազմակերպությունների դեպքում արձանագրվել է կապիտալի փոխզիջումային տեսության հիերարխիկ հայեցակարգի պնդումների հաստատում՝

ա) շահութաբեր կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքում փոխառու միջոցների բաժինը համեմատաբար փոքր է, թեև այս դեպքում սեփական միջոցները լիովին բավարար են կազմակերպության գործունեության ֆինանսավորման համար, և հակառակը,

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

Կապիտալի կառուցվածքի մյուս տեսություններին առնչվող վերլուծություններ կատարելն անհնարին է տեղեկատվության անհասանելիության պատճառով:

Վերլուծությունն իրականացվել է ՀՀ 20 կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների հիման վրա: Այս ցուցանիշների միջև առկա փոխկապվածության միջոցով փորձ է արվել պարզելու կապիտալի ֆինանսավորման կառուցվածքի և ֆինանսական արդյունքների միջև գոյություն ունեցող կախվածությունը: Առաջին փուլում իրականացվել է ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածության վերլուծություն: Պարզվել է, որ ֆինանսական արդյունքների և կապիտալի կառուցվածքի ցուցանիշների միջև կախվածությունը շատ թույլ է, բացառությամբ սեփական կապիտալի շահութաբերության և ֆինանսական ռիսկի միջև եղած կապի, որը, սակայն, կրում է հակադարձ համեմատական բնույթ: Սա վկայում է այն մասին, որ փոխառու կապիտալի աճը, կազմակերպության սեփական կապիտալի շահութաբերության աճի փոխարեն, հանգեցնում է դրա նվազմանը: Այս ենթադրության համար ավելի հիմնավոր ապացույցներ ունենալու նպատակով կատարենք առկա ցուցանիշների վիճակագրական վերլուծություն: Կազմակերպությունները խմբավորել ենք ֆինանսական ռիսկի գործակցի 0.5-ից բարձր և ցածր մակարդակ ունեցող խմբերում:

Ֆինանսական ռիսկի 0.5-ից ցածր արժեք ունեցող կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունքի ցուցանիշները կայուն են: Ֆինանսական ռիսկի բարձր գործակից ունեցող կազմակերպություններն ունեն շահութաբերության ցածր կամ բացասական գործակիցներ:

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

Կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքի ազդեցությունը ֆինանսական արդյունքի ցուցանիշների վրա պարզելու եղանակներից մեկը դրանց՝ ըստ ֆինանսական ռիսկի գործակցի տարանջատված խմբերի համար հաշվարկված

Ֆինանսական գործակիցների միջին թվաբանական արժեքների համադրումն է, որը սույն աշխատանքում կատարվել է Z-վիճակագրության հաշվարկման միջոցով: Առաջադրվել է վարկած առ այն, որ առանձնացված երկու խմբերի համար հաշվարկված ֆինանսական գործակիցների միջին թվաբանական արժեքները միմյանցից չեն տարբերվում, այսինքն՝ կապիտալի կառուցվածքն էականորեն չի ազդում ֆինանսական արդյունքների վրա: Վերլուծության արդյունքները ներկայացված են աղյուսակ 1-ում:

Աղյուսակ 1

Z-վիճակագրության վերլուծության արդյունքները

Ֆինանսական գործակիցներ	Խումբ 1 (ֆինանսական ռիսկի գործակիցը < 0.5)		Խումբ 1 (ֆինանսական ռիսկի գործակիցը > 0.5)		Z-վիճակագրություն	P(Z<=z) հավանականությունը
	Միջին թվաբան. արժեքը	Ներխմբ. դիսպերս.	Միջին թվաբան. արժեքը	Ներխմբ. դիսպերս.		
Ֆինանսական ծախսեր/պարտավորություններ գործակիցը	- 0.0371296	0.00216	- 0.0703890	0.00448	1.31	0.10
Սեփական կապիտալի շահութաբերությունը	0.0661742	0.011935	1.0190228	10.905067	-0.96	0.17
Ակտիվների շահութաբերությունը	0.0725671	0.0290120	0.0553409	0.007165	0.28	0.39

Ըստ աղյուսակ 1-ի տվյալների՝ առաջ քաշված վարկածը 5% նշանակալիության մակարդակում մերժվում է, հետևաբար՝ ըստ խմբերի հաշվարկված ֆինանսական գործակիցների միջին թվաբանական արժեքները միմյանցից էականորեն տարբերվում են:

Վերլուծության այս եղանակով բացահայտվեցին կապիտալի կառուցվածքում ՀՀ կազմակերպություններում առկա խնդիրները: Փոխառու կապիտալի աճը ոչ թե հանգեցնում է սեփական կապիտալի շահութաբերության աճի, այլ այստեղ առկա է հակադարձ միտումը: Սա կարող է պայմանավորված լինել ինչպես կազմակերպությունների կողմից միջոցների անարդյունավետ օգտագործմամբ, այնպես էլ փոխառու կապիտալի ներգրավման ծախսատարությամբ:

Շարունակելով վիճակագրական վերլուծությունները կատարվել է նաև ռեգրեսիոն վերլուծություն, որպեսզի ապացուցվեն կամ հերքվեն վերը նշված վերլուծության արդյունքները:

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

$$Y_i = C + a_1 X_{i1} + a_2 X_{i2} + a_3 X_{i3} + e$$

$i = 1, 2, \dots, n$, որտեղ՝

Y_i – կազմակերպությունների սեփական կապիտալի շահութաբերությունն է,

C – հաստատուն է,

X_{i1} – ֆինանսական լներիջի կամ ռիսկի գործակիցն է,

X_{i2} – տոկոս. ծախս/փոխառու միջոցների միջին տարեկան արժեք հարաբերակցությունն է,

X_{xi} - փոխառու կապիտալի մեջ տոկոսային միջոցների տեսակարար կշիռն է,
 e – պատահական սխալն է,
 n – դիտարկումների քանակն է:

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

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

Պարփակող տվյալների վերլուծության (ՊՏՎ) մեթոդը կազմակերպությունների ֆինանսավորման աղբյուրների համեմատական վերլուծության հնարավորություն է ստեղծում: Դա գծային ծրագրավորման խնդիրների համախումբ է և, իր էությունը, փորձնական, ոչ պարամետրական մեթոդ է: ՊՏՎ կիրառման ժամանակ համեմատվում են որոշում կայացնող միավորները (ՈՎՄ), չափվում է դրանց համեմատական արդյունավետությունը: Այստեղ անհրաժեշտ է հաշվի առնել այն հանգամանքը, որ որոշում կայացնող միավորները օգտագործում են միևնույն ռեսուրսները և թողարկում միևնույն տեսակի արդյունք կամ արդյունքներ՝ կախված խնդրի դրվածքից¹⁵: Այս ճանապարհով բացահայտվում է «լավագույն փորձի» եզրագիծը:

Գրականության մեջ դիտարկվում են *պարփակող տվյալների վերլուծության* մի շարք մոդելներ, սակայն առավել հաճախ օգտագործվում են Չարնզի, Կուպերի, Ռեհոսի և Բենկերի, Ֆարբելի մոդելները¹⁶:

Առաջին դեպքում մաթեմատիկական ծրագրավորման խնդիրը ներկայացվում է հետևյալ կերպ.

$$\begin{aligned} \max h_o(u, v) &= \sum_r u_r y_{ro} / \sum_i v_i x_{io} \\ \sum_r u_r y_{rj} / \sum_i v_i x_{ij} &\leq 1 \quad j=1, \dots, n \\ u_r, v_i &\geq 0 \quad \text{բոլոր } i\text{-երի և } r\text{-երի համար:} \end{aligned} \quad (1)$$

Ավելի խիստ մոտեցման դեպքում $u_r, v_i \geq 0$ սահմանափակումը

փոխարինվում է՝ $\frac{v_i}{\sum_{j=1}^n v_j x_{jo}}, \frac{u_r}{\sum_{i=1}^m u_i y_{ro}} \geq \varepsilon > 0$: Այս պայմանը երաշխավորում

է լուծումների դրական լինելը u -երի և v -երի համար:

Սկստենք, որ խնդրի փոփոխականները u -ն և v -ն են, իսկ y_{ro} -ն և x_{io} -ը՝ տվյալ մոդելում որոշում կայացնող միավորի համար արդյունքների և ռեսուրսների արժեքները:

Վերոնշյալ խնդիրը կարելի է բերել գծային տեսքի՝ կատարելով որոշակի ձևափոխություններ:

¹⁵ Thanassoulis E., «Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis: A Foundation Text with Integrated Software» // Springer, 2001, 281, pp. 21-22.

¹⁶ William W. Cooper 1 Lawrence M. Seiford Joe Zhu, «Springer Handbook on Data Envelopment Analysis» // 2011, chapter 1, pp. 1-12.

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

Ընդ որում, ձևափոխությունն ապահովում է, որ $h_o^* = z^* = \sum_{r=1}^s u_r^* y_{ro}$,

որտեղ z^* -ով նշանակված են օպտիմալ լուծումները: Այն որոշում կայացնող միավորները, որոնց համար $z^* < 1$, անարդյունավետ են, իսկ այն ՈԿՄ-ները, որոնց համար $z^* = 1$, գտնվում են եզրագծի վրա և, բնականաբար, լիովին արդյունավետ են:

(2)-ը կարելի է մեկնաբանել հետևյալ կերպ. նպատակ է դրվում մաքսիմալացնել դիտարկվող ՈԿՄ- վիրտուալ արդյունքը՝ պահպանելով այն պայմանը, որ վիրտուալ արդյունքը չի կարող գերազանցել վիրտուալ ռեսուրսները՝ ցանկացած ՈԿՄ-ի դեպքում: Սա հանգեցնում է նրան, որ տեղի ունենա Պարետո-Կուպմանսի օպտիմալության պայմանը,¹⁷ քանի որ այս դեպքում մաքսիմում արժեքը հնարավոր է մեծացնել կամ որոշ x_{ij} ռեսուրսների ավելացմամբ, կամ որոշ y_{rj} արդյունքների նվազեցմամբ:

Քանի որ (2)-ը գծային ծրագրավորման խնդիր է, ուստի ունի երկակի խնդիր, որը ներկայացվում է այսպես¹⁸.

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

(3) մոդելը երբեմն անվանում են նաև Ֆարրելի մոդել:

Երկակիության առաջին թեորեմից կունենանք $z^* = \theta^*$: Արդյունավետության գնահատականը ստանալու համար կարող ենք լուծել (3)-ը: Ընդ որում, լուծելով (3) խնդիրը, կստանանք նաև յուրաքանչյուր ռեսուրսի և արդյունքի ազդեցության չափը գնահատվող ՈԿՄ անարդյունավետության վրա: Նշենք նաև, որ (3)-ը լուծում ունի,

¹⁷ Charnes A., Cooper W., Golany B., Seiford L. and Stutz J., «Foundations of Data Envelopment Analysis for Pareto-Koopmans Efficient Empirical Production Functions» // *Journal of Econometrics* 30 (1-2), 1985, pp. 91–107.

¹⁸ William W. Cooper I Lawrence M. Seiford Joe Zhu, «Handbook on Data Envelopment Analysis» // Springer, 2011, chapter 1, 9.

քանզի գծային ծրագրավորման խնդիր է, որի նպատակային ֆունկցիան սահմանափակ է, և թույլատրելի լուծումների բազմությունը դատարկ չէ. օրինակ, երբ

$$\lambda_0 = 1, \lambda_j = 0 \quad (j \neq 0) \text{ և } \theta = 1, \quad (3) \text{ համակարգը լուծում ունի:}$$

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

- ոլորտային հատկանիշներից ելնելով՝ կազմակերպություններն ունեն կապիտալի կառուցվածքի և ֆինանսական արդյունքների ձևավորման տարբերություններ,

- տարբեր ոլորտներում ներքին և արտաքին միջավայրերի գործոնների ազդեցությունները տարբեր են:

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

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

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

Մոդելի արդյունքային ցուցանիշներ ենք դիտարկել շահույթը՝ հարկումից հետո, գործառնական շահույթը և հասույթը:

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

ՀՀ կազմակերպությունների համեմատական առավելությունների գործակիցները 2013 և 2014 թ.¹⁹

Կազմակերպության անվանումը	2013-ի տարեկերջյա և արդյունքներ, 2012-ի տարեկերջյա և ռեսուրսներ	2013-ի տարեկերջյան և տարեկերջյան արդյունքների և ռեսուրսների միջին տարեկան ցուցանիշներ	2014-ի տարեկերջյան արդյունքներ, 2013-ի տարեկերջյան ռեսուրսներ	2014-ի տարեկերջյան և տարեկերջյան արդյունքների և ռեսուրսների միջին տարեկան ցուցանիշեր
«Ղ-Տեկեյում» ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
«Երևան Ջուր» ՓԲԸ	1.00	0.00	1.00	1.00
«Գազպրոմ-Արմենիա» ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
«Արցախի ՀԷԿ» ԲԲԸ	1.00	0.66	0	0.02
«Արմենիան Քափրր Փրոգրամ» ՓԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
«Հայփոստ» ՓԲԸ	0.59	0.49	0.59	0.65
«Օրիֆլեյմ Քոսմոսիկս» ՍՊԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
«Արմենտել» ՓԲԸ	1.00	1.00	0.52	0.70
«Յուրում» ՍՊԸ	0.65	0.00	1.00	
«Օրանժ Արմենիա» ՓԲԸ	0.37	1.00	0.43	0.41
«Պարամաունթ Գոյդ Մայնինգ» ՓԲԸ	1.00	(0.00)	(0.00)	1.00
«Երևանի ոսկերչական գործարան-1 գ.» ԲԲԸ	0.73	1.00	0.69	0.71
«Երևանի ոսկերչական գործարան» ԲԲԸ	1.00	1.00	1.00	1.00
«ՋիԷՆՍի-Ալֆա» ՓԲԸ		1.00	1.00	-
«Մաքուր երկաթի գործարան» ՓԲԸ	1.00	1.00	0.43	1.00
«Շեն Հոլդինգ» ՓԲԸ	0.42			0.44
«Երևանի շամպայն գինիների գործարան» ԲԲԸ	1.00	0.00	1.00	

Քանի որ վերլուծության ենթարկող կազմակերպություններն ունեն ակտիվների տարբեր մեծություններ և ոլորտային առանձնահատկություններ, ուստի վերլուծության ավելի հավաստի արդյունքներ ապահովելու համար կատարենք նաև ՊՏՎ՝ ըստ կազմակերպությունների առանձին խմբերի: Կազմակերպություններն առաջին հերթին խմբավորվել են ըստ ակտիվների մեծության: Սկզբում 17 կազմակերպության համար որոշվել է ակտիվների միջին տարեկան արժեքը, և, ըստ միջին տարեկան արժեքի, դրանք ներառվել են երկու խմբում: Առաջին խմբում ընդգրկվել են ամենամեծ ութ կազմակերպությունները, իսկ երկրորդում՝ մնացած ինը: Բացի կազմակերպությունների խմբավորումից, կատարվել է նաև ելքային և մուտքային տվյալների օպտիմալացում: Որպես ելքային տվյալներ կարևորվել են գործառնական շահույթը և զուտ շահույթը, իսկ իբրև մուտքային տվյալներ՝ սեփական և փոխառու կապիտալները:

Առանձին խմբերով կատարված վերլուծությունը տալիս է միևնույն պատկերը: Կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքն ազդում է դրանց արդյունավետության վրա:

Ամփոփելով կատարված վերլուծությունը և ստացված արդյունքները՝ կարելի է գալ հետևյալ եզրահանգման՝

➤ ՊՏՎ բարձր ցուցանիշներ են արձանագրել լներիջի ցածր, սակայն շահութաբերության բարձր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները,

¹⁹ Աղյուսակի տվյալների հաշվարկման հիմքում հետազոտված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվություններից վերցված տվյալներն են:

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

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

Ատենախոսության **«Եզրակացություններ»** բաժնում ատենախոսն ամփոփ կերպով ներկայացրել է հետազոտության հիմնական եզրահանգումները.

1. Ռեսուրսներ և կապիտալ հասկացությունների միջև գոյություն ունի որոշակի կախվածություն: Այս երկու հասկացությունների միաժամանակյա կիրառումը, մեր կարծիքով, կարելի է դիտարկել հաշվապահական հաշվեկշռի կամ ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվության պասիվի կառուցվածքում: Կապիտալը բնութագրում է կազմակերպության ռեսուրսների գոյացման աղբյուրների ամբողջությունը:

2. Կազմակերպություններն իրենց ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրներն ընտրելիս առաջին հերթին պետք է հաշվի առնեն սեփականատերերի և կառավարիչների շահերը: Բացի այս հիմնական գործոնից, ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրների ընտրության ժամանակ կարևոր է հաշվի առնել նաև դրա հնարավոր հետևանքները կազմակերպության տնտեսական կայունության, ռիսկերի ընդունելի մակարդակի վրա պահելու, հարկային վահանից օգտվելու հնարավորությունները, ճկունությունը ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրների փոփոխության կամ կազմակերպության տնտեսական գործունեության էական տեղաշարժերի ժամանակ:

3. Որքան էլ ֆինանսավորման արտաքին աղբյուրների ներգրավմամբ ավելանում են կազմակերպության հավելյալ արդյունք ստեղծելու հնարավորությունները, այնուամենայնիվ, դա չպետք է կազմակերպությունների կառավարիչների համար շարժառիթ դառնա՝ անընդհատ ներգրավելու փոխատվական կապիտալ կամ մեծացնելու կրեդիտորական պարտքերի մեծությունը: Ռեսուրսների ֆինանսավորման աղբյուրների ընտրության ժամանակ կարևոր է կարճաժամկետ և երկարաժամկետ հնարավորությունների դիտարկումն ու շահերի համատեղումը:

4. Կապիտալի նպատակային կառուցվածքի արտասահմանյան փորձի ուսումնասիրությունը վեր է հանել այնպիսի կարևոր մոտեցումներ, որոնց հիման վրա կատարված վերլուծությունները բացահայտել են կազմակերպությունների ռեսուրսների ֆինանսավորման նպատակային կառուցվածքի առանձնահատկությունները: Այստեղ հատկապես պետք է ընդգծենք, որ հայաստանյան տնտեսական միջավայրում այս մոդելների կիրառումը նպատակահարմար չէ: ՀՀ-ում դեռևս զարգացած չէ կապիտալի շուկան, և հատկապես բաժնետիրական կապիտալի գործիքների ազատ շրջանառության թույլ զարգացվածությունը կազմակերպություններին հնարավորություն չի տալիս կապիտալի նպատակային կառուցվածքի ձևավորման ժամանակ հաշվի առնելու այնպիսի կարևոր ցուցանիշ, ինչպիսին կազմակերպության շուկայական արժեքն է:

5. Կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման ավանդական մոտեցումները կիրառելի չեն ՀՀ-ում, քանի որ չկան այս մոտեցման հիմնական սահմանափակումները:

6. Առկա հայեցակարգերից ՀՀ-ում կիրառելի է փոխզիջումային հիերարխիկ հայեցակարգը: Այս հայեցակարգի ստուգման հետ կապված՝ ՀՀ-ում տեղեկատվական բազան թույլ է տալիս վերլուծություններ կատարել: Որպես կազմակերպությունների հաջողակ լինելու գործոն է դիտարկվում շահութաբերությունը, որը հրապարակային ֆինանսական հաշվետվությունների հիման վրա հնարավոր է հաշվարկել: Մակայն այստեղ կիրառվել է ցուցանիշների համակարգ, որի հիմքում ֆինանսական լծակի ուժի մոդելի գործոններն են:

7. Գործակալական հարաբերությունների հայեցակարգը ՀՀ-ում կիրառելի չէ, քանի որ դրա ցուցանիշները հնարավոր չէ հաշվարկել: Բացի այդ, կազմակերպություններում դեռ ձևավորված չէ կորպորատիվ կառավարման մշակույթ, և կառավարիչները չեն առաջնորդվում այդ հայեցակարգով:

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

9. ՀՀ կազմակերպությունները կապիտալի կառուցվածքում փոխառու միջոցներ ներգրավելիս բախվում են ֆինանսավորման բարձր տոկոսադրույքների խնդրին: Շահութաբերության ոչ այնքան բարձր մակարդակի պարագայում կազմակերպությունները գտնվում են բարձր ռիսկային դաշտում, որտեղ շահութաբերության շատ փոքր տեղաշարժերը կարող են հանգեցնել կազմակերպությունների ֆինանսական դժվարությունների, իսկ այդ խնդիրներին լուծում չտալու դեպքում՝ սնանկացման: Այս առումով մեծ անելիք ունի պետությունը տնտեսական դաշտի բարելավման, հատկապես՝ առկա ռիսկերի նվազեցման և կազմակերպությունների համար ավելի էժան ֆինանսավորման աղբյուրների ներգրավման տեսանկյունից:

10. Վիճակագրական և ռեգրեսիոն վերլուծության մեթոդների կիրառմամբ՝ ռեսուրսների և արդյունքների միջև բացահայտվել են ֆունկցիոնալ կապեր: Այս վերլուծության արդյունքները կազմակերպությունների կապիտալի կառուցվածքը գնահատելիս կարող են ստացվել ոչ ճիշտ արդյունքներ: Պարփակող տվյալներով վերլուծության տնտեսամաթեմատիկական մոդելի միջոցով (որը հաշվի չի առնում ռեգրեսիոն վերլուծության մեջ ֆունկցիոնալ կապերի անհրաժեշտությունը) կատարված ուսումնասիրությունը մեկ անգամ ևս հաստատել է վիճակագրական և ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները: Ամփոփելով կատարված վերլուծությունը և ստացված արդյունքները՝ հանգում ենք հետևյալ եզրահանգման.

➤ ՊՏՎ բարձր ցուցանիշներ են արձանագրել լներիջի ցածր, սակայն շահութաբերության բարձր մակարդակ ունեցող կազմակերպությունները,

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

Ըստ էության՝ ՊՏՎ եղանակը փաստում է, որ ՀՀ կազմակերպություններն ունեն էժան ֆինանսավորման միջոցների ներգրավման և առկա միջոցների արդյունավետ օգտագործման խնդիրներ:

11. Վեր հանելով առկա խնդիրները՝ առաջարկում ենք առաջին հերթին բարձրացնել կազմակերպություններում միջոցների օգտագործման արդյունավետության մակարդակը և ապահովել տեղեկատվության թափանցիկության և հավաստիության բարձր աստիճան: Այս ամենը կօգնի կազմակերպությունների ղեկավարներին կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման ժամանակ տնտեսական որոշումներ կայացնելիս ունենալ ապահովության ներքին պաշար և որոշումների հիմքը կազմող վերլուծությունների արժանահավատություն:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները արտացոլված են հեղինակի հետևյալ հրապարակումներում.

1. Հ. Աղաջանյան, «Ընկերության գործակալական ծախսերի հավասարակշռման և ֆինանսավորման աղբյուրների ընտրության հիմնախնդիրները» // «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2015 թ., 4 (40), էջ 56-64:

2. Հ. Աղաջանյան, «ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսավորման և ֆինանսական արդյունքների համեմատական վերլուծությունը» // «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2016 թ., 1 (41), էջ 123-131:

3. Հ. Աղաջանյան, «ՀՀ կազմակերպությունների ֆինանսավորման արդյունավետությունը՝ ըստ պարփակող տվյալների վերլուծության» // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 2016 թ., 3-4 (187-188), էջ 75-78:

АГАДЖАНЯН АЙРАПЕТ ОВСЕПОВИЧ

ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ОРГАНИЗАЦИЙ (НА ПРИМЕРЕ РА)

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

Защита диссертации состоится 14-го июня 2016 г. в 15³⁰, на заседании специализированного совета 008 ВАК РА по экономике, действующего в Российско-Армянском (Славянском) университете. Адрес: 0051, РА, г. Ереван, ул. Овсепя Эмина 123.

РЕЗЮМЕ

Для оптимизации инвестиционного процесса организациям необходимо эффективное использование финансовых ресурсов внешних и внутренних источников, а также выявление новых возможностей их привлечения. В данном случае структура финансовых ресурсов, объем и возможности привлечения инвестиций, главным образом, определяются исходя из особенностей сферы деятельности организации.

Одной из главных задач принятия стратегических решений в области долгосрочного развития организации является выбор сопоставимых источников собственных и заемных финансовых ресурсов. Структура финансовых ресурсов влияет на уровень инвестиционных рисков организации. В этой связи, анализ методологических путей управления финансовыми ресурсами организации, свидетельствует о существующих различиях в подходах предпринимателей различных направлений экономической теории.

Эти отличия, наряду с изменениями нормативно-законодательных актов на практике приводят к ряду проблем, в том числе, невозможности выработки единой концептуальной точки зрения об управлении финансовыми ресурсами организаций.

Этот методологический процесс имеет на сегодняшний день большое значение, и он должен соответствовать требованиям рыночной экономики, как с учетом специфики национальной экономики, так и с учетом особенностей политики государственного управления и особенностями деятельности организации.

Целью диссертационной работы являются исследования теоретических и практических предпосылок управления финансами организации, обработка методологических подходов оптимизации управления и структуры финансовых ресурсов организации, обработка методических инструментов для оценки структуры капитала организаций РА, с учетом особенностей деятельности отдельных организаций.

Для реализации цели работе поставлены и решены следующие задачи:

1. Уточнение сущности и обоснования понятия «финансовых ресурсов организации».

2. Классификация направлений формирования, пополнения и использование финансовых ресурсов организаций.

3. Изучение основных тенденций формирования структуры капитала организаций в Республике Армения.

4. Разработка классификации факторов, воздействующих на формирование структуры капитала организаций РА, в пределах основных теорий структуры капитала организаций.

5. Выявления изменений структуры капитала организаций.

Научные результаты и новизна диссертации связаны с совершенствованием системы управления финансами и оптимизацией структуры финансовых ресурсов организаций. Основные результаты и научная новизна работы могут быть обобщены следующим образом.

- ✓ Уточнен экономический смысл понятий «финансовые ресурсы» и «капитал», а также отмечены их принципиальные отличия, с помощью которых сформировалась информационная база, дающая возможность осуществление анализа экономической деятельности организации.
- ✓ На основе изучения международного опыта и теорий формирования эффективной структуры капитала представлены основные факторы, воздействующие на него, обоснован выбор оптимальной структуры капитала в организациях РА.
- ✓ Методом анализа охватывающих данных были получены и подтверждены оценки сравнительной эффективности для организаций РА.

Практическая значимость исследования заключается в том, что его основные результаты можно свести к формированию конкретных проектов и методов, осуществление которых может быть направлено на совершенствование управления финансами организаций, на оптимизацию состава и структуры финансовых ресурсов организаций РА. Практическое значение исследования заключается в создании модели, описывающий процесс выбора капитала организаций РА.

Объектом исследования является экономическая деятельность организации, а предмет проблемы формирования финансовых ресурсов.

THE MAIN ISSUES OF FINANCIAL RESOURCES FORMATION OF THE ORGANIZATIONS (ON THE EXAMPLE OF THE RA)

The abstract of the thesis for receiving PHD in Economics in the specialty 08.00.03-«Finance, Accounting»

The defense of the thesis will take place on June 14th, 2016 at 15³⁰ o'clock, at 008 Council of Economics of SCC RA at Russian-Armenian Slavonic University: 123 Hovsep Emin str., Yerevan 0051.

ABSTRACT

Optimization of the investment processes requires efficient application of organizations' financial resources and their internal and external sources, as well as finding new opportunities for their attraction. In this case, the composition and the structure of resources, the attraction of investment volumes and opportunities are mainly determined by the peculiarities of the field proposed.

The selection of proportion between private and borrowed capital becomes one of the most important objectives regarding organization's long-run development. The structure of financial resources affects the risk level of organization's investments, its owners, management, contradictions of creditors' interests. As a result, the proportion of private and borrowed capital is one of the basic elements of organization's value management although still a complete comprehension of decision –making for such an important proportion does not exist.

The analysis of methodological approaches of organization's financial management evidences of the existing differences between scholars' approaches to different schools. These disagreements along with the changes of standard legislative material result in a series of issues making the development of a single conceptual viewpoint impossible for management of organization 's financial resources.

The methodological provision of this process is of great significance today and it must be brought in accordance with the requirements of market economy taking into consideration the particularities of national economy, political and corporate development.

The urgency of the research work is determined by the necessity to identify the formation of peculiarities of the RA organizations' capital structure, necessary to implement long term development strategies. The necessity to elaborate methodological tools to determine formation peculiarities of the RA organizations' capital structure has predetermined the choice of the research subjects, its purpose, objectives and structure.

The object of the research work is the economic activity of the organizations, and the subject is the problems of formation of financial resources.

The aim of this work is the research of the theoretical and practical prerequisites of organizations' financial management, elaboration of organizations' financial resources

management and methodological approaches to structure organization, elaboration of methodological tools for the assessment of the RA organizations' capital structure taking into consideration peculiarities of individual organizations activities

The implementation of the purposes have predetermined the solution of the following objectives

1. Classification and substation of the concept of organization's financial resources and their essence;
2. Formation and source's completion of organizations' financial resources and classification of directions for their utilization;
3. Examination of the main trend for capital formation of the RA organizations;
4. Within the framework of the main theories of organizations' capital structure, elaboration of determining classification factors for peculiarities of capital structure in the RA organizations;
5. Identification of capital formation structure changes by organizations;

Scientific innovation of the research lies in the scientific-methodical nature of the results received, and is directed at the perfection of organizations' financial management system, optimization of the composition and structure of the financial resources. The most essential results of the research are the followings:

- Clarification of economic essence of the concepts of the «financial resources» and «capital», and fundamental differences between these two concepts were given resulting in the formation of information basis enabling the organization to implement the analysis of economic activities
- Based on the global practices investigations of the theory of capital's effective structure the main factors influencing on it have been represented, as well as the choice of capital efficient structure in the organizations of the RA has been justified.
- By the analysis of comprehensive data the assessment of the comparative efficiency was received.

The practical significance of the research is in the main concepts resulted in concrete projects and methods whose implementation can be directed at the improvement of organization's financial management, optimization of financial resources composition and structure in the RA organizations. The theoretical significance of the research is the formation of the model which can describe the selection process of capital structure in the RA.

