

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՀԱՅԿԱՁ ԱՇՈՏԻ ԱՐԱՄՅԱՆ

**ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ԿՐԱ ԴՐԱՄԱԿԱՐԿԱՅԻՆ
ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՉԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԲԱՐԵԼ ԱՎՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ
ՀՀ-ՈՒՄ**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

**Ը.00.03 - «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությունը ամբ. տնտեսագիտություն անթեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման**

**Գիտական ղեկավար՝
Տնտեսագիտություն դոկտոր, պրոֆեսոր
ԱՇՈՏ ԲՈՐԻՍԻ ՍԱԼՆԱՉԱՐՅԱՆ**

ԵՐԵՎԱՆ-2018

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱՃՈՒԹՅՈՒՆ 2

ԳԼՈՒԽ 1. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՆՇԱՆԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ԱՐԴԻ ԳՆԱՅՍՏԱԿԱՆԸ ՀՀ-ՈՒՄ	10
1.1 Արժեթղթերի շուկայի նշանակությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում	10
1.2 ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի կայացման ընդհանուր գնահատականը և զարգացման հեռանկարները	26
1.3 ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման արդի առանձնահատկությունները	46
ԳԼՈՒԽ 2. ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՓՈԽԱՌՆՉՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ	55
2.1 Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման նազմավարությունները և դրանց ազդեցությունն փոխանցումային կառուցակարգերը	55
2.2 Տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունն փոխանցումային կառուցակարգերի գնահատումը ՀՀ-ում	72
2.3 Չարգացող և զարգացած երկրներում դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխազդեցությունն տնտեսական մոտեցումների և արդի դրսևորումների վերլուծությունը	82
ԳԼՈՒԽ 3. ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՉԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՅՍՏՈՒՄԸ ՀՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՎՐԱ ԵՎ ԴՐԱԲԱՐԵԼԱԿԱՆ ԿԱՌՈՒՑԱԿԱՐԳԵՐԸ	95
3.1 Դրամավարկային քաղաքականության շուկայական գործիքների առանձնահատկությունները ՀՀ արժեթղթերի շուկայում	95
3.2 ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցությունն գնահատումը .	117
3.3 ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունն արդի կառուցակարգերը	129
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ	140
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ	148
ՀԱՎԵԼ ՎԱՃՆԵՐ	156

ՆԵՐԱՃՈՒԹՅՈՒՆ

Աստիճանագրությունը թեմայի արդիականությունը: Ֆինանսական շուկաները, և հատկապես արժեթղթերի շուկան, տնտեսական աճի ապահովման գործում ներկայումս գերիշխող դիրք են գրավում

աշխարհում՝ ընդունվելով բազմաթիվ երկրների կողմից որպես տնտեսության զարգացման պետական քաղաքականության կարևորագույն բաղադրիչ: Մասնավորապես, այդ մասին է վկայում նաև Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից 2010թ. մայիսի 10-ին հայտարարված «Արժեթղթերի շուկաների ծրագիրը», որի հիմնական նպատակն է «շուկայի ոչ զարգացած հատվածներին հաղորդել անհրաժեշտ խորություն և իրացվելիություն՝ վերջնական նպատակ ունենալով արդեն զարգացած արժեթղթերի շուկան ծառայացնել որպես տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության փոխանցումային մեխանիզմ»¹:

Սակայն արժեթղթերի շուկան չի կարող զարգանալ և աճել առանց պետական կառույցների, մասնավորապես, կենտրոնական բանկի աջակցության: Աջակցությունը կարող է վերաբերել՝ սկսած բիզնեսի համար բաժնետոմսերը առաջարկելու խթանների ստեղծումից մինչև մանր ներդրողների շահերի պաշտպանության մեխանիզմների ստեղծումը՝ իր մեջ ներառելով նաև կենտրոնական բանկի արդյունավետ գնաճային և տոկոսադրույքային քաղաքականության իրականացումը:

Կենտրոնական բանկի կողմից արժեթղթերի շուկայի զարգացման շահագրգռվածությունը չի սահմանափակվում միայն դրա տնտեսական նշանակությամբ, այլ նրանով, ինչն ավելի կարևոր է կենտրոնական բանկի համար, որ զարգացած արժեթղթերի շուկան կարող է ծառայել որպես փոխանցումային ուղի կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդակները տնտեսությունն հասցնելու համար:

Դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխազդեցության բացահայտման նպատակով միջազգային պրակտիկայում կատարվել և կատարվում են բազմաթիվ հետազոտություններ, ինչն էլ ինքնին փաստում է հիմնախնդրի կարևորությունը մասին:

Արժեթղթերի շուկայի, որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմ ծառայելու

¹ Ghysels E., Idier, J., Manganelli, S., Vergote, O., “A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme”, European Central Bank, 2014, p.5.

վերաբերյալ միջազգային պրակտիկայում կատարված հետազոտություններում կարևորվում է զարգացած արժեթղթերի, մասնավորապես, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առկայությունը: Ուստի ՀՀ-ում ևս զարգացած արժեթղթերի շուկայի առկայությունը՝ դրա տնտեսական նշանակությամբ և որպես դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ փոխանցումային մեխանիզմով պայմանավորված, այլընտրանք չունի:

Դրամավարկային քաղաքականության և ֆինանսական շուկայի փոխազդեցության խնդիրը մեծապես կարևորվում է նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից: ՀՀ-ում գների կայունության ապահովման նպատակով 2006 թվականից կենտրոնական բանկն անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը, որի որպես գործառնական նպատակ է սահմանվել կարճաժամկետ տոկոսադրույքը: Ներկայումս, ՀՀ կենտրոնական բանկն առաջնային է համարում գործառնական նպատակին հասնելու, իրացվելիության մակարդակը կառավարելու և ֆինանսական շուկային անհրաժեշտ ազդակներ հաղորդելու ապահովման խնդիրները²:

Այնուամենայնիվ, ՀՀ-ում գրեթե չեն կատարվել հետազոտություններ, չեն մշակվել և օգտագործվել այնպիսի մոդելներ, որոնք արտացոլում են ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությունները: Բացի այդ գրեթե չի հետազոտվել նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում: Արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ կատարված հետազոտությունները հիմնականում սահմանափակվել են դրատարբեր հատվածների արդի վիճակը նկարագրելով և զարգացման հիմնախնդիրների և հեռանկարների բացահայտմամբ:

Նպատակ ունենալով գնահատելու արժեթղթերի շուկայի նշանակությունը մի կողմից տնտեսական ակտիվության բարձրացման, մյուս կողմից կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ փոխանցումային ուղի ծառայեցնելու գործում, հարկ է գնահատել նաև արժեթղթերի շուկայի դերը տնտեսական աճի ապահովման խնդրում, հիմնավորել

² ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/mpstrategy.aspx>

ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությանը և առաջադրել արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար այդ ազդեցության բարելավման կառուցակարգերն ու ֆինանսական գործիքները: Վերոնշյալ գործոններով և հանգամանքներով էլ պայմանավորված է սույն ատենախոսության թեմայի արդիականությանը և որով կանխորոշվել են գիտական հետազոտության նպատակն ու առաջադրված խնդիրները:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումն է և այդ ազդեցության բարելավմանն ուղղված կառուցակարգերի մշակումն ու առաջադրումը:

Հետազոտության նպատակի հետ կապված ուսումնասիրման ընթացքում առաջադրվել են հետևյալ հիմնական խնդիրները.

- բացահայտել արժեթղթերի շուկայի տնտեսական նշանակությանը, գնահատել վերջինիս դերը տնտեսական աճի ապահովման գործում, այդ թվում՝ ՀՀ-ում,
- գնահատել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ և պետական հատվածների զարգացման արդի մակարդակը, բացահայտել առկա խնդիրներն ու զարգացման խոչընդոտները,
- ուսումնասիրել դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությանը և դրանց ազդեցության փոխանցումային կառուցակարգերը, գնահատել դրանց արդյունավետությանը և բացահայտել խոչընդոտները ՀՀ-ում,
- ուսումնասիրել միջազգային արակտիկայում տարբեր հետազոտողների կողմից արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բնույթի բացահայտման նպատակով իրականացված հետազոտությանը,
- բացահայտել զարգացած և զարգացող երկրներում դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությանը,

- ուսումնասիրել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայի վրա ազդեցության նպատակով կիրառվող գործիքները, բացահայտել վերջիններիս կիրառման հաճախականությունը,
- կոռելյացիոն և ռեգրեսիոն վերլուծության միջոցով դիտարկել դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունները ՀՀ արժեթղթերի շուկայի տարբեր հատվածների վրա,
- բացահայտել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության պայմանավորված խնդիրները,
- մշակել և առաջադրել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բարելավման գործունե կառուցակարգեր և ֆինանսական գործիքներ:

Ուսումնասիրության առարկան և օբյեկտը: Հետազոտության ուսումնասիրության առարկան ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բարելավման հետ կապված հիմնախնդիրներն են: Հետազոտության շրջանակներում ուսումնասիրության օբյեկտը ՀՀ արժեթղթերի շուկան է, ինչպես նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը:

Ատենախոսության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության մեջ առաջադրված խնդիրների լուծման համար տեսական և մեթոդաբանական հիմք են ծառայել տարբեր հեղինակների՝ ֆինանսական, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկաների և տնտեսական աճի, դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչությունների վերաբերյալ գիտական աշխատությունները, հրապարակումները և միջազգային հեղինակավոր փորձագետների և կազմակերպությունների հետազոտություններն ու հոդվածները, ինչպես նաև ՀՀ օրենսդրական և իրավական այլ ակտերի սահմանումներն ու դրոլյթները:

Ատենախոսության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ կենտրոնական բանկի հաշվետվությունները, «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ-ի, ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ

Ֆինանսների նախարարության տեղեկագրերն ու հրապարակային տեղեկատվությունը, Համաշխարհային բանկի ֆինանսական զարգացման ցուցանիշների տվյալների բազան, միջազգային հեղինակավոր հրատարակություններում տպագրված գիտական հետազոտությունները և այլ հրապարակային տեղեկատվությունը:

Ատենախոսության համար մեթոդական հիմք են հանդիսացել տնտեսաչափական, վիճակագրական, մաթեմատիկական վերլուծության մեթոդները, ինչպես նաև ճանաչողության փիլիսոփայական ընդհանուր մեթոդներն ու մեթոդաբանությունը:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը: Ատենախոսությունում կատարված

հետազոտությունների և վերլուծությունների ընթացքում ստացվել են տեսական, մեթոդական և գործնական արժեք ունեցող միջարթարդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթ են հետևյալները.

- Գնահատվել է ՀՀ տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղիների ազդեցությունը, ինչպես նաև բացահայտվել, որ ՀՀ-ում լավագույնս գործում է դրամավարկային քաղաքականության «փոխարժեքի ուղին», ապա «վարկավորման ուղին», մինչդեռ «հարստության ուղին» ընդհանրապես չի գործում: Իսկ դրամավարկային քաղաքականության «տոկոսադրույքի ուղու» արդյունավետ գործողությունը ՀՀ-ում բխվում է միջարթ խոչընդոտների՝ մասնավորապես, մոնետարացման ցածր մակարդակի, դոլարայնացման բարձր մակարդակի և ոչ բանկ ֆինանսական իստիտուտների թերզարգացածության հետ:

- Բացահայտվել են դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի հատվածների միջև դրսևորվող կախվածությունները ՀՀ-ում, տրվել են դրանց քանակական գնահատականները, և հիմնավորվել, որ դրամավարկային քաղաքականությունը լավագույնս ազդում է պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա ազդեցությունը խիստ թույլ է, իսկ բաժնետոմսերի շուկայի վրա ազդեցությունը ընդհանրապես բացակայում է:

▪ Հիմնավորվել է պետական և ռեյտինգավորված կորպորատիվ պարտատոմսերի որպես ՀՀ կենտրոնական բանկի պարտադիր պահուստավորման գործիքի կիրառումը, ինչպես նաև առևտրային բանկերի կողմից թողարկված կորպորատիվ պարտատոմսերի (ռեյտինգավորված) «Ռեյտ/հակադարձ ռեյտ» համակարգում գործառնությունների համար ընդունելի արժեթղթերի ցանկում ներառումը, ինչի արդյունքում կմեծանա առևտրային բանկերի պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը, կակտիվանա կորպորատիվ պարտատոմսերի երկրորդային շուկան և կմեծանա շուկայի իրացվելիությունը, որն էլ խթան կհանդիսանա ոչ բանկային, այդ թվում՝ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից պարտատոմսերի թողարկման և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վերջնական կայացման համար:

▪ Մշակվել է արժեթղթերի շուկայում «շուկաստեղծողներին» և գործակալներին իրենց պարտավորությունների կատարման համար անհրաժեշտ դրամական ռեսուրսներով ապահովող կառուցակարգ՝ հիմնված կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրվող վարկերի վրա և հիմնավորվել վերջինիս գործունեության արդյունավետությանը շուկայական անհավասարակշռվածությունների պայմաններում:

Ատենախոսության տեսական և գործնական նշանակությունը:

Սույն աշխատանքում կատարված է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունների համալիր հետազոտություն: Հետազոտությունում ներկայացված գիտական արդյունքները կարող են գործնական կիրառություն գտնել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունների մշակման և իրականացման գործընթացներում:

Բացի այդ, հետազոտությունում արժեթղթերի շուկայի բարելավման առաջարկված ուղիները և կառուցակարգերը կարող են կիրառվել նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի և «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի կողմից ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացումը խթանելու միջոցառումներ մշակելու համար:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումը: Հետազոտության արդյունքները քննարկվել են

ՀՊՏՀ-ի և «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի հետ համատեղ կազմակերպված գիտաժողովում, ինչպես նաև ՀՊՏՀ 26-րդ և 27-րդ գիտաժողովներում:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքները հրատարակվել են գիտական ութ հոդվածում, այդ թվում՝ մեկը Scopus շտեմարանում ընդգրկված գիտական հրատարակչությունում:

Ատենախոսության ծավալը և կառուցածքը: Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունից, օգտագործած գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսությունը բաղկացած է 147 էջից՝ առանց հավելվածների:

**ԳԼՈՒԽ 1. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ
ՆՇԱՆԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ԱՐԴԻ ԳՆԱՅԱՏԱԿԱՆԸ
ՀՀ-ՈՒՄ**

1.1 Արժեթղթերի շուկայի նշանակությունը ու նրա տնտեսական աճի ապահովման գործում

Տնտեսական աճի ապահովման գործում ներկայումս էապես կարևորվում են արժեթղթերի արդյունավետ գործող շուկաների դերն ու նշանակությունը, որոնք մի շարք երկրների տնտեսության զարգացման պետական քաղաքականության կարևորագույն մասն են կազմում: Այդ մասին է վկայում նաև Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից 2010թ. մայիսի 10-ին հայտարարված «Արժեթղթերի շուկաների ծրագիրը», որի հիմնական նպատակն է «շուկայի ոչ զարգացած հատվածներին հաղորդել անհրաժեշտ խորություն և իրացվելիություն՝ վերջնական նպատակ ունենալով արդեն զարգացած արժեթղթերի շուկան ծառայեցնել որպես տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության փոխանցումային մեխանիզմ»³:

Արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական աճի փոխազդեցությունն իրենց աշխատություններում ուսումնասիրել են աշխարհի մի շարք անվանի տնտեսագետներ՝ Ջ. Յիքսը, Ժոզեֆ Շումպետերը, Ջ. Ռոբինսոնը, Ռ. Լևինը և այլոք: Մասնավորապես, ուշադրության է արժանի ամերիկացի տնտեսագետ Ռոս Լևինի կատարած հետազոտությունը, որտեղ նա ցույց է տվել, թե ինչպես և ինչ մեխանիզմերով է ֆինանսական շուկայի յուրաքանչյուր գործառնություն իր ազդեցությունն ունենում տնտեսական աճի վրա⁴:

Ինչ վերաբերում է ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կարևորության բացահայտմանը, ապա արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ կատարված հետազոտությունները հիմնականում սահմանափակվում են դրա տարբեր հատվածների արդի վիճակը նկարագրելով և զարգացման

³ Ghysels E., Idier, J., Manganelli, S., Vergote, O., “A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme”, European Central Bank, 2014, p.5.

⁴ Levine, R., Zervos, S., “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, American Economic Review, 88, 1998, pp. 540-553.

հիմնախնդիրների և հեռանկարների բացահայտմամբ: Հետևաբար, ՀՀ-ում տնտեսական աճի ապահովման գործում արժեթղթերի շուկայի դերը կարելի է ասել չի քննարկվել:

Հիմք ընդունելով միջազգային արակտիկայում տնտեսական աճի վրա արժեթղթերի շուկայի նշանակությունը և հիմնվելով այլ երկրների տնտեսագետների կողմից ֆինանսական շուկաների, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական աճի փոխազդեցության բացահայտման նպատակով կիրառված մեթոդաբանությունների վրա՝ խնդիր է դրվում հետազոտել, թե ինչպիսի ազդեցություն ունենն ՀՀ ֆինանսական շուկայի հատվածները (ընդ որում, հիմնական շեշտը դնելով արժեթղթերի շուկայի վրա) տնտեսության զարգացման վրա:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ բազմաթիվ վերլուծություններ են կատարվել բացահայտելու ֆինանսական շուկայի (այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի) և տնտեսական աճի միջև հնարավոր կապը: Վերլուծվել է ինչպես տնտեսական աճի վրա ընդհանուր առմամբ ֆինանսական շուկայի ազդեցության բնույթը, այնպես էլ ֆինանսական շուկայի հատվածների, մասնավորապես, բանկային համակարգի և արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում: Հետազոտենք դրանցից մի քանիսը:

Տնտեսագետներ Ջ. Հիքսը, Ժոզեֆ Շումպետերը և այլ ոք, կարծում են, որ զարգացած ֆինանսական շուկան անհրաժեշտ պայման է տնտեսական աճի ապահովման համար: Մասնավորապես, Վոլտեր Բեգեհոտը և Ժ. Շումպետերը պնդում էին, որ արդյունավետ գործող բանկերը խթանում են տեխնոլոգիական նորամուծությունները՝ տարբերակելով և ֆինանսավորելով այն ձեռնարկատերերին, որոնք կարող են հաջող կերպով զբաղվել նորարարական արտադրանքների ստեղծմամբ: Դրան հակառակ, Ջ. Ռոբինսոնը պնդում էր, որ ֆինանսները գնում են այնտեղ, որտեղ նրանց տանում են ձեռնարկատերերը⁵:

Հետազոտողներ Գարրետսեն, Լենսինկը և Ստերկենը հայտնաբերել են ուղղակի կապ տնտեսական աճի և ֆինանսական շուկայի զարգացման միջև, մասնավորապես, ըստ հետազոտության, 1%

⁵ Levine, R., Zervos, S., "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", American Economic Review, 88, 1998, p. 537.

տնտեսական աճը բերում է շուկայի կապիտալացման և ՅՆԱ-ի հարաբերության 0.4% աճի⁶:

Տնտեսագետ Մայքլ Գրաֆը իր հետազոտությունում առանձնացրել է չորս հնարավոր դեպք՝ կապած ֆինանսական զարգացածության և տնտեսական աճի միջև պատճառային կախվածության հետ⁷.

1. Ֆինանսական զարգացածությունը և տնտեսական աճը իրար հետ կապված չեն: Այս դեպքում տնտեսական աճն իրական գործոնների արդյունք է, մինչդեռ, ֆինանսական զարգացումը ֆինանսական ինստիտուտների զարգացման արդյունքն է:

2. Ֆինանսական զարգացումը հաջորդում է տնտեսական աճին: Այս պարագայում տնտեսական աճը խթան է հանդիսանում, որպեսզի ֆինանսական ինստիտուտները փոփոխվեն և զարգանան, արդյունքում, և՛ ֆինանսական, և՛ վարկային շուկաներն աճում են:

3. Ֆինանսական զարգացումը բերում է տնտեսական աճի: Այս պարագայում կարող են մատնանշվել երկու հնարավոր իրավիճակներ.

- ֆինանսական զարգացումն ակտիվորեն տանում է տնտեսական աճի,
- եթե չկան տնտեսական աճին խանգարող իրական խոչընդոտներ, զարգացած ֆինանսական համակարգերը կարող են առաջացնել տնտեսական աճի բարձր և կայուն տեմպեր:

4. Ֆինանսական զարգացումը տնտեսական աճի խոչընդոտ է: Նախորդ հնարավոր իրավիճակի նման, պատճառահետևանքային կապը գնում է ֆինանսական զարգացումից դեպի իրական զարգացում, բայց շեշտը դրվում է ֆինանսական ճգնաժամերի և գերառևտրի արտենցիալ ապակայունացնող ազդեցությունների վրա, այլ ոչ թե ֆինանսական համակարգի արդյունավետ գործունեության: Այս օրինակում ֆինանսական համակարգը դիտվում է որպես իր բնույթով անկայուն:

⁶ Garretsen, H., Lensink, R. and Sterken, E., "Growth, financial development, societal norms and legal institutions", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 14, 2004, pp. 180-183.

⁷ Graff, A., "Financial Development and Economic Growth - A New Empirical Analysis", Dresden Discussion Papers in Economics No. 5/99, 1999, pp. 1-2.

Մեկ այլ հետազոտողներ Բեկը, Լուկա Բերգը և Մաջնոնին նույնպես գտել են դրական կոռելյացիոն կապ կապիտալի շուկայի զարգացածության և տնտեսական աճի միջև⁸:

Իսկ տնտեսագետներ Ռաջանը և Չինգալն էլ նշում են, որ ֆինանսական զարգացումը տնտեսական աճի կանխատեսման տարր է, որովհետև կապիտալի շուկան արտացոլում է ապագա աճի հնարավորությունների ներկայարժեքը⁹:

Տնտեսագետների մեկ այլ խումբ էլ՝ Նյուվերբուրգը, Բուելենը և Քայվերսը, վերլուծել են բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման (չափված շուկայական կապիտալացմամբ և ցուցակված բաժնետոմսերի քանակով) և տնտեսական աճի միջև (չափված մեկ շնչի հաշվով ՅՆԱ-ի լոգարիթմական տարբերությամբ) երկարաժամկետ ազդեցությունը Բելգիայում¹⁰: Նրանք իրականացրել են «Գրանջեր կախվածությունն թեստ» և ընդգծել են բաժնետոմսերի շուկայի և տնտեսական աճի միջև դրական կախվածությունը Բելգիայում:

Իրենց հերթին, տնտեսագետներ Լեվին և Չևոսը (1998) կարծում էին, որ կապիտալի շուկայի իրացվելիությունը լավ կանխորոշման մեթոդ է մեկ շնչի հաշվով ՅՆԱ-ի աճի համար, ինչպես նաև ֆիզիկական կապիտալի և արտադրողականության աճի, բայց կապիտալի շուկայի զարգացման այլ ինդիկատորները, ինչպիսիք են չափը և միջազգային ինտեգրացումը եական չեն տնտեսական աճը բացատրելու համար¹¹:

Հետազոտողների մեկ այլ խմբի՝ Ռայմոնդ Ատյեի և Բոյան Յովանովիչի կողմից առաջարկված մոդելում նշվում է, որ արժեթղթերի շուկայի զարգացումը երկակի ազդեցություն է ունենում՝ նախ, ընդհանուր տնտեսական ակտիվության վրա (կարճաժամկետ ազդեցություն) և երկրորդ, տնտեսական աճի տեմպերի վրա (երկարաժամկետ ազդեցություն)¹²: Օգտագործելով փոխածկող սերունդների սպառման մոդելը և Լեոնտևի արտադրական

⁸ Beck T., Lundberg M., Majnoni G., “Financial Intermediary Development and Growth Volatility”, The World Bank, September 2003, p. 33.

⁹ Rajan, R., Zingales, L., “Financial Dependence and Growth”, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 5758, 1996, pp. 1-5.

¹⁰ Nieuwerburgh, S., Buelens, F. and Cuyvers, L., “Stock market development and economic growth in Belgium”, 2005 July 5, pp. 14–19.

¹¹ Levine, R., Zervos, S., “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, American Economic Review, 88, 1998, pp. 553-556.

¹² Atje, R., Jovanovich B., “Stock Markets and Development,” European Economic Review, April 1993, 37 (2/3), pp. 635-638.

Ֆուկսիան՝ հեղինակները ցույց են տալիս, որ արժեթղթերի շուկան ապահովագրում է ներդրողներին յուրահատուկ ռիսկերից, և դաթույլ է տալիս ներդրողներին փոխել իրենց փաթեթներն հոգուտ առավել եկամտաբեր ներդրումային նախագծերի: Իսկ եկամտի ավելի մեծ չափը ոչ միանշանակ է ազդում տնային տնտեսության ունենների ներդրումային որոշումների վրա: Մի կողմից, գործում է փոխարինման էֆեկտը, երբ ներդրողներն ավելացնում են խնայողության ունենների ծավալն ու նորման, մյուս կողմից գործում է եկամտի էֆեկտը, և ներդրողները կարող են նվազեցնել խնայողության ունենները հոգուտ սպառման: Ընհանուր էֆեկտը կախված կլինի նրանից, թե այս երկու էֆեկտներից որը կգերակշռի: Յետևաբար արժեթղթերի շուկայի ազդեցությունը տնտեսական աճի վրանույնախես միանշանակ չէ:

Իսկ հետազոտողներ Ջերեմի Գրինվուդը և Բոյուս Սմիթը դիտարկել են մեկ ընդհանուր տնտեսության հավասարակշռության մոդել, որտեղ ֆինանսական շուկաները խթանում են տնտեսական աճը խնայողության ունենների և ռիսկերի վերաբաշխման միջոցով, իսկ աճն իր հերթին նպաստում է արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը, հետևաբար հավասարակշռությունը ձեռք է բերվում որպես տնտեսության իրական ու ֆինանսական հատվածների դինամիկ փոխազդեցության արդյունք: Նրանք միաժամանակ նշում են, որ արժեթղթերի շուկայում մասնակցությունը գործակալներից պահանջում է որոշակի ծախսեր, որոնք կրճատվում են շուկայի ակտիվության աճին գուզընթաց, իսկ շուկայի ակտիվությունը կախված է տնտեսության զարգացածության աստիճանից: Այստեղից ի հայտ է գալիս սահմանային էֆեկտը (threshold effect), որին հասնելուց հետո արժեթղթերի շուկայի զարգացումը սկսում է դրական դեր խաղալ տնտեսական աճի խթանման գործում, իսկ մինչև այդ կետին հասնելն այն բացասական կամ չեզոք դեր ունի¹³:

Արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական աճի փոխկապվածության հետազոտությունները դիտարկելուց հետո, այժմ անդրադառնանք այն տեսաբանների տնտեսություններին և մոդելներին, որոնք իրենց հետազոտություններում հիմնական շեշտը դրել են ոչ թե

¹³ Greenwood, J., Smith, B., "Financial markets in development, and the development of financial markets", Journal of Economic Dynamics and Control, 21, 1997, p 148.

Ֆինանսական շուկա - տնտեսական աճ փոխազդեցության բացահայտման վրա, այլ փորձել են գնահատել, թե ֆինանսական շուկայի որ հատվածի (բանկային համակարգ, թե արժեթղթերի շուկա) ազդեցությունը տնտեսության զարգացման վրա ինչպիսին է և որի ազդեցությունն է առավել ուժեղ արտահայտվում:

Այսպես, տնտեսագետներ Արեստիսը, Դեմետրիադեսը և Լուիստելը Էմպիրիկ հետազոտության համար օգտագործել են ավտոռեգրեսիայի վեկտորը հինգ զարգացած շուկաներում: Նրանց հետազոտությունը ցույց է տվել, որ չնայած կապիտալի շուկան ունի ազդեցություն տնտեսական աճի վրա, բայց, այնուամենայնիվ, բանկային համակարգի ազդեցությունն այստեղ ավելի ուժեղ է: Նրանք պնդում էին, որ «բանկային ուղղաճոյամբ ֆինանսական համակարգերը ի գործ են խթանել ավելի բարձր երկարաժամկետ տնտեսական աճ, քան թե շուկայահենք ֆինանսական համակարգերը»¹⁴:

Ըստ մեկ այլ տնտեսագետի՝ Էրգունգորի, «կայուն իրավական համակարգ ունեցող երկրներում տնտեսական աճի վրա առավել ուժեղ ազդեցություն ունի բանկային համակարգի զարգացումը, մինչդեռ, առավել փոփոխական իրավական համակարգ ունեցող երկրներում առավել ուժեղ ազդեցություն ունի կապիտալի շուկայի զարգացումը»¹⁵:

Մի խումբ տնտեսագետներ էլ իրենց հետազոտություններում նշում են, որ բանկերն ու արժեթղթերի շուկայի իսնտիտուտները մատուցում են առանձին բնույթի ծառայություններ և երկուսն էլ ունեն իրենց ուրույն ազդեցությունը տնտեսական զարգացման ապահովման գործում: Մասնավորապես, հետազոտողներ Ակեմոգլուն և Չիլիբոտին, Ալլենն ու Գեյլը, Բուտն ու Թակորը, Յոլմստորն ու Տիլորը և Ռաջանը պնդում են, որ բանկերն ունեն համեմատական առավելություն շուկայական շեղումները կրճատելու հետ կապված խնդիրները լուծելիս՝ շնորհիվ ֆինանսական գործարքների ստանդարտացման, ինչպես նաև կարճաժամկետ, ցածր ռիսկային և ապահովված միջոցներին հասանելիությամբ, մինչդեռ, արժեթղթերի

¹⁴ Arestis, P., Demetriades, P., Luintel, K., "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33, 2001, p 32.

¹⁵ Ergungor, E., "Financial system structure and economic growth: Structure matters. International Review of Economics and Finance", Federal reserve bank of Cleveland, 2003, p.9.

շուկայի ինստիտուտները համեմատականորեն առավել արդյունավետ են շուկայի մասնակիցների անհատական պահանջմունքների բավարարման, ֆինանսավորման նոր մեխանիզմների առկայության, երկարաժամկետ, բարձր ռիսկային նախագծերի ֆինանսավորման հարցերում¹⁶:

Մի շարք հետազոտություններում էլ դիտարկվում է տնտեսության զարգացման վրա ֆինանսական համակարգի կառուցվածքի (բանկային թե՛ շուկայահենք) կարևորությունը: Մասնավորապես, Ալլենն ու Գեյլը իրականացնելով Գերմանիայի, Ճապոնիայի, Մեծ Բրիտանիայի և ԱՄՆ-ի ֆինանսական համակարգի կառուցվածքի համեմատական վերլուծություն, նշում են, որ տնտեսությունները զարգացման տարբեր փուլերում հետագա զարգացումն ապահովելու նպատակով կարիք ունեն ֆինանսական ծառայությունների տարբեր համախմբության և եթե տնտեսությունում բանկերի և արժեթղթերի շուկայի տեսակարար կիռները շեղվում են դրանց օպտիմալ մակարդակից, ֆինանսական համակարգը կդադարի որպես տնտեսական աճի խթան հանդիսանալուց, ինչն էլ վնասակար ազդեցություն կունենա տնտեսության վրա¹⁷:

Տնտեսագետներ Դեմիրգուկ – Կանտը և Լեվինը իրենց հետազոտությունում ցույց են տվել, որ տնտեսական աճին զուգընթաց բանկերն ու արժեթղթերի շուկան ևս զարգանում են, ընդ որում, արժեթղթերի շուկան ունի զարգացման ավելի մեծ հակում¹⁸: Ուստի կարելի է եզրակացնել, որ տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց տնտեսությունը դառնում է առավել շուկայահենք (market-based): Սակայն այս հետազոտությունը չի պատասխանում այն հարցին, թե տնտեսության զարգացմանը զուգահեռ տնտեսավարող անձանց մոտ առավել մեծանում է արժեթղթերի շուկայի, թե բանկային համակարգի ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկը:

Վերոնշյալ խնդրին առաջին անգամ անդրադարձել են Դեմիրգուկ – Կանտը, Էրիկ Ֆեյեն և Ռոս Լեվինը «Բանկերի և

¹⁶ Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R., “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, The World Bank, 2011, p. 2.

¹⁷ Allen, F., Gale, D., “Financial contagion”, The Journal of Political Economy, volume 108, Issue 1, 2000, pp. -28-31.

¹⁸ Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R., “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, The World Bank, 2011, p 2.

արժեթղթերի շուկայի աճող կարևորությունը» հետազոտության մեջ: Վերջիններս գնահատել են տնտեսության զարգացմանը զուգահեռ բանկերի և արժեթղթերի շուկայի ծառայությունների պահանջարկի առաջնահերթությունների փոփոխությունների կարևորությունը¹⁹: Մասնավորապես, նրանք բացահայտել են, թե տնտեսության զարգացմանը զուգահեռ տնային տնտեսությունները մեծացնում են բանկային համակարգի, թե՛ արժեթղթերի շուկայի կողմից առաջարկվող ծառայությունների պահանջարկը: Նույն տնտեսագետները դիտարկել են նաև \$հիսնասական կառուցվածքի փոփոխության ազդեցությունը տնտեսության զարգացման վրա: Մասնավորապես, հետազոտությունում ռեգրեսիոն վերլուծության հիման վրա հաշվարկվել է \$հիսնասական համակարգի ճեղքվածքը և դիտարկվել դրա ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա: Վերոնշյալ փոխկապվածությունները բացահայտելու նպատակով վերջիններս իրականացրել են կոռելյացիոն և ռեգրեսիոն վերլուծություն 72 երկրների \$հիսնասական համակարգը և տնտեսությունը բնութագրող համապատասխան ցուցանիշների տարեկան տվյալների հիման վրա: Մասնավորապես, ինչպես կոռելյացիոն, այնպես էլ ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում վերջիններս բացահայտում են, որ տնտեսական աճին զուգընթաց բանկային ծառայությունների ազդեցությունը (որպես բանկային ծառայություն դիտարկվել է մասնավոր հատվածին տրված վարկերի ծավալի և ՅՆԱ – ի հարաբերակցությունը), չնայած դիտարկվող ժամանակաշրջանում վերջիններիս քանակական աճին, նվազում է, մինդեռ, արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների, այդ թվում՝ բաժնետոմսերով գործարքների ծավալի, շուկայական կապիտալացման, ազդեցությունը՝ աճում: Մասնավորապես, տնտեսագետները նշում են. «տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց ինչպես բանկային համակարգը, այնպես էլ \$հիսնասական շուկաները դառնում են ավելի զարգացած, բայց, այնուամենայնիվ, տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց բանկային համակարգի զգայունությունը վերջինիս

¹⁹ Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R., “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, The World Bank, 2011, pp. 8-16.

նկատմամբ նվազում է, իսկ արժեթղթերի շուկայի զգայունությունն՝ ավելանում»²⁰:

Այսպիսով, չնայած տնտեսագետները չունեն միասնական կարծիք տնտեսական աճի բարձր տեմպերի ապահովման գործում արժեթղթերի շուկայի անհրաժեշտության վերաբերյալ, այնուամենայնիվ, հետազոտողների մեծ մասը փաստում են արժեթղթերի շուկայի կարևոր դերակատարումը տնտեսական աճի ապահովման գործում:

Ինչպես տեսանք տնտեսագետների կարծիքները միանշանակ չեն նաև այն հարցում, թե \$ֆինանսական շուկայի որ հատվածն է ավելի շատ ազդում տնտեսական աճի վրա՝ բանկային հատվածը, թե արժեթղթերի շուկան: Ընդհանուր առմամբ, տնտեսական աճը համակարգային գործընթաց է, որի վրա ազդում են կապիտալի շուկայից բացի մի շարք գործոններ: Ավելին, կապիտալի շուկայի զարգացումն էլ իր հերթին մի շարք գործոնների արդյունք է: Կան որոշակի փոխադարձ կապեր այս գործոնների միջև, որը դժվարացնում է կապիտալի շուկայի զարգացման և տնտեսական աճի միջև հստակ կապահամանել կամ առանձնացնել ²¹:

\$ֆինանսական շուկաների և տնտեսական աճի փոխազդեցության վերաբերյալ միջազգային պրակտիկայում կատարված ուսումնասիրություններին և այդ հետազոտություններում կիրառված մոդելներին ծանոթանալուց հետո, մեր կողմից կառուցվել է տնտեսաչափական մոդել, որը հնարավորություն է տալիս գնահատել ու ԶԶ-ում տնտեսության զարգացման վրա արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը, ինչպես նաև բացահայտել ու, թե ԶԶ \$ֆինանսական շուկայի որ հատվածի ազդեցությունն է ավելի ուժեղ տնտեսական աճի վրա:

Վերոնշյալ խնդրի, այն է՝ \$ֆինանսական շուկայի հատվածների և տնտեսական աճի միջև եղած կապի բացահայտման համար իրականացվել է տնտեսաչափական գործոնային վերլուծություն, մասնավորապես, կիրառվել է կոռելյացիոն և փոքրագույն

²⁰ Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R., "The Evolving Importance of Banks and Securities Markets", The World Bank, 2011, p. 19.

²¹ Salnazaryan A., Aramyan, H., "Evolving Importance of Securities Market to Ensure Economic Growth: Evidence from Armenia", "Scientific Annals of Economics and Business", 64 (4), Iasi, Romania, 2017, p. 476

քառակուսիների ռեգրեսիոն մեթոդները: Որպես ֆինանսական շուկայի հատվածներ դիտարկվել են արժեթղթերի շուկան, ապահովագրական շուկան, փոխառվական կապիտալի շուկան:

Յետազոտության իրականացման տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ կենտրոնական բանկի, «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ-ի հրապարակած վիճակագրական տվյալները, մասնավորապես, որպես տնտեսական աճը բնութագրող ցուցանիշ կիրառվել է ՀՆԱ-ն շուկայական գներով, և դիտարկվել է վերջինիս վրա ՀՆԱ-ի բաղադրիչների (ճախատեր, ներդրումներ, գուտարտահանում), ՀՀ պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան (պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ, պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, բորսայական կապիտալացում), ապահովագրական շուկան (համախառն ապահովագրավճարներ) և փոխառվական կապիտալի շուկան (բանկերի և վարկային կազմակերպությանների վարկեր) բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունը: Վերլուծության համար կիրառվել են վերոնշյալ ցուցանիշների 2006թ-2016թթ. եռամսյակային շարքերը (ցուցանիշների ելակետային տվյալները ներկայացված են հավելված 2-ի աղյուսակ 2-ում):

Նախքան գործունային վերլուծության իրականացումն հաշվարկել է վերոնշյալ ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները, որի արդյունքները ներկայացված են աշխատանքի հավելված 2-ի աղյուսակ 1-ում: Ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածության հաշվարկումը հետապնդում է երկու նպատակ՝ նախ, կոռելյացիոն վերլուծության արդյունքում բացահայտել բացատրվող (կախյալ) և բացատրող (անկախ) փոփոխականների միջև առկա կախվածությունը և վերջինիս ուղղությունը, այնուհետև բացահայտել բացատրող փոփոխականների միջև առկա հնարավոր մոլլտիկոռելյարությունը, ինչի առկայությունն էապես նվազեցնում է գնահատվող ռեգրեսիոն մոդելի որակը և անհրաժեշտություն է առաջանում դիտարկվող մոդելում չներառել կոռելյացված ցուցանիշներից որևէ մեկը:

Դիտարկելով բացատրվող և բացատրող փոփոխականների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները՝ նշենք, որ կոռելյացիոն վերլուծության համաձայն ՅՆԱ-ի վրա նշանակալի են (50% նշանակալիության շրջանակներում) վերջինիս ծախսային բաղադրիչների՝ տնային տնտեսությունների և պետական, վարկավորման ծավալների՝ բանկային և վարկային կազմակերպությունների, ապահովագրավճարների, ՀՀ պետական արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների և բորսայական կապիտալացման միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները: Ընդ որում, հարկ է նշել, որ վերոնշյալ բոլոր ցուցանիշների ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա դրական է:

Կոռելյացիոն վերլուծության շրջանակներում դիտարկելով ՀՀ ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածների ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա՝ նշենք, որ ՅՆԱ-ի վրա ամենանշանակալի ազդեցությունը դրսևորում են ՀՀ փոխառվական կապիտալի շուկան բնութագրող գործոնները: Մասնավորապես, համախառն վարկերի, առևտրային բանկերի վարկերի և վարկային կազմակերպությունների վարկերի կոռելյացիոն կապը ՅՆԱ-ի հետ կազմում է համապատասխանաբար 0.970, 0.969 և 0.977:

ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների համեմատ (բացառությամբ բորսայական կապիտալացման) առավել նշանակալի է ՅՆԱ-ի վրա ապահովագրական շուկան բնութագրող գործոնի՝ ապահովագրավճարների ազդեցությունը, որի հետ ՅՆԱ-ի կոռելյացիոն կապը կազմում է 0.798:

Ինչ վերաբերում է արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների և ՅՆԱ-ի միջև առկա կապին, ապա ամենանշանակալի կապը ՅՆԱ-ն դրսևորում է բորսայական կապիտալացման հետ՝ 0.9: Նշանակալի են նաև պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների և ՅՆԱ-ի միջև առկա կոռելյացիոն կապը, մասնավորապես, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալների, երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալի կոռելյացիոն կապը ՅՆԱ-ի հետ կազմում է համապատասխանաբար 0.564, 0.680: Իսկ ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերով և

բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ ին, ապա վերջիններիս ազդեցությունը ՀԱՀ-ի վրանշանակալի է:

Այսպիսով, կոռեկցիայի վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ, որ ՀԱՀ-ի վրանշանակալի է ՀՀ ֆինանսական շուկայի փոխառվական կապիտալի, ապահովագրական և պետական պարտատոմսերի շուկաները բնութագրող գործոնների ազդեցությունը, մինչդեռ, ՀՀ բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաները բնութագրող գործոնների ազդեցությունը էական է: Վերջինս, թերևս հետևանքն է ՀՀ արժեթղթերի կորպորատիվ հատվածի թերզարգացածության: Այնուամենայնիվ, անդրադառնալով ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների (շուկայական կապիտալացում, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ և եկամտաբերություն, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ) ազդեցությանը ՀԱՀ-ի վրա՝ հարկ է նշել, որ վերոնշյալ գործոնների ազդեցությունը չի կարող միանշանակ լինել, քանի որ արժեթղթերի շուկան ունի առաջնային և եկրորդային հատվածներ և հետևաբար այդ հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունը ՀԱՀ-ի վրա դրսևորվում է տարբեր կերպ: Այսպես, առաջնային շուկայի ազդեցությունը ուղղակի է, քանի որ դրա միջոցով թողարկողները միջոցներ են ներգրավում և ստեղծում նոր արժեք, ինչը չի կարելի ասել երկրորդային շուկայի մասին, որի ազդեցությունը ՀԱՀ-ի վրա անուղղակի է և անմիջականորեն չի ազդում ՀԱՀ-ի վրա:

Կոռեկցիայի վերլուծության արդյունքների հիման վրա կարելի է եզրակացնել, որ ՀԱՀ-ի վրա առավել ուժեղ է փոխառվական կապիտալի շուկայի ազդեցությունը, իսկ պետական պարտատոմսերի շուկայի ազդեցությունը ամենաթույլն է ֆինանսական շուկայի դիտարկված մյուս հատվածների նկատմամբ (ապահովագրված արների ազդեցությունը ՀԱՀ-ի վրա ավելի մեծ էր, քան պետական պարտատոմսերի շուկայինը):

Այնուամենայնիվ, պետք է նշել, որ 2016թ. երկրորդ եռամսյակի դրությամբ ՀՀ բանկային համակարգի վարկերի և ՀԱՀ-ի

հարաբերակցությունը գերազանցում է 40 %-ը, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալների տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ի մեջ կազմում է 7.3%, մինչդեռ, ապահովագրավճարների տեսակարար կշիռը կազմում է ՀՆԱ-ի միայն 0.58%-ը: Իսկ ինչ վերաբերում է ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներին, մասնավորապես, բաժնետոմսերով և կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալին, ապա պետք է նշել, որ դրանց տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ի մեջ չի գերազանցում 0.1%-ը: Նման պայմաններում առավել քան տրամաբանական է ՀՆԱ-ի վրա ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ազդեցության բացակայությունը, բացի այդ, բավականին վիճելի է նաև ապահովագրավճարների նշանակալի կապը ՀՆԱ-ի հետ՝ հաշվի առնելով վերջինիս ցածր տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ի մեջ:

Անդրադառնալով բացատրող փոփոխականների մոլլտիկոլիենարություն խնդրին՝ նշենք, որ այն առկա է ՀՆԱ-ի ծախսային բաղադրիչների և վերջիններիս ու ՀՀ ֆինանսական շուկան բնութագրող մի շարք ցուցանիշների միջև: Մասնավորապես, բարձր է ինչպես պետական, այնպես էլ տնային տնտեսությունների ծախսերի և փոխառվական կապիտալի շուկան բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կոռելելյացիոն կապը. և բանկային վարկերի, և վարկային կազմակերպությունների վարկերի հետ պետական և տնային տնտեսությունների ծախսերի կոռելելյացիոն կապը գերազանցում է 0.95-ը (տե՛ս, հավելված 2-ի աղյուսակ 1): Բարձր է նաև վերոնշյալ ծախսային ցուցանիշների և շուկայական կապիտալացման կոռելելյացիոն կապը. այն կազմում է 0.94: Օբյեկտիվորեն բարձր են նաև պետական և տնային տնտեսությունների ծախսերի միջև և բանկային և վարկային կազմակերպությունների միջև առկա կոռելելյացիոն կապերը. դրանք կազմում են համապատասխանաբար 0.908 և 0.985:

Հիմք ընդունելով վերոնշյալ ցուցանիշների միջև առկա մոլլտիկոլիենարություն խնդիրը՝ մեր կողմից դիտարկվող մոդելի որակն ապահովելու նպատակով մոդելում չենք ներառել ՀՆԱ-ի ծախսային բաղադրիչները՝ այն է պետական և տնային տնտեսությունների ծախսերը (այդ թվում՝ համախառն ծախսերը),

քանի որ վերջիններս ներառումը կհանգեցնեք ֆինանսական շուկան բնութագրող համապատասխան ցուցանիշների ազդեցության նշանակալիության նվազմանը (պայմանավորված մոլլ տիկոլի ենարության խնդրով): Միևնույն ժամանակ, բանկային և վարկային կազմակերպությունների վարկերի միջև առկա մոլլ տիկոլի ենարության խնդիրը լուծելու համար մոդելում նպատակահարմար է ներառել համախառն վարկերի ցուցանիշն, ինչը հավասար է բանկային և վարկային կազմակերպությունների վարկերի գումարին:

Իսկ ինչ վերաբերում է բացատրող մյուս փոփոխականների միջև առկա կոռելյացիոն կապերին, ապա հարկ է նշել, որ վերջիններս համար կոռելյացիոն գործակիցը փոքր է 0.9-ից, ուստի վերջիններս մոտմոլլ տիկոլի ենարության խնդիր առկա է:

Այսպիսով, ՅՆԱ-ի վրա ֆինանսական շուկայի հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցության գնահատման մեր կողմից ուսումնասիրվող մոդելն ունի հետևյալ տեսքը²².

$$GDP = \beta_0 + \beta_1 INVEST + \beta_2 NX + \beta_3 CREDIT_VOLUME + \beta_4 INS_PREMIUM + \beta_5 GB_ISSUE_VOLUME + \beta_6 GB_SEC_VOLUME + \beta_7 MARKET_CAP + \beta_8 STOCK_VOLUME + \beta_9 CBOND_VOLUME + \varepsilon$$

Ստորև աղյուսակ 1-ի միջոցով ներկայացվում են կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության հիմնական արդյունքները:

Աղյուսակ 1.

ՅՆԱ-ի վրա ֆինանսական շուկայի հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցության ռեգրեսիոն վերլուծության հիմնական արդյունքները

Բացարժող փոփոխական	Բացարժող փոփոխականներ	Գործակից	P-value
ՅՆԱ	Համախառն ներդրումներ (INVEST)	1.12	0.0000
	Չուտարտահանում (NX)	0.27	0.0000

²² Նախքան ռեգրեսիոն հաշվարկի իրականացումը կատարվել է տվյալների շարքերի սեզոնայնության հարթեցում Census X-13 սեզոնայնության հարթեցման գործիքի միջոցով: Ժամանակային շարքերը ստացիոնար են դարձել առաջին կարգի տարբերությունները հաշվելուց հետո:

Վերոնշյալ մոդելի ռեգրեսիոն գործոնային վերլուծությունը իրականացվել է Eviews վիճակագրական փաթեթի միջոցով և կիրառվել է Փոքրագույն քառակուսիների մեթոդը: Ռեգրեսիոն մոդելը LIN-LIN տիպի է:

Վերոնշյալ մեթոդով ռեգրեսիոն մոդելը գնահատելուց հետո մոդելի արժանահավատությանը ստուգելու նպատակով իրականացվել են Augmented Dickey-Fuller, Histogram-Normality, Breusch-Godfrey Serial Correlation, Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity և VIF Multicollinearity թեստերը:

Համախառն վարկեր (CREDIT_VOLUME)	0.30	0.0017
Ապահովագրավճարներ (INS_PREMIUM)	-3.54	0.19
Պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ (GB_ISSUE_VOLUME)	-1.21	0.0187
Պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ (GB_SEC_VOLUME)	0.74	0.1538
Շուկայական կապիտալ աճում (MARKET_CAP)	0.08	0.8840
Բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ (STOCK_VOLUME)	-0.21	0.8998
Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ (CBOND_VOLUME)	-7.33	0.2337
R₂ - 0.95, Prob(F-statistic) - 0.0000, Durbin-Watson stat – 2.111		

Ինչպես տեսնում ենք վերոնշյալ աղյուսակից, R² ցուցանիշը կազմում է 0.95, ինչը նշանակում է, որ ՀՆԱ-ն 95%-ով բացատրվում է մոդելում ներառված բացատրող փոփոխականներով:

Դիտարկելով մոդելի բացատրող փոփոխականների հավանականության ցուցանիշները (P-value) և ցուցանիշների նշանակալիության մակարդակ ընդունելով 5 տոկոսը՝ կարող ենք եզրակացնել, որ ՀՆԱ-ի վրա նշանակալի են համախառն ներդրումների, զուտ արտահանման, համախառն վարկերի, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի ազդեցությունները: Ինչ վերաբերում է ապահովագրավճարներին, պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի եկամտաբերությանը և ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներին, ապա վերջիններիս ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա 5 տոկոսանոց նշանակալիության մակարդակում նշանակալի չէ (P-value > 0.05):

Այսպիսով, ամփոփելով ՀՀ ՀՆԱ-ի վրա ՀՀ \$ինանսական շուկայի հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցության գնահատման ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները, կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

Առաջին, ՀՆԱ-ի վրա ամենաուժեղ ազդեցությունն ունեն պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալն ու համախառն ներդրումները: Համախառն ներդրումների ՀՆԱ-ի վրա ազդեցության գործակիցը կազմում է 1.12, ինչը նշանակում է, որ համախառն ներդրումների 1 միավորով աճը հանգեցնում է ՀՆԱ-ի 1.12 միավորով աճի: Ցուցանիշների միջև դրական կախվածությունը տրամաբանական է՝ հաշվի առնելով, որ համախառն ներդրումները ՀՆԱ-ի կարևորագույն բաղադրիչն են:

Երկրորդ, եթե համախառն ներդրումները դրական են ազդում ԶՆԱ-ի վրա, ապա պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի ազդեցությունը բացասական է՝ -1.21: ԶՆԱ-ի և պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի միջև հակադարձ կապը կարելի է բացատրել ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից պետական պարտատոմսերի թողարկման նպատակով, այն է՝ բյուջեի դեֆիցիտի ծածկումը: Այսինքն, ըստ երևույթին, պետական պարտատոմսեր առավել մեծ ծավալ ներով թողարկվել են ՀՀ տնտեսության անկման փուլներում, երբ ԶՆԱ-ի մեծությունը փոքր է եղել՝ որպես նպատակ հետապնդելով պետական պարտքի սպասարկումը և տնտեսության հետագա աշխուժացումը: Մյուս կողմից, պետական պարտատոմսերի առաջարկի մեծացումը հանգեցնում է տոկոսադրույքների աճին, իսկ բարձր տոկոսադրույքները խոչընդոտում են տնտեսության ակտիվացմանը:

Երրորդ, համախառն վարկերի և զուտ արտահանման ազդեցությունը, չնայած վերջինիս բարձր նշանակալիության հանգամանքին, համեմատաբար թույլ է՝ դրական է և կազմում է համապատասխանաբար 0.30 և 0.27, այսինքն, համախառն վարկերի և զուտ արտահանման մեկ միավոր փոփոխությունն հանգեցնում է ԶՆԱ-ի, համապատասխանաբար, 0.30 և 0.27 միավորով փոփոխությանը: Համախառն վարկերի համեմատաբար թույլ ազդեցությունը ԶՆԱ-ի վրա կարելի է բացատրել վարկերի կառուցվածքով, այսպես 2016թ. վերջին եռամսյակի դրությամբ առևտային բանկերի կողմից տրվող վարկերի ավելի քան 30 տոկոսը սպառողական վարկեր են, որոնք չնայած որ սպառողական ծախսերի միջոցով ազդում են ԶՆԱ-ի վրա, սակայն վերջիններս, ըստ երևույթին նպաստում են միայն ԶՆԱ-ի պարզ վերարտադրությանը, ուստի ԶՆԱ – ի աճի տեսանկյունից համախառն վարկերի ազդեցությունը թույլ է, այդ թվում, համեմատելով պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի հետ:

Չորրորդ, ԶՆԱ-ի վրա նշանակալիորեն չեն ազդում պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում կնքված գործարքները: Ցուցանիշի ուղղակի ազդեցության բացակայությունը տրամաբանական է այնքանով, որ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում, ըստ երևույթին, նոր արժեք չի

ստեղծվում, այլ երկրորդային շուկայի ակտիվությունը նպաստում է առաջնային շուկայի ակտիվությանը, այդ կերպ անուղղակիորեն ազդելով տնտեսական ակտիվության վրա:

Հինգերորդ, ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում բացահայտվեց նաև, որ ՀՀ ՀՆԱ-ի վրա չեն ազդում ՀՀ ապահովագրական և ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաները բնութագրող ցուցանիշները (հավանականության ցուցանիշը (P-value) > 0.05): Վերջինս, ՀՀ ֆինանսական շուկայի վերոնշյալ հատվածների թերզարգացածության արդյունք է: Ընդ որում, ցածր էր նաև այս ցուցանիշների և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը:

Ամփոփելով ֆինանսական շուկաների, այդ թվում՝ արժեթղթերի և տնտեսական աճի փոխազդեցության միջազգային հետազոտությունների և մեր կողմից ՀՀ-ի համար կատարված վերլուծության արդյունքները՝ նշենք, որ միջազգային պրակտիկայում տնտեսական աճի վրա արժեթղթերի շուկայի դերի աճող կարևորությունը դեռևս չի դրսևորվում ՀՀ-ում, ինչը թերևս, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության արդյունք է: Այնուամենայնիվ, միջազգային պրակտիկայում արժեթղթերի շուկաների դերի կարևորությունը և հետագա զարգացմանն ուղղված քայլերը ևս մեկ անգամ փաստում են, որ ՀՀ-ում, ներկայիս շուկայական հարաբերությունների պայմաններում, կայուն և երկարաժամկետ տնտեսական աճ ապահովելու համար արժեթղթերի շուկայի զարգացումը այլ ընտրանք չունի: Ուստի ՀՀ արժեթղթերի, մասնավորապես, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ամբողջովին կայացումը և զարգացումը կարող է խթան հանդիսանալ ՀՀ-ում ներդրումների ներգրավման և տնտեսական աճի տեմպերի բարձրացման համար:

1.2 ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի կայացման ընդհանուր գնահատականը և զարգացման հեռանկարները

Աշխատանքի 1.1 ենթագլխում կատարված վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ, որ բարձր և կայուն տնտեսական աճի ապահովման համար անխուսափելի է զարգացած ֆինանսական շուկայի, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի առկայությունը: Ընդ

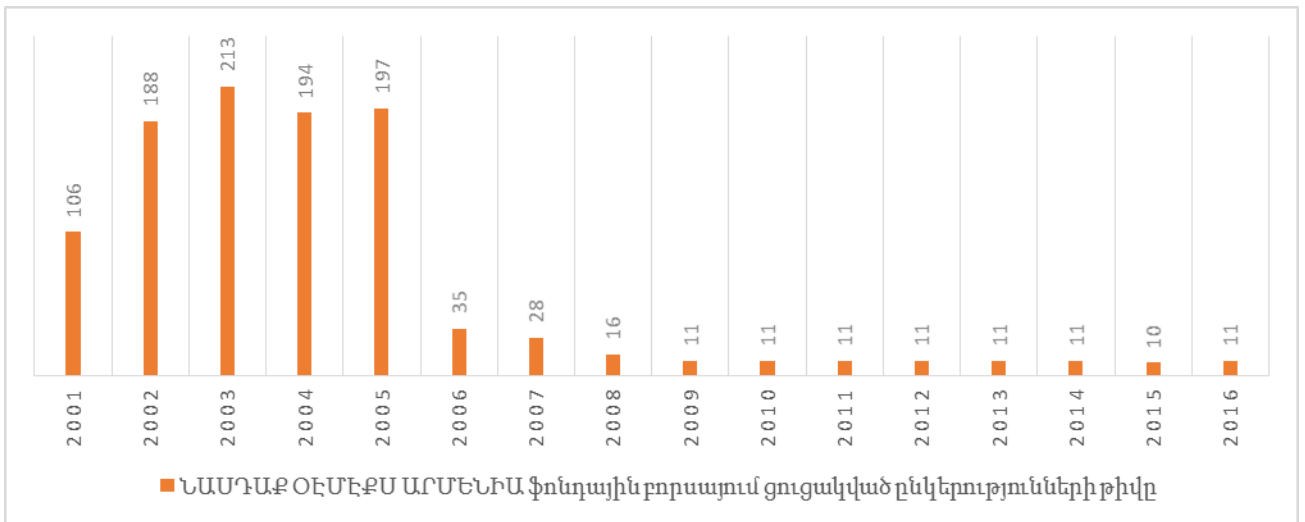
որում, զարգացած երկրներում շարունակ աճում է արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում: Կատարված վերլուծությունը ցույց տվեց նաև, որ ՀՀ-ում ֆինանսական շուկայի, մասնավորապես արժեթղթերի շուկայի ազդեցությունը խիստ սահմանափակ է՝ պայմանավորված վերջինիս զարգացման առանձնահատկություններով:

Վերոնշյալ առանձնահատկությունները բացահայտելու համար հարկ է դիտարկել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ և պետական հատվածները առանձին – առանձին և տալ դրանց զարգացման արդի գնահատականը:

Հետազոտությունը սկսելով ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայից՝ վերլուծենք վերջինիս մաս հանդիսացող բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաների արդի վիճակը և զարգացման հեռանկարները:

Այսպես, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի ձևավորման գործընթացում էական դեր են կատարել ՀՀ-ում իրականացված մասնավորեցումը և այդ գործընթացը կարգավորող օրենսդրական փաստաթղթերը, քանզի շուկա արժեթուղթ մատակարարող բաժնետիրական ընկերությունների գերակշիռ (կարելի է ասել նաև բացարձակ) մասը ձևավորվել է մասնավորեցման արդյունքում: Հարկ է նշել, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի հիմքը դրվել է 1993 թ. և մինչև 2005 թ. ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան ներկայացված է եղել միայն բաժնետոմսերի շուկայով: Ընդհանուր առմամբ, նշենք, որ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկան չնայած արժեթղթերի շուկայի ամենավաղ ձևավորված հատվածն է, դեռևս, ըստ երևույթի, կայացման փուլում է և ունի զարգացման խիստ ցածր մակարդակ:

Բաժնետոմսերի շուկայի կայացման փուլում գտնվելու մասին է խոսում առաջին հերթին այն, որ 2016 թ. դեկտեմբերի դրությամբ ընդամենը 11 ընկերություններ են, որոնք իրենց բաժնետոմսերը ցուցակել են Ֆոնդային բորսայում: Ընդ որում, ցուցակված ընկերությունների թիվը ժամանակաշրջանի ընթացքում նվազել է (տե՛ս, գծապատկեր 1):



Գծապատկեր 1. ՆԱՄԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ Ֆոնդային բորսայում գուցակված ընկերությունների թիվը 2001 – 2016թթ.²³

Բորսայում գուցակված ընկերությունների քանակը 2001-2003թթ. անընդհատ աճել է, իսկ 2003թ-ից հետո սկսել է նվազել: 2004-2005թթ. 2003 թ. համեմատ նվազման նման միտումը պայմանավորված է ընկերությունների բորսամուտք գործելու շահագրգռվածության բացակայությամբ: Վերջիններս չէին գիտակցում առավելությունները, որոնք նրանց ընձեռում էր ֆոնդային բորսայում գուցակումը: Ֆոնդային բորսայում գուցակումը այդ ընկերությունների համար միայն լրացուցիչ ծախսերի և հաշվետվությունների բացահայտման պահանջ էր:

2006թ.-ից հետո գուցակված ընկերությունների քանակը, որոնց բաժնետոմսերը շրջանառվում էին բորսայում, կտրուկ նվազել է՝ կազմելով 35, ինչը 162-ով պակաս էր նախորդող տարվա մեծությունից: Չետագա տարիներին ևս բորսայում գուցակված ընկերությունների թիվը շարունակել է նվազել, ընդ որում, 2009-2014թթ. գուցակված ընկերությունների թիվը հաստատուն է եղել՝ 11, ապա 2015թ. այն նվազել է 1-ով՝ պայմանավորված «ՅՐԱԶԴԱՆԻ ԷՆԵՐԳԵՏԻԿ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆ» ԲԲԸ-ի բաժնետոմսերի առևտրի կասեցմամբ: Այս անկումն արդեն պայմանավորված էր ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ոլորտում վարվող քաղաքականության փոփոխությամբ, այն է՝ վերացվեց բաց բաժնետիրական ընկերությունների նկատմամբ գործող պարտադիր գուցակման

²³ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՄԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի ամսական տեղեկագրերի հիման վրա

պահանջը: Արդյունքում ցուցակված ընկերությունների զգալի մասը ապացուցակվեցին: Բացասաբար անդրադառնալով բորսայական առևտրի ծավալների վրա՝ ցուցակված ընկերությունների թվի նման կրճատումն, այնուամենայնիվ, հնարավորություն է ընձեռեց քարելավել թողարկողների վերաբերյալ տեղեկատվության բացահայտման և հանրությանը ներկայացման գործընթացները՝ նպաստելով Հայաստանի կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի թափանցիկության և որակի բարձրացմանը:

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 1-ից, 2016թ. ցուցակված ընկերությունների թիվն աճել է 1-ով՝ շնորհիվ 2016թ. փետրվարին «ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ-ի բաժնետոմսերի ցուցակման, որի նպատակը, ըստ երևույթին ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ընդհանուր կապիտալի նորմատիվի պահանջի ապահովումն էր (բանկերի ընդհանուր կապիտալի նվազագույն մեծությունը 5 մլրդ դրամից բարձրացվել էր 30 մլրդ):

2016թ. դրությամբ ֆոնդային բորսայում գործում է բաժնետոմսերով առևտրի 3 ցուցակ՝ բաժնետոմսերի հիմնական ցուցակ (A), բաժնետոմսերի երկրորդային ցուցակ (B) և ազատ շուկա (C): Բորսայում ցուցակված ոչ մի ընկերության բաժնետոմս ներկայացված չէ բաժնետոմսերի հիմնական ցուցակում: Ընկերությունների գերակշիռ մասը՝ թվով 7 ընկերություն, իրենց բաժնետոմսերը ցուցակել են ազատ շուկայում, իսկ մյուս 4 ընկերությունները ներկայացված են բաժնետոմսերի երկրորդային ցուցակում: Ցուցակման նման կառուցվածքը խոսում է ֆոնդային բորսայում շրջանառվող արժեթղթերի ցածր որակի մասին, քանի որ հիմնական ցուցակում ներկայացվում են առավել բարձր պահանջներ: Այսպիսով, ընկերությունները հակված չեն ցուցակվել ֆոնդային բորսայում, ըստ երևույթին, պայմանավորված ցուցակման հետ կապված ծախսերով, հաշվետվությունների բացահայտման պահանջներով և նախապես որոշված ներդրողների առկայությամբ:

ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի թողարկող ընկերություններին ըստ բորսայական

հարթակների ներկայացնենք աղյուսակի միջոցով (տե՛ս, աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2.

ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա Ֆոնդային բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերը 2016թ. դրությամբ²⁴

Թողարկող	Դաս	Ցուցակ	Թույլ արմատն ամսաթիվ	Թողարկման ծավալ
1	2	3	4	5
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	B	29.10.2009	10,650,000,000 ՀՀ դրամ
«Արփա-Սևան» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	B	07.07.2001	51,130,000 ՀՀ դրամ
«Հայաստանի Էկոնոմիկայի զարգացման բանկ» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	B	30.05.2002	3,167,022,500 ՀՀ դրամ
«ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	B	10.02.2016	13,237,381,800 ՀՀ դրամ
«Ալմաստ» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	C	16.01.2002	418,217,000 ՀՀ դրամ
«ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	C	12.06.2008	6,387,505,000 ՀՀ դրամ
«Երևանի ոսկերչական գործարան» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	C	16.07.2001	4,129,209,504 ՀՀ դրամ
«Երևանի Շամպայն գինիների գործարան» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	C	15.10.2001	888,732,000 ՀՀ դրամ
«Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	C	07.07.2001	690,930,000 ՀՀ դրամ
«Չարգացման Հայկական Բանկ» ԲԲԸ	հասարակ բաժնետոմս	C	17.04.2002	4,359,767,500 ՀՀ դրամ
«Չարգացման Հայկական Բանկ» ԲԲԸ	արտոնյալ բաժնետոմս	C	21.06.2002	166,224,800 ՀՀ դրամ

Ինչպես տեսնում ենք՝ ֆոնդային բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի գերակշիռ մասը՝ թվով 9 ֆինանսական գործիք, ցուցակվել է 2001-2002թթ, ինչը սակայն չի եղել հրապարակային տեղաբաշխման միջոցով: Ընդհանուր առմամբ, ընկերությունները ցուցակմամբ բորսամուտք են գործել օրենքի պարտադրված ուժով, շուկան դիտարկելով ոչ թե կապիտալ ներգրավելու, այլ

²⁴ Աղյուսակը կազմվել է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ պաշտոնական ինտերնետային կայքում (<https://nasdaqomx.am/am/instruments.htm>) հրապարակված տվյալների հիման վրա

օրենսդրության պահանջը կատարելու և փոքր բաժնետերերին իրենց բաժնետոմսերի առևտուր (սովորաբար՝ վաճառք) իրականացնելու հնարավորությունն ընձեռնելու վայր: Վերոնշյալից կարելի է հետևություն անել նախևառաջ ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկայի թերզարգացածության մասին, ինչն էլ իր հեթին սահմանափակում է երկրորդային շուկայի կայացումն ու զարգացումը:

Մինչև օրս հրապարակային տեղաբաշխումներ են իրականացրել «ԱՐՑԱԽ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն, «ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ-ն, «ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ-ն և «Հայաստանի Էկոնոմիկայի զարգացման բանկ» ԲԲԸ-ն: Բոլոր տեղաբաշխումներն էլ տեղի են ունեցել արտաբորսայում, ընդ որում, «ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ-ն տեղաբաշխումն իրականացրել է ուղիղ հանրային վաճառքի միջոցով: Վերջիններիս կողմից իրականացված հրապարակային առաջարկների մանրամասները կարելի է ներկայացնել աղյուսակային տեսքով (տե՛ս, աղյուսակ 3):

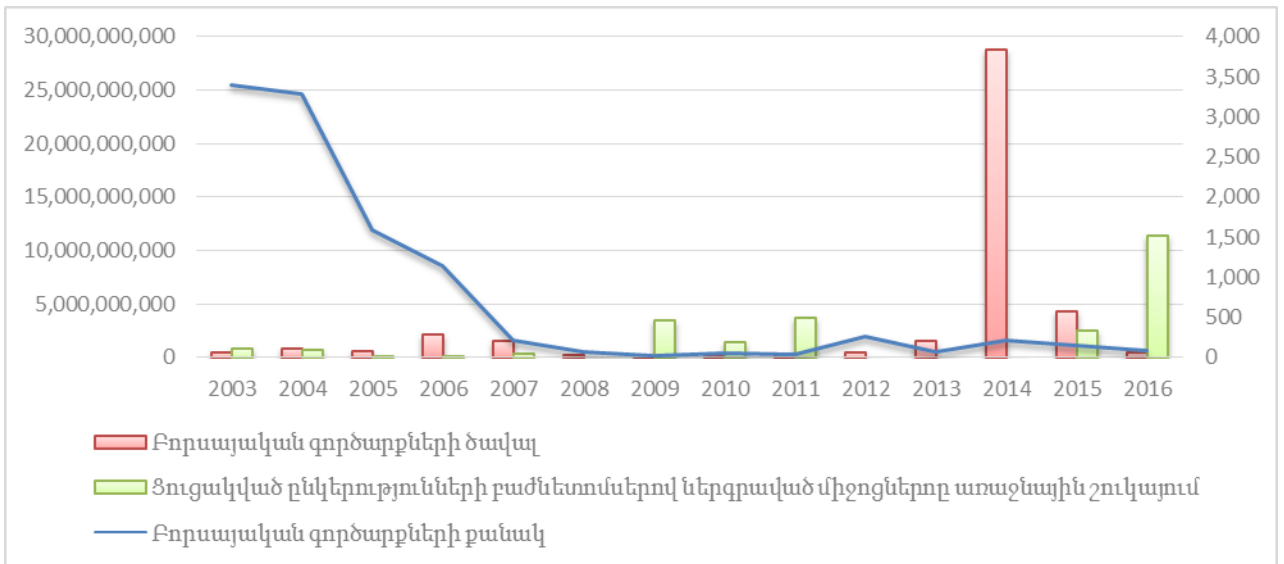
ՀՀ բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերի հրապարակային սեղաբաշխումները արտադրության ու մ 2016թ.²⁵

Թողարկող	Տեղաբաշխման եղանակը	Թողարկման ամսաթիվ	Թողարկված բաժնետոմսերի քանակ	Բաժնետոմսի անվանական արժեք	Տեղաբաշխման գին	Թողարկման ծավալ
«ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ (DPO)	21.01.2008	73,300.00	5000	5900	381,500,000.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ, ազատ բաժանորդագրություն	25.05.2009	861,652.00	1000	1050	904,600,000.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ, ազատ բաժանորդագրություն	01.12.2010	103,146.00	1000	1105	114,492,600.00
«ԱՐՑԱԽՅԷԿ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ, ազատ բաժանորդագրություն	05.10.2011	3,287,926.00	1000	1110	3,649,597,860.00
«Հայաստանի էկոնոմիկայի զարգացման բանկ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ, ազատ բաժանորդագրություն	30.12.2015	333,474.00	2500	12000	4,001,688,000.00
«ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ, ազատ բաժանորդագրություն	24.12.2015	10,672,471	100	230	2,454,668,330.00
«ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ, ազատ բաժանորդագրություն	21.04.2016	22,704,347	100	230	5,221,999,810.00
«ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ	Արտաբորոջանակ, ազատ բաժանորդագրություն	27.07.2016	12,176,914	100	230	2,800,000,220

²⁵ Աղյ ու ս ա կ ը կ ա գ մ վ ե լ Է թողարկողների պաշտոնական ինտերնետային կայքերում հրապարակված տվյալների հիման վրա

«ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ	Արտաբորսայական, ազատ բաժանորդագրուն ուն	01.12.2016	14,376,044	100	230	3,306,490,120
-----------------	--	------------	------------	-----	-----	---------------

Բաժնետոմսերի առաջնային շուկայի թերզարգացածությունը պայմանավորվում է նաև բաժնետոմսերի երկրորդային շուկայի թերզարգացածությամբ: Մասնավորապես, փոքր և գործարքների ծավալը, գործարքները պայմանավորված են կամ կրում են պատահական բնույթ, ինչպես նաև առաջնային շուկայում տեղաբաշխված բաժնետոմսերի շատ փոքր մասն է շրջանառվում բորսայում: ՆԱՄԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերությունների բաժնետոմսերով ներգրավված միջոցների ծավալի, վերջիններիս միջոցով կնքված բորսայական գործարքների ծավալի և գործարքների քանակի շարժը ներկայացնենք գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 2):



Գծապատկեր 2. ՆԱՄԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկայի ծավալները 2003-2016թթ.²⁶

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 2-ից, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում ցուցակված ընկերությունների կողմից բաժնետոմսերի թողարկումներ 2008թ., 2012թ., 2013թ., 2014թ. ընդհանրապես չեն եղել, իսկ գործարքների ծավալը բացարձակ մեծությամբ սկսած 2007թ. չափազանց փոքր է, ընդ որում, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը 2003-2007թթ. նվազել է շուրջ 16 անգամ, հետագայում անկումը ևս շարունակվել է: Վերջինս, թերևս, պայմանավորված էր հաշվետու թողարկողների թվի նվազմամբ,

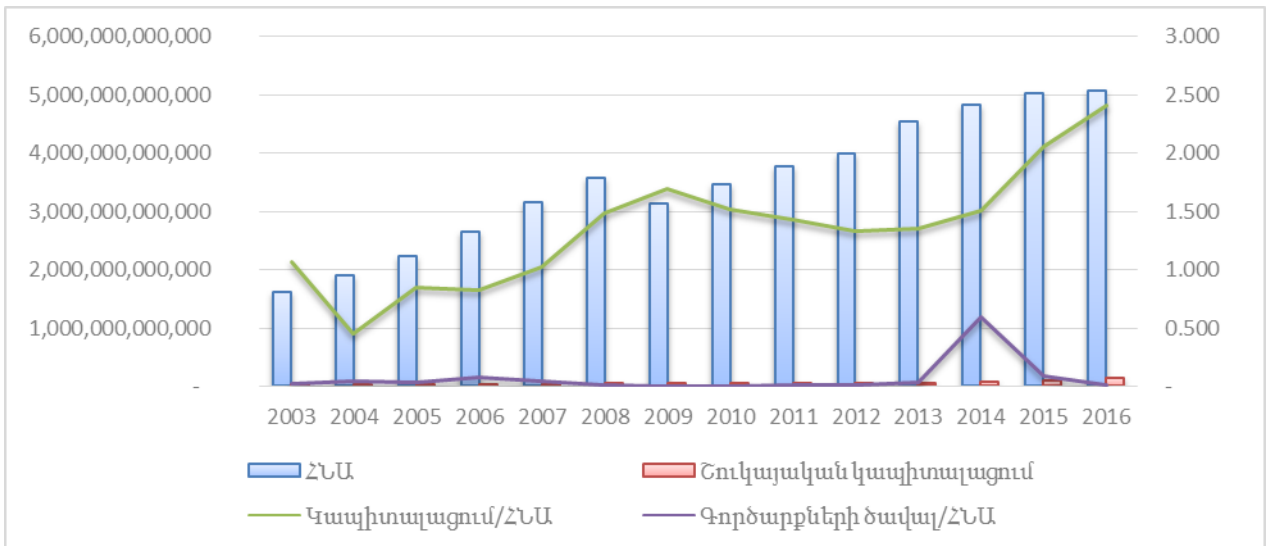
²⁶ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՄԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի ամսական տեղեկագրերի հիման վրա

որոնք մանր բաժնետերերից բաժնետոմսերը հետ գնելուց հետո վերականգնվել են ՓԲԸ-ների կամ ապացուցակվել են: Ինչ վերաբերում է բորսայական գործարքների ծավալին, ապա բացի այն որ գործարքների ծավալը չափազանց փոքր է, փոքր է նաև այն կազմող գործարքների քանակը: Գործարքների ծավալը բավականին բարձր է եղել 2014թ., երբ նախորդ տարվա համեմատ աճել է շուրջ 20 անգամ: Վերջինս պայմանավորված է եղել մայիս ամսին կատարված խոշոր գործարքով, երբ ընդամենը 1 թողարկողի բաժնետոմսերով կնքված 5 գործարքի միջոցով ձևավորված գործարքի ծավալը 4 անգամ գերազանցել է դիտարկված ամբողջ ժամանակահատվածի ընթացքում կնքված բոլոր գործարքների ծավալների գումարին:

Խիստ ցածր է նաև բաժնետոմսերի շուկայի շրջանառելիության գործակիցը (շրջանառելիության գործակիցն իրենից ներկայացնում է բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալի և շուկայական կապիտալացման հարաբերությունը): Վերջինս դիտարկվող ժամանակաշրջանի ընթացքում գերազանցապես փոքր է 0.5-ից: Համեմատության համար նշենք, որ Վրաստանի Հանրապետության շուկայում այդ ցուցանիշը առանձին տարիներին հասել է 18%-ի, Ռուսաստանի Դաշնությունում շուրջ 30%-ի, մայրցամաքային մոդելի երկրներում կազմում է 50-150%, անգլոամերիկյան մոդելի երկրներում շուրջ 170%, իսկ Չինաստանում ցուցանիշը հասնում է մինչև 480%-ի²⁷:

ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածության մասին են վկայում ինչպես բաժնետոմսերի տեղաբաշխումները, երկրորդային շուկայում գործարքների ծավալները և վերջիններիս հարաբերակցությունը, այնպես էլ ՀՆԱ-ի մեջ բորսայական կապիտալացման խիստ ցածր տեսակարար կշիռը: Գծապատկեր 3-ում ցույց են տրված 2003-2016թթ. ՀՀ ցուցակված բաժնետոմսերի բորսայական շուկան բնութագրող ցուցանիշների և ՀՆԱ-ի դինամիկան (տե՛ս, գծապատկեր 3):

²⁷ Աղբյուրը՝ Համաշխարհային բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>



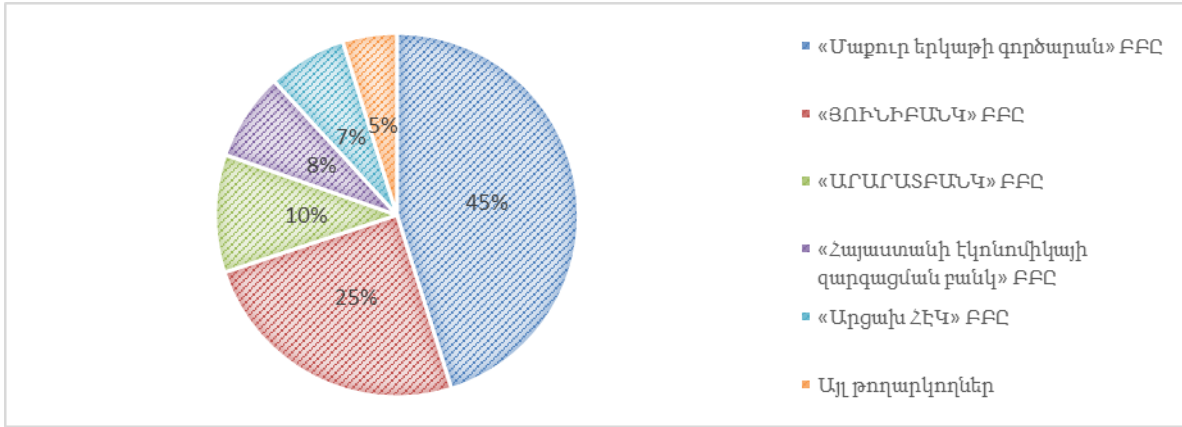
Գծապատկեր 3. ՀՀ բաժնետոմսերի բորսայական շուկան բնութագրող ցուցանիշները և ՀՆԱ-ն 2003-2016թթ.²⁸

Դիտարկվող ժամանակաշրջանի ընթացքում ՀՀ ՀՆԱ-ն և շուկայական կապիտալացումն աճել են, ընդ որում, կապիտալացումն աճել է բավականին արագ տեմպերով, որի արդյունքում 2016թ. ժամանակաշրջանի սկզբի համեմատ շուրջ 8 անգամ: Աճել է նաև շուկայական կապիտալացման և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը: Այնուամենայնիվ, ՀՀ-ում կապիտալացման և ՀՆԱ-ի հարաբերակցության ցուցանիշը շարունակում է խիստ փոքր մնալ, մասնավորապես, վերջինս 2016թ. կազմել է 2,4 %: Համամետոլոթյան համար նշենք, որ Վրաստանի Հանրապետությունում ցուցանիշը կազմում է 6%, Ռուսաստանի Դաշնությունում շուրջ 30%, մայրցամաքային մոդելի երկրներում 50-100%, անգլոամերիկյան մոդելի երկրներում շուրջ 150%, իսկ Հոնկոնգում բորսայական կապիտալացումը ՀՆԱ հարաբերակցության ցուցանիշը հասնում է մինչև 1200%-ի²⁹:

Պետք է նշել նաև, որ բորսայական կապիտալացման աճը պայմանավորված է ոչ թե շուկայի ակտիվության, նոր ընկերությունների մուտքով կամ բաժնետոմսերի շուկայական գների աճով, այլ ցուցակված ընկերությունների լրացուցիչ թողարկումներով: Ընդ որում, խիստ բարձր է բորսայական

²⁸ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՄԴԱՔ ՕԵՄԷԲՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի ամսական տեղեկագրերի և ՀՀ Ազգային վիճակագրության ծառայության պաշտոնական ինտերնետային կայքում (<http://www.armstat.am/>) հրատարակված տվյալների հիման վրա
²⁹ Աղբյուրը՝ Համաշխարհային բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

կապիտալ աճման կենտրոնացվածության աստիճանը, այն կենտրոնացված է ընդամենը 5 թողարկողների մեջ: Գծապատկեր 4-ում ցույց են տրված ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերությունների կապիտալ աճման տեսակարար կշիռներն 2016թ. դրությամբ (տե՛ս, գծապատկեր 4):

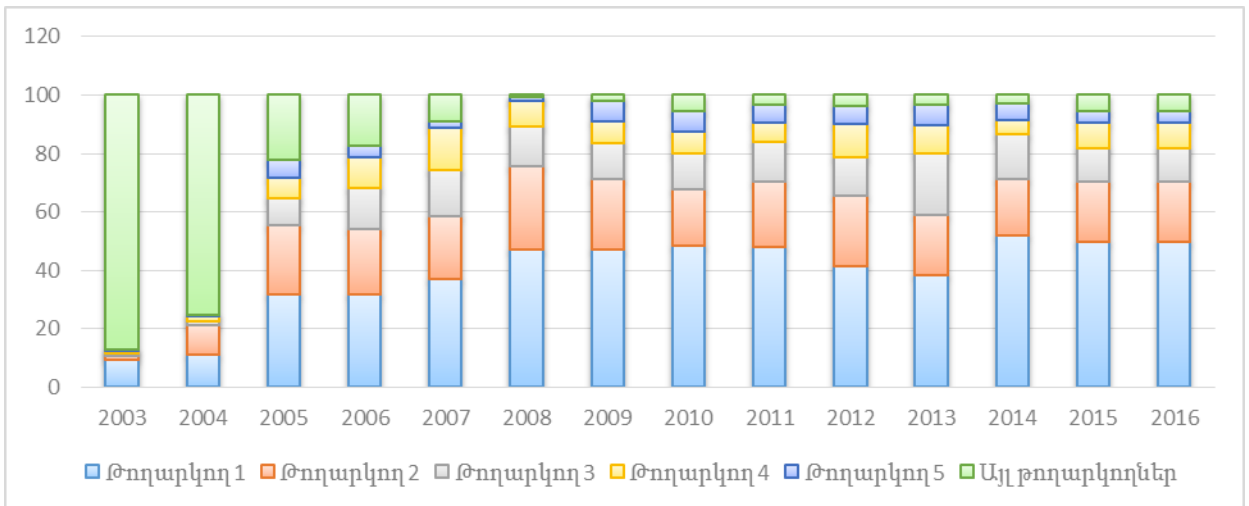


Գծապատկեր 4. ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի կապիտալ աճումների տեսակարար կշիռը 2016թ. դրությամբ³⁰

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 4-ից, բաժնետոմսերի շուկայական կապիտալ աճման մեջ ամենամեծ տեսակարար կշիռը բաժին է ընկնում «Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ-ին, որը կազմում է 45%, իսկ մյուս քառյակի մասնաբաժինը համեմտաբար ավելի փոքր է: Մնացած 6 թողարկողների կապիտալ աճումը կազմում է ընդամենը 5%:

Դիտարկելով բորսայական կապիտալ աճման կենտրոնացվածության աստիճանը 2003-2016թթ.³⁰ գալիս ենք այն եզրահանգման, որ շուկայական կենտրոնացվածությունը շարունակաճ է մինչև 2014թ., մասնավորապես, նվազել է այլ թողարկողների տեսակարար կշիռը և աճել առաջատար թողարկողի բաժնետոմսերի կապիտալ աճման տեսակարար կշիռը: Յետագատարիներին շուկայական կենտրոնացվածությունը նվազել է: ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերությունների կապիտալ աճման տեսակարար կշիռների փոփոխությունը 2003-2016թթ. կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 5):

³⁰ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի ամսական տեղեկագրերի հիման վրա



Գծապատկեր 5. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա Ֆոնդայ ին բորսայ ու մ ցուցակված բաժնետոմսերի կապիտալ աջու մների տեսակարար կշիռի փոփոխությունը 2003- 2016թթ.³¹

Այս պիսուվ, ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնայ ին շուկայ ի ու սու մնաս իր ու թյ ան և վերլ ու ծ ու թյ ան, ինչ պես նաև երկրորդայ ին շուկայ ու մ իրականացված գործարքների դիտարկման արդյ ու նք ու մ կարել ի է կատարել հետևյ ալ եզրահանգ ու մները.

Առաջ ին, չնայ ած ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա Ֆոնդայ ին բորսայ ու մ ցուցակված ընկեր ու թյ ու նների թիվը սկս ած 2003թ. շար ու նակ նվազել է պայ մանավորված ինչ պես որ ոշ ընկեր ու թյ ու նների բորսայ ու մ ցուցակվել ու շահագրգռված ու թյ ան բացակայ ու թյ ամբ, այ նպես էլ ՀՀ- ու մ վարվող քաղաքական ու թյ ամբ (ԲԲԸ-ների պարտադիր ցուցակման պահանջ ի վերաց ու մ)՝ այ ն ու ամենայ նիվ, պեսք է նշել, որ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայ ի կայացման գործ ու մ այ ն ու նեցել է նաև դրական նշանակ ու թյ ու ն: Մասնավորապես, այ դ գործընթացը նպաստեց ՀՀ կորարատիվ արժեթղթերի շուկայ ի թափանցիկ ու թյ ան և որակի բարձրացմանը՝ հնարավոր ու թյ ու ն ընձեռել ով բարելավել թողարկ ու թյ ու ների վերաբերյ ալ տեղեկատվ ու թյ ան բացահայ տման և հանր ու թյ անը ներկայացման գործընթացները:

Երկրորդ, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայ ու մ առկա ամենահիմնական խնդիրը առաջնայ ին շուկայ ի թերզարգացած ու թյ ու նն է, ինչ ն էլ իր հեթին սահմանափակ ու մ է երկրորդայ ին շուկայ ի կայաց ու մն ու վարգաց ու մը: Չնայ ած ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայ ի

³¹ Գծապատկերը կառ ու ցվել է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի ամսակա ն տեղեկագրերի հիման վրա

թերգարգացած ու թյանը՝ այնուամենայնիվ, պետք է նշել նաև, որ բաժնետոմսերի առաջնային շուկան անցել է կայացման որոշակի փուլերով, ինչի արդյունքում ստեղծվել են անհրաժեշտ նախադրյալներ վերջինիս զարգացման համար,

Երրորդ, 2014-2016թթ. ընթացքում նկատվում է ՆԱՄԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերությունների բորսայական կապիտալացման կենտրոնացվածության թուլացում պայմանավորված այդ տարիների նոր թողարկումներով: Այնուամենայնիվ, ՀՀ բաժնետոմսերի բորսայական շուկայի կենտրոնացվածությունը շարունակում է բարձր մնալ:

Չորրորդ, չնայած ՆԱՄԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերությունների բորսայական կապիտալացման՝ ՀՀ ՀՆԱ-ի մեջ փոքր տեսակարար կշռին՝ ցուցանիշների հարեբերակցությունը 2014թ.-ին 2013թ. համեմատությամբ աճել է շուրջ 12, իսկ 2015թ.-ին 2016թ. համեմատությամբ արդեն 37%-ով: Վերջինս ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի աշխուժացման ազդակ է:

Այսպիսով, փորձելով տալ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի կայացման ընդհանուր գնահատականը՝ կարող ենք նշել, որ չնայած ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում առկա մի շարք խնդիրներին՝ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկան կայացել է և առկա են բավարար նախադրյալներ վերջինիս հետագա զարգացման համար: Որպես ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման միտում պետք է արձանագրել նաև 2015-2016թթ. «Յուրաքանչեք» ԲԲԸ-ի և «Հայաստանի Էկոնոմիկայի զարգացման բանկ» ԲԲԸ-ի թվով 5 բաժնետոմսերի տեղաբաշխումները, որի արդյունքում բաժնետոմսերի առաջնային շուկայից վերջիններս ներգրավեցին շուրջ 15 մլրդ ՀՀ դրամ:

Անդրադառնալով ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի պարտքային հատվածին՝ ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկային, նշենք, որ այն ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ամենաերիտասարդ հատվածներից է: Կորպորատիվ պարտատոմսերի հրապարակային թողարկման և տեղաբաշխման մեկնարկը ՀՀ-ում տրվեց 2005թ.-ի դեկտեմբերի 14-ին «Հայաստանի Էկոնոմիկայի զարգացման բանկ» ԲԲԸ-ի 200 մլն. դրամ անվանական ծավալով կորպորատիվ

պարտատոմսերի տեղաբաշխմամբ³²: Թողարկվեցին և «Տոնտոն» ինվեստիցիոն ՍՊԸ-ի միջոցով ամբողջությամբ տեղաբաշխվեցին 20,000 պարտատոմս, յուրաքանչյուրը 10,000 ՀՀ դրամ անվանական արժեքով և տարեկան 6% եկամտաբերությամբ: Պարտատոմսերի գործողության ժամկետը 12ամիս էր:

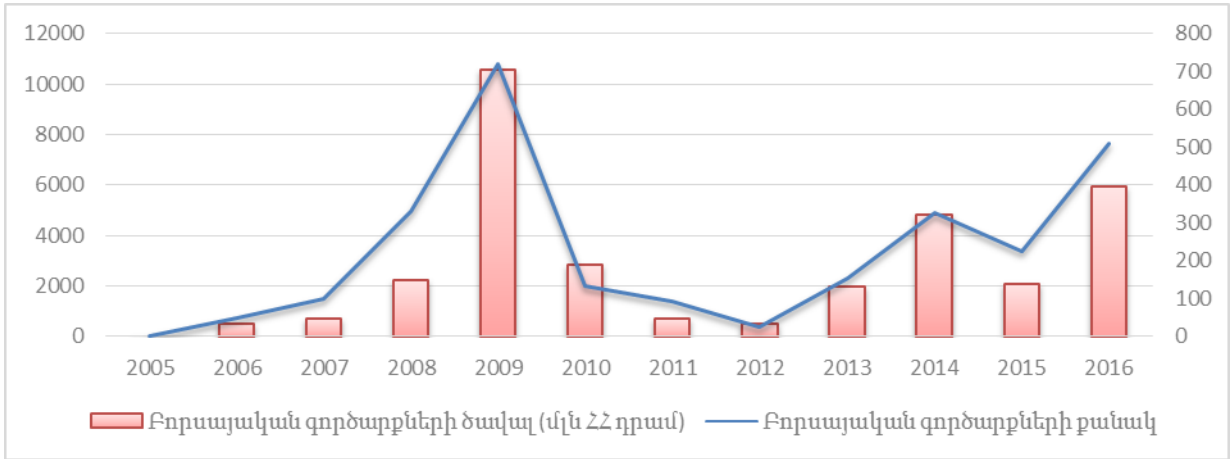
Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առավել զարգացած հատվածն է: ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի ձևավորումից ի վեր, 2016թ.-ի վերջի դրությամբ, տեղի է ունեցել կորպորատիվ պարտատոմսերի 72 թողարկում 69,133 մլն ՀՀ դրամ ընդհանուր ծավալով 27 թողարկողի կողմից: Կորպորատիվ պարտատոմսերի տեղաբաշխումները 2005-2016թթ.-ի ընթացքում ներկայացված են աշխատանքի հավելված 1-ում (տե՛ս, հավելված 1):

ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի բաժնային գործիքների շուկայի համեմատ զգալիորեն ակտիվ է ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի բորսայական շուկան: Համեմատության համար նշենք, որ 2013թ.-ին ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա \$ոնդային բորսայում բաժնետոմսերով կնքվել է 76, կորպորատիվ պարտատոմսերով՝ 154 գործարք, 2015թ.-ին բաժնետոմսերով կնքված 150 գործարքի դիմաց կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքվել է 226 գործարք, իսկ 2016թ.-ին համապատասխանաբար 84 և 511 գործարք: Նշենք նաև, որ ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի բորսայական շուկայում գործարքները շուկայական բնույթ են կրում, այլ ոչ թե պայմանավորվածության կամ պատահականության արդյունք են: Գործարքների շուկայական բնույթի մասին է փաստում ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների քանակի և ծավալի միջև առկա բարձր կոռելյացիոն կախվածությունը. այն հավասար է 0.95-ի: Մինչդեռ, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում վերոնշյալ ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունը -0.14 է³³:

³² Այս և ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վերլուծության մյուս տվյալները բերվում են «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրապարակված տվյալներից

³³ Ցուցանիշների միջև փոխադարձ կապը բացահայտելու համար իրականացվել է ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծություն՝ հիմք ընդունելով ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա \$ոնդային բորսայի ամսական տեղեկագրերը:

Կորպորատիվ պարտատուների տեղաբաշխումների դինամիկան, ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում կնքված գործարքների ծավալը և գործարքների քանակը կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 6):



Գծապատկեր 6. ՀՀ կորպորատիվ պարտատուներով միջոցների ներգրավման ծավալը առաջնային շուկայում և ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում կնքված գործարքների քանակը և ծավալը 2005-2016թթ.³⁴

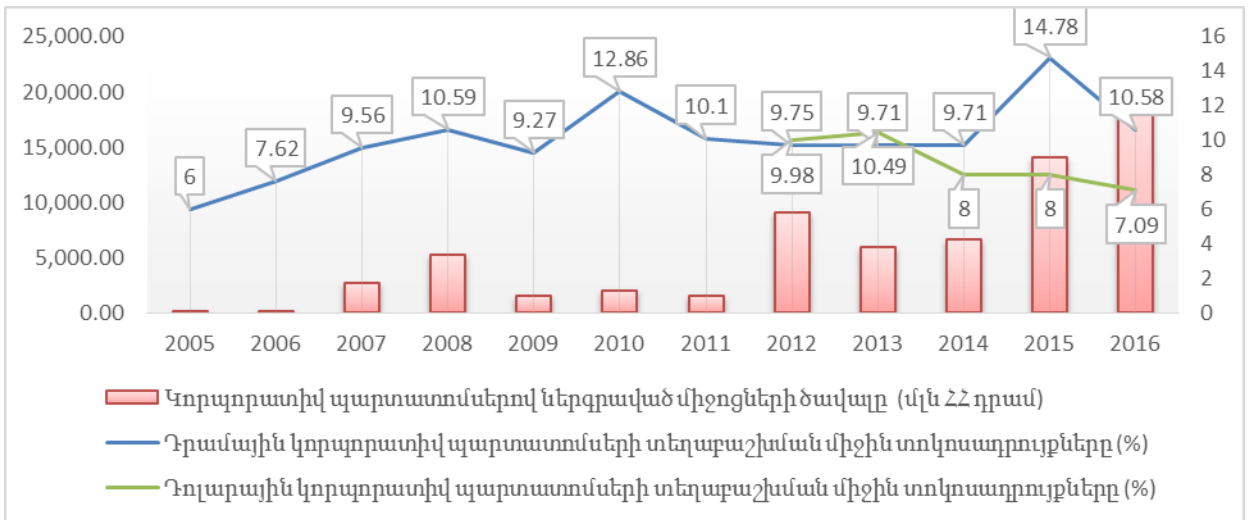
Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 6-ից, ՀՀ կորպորատիվ պարտատուների և առաջնային, և երկրորդային շուկաները դիտարկվող ժամանակաշրջանում էականորեն տատանվել են, մասնավորապես, 2005-2009թթ.-ին եղել են աճող, ապա ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի տարիներին նվազել են, ապա՝ գերազանցապես աճել:

ՀՀ կորպորատիվ պարտատուների շուկայում հատկանշական է առաջնային և երկրորդային հատվածների հարաբերակցությունը: Վերջինիս վերլուծությունը դիտարկվող ժամանակաշրջանի ընթացքում, թերևս, փաստում է ՀՀ կորպորատիվ պարտատուների երկրորդային շուկայի ցածր իրացվելիության մասին, քանի որ տեղաբաշխված պարտատուների միայն փոքր մասն է շրջանառվում ֆոնդային բորսայում:

Գծապատկերից կարող ենք նկատել նաև, որ ՀՀ կորպորատիվ պարտատուների առաջնային շուկան արձանագրել է 2 էական աճ՝ 2012թ.-ին կորպորատիվ պարտատուների տեղաբաշխման ծավալները նախորդող տարվա համեմատ աճել են շուրջ 6, իսկ 2015թ.-ին ավելի

³⁴ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի ամսական տեղեկագրերում և պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրատարակված տվյալների հիման վրա:

քան 2 անգամ: Ընդ որում, 2012թ.-ի աճը գերազանցապես պայմանավորված էր կորոպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում տոկոսադրույքների նվազմամբ, ինչը թողարկողներին հնարավորություն տվեց զգալիորեն էժան ռեսուրսներ ներգրավել: 33 կորպորատիվ պարտատոմսերի տոկոսադրույքների և թողարկումների ծավալների դինամիկան ներկայացնենք գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 7):



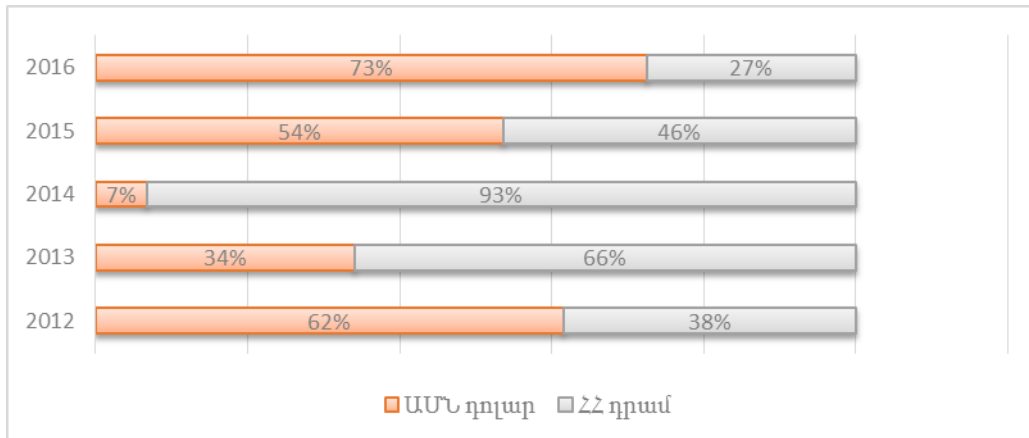
Գծապատկեր 7. 33 կորպորատիվ պարտատոմսերով ներգրավված միջոցների ծավալները և ներգրավման տոկոսադրույքները 2005-2016թթ.³⁵

Իսկ ինչ վերաբերում է 2015թ. աճին, ապա այն գերազանցապես պայմանավորված է 33 առևտարային բանկերի թողարկումներով, որոնք, համաձայն 33 կենտրոնական բանկի 2015թ. ընդունված որոշման, կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման միջոցով ներգրավված միջոցների նկատմամբ պարտադիր պահուստավորում իրականացնում են ավանդների համեմատ առավել բարենպաստ պայմաններով:

33 կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման ծավալների աճին նպաստող վերոնշյալ երկու գործոններից բացի, թողարկման ծավալների աճը պայմանավորվել է արտարժույթային՝ դոլարային, պարտատոմսերի թողարկմամբ: 33 կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում դոլարային պարտատոմսեր առաջին անգամ թողարկվել են 2012թ.-ին «ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ-ի կողմից, որը տեղաբաշխեց 25 ԱՄՆ

³⁵ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա Արտացոլված են դրամային կորպորատիվ պարտատոմսերի միջին կշռված եկամտաբերությունները

դուլար անվանական արժեքով, 36 ամիս մարման ժամկետով և 9% տարեկան տոկոսադրույքով 1 մլն ԱՄՆ դուլար ծավալով արտարժույթային պարտատուներ: Յետագա տարիներին ևս թողարկվել են արտարժույթային պարտատուներ, ընդ որում, արտարժույթային պարտատուների տեսակարար կշիռը վերջին տարիներին գերազանցում է դրամային պարտատուների տեսակարար կշիռն: Արտարժույթային պարտատուների թողարկման միջոցով, ընկերությունները ներգրավում են միջոցներ արտարժույթով, հնարավորություն են ունենում իրականացնել պարտավորությունների դիվերսիֆիկացում: ՅՅ դրամային և արտարժույթային կորպորատիվ պարտատուների տեսակարար կշիռները կորպորատիվ պարտատուների ընդհանուր տեղաբաշխման ծավալի մեջ ներկայացնենք գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 8):



Գծապատկեր 8. ՅՅ դրամային և արտարժույթային կորպորատիվ պարտատուների տեսակարար կշիռները կորպորատիվ պարտատուների ընդհանուր տեղաբաշխման ծավալում 2012-2016թթ.³⁶

Յատկանշական է նաև, որ վերջին տարիներին կորպորատիվ պարտատուների տեղաբաշխումները կատարվել են հիմնականում ՅՅ առևտային բանկերի, «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎՎԿ ՓԲԸ-ի և Վերականգնման և Չարգացման Եվրոպական Բանկի կողմից: Եթե առևտային բանկերի կողմից կորպորատիվ պարտատուների թողարկումները պայմանավորված են պահուստավորման արտոնությունների հետ, ապա «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎՎԿ ՓԲԸ-ի կողմից պարտատուների թողարկումը

³⁶ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա

վերջինիս կողմից որդեգրված ֆինանսավորման (ինքնաֆինանսավորման) քաղաքականության արդյունք է, այն է՝ վարկերի գնում և վերջիններիս արժեթղթավորման միջոցով շուկայից միջոցների ներգրավում: Ուստի կարելի է հետևություն անել, որ ՀՀ կորպորատիվ պարտատմսերի տոկոսադրույքների նվազումը էականորեն կխթանի «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎՎԿ ՓԲԸ-ի կողմից պարտատմսերի հետագա թողարկումը և թողարկման ծավալների ավելացումը: Իսկ ինչ վերաբերում է Վերակառուցման և Չարգացման Եվրոպական Բանկի կողմից կորպորատիվ պարտատմսերի շարունակական թողարկումներին, ապա վերջինս ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման նպատակ ունի: Նշենք նաև, որ Վերակառուցման և Չարգացման Եվրոպական Բանկը 2015թ.-ին առաջին անգամ թողարկել է լողացող արժեկտրոնով կորպորատիվ պարտատմսեր:

Համեմատելով ՀՀ կորպորատիվ և պետական պարտատմսերի շուկաները՝ պետք է փաստել, որ առկա է պետական պարտատմսերի շուկայի կողմից արտամղման էֆեկտ՝ պայմանավորված վերջիններիս բարձր տոկոսադրույքներով, ինչի արդյունքում ներդրողները նախապատվություն են տալիս համեմատաբար ցածր ռիսկային պետական պարտատմսերին:

Այնուամենայնիվ, հարկ է նշել նաև, որ վերջին տարիներին՝ սկսած 2012թ.-ից, էականորեն կրճատվել է ՀՀ պետական և կորպորատիվ պարտատմսերի տեղաբաշխումների միջև հարաբերակցությունը՝ շնորհիվ ՀՀ կորպորատիվ պարտատմսերի թողարկման ծավալների աճի: ՀՀ պետական և կորպորատիվ պարտատմսերի տեղաբաշխումների միջև հարաբերակցությունը 2005-2015թթ. կարելի է ներկայացնել աղյուսակի միջոցով (տե՛ս, աղյուսակ 4):

Աղյուսակ 4.

Կորպորատիվ պարտատմսերի տեղաբաշխումների ծավալը և հարաբերակցությունը պետական պարտատմսերի տեղաբաշխումների նկատմամբ ՀՀ-ում 2005-2016թթ.³⁷

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

³⁷ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերում և «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա

Կորպ. պարտ. տեղաբաշխումներ (մլն ՀՀ դրամ)	190	2,720	6,340	1,600	2,000	1,511	9,100	5,926	6,650	14,130	13,120
Պետ. և կորպ. պարտատոմսերի տեղաբաշխ. հարբերակց. (անգամ)	170	11	14	77	65	97	13.5	18.5	12	10	-

Այս ափսոսվ, ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկաների վերլուծության արդյունքում կարելի է ներկայացնել վերջինիս զարգացման հետևյալ առանձնահատկությունները.

Առաջին, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան, լինելով ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ամենաերիտասարդ հատվածը, վերջին տարիներին զգալի աճ է արձանագրել, ինչը, թերևս, պայմանավորված է ոչ այնքան ընկերությունների կորպորատիվ պարտատոմսեր թողարկելու առավելությունների գիտակցմամբ, այլ վարվող պետական (ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից) քաղաքականությամբ, որն էլ գրավիչ է դարձնում վերջիններիս թողարկումը:

Երկրորդ, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան կառուցվածքային առումով դրսևորվում է դոլարային պարտատոմսերի գերակայությամբ: Արտարժույթային պարտատոմսերի թողարկումը ըստ երևույթին առավել գրավիչ է, քանի որ ընկերությունները նախներգրավում են միջոցներ արտասահմանից, ապա հնարավորություն են ունենում իրականացնել պարտավորությունների դիվերսիֆիկացում:

Երրորդ, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկային բնորոշ է արժեթղթավորման իրականացումը, ինչը նոր երևույթ է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում և շուկայի հետագա զարգացման խթան կարող է հանդիսանալ:

Չորրորդ, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան զարգանում է պետական պարտատոմսերի շուկայի «արտամղման էֆեկտի» ներքո, ինչը կարող է լուրջ խոչընդոտ հանդիսանալ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի հետագա զարգացման համար:

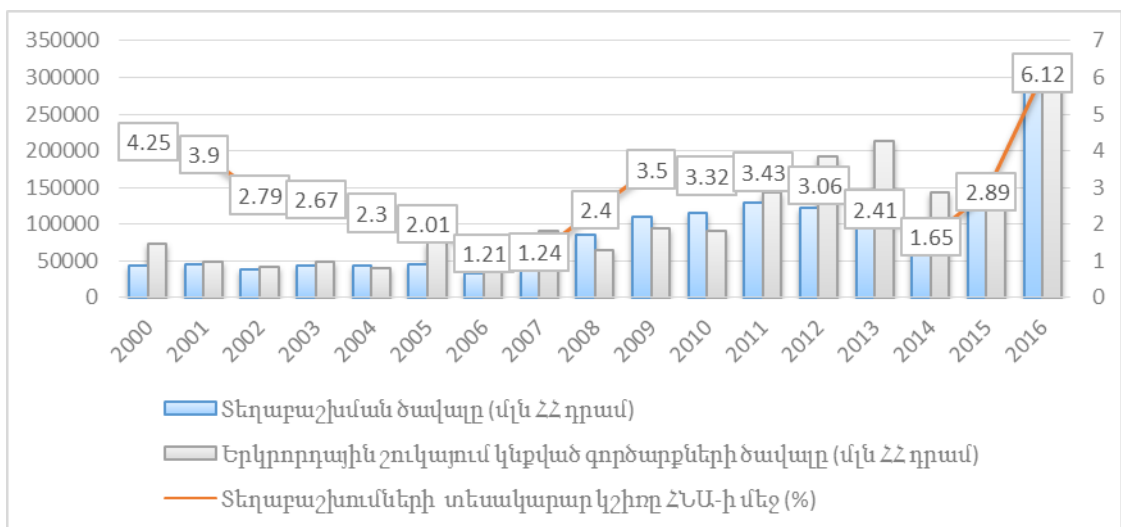
Իսկ ինչ վերաբերում է ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի երկրորդային շուկային, ապա այն բնութագրվում է բաժնետոմսերի շուկայի համեմատ զգալիորեն ակտիվ բորսայական շուկայով,

սակայն պետական պարտատուների շուկայի համեմատ էականորեն պակաս իրացվել ինոթյամբ:

1.3 **ՀՀ պետական պարտատուների շուկայի զարգացման արդի առանձնահատկությունները**

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի մյուս, թերևս, ամենազարգացած հատվածը պետական պարտատուների շուկան է: ՀՀ-ում պետական պարտատուների թողարկումը՝ որպես ներքին պետական պարտքի ֆինանսավորման աղբյուր, մեկնարկեց 1995թ-ին, չնայած մինչև 1995թ-ը ՀՀ-ում շրջանառության մեջ եղել են 1993թ.-ին և 1994թ.-ին թողարկված ներքին շահող փոխառության պետական պարտատուներ: Մինչև 2000թ.-ը թողարկվել են միայն կարճաժամկետ պետական պարտատուներ, 2000թ.-ի մարտամսին առաջին անգամ թողարկվեցին միջին ժամկետայնության մասնակի մարումներով արժեկտրոնային պարտատուներ: 2004թ.-ի սեպտեմբերից թողարկվեցին միջին ժամկետայնության արժեկտրոնային պարտատուներ և երկարաժամկետ արժեկտրոնային պարտատուներ: Մինչ այժմ պետական պարտատուների շուկան իր ծավալներով և ակտիվությամբ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի գերակշիռ մասն է կազմում:

2000-2016թթ.-ին պետական պարտատուների տեղաբաշխումներն ունեցել են հետևյալ պատկերը (տե՛ս, գծապատկեր 9):



Գծապատկեր 9. ՀՀ պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքերի ծավալը 2000-2016թթ.-ի ընթացքում³⁸

Ինչպես երևում է գծապատկեր 9-ից, պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալները դիտարկվող ժամանակահատվածում դրսևորել են ոչ միատեսակ վարքագիծ: Մասնավորապես, 2000-2005թթ.-ին տեղաբաշխումների ծավալը հիմնականում չի փոփոխվել՝ 2005թ.-ին կազմելով 46,800.00 մլն ՀՀ դրամ: 2006-2007թթ.-ին տեղի է ունեցել տեղաբաշխման ծավալների անկում՝ համապատասխանաբար 31%-ով և 10%-ով: 2008-2011թթ.-ի ընթացքում, պայմանավորված ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ընթացքում դրամական միջոցների ներգրավման անհրաժեշտությամբ, տեղաբաշխման ծավալներն անընդհատ աճել են և 2011թ.-ին արդեն կազմել են 146,500.00 մլն ՀՀ դրամ՝ գերազանցելով 2008թ.-ի ցուցանիշն ավելի քան 71%-ով: 2012թ.-ին նորից նկատվել է պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալների անկում, ինչը շարունակվել է մինչև 2014թ.-ը, ինչը, թերևս, պայմանավորված էր ոչ թե ՀՀ – ի դրամական միջոցների նկատմամբ պահանջի նվազմամբ, այլ պետական պարտքի ֆինանսավորման գործիքային կառուցվածի փոփոխությանն ուղղված քաղաքականությամբ, մասնավորապես, 2013թ. որպես պետական պարտքի ֆինանսավորման գործիք ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը թողարկեց եվրոբոնդեր:

2016թ.-ը նշանավորվել է պետական պարտատոմսերի թողարկումների ավելի քան 2 անգամ աճով, որի արդյունքում 2016թ.-ին տեղաբաշխման ծավալը գերազանցեց 2011թ.-ի առավելագույն մեծությամբ: Տեղաբաշխման ծավալը 2016թ.-ին աճել է հիմնականում կարճաժամկետ պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալների աճի հաշվին (նախորդ տարվա համեմատ շուրջ 3 անգամ): Վերջինս էլ պայմանավորված էր 2015թ.-ին մի շարք երկարաժամկետ և միջնաժամկետ պարտատոմսերի հետգնմամբ, այսինքն, ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը իրականացրեց պետական պարտքի վերաֆինանսավորում՝ պետական պարտքի ֆինանսավորման

³⁸ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության և ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքերում հրատարակված տվյալների հիման վրա

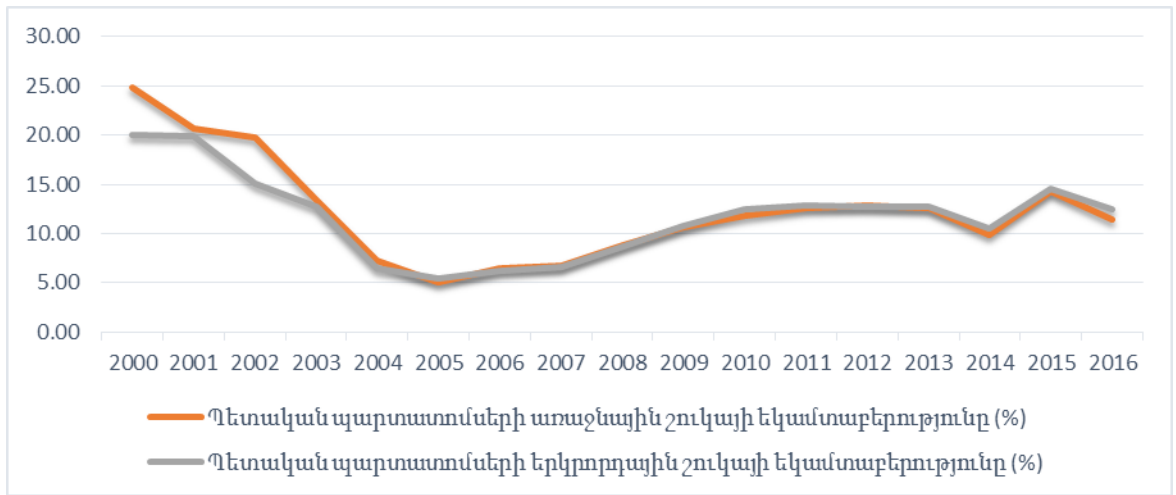
կառուցվածքում մեծացնելով կարճաժամկետ պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը:

Չնայած պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների համեմատաբար մեծ ծավալին՝ վերջինիս բաժինը ՀՆԱ կառուցվածքում շարունակում է փոքր մնալ: Մասնավորապես, 2000-2006թթ.-ի ընթացքում այդ ցուցանիշը շարունակական անկում է գրանցել հասնելով ընդամենը 1.21%-ի: Արդեն 2007թ.-ից սկսած ցուցանիշն աճել է և 2011թ.-ին կազմել է 3.43%, իսկ իր ամենաբարձր արժեքը գրանցել է 2009թ.-ին՝ 3.5%: 2011թ.-ից սկսած պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների ծավալը ՀՀ ՀՆԱ-ի մեջ նվազել է 2014թ.-ին հասնելով 1.65%-ի: 2016թ.-ին պայմանավորված տեղաբաշխումների ծավալի կտրուկ աճով ցուցանիշը ևս աճել է և կազմել 6.12%: Համեմատության համար նշենք, որ 2016թ.-ի դրությամբ Էստոնիայում պետական պարտատոմսերի ծավալի և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը կազմում է 9,7 %, Ռուսաստանում 17,7 %, Հոնկոնգում 32 %, Վրաստանում 36.8 %, մայրցամաքային մոդելի երկրներում 70-100 %, անգլոսաֆոնյան մոդելի երկրներում 90-105 %, իսկ ճապոնիայում՝ ավելի քան 220 %³⁹:

Իսկ ինչ վերաբերում է երկրորդային շուկայում պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալին, ապա վերջինս դիտարկող ժամանակաշրջանի ընթացքում, բացառությամբ 2008-2010թթ.-ի գերազանցում է պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների ծավալին, ինչը խոսում է ՀՀ պետական պարտատոմսերի ոչ միայն ակտիվ առաջնային, այլև իրացվելի երկրորդային շուկայի առկայության մասին:

ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի իրացվելիության մասին է խոսում նաև առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների միջև առկա ցածր սպրեդը: ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունները ներկայացնենք գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 10):

³⁹ Աղբյուրը՝ Trading Economics Վիճակագրական գործակալության ինտերնետային կայք՝ <http://www.tradingeconomics.com/>

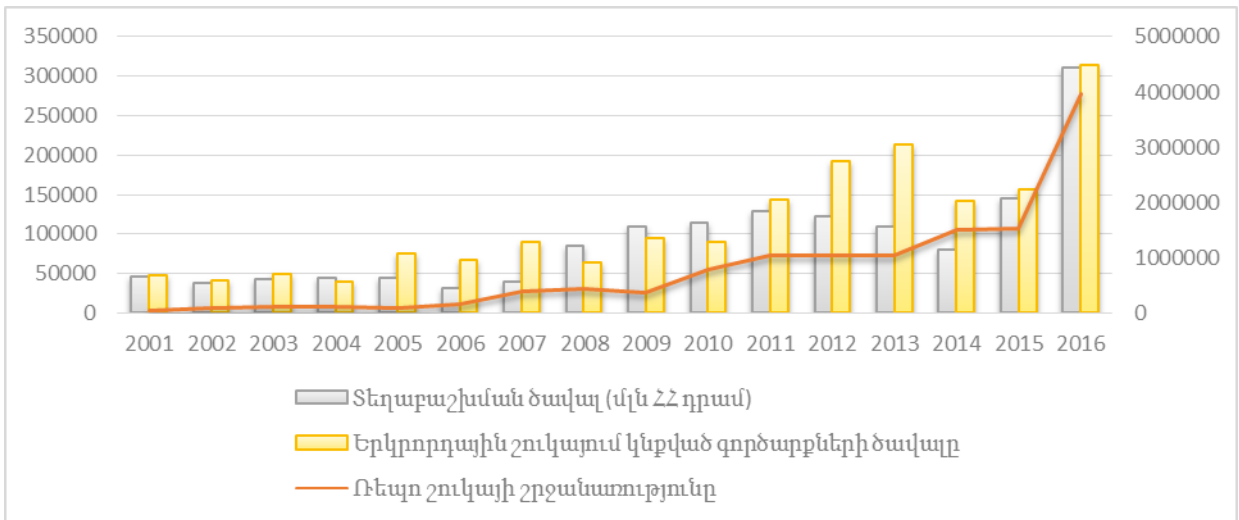


Գծապատկեր 10. ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունները 2000 – 2016թթ.⁴⁰

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 10-ից, ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունները գրեթե համընկնում են, ինչը շուկայում մեծ թվով մասնակիցների և խոշոր ծավալներով գործարքների արդյունք է: Վերջինս ենթադրում է, որ ի տարբերություն բաժնետոմսերի շուկայի, պետական պարտատոմսերով գործարքները պատահական բնույթ չեն կրում, շուկայում որևէ մասնակից հնարավորություն չունի գին թելադրելու, և եկամտաբերությունների փոփոխությունները պայմանավորված են բացառապես շուկայական գործոններով:

ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի աճին և երկրորդային շուկայի իրացվելիությանը մեծապես նպաստում է պետական պարտատոմսերով իրականացվող ռեպո շուկայի շրջանառությունը: Թերևս, ներդրողների կողմից պետական պարտատոմսերի ձեռքբերման առաջնային նպատակներից է պետական պարտատոմսերով ռեպո գործառնությունների իրականացումը: Պարտատոմսերի տեղաբաշխման և երկրորդային շուկայի աճին գուզնթաց, ռեպո շուկայի շրջանառության աճը կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 11):

⁴⁰ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերում հրատարակված տվյալների հիման վրա: Արտացոլված են կարժամամետ, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի միջին կշռված եկամտաբերությունները

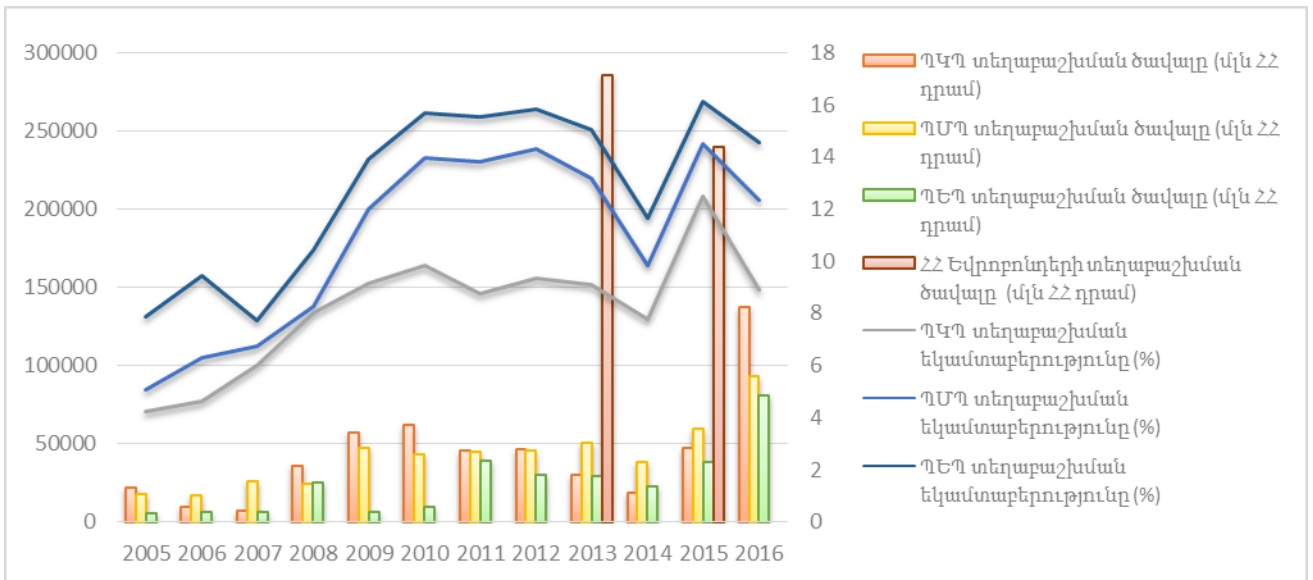


Գծապատկեր 11. ՀՀ ռեպո շուկայի շրջանառությունը և ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկայի ծավալները 2001-2016թթ.⁴¹

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 11-ից, ռեպո շուկայի շրջանառությունը դիտարկվող ժամանակաշրջանում պարտատոմսերի տեղաբաշխման և երկրորդային շուկայի աճին զուգընթաց շարունակ աճել է, ընդ որում, առավել բարձր է ռեպո շուկայի շրջանառության և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների փոխկապվածությունը. ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն գործակիցը հավասար է 0.94-ի: Իսկ ինչ վերաբերում է ռեպո շուկայի շրջանառության և պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալների միջև առկա կոռելյացիոն կապին, ապա այն ևս էական է և հավասար է 0.91-ի:

ՀՀ պետական պարտատոմսերի ընդհանուր բնութագիրը տալու համար հարկ է դիտարկել նաև վերջինիս գործիքային կառուցվածքը: ՀՀ կարճաժամկետ, միջնաժամկետ, երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի և եվրոբոնդերի տեղաբաշխման ծավալները և եկամտաբերությունները կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 12):

⁴¹ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերում հրատարակված տվյալների հիման վրա



Գծապատկեր 12. ՀՀ տարբեր ժամկետայ նու թյ ան պետական պարտատմսերի և եվրոբոնդերի տեղաբաշխման ծավալ ներքև և եկամտաբերու թյ ու նները 2005-2016 թթ.⁴²

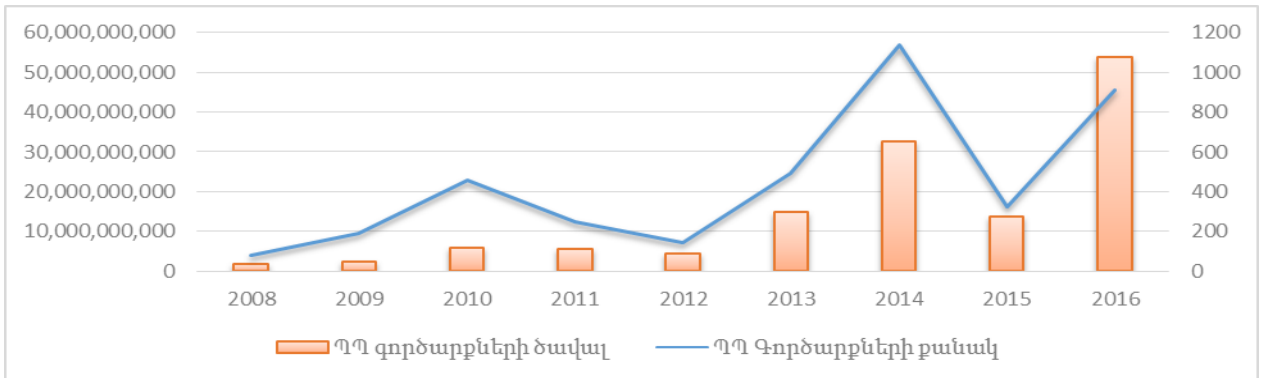
Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 12-ից, սկսած 2008թ.-ից մինչև 2012թ.-ը ՀՀ պետական պարտատմսերի կառուցվածքում գերակշռող են եղել կարճաժամկետ պետական պարտատմսերը, ընդ որում, վերջինիս տեսակարար կշիռը տատանվել է 37%-ից (2012թ.) 54 %-ի (2010թ.) միջակայքում: 2013թ.-ից սկսած արդեն ավելի շատ թողարկվել են միջնաժամկետ պարտատմսեր, բացի այդ, ավելացել է երկարաժամկետ պետական պարտատմսերի տեսակարար կշիռը: Այսպես, 2016թ. դրությամբ ՀՀ պետական կարճաժամկետ, միջնաժամկետ, երկարաժամկետ պարտատմսերի տեսակարար կշիռները կազմել են 2016թ. տեղաբաշխված պարտատմսերի համապատասխանաբար 44 %-ը, 29 %-ը և 25 %-ը:

ՀՀ ֆինանսաների նախարարությունը մինչև այժմ իրականացրել է եվրոբոնդերի երկու թողարկում՝ 2013թ.-ին և 2015թ.-ին: 2013թ.-ին թողարկվել են 700 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով, 7 տարի մարման ժամկետով և 6% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ պարտատմսեր, իսկ 2015թ.-ին 500 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով, 10 տարի մարման ժամկետով և 7.5% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ պարտատմսեր:

⁴² Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերում հրատարակված տվյալների հիման վրա: Գծապատկերում ՀՀ եվրոբոնդերի տեղաբաշխման ծավալը ներկայացված է եվրոբոնդերի տեղաբաշխման ծավալի (դոլարային արտահայտությամբ) և այդ օրվա ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի հիման վրա:

Պետական պարտատոմսերի շուկայում գործիքների տեսականու առումով նշենք նաև, որ թողարկվում են նաև ինսյոդական պարտատոմսեր, սակայն վերջիններիս տեսակարար կշիռը շարունակում է ցածր մնալ. 2015թ. դրությամբ շրջանառության մեջ գտնվող պետական պարտատոմսերի միայն 0.3%-ն է եղել ինսյոդական պարտատոմսեր:

Ակտիվ է նաև ՀՀ պետական պարտատոմսերի բորսայական շուկան՝ մեծ է գործարքների ծավալը, գործարքների քանակը, գործարքները կրում են պարբերական բնույթ, առկա է բարձր կոռելյացիոն կախվածություն (0.93) գործարքների քանակի և ծավալների միջև: ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում 2008-2016թթ. կնքված գործարքների ծավալը և քանակը կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 13):



Գծապատկեր 13. ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալը և քանակը 2008 -2016թթ.⁴³

ՀՀ պետական պարտատոմսերում ներդրողների կառուցվածքը դիտարկելիս (տե՛ս, աղյուսակ 5) երևում է, որ ներդրումների գերակամասը մինչև 2013թ. պատկանում էր ՀՀ առևտրային բանկերին, ինչը նրանց թույլ էր տալիս մոնոպոլ դիրք գրավել այս շուկայում: Սակայն իրավիճակը փոխվում է սկսած 2014թ.-ից, երբ մեծանում է ռեզիդենտայլ ներդրողների և ՀՀ կենտրոնական բանկի ներդրումների տեսակարար կշիռը պետական պարտատոմսերի սեփականատերերի կառուցվածքում: Պետական պարտատոմսերի սեփականատերերի կառուցվածքի փոփոխությունը մեծապես պայմանավորված է ՀՀ-ում կուտակային կենսաթոշակային

⁴³ Գծապատկերը կառուցվել է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ - ի ամսական տեղեկագրերի հիման վրա

համակարգի ներդրմամբ, ինչի արդյունքում զգալի ծավալով պետական պարտատոմսեր ձեռք են բերվում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից:

Աղյուսակ 5.

Պետական պարտատոմսերի սեփականատերերի կառուցվածքը (%) 2004-2015 թթ.-ի ընթացքում⁴⁴

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ՀՀ կենտրոնական բանկ	10.11	9.68	19.02	28.9	41.2	12.6	30.8	37.3	38	20.7	54.7
Ոչ բանկ գործակալներ և դիլերներ	-	-	-	-	0.5	0.6	0.4	0.36	-	-	-
Ոչ ռեզիդենտ ոչ բանկ ներդրողներ	-	-	-	-	-	-	0.2	0.15	0.1	0.2	0.2
Ռեզիդենտ այլ ներդրողներ	8.9	7.59	4.26	7.7	5.7	8.2	10.8	9.99	9.7	31.9	24
ՀՀ առևտրային բանկեր	80.99	82.73	76.72	63.4	52.6	78.6	57.8	52.2	52.2	47.2	21.1

ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկաների վերլուծության արդյունքում կարելի է տալ վերջինիս կայացված ության և զարգացման որոշակի գնահատականներ⁴⁵:

Այսպես, ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան զգալիորեն ակտիվ է, ինչի մասին փաստում են տեղաբաշխման համեմատաբար բարձր ծավալները և վերջիններիս աճը դիտարկվող տարիների ընթացքում: Սա նշանակում է, որ ՀՀ-ն իրացնում է պետական պարտատոմսերի շուկայի տնտեսական նշանակությունը, այն է պետության կարիքների համար դրամական միջոցների ներգրավումը, ընդ որում, շարունակ մեծացնում է ներգրավման ծավալները, ընդլայնում է գործիքակազմը, փոփոխում է ներքին պետական պարտքի կառուցվածքը: Պետական պարտատոմսերի շուկան դրամական միջոցների ներգրավման և որպես պետական պարտքի կառավարման գործիք ծառայեցնելը, թերևս խոսում է կայացած պետական պարտատոմսերի շուկայի առկայության մասին:

⁴⁴ Աղյուսակը կազմվել է ՀՀ ֆինասների նախարարության պետական պարտքի հաշվետվություններում առկա տվյալների հիման վրա, www.minfin.am

⁴⁵ Салназарян, А.Б., Арамян, А.А., “Общая оценка становления рынка государственных облигаций Республики Армения и особенности современного развития”, Рынок Ценных Бумаг 1 (468), 2017, с. 31

Իսկ ինչ վերաբերում է պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման գնահատականին, ապա պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի վերլուծությունը ցույց տվեց որ.

Առաջին, ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկան օժտված է զգալի իրացվելու թյամբ, քանի որ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի շրջանառությունը միջինում ավելի քան 3 անգամ գերազանցում է տեղաբաշխման ծավալներին, ինչպես նաև ցածր է առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների սարեդը: Պետական պարտատոմսերի շուկայի իրացվելիությանը նպաստում է նաև ռեպո շուկայի շրջանառությունը և ակտիվ բորսայական շուկան:

Երկրորդ, մրցակցային և թափանցիկ, ինչը շուկայում մեծ թվով մասնակիցների, խոշոր ծավալներով գործարքների և բորսայական գործարքների շուկայական բնույթի արդյունք է: Վերջինս ենթադրում է, որ պետական պարտատոմսերով գործարքները պատահական բնույթ չեն կրում, շուկայում որևէ մասնակից հնարավորություն չունի գին թելադրելու, և եկամտաբերությունների փոփոխությունները պայմանավորված են բացառապես շուկայական գործոններով. այսինքն, պետական պարտատոմսերի շուկան թափանցիկ և մրցակցային է:

Երրորդ, այս ամենով հանդերձ, ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկան ունի զարգացման զգալի ներուժ, ինչի մասին կարելի է ենթադրել վերջինիս ՀՆԱ-ի մեջ ցածր տեսակարար կշռից, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերի ներդրողների կառուցվածքից:

ԳԼՈՒԽ 2. ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՓՈԽԱՌՆՉՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

2.1 Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ռազմավարությունները և դրանց ազդեցությունը և փոխանցումային կառուցակարգերը

Տնտեսական զարգացման ներկա պայմաններում դրամավարկային քաղաքականությունն այնպիսի միջոցառումների ամբողջություն է, որը տնտեսական որոշակի իրավիճակում ուղղված է փողի պահանջարկի բացահայտմանը և համապատասխան գործիքների միջոցով փողի առաջարկի ձևավորմանը: Կենտրոնական բանկերի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը պետության ընդհանուր տնտեսական քաղաքականության կարևորագույն բաղկացուցիչներից մեկն է:

20-րդ դարի երրորդ կեսից սկսած դրամավարկային քաղաքականությունն ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող երկրներում տնտեսական քաղաքականության կարևորագույն տարր է: Վերջինիս դերը առավել բարձր է գնահատվում անցումային տնտեսություններում, ինչպիսիք են կենտրոնական և արևելյան եվրոպայի մի շարք երկրները և ԱՊՅ երկրները, այդ թվում՝ Յայաստանը: Ենթադրվում է, որ սոցիալիստական կարգերից շուկայական տնտեսության անցման սկզբնական փուլում արդյունավետ հակաինֆլյացիոն քաղաքականությունն է հենց անցումային տնտեսություններում ներդրող երկրների կարևորագույն խնդիրը⁴⁶:

Դրամավարկային քաղաքականությունը կոչված է տնտեսությունում առկա փողի զանգվածի վրա ազդեցության միջոցով ապահովել շուկայական գների կայունություն, բնակչության լրիվ զբաղվածություն և իրական տնտեսության աճ: Դրամավարկային քաղաքականության նպատակին հասնելու համար յուրաքանչյուր երկրի կենտրոնական բանկ ընտրում է

⁴⁶ Кондратов Д., “Денежно-кредитная политика в странах Европы”, Экономический журнал ВШЕ, Номер 2, Май 2011г, стр. 202,

դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համապատասխան
նազմավարություն: Կարելի է առանձնացնել դրամավարկային
քաղաքականության հետևյալ նազմավարությունները՝ փոխարժեքի
նպատակադրման նազմավարություն, դրամական ազրեգատներին
նպատակադրման նազմավարություն, գնաճի նպատակադրման
նազմավարություն, ինչպես նաև այլ ընտրանքային
նազմավարություններ⁴⁷:

Փոխարժեքի նպատակադրման նազմավարության հիմնական
առանձնահատկությունը դրամավարկային քաղաքականության
գործիքների միջոցով փոխարժեքը \$իքսված կամ նախապես
հայտարարված միջակայքում պահելն է: Այս նազմավարությունը
կիրառվել է ոսկու ստանդարտի տարիներին, Բրետոն-Վոլդսյան
արժույթային համակարգում, ինչպես նաև ցածր եկամուտ ունեցող մի
շարք երկրներում⁴⁸: Ռազմավարության առավելությունն այն է, որ
այն համեմատաբար պարզ քաղաքականություն է, և փոխարժեքի
կայունությունը կարող է հնարավորություն տալ ապահովել ու
տնտեսական աճ և գների կայունություն երկարաժամկետ
կտրվածքով: Ռազմավարությունն ունի նաև որոշակի
թերություններ, մասնավորապես, դրամավարկային
քաղաքականությունը կարող է բախվել էական դժվարությունների
կարճաժամկետում՝ շուկայական ցնցումները և գների
կայունությունը ապահովելիս:

Դրամական ազրեգատներին նպատակադրման նազմավարությունը
նպատակ ունի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների
միջոցով ապահովել փողի առաջարկի աճի որոշակի տեմպ: Այս
նազմավարությունը կիրառվել է մի շարք զարգացած երկրների
կողմից 1970-1980 թթ.-ին, իսկ այժմ կիրառվում է զարգացող շուրջ 25
երկրների կողմից: Վերջինիս հիմնական առավելությունն այն է, որ
այն կարգավորող մարմինն հնարավորություն է տալիս
կառավարել փողի առաջարկը և համադրելով այն
տնտեսությունում առկա փողի պահանջարկի հետ կապ ապահովել
փողի առաջարկի և մակրոտնտեսական միջավայրի միջև: Այս

⁴⁷ Rajan G., “Monetary policy frameworks and strategies”, Bangkok, November 24 – December 3, 2014, p.11.

⁴⁸ Դասակարգումը՝ համաձայն Յամադաիային բանկի, աղբյուրը՝
<https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>

ռազմավարության թերությունները, թերևս, փողի առաջարկի աճի պայմաններում գնաճի աճին հանգեցնելն է:

Հաջորդ կարևոր ռազմավարությունը գնաճի նպատակադրումն է, որի նպատակը դրամավարկային քաղաքականության գործիքների միջոցով գնաճի մակարդակը նախապես հայ տատարված միջակայքում պահելն է: Այս ռազմավարությունն առաջին անգամ կիրառվել է Նոր Չեչանդիայում 1989թ.-ի դեկտեմբերին և այժմ կիրառությունն է գտել ավելի քան 25 զարգացած և զարգացող երկրներում: Ընդ որում, պետք է նշել, որ այս ռազմավարությունը ներկայումս հիմնականում կիրառվում է եվրոմիության անդամ երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից:

Ներկայումս եվրոպական մի շարք երկրներ հաջողությամբ իրականացնում են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը (տե՛ս, աղյուսակ 6):

Աղյուսակ 6.

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը կիրառող եվրոպական երկրները⁴⁹

Երկիր	Ռազմավարության ննանցման ժամանակաշրջանը	Գնաճի մակարդակը ռազմավարության ննանցնելիս	Գնաճի նպատակային մեծությունը ներկայումս	Գնաճ 2016
Մեծ Բրիտանիա	1992թ. 3-րդ եռամսյակ	3.6	2(+/- 1)	0.9
Շվեդիա	1993թ. 1-ին եռամսյակ	4.8	2(+/- 1)	1.2
Հունգարիա	2001թ. 1-ին եռամսյակ	10.5	3(+/- 1)	1
Լեհաստան	1998թ. 4-րդ եռամսյակ	9.9	2.5(+/- 1)	0.5
Չեխիա	1998թ. 1-ին եռամսյակ	13.1	2(+/- 1)	0.8
Ռումինիա	2005թ. 3-րդ եռամսյակ	8.8	2.5(+/- 1)	-0.4
Նորվեգիա	2004թ. 1-ին եռամսյակ	3.1	2.5(+/- 1)	3.7

⁴⁹ Աղյուսակը կառուցվել է Кондратов Д., “Денежно-кредитная политика в странах Европы”, Экономический журнал ВШЭ, Номер 2, Май 2011г, стр. 220,- ի հետազոտական աշխատանքի և համապատասխան երկրների կենտրոնական բանկերի պաշտոնական ինտերնետային կայքերում հրապարակված տվյալների հիման վրա

Իսկ ինչ վերաբերում է ՀՀ-ին, ապա ՀՀ-ն ևս 2006թ.-ի հունվարից փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունից անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը⁵⁰:

Միջազգային արակտիկայում կան որոշ երկրներ, որտեղ կենտրոնական բանկերը կիրառում են դրամավարկային քաղաքականության այլ ընտրանքային ռազմավարություններ: Դրանց նպատակն է դրամավարկային քաղաքականության գործիքների միջոցով ապահովել կայուն տնտեսական աճ և ցածր գնաճ՝ առանց որևէ ցուցանիշի պաշտոնական նպատակադրման: Այս ռազմավարությունը կիրառվում է ԱՄՆ-ի, Հնդկաստանի, Սինգապուրի և մի շարք այլ զարգացած երկրների կողմից: Այս ռազմավարությունը կիրառող երկրները դրամավարկային քաղաքականության գործիքներից հիմնական շեշտը դնում են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա: Որոշ երկրներ էլ որպես դրամավարկային քաղաքականության նպատակ սահմանում են փոխարժեքի կայունությունը:

Ընտրված դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությամբ էլ հենց պայամանավորված է այն գործիքազմի կիրառումը, որից օգտվում է կենտրոնական բանկը: Ընդհանուր առմամբ, դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է իրականացվել .

ա) ուղղակի մեթոդներով, երբ գների (տոկոսադրույքների) և ծավալների (վարկերի) վրա կենտրոնական բանկը փորձում է ազդել իրավական ակտերի ընդունման և դրանցով սահմանված դրույթների ապահովման միջոցով,

բ) անուղղակի մեթոդներով, երբ կենտրոնական բանկն իր գործիքներով ազդում է շուկայական իրավիճակի վրա: Ընդ որում, անուղղակի գործիքների արդյունավետ կիրառումը պահանջում է զարգացած ներքին ֆինանսական շուկա:

Ներգործության ուղղակի մեթոդներից են առևտրային և մասնագիտացված բանկերի քանակական կամ որակական պարամետրերի

⁵⁰ ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/mpstrategy.aspx>

նկատմամբ կենտրոնական բանկի կողմից սահմանվող ուղղակի սահմանափակումները, սահմանաչափերը և արգելքները⁵¹:

Շուկայական տնտեսության պայմաններում ուղղակի գործիքների կիրառումն արդյունավետ չէ, քանի որ այն կարող է հանգեցնել ֆինանսական շուկայի անհաշվեկշռվածությունների, չարաչափումների տեղիք տալ, նվազեցնել ֆինանսական շուկայի մասնակիցների միջև մրցակցության աստիճանը և այլն: Այդ գործիքները կիրառվել են անցումային տնտեսությամբ երկրներում (այդ թվում՝ նաև ՀՀ-ում) տնտեսական բարեփոխումների իրականացման սկզբնական փուլում, սակայն ներկայումս իրենց տեղը լիովին զիջել են դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներին⁵²: Դրամավարկային քաղաքականության ուղղակի գործիքների անարդյունավետությունը բացատրվում է նաև այն հանգամանքով, որ տնտեսության գործակալները (շուկայի մասնակիցները) տարբերակներ են գտնում շրջանցելու դրանք⁵³:

Դրամավարկային կարգավորման իրականացման անուղղակի մեթոդները (գործիքները) ընդհանուր դասակարգմամբ երեքն են.

- 1) կենտրոնական բանկի կողմից բանկերի պարտադիր պահուստների նորմաների փոփոխությունը,
- 2) դիսկոնտային և վերաֆինանսավորման քաղաքականության իրականացումը, 3) բաց շուկայում կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող գործառնությունները:

Որոշ հետազոտություններում որպես դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիք կենտրոնական բանկերի կողմից բաց շուկայում գործառնությունների փոխարեն նշվում է «դրամի շուկայում իրականացվող գործառնություններ», որի մեջ առանձնացվում են բաց շուկայական - տիպային գործառնություններ և բաց շուկայական գործառնություններ:

⁵¹ «Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ», խմբ. Լ. Բադանյանի, Երևան, «ՄՈԱ» ՍՊԸ, 2010թ. էջ 506-516

⁵² «Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ», խմբ. Լ. Բադանյանի, Երևան, «ՄՈԱ» ՍՊԸ, 2010թ. էջ 506-516

⁵³ Alexander W., Baliño T., Enoch C., "Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy", Finance and Development, March 1996, p. 2.

Բաց շուկայական - տիպային գործառնությունները հիմնված են կենտրոնական բանկերի կողմից կարգավորվող աճուրդային համակարգերի վրա: Վերջիններս ներառում են փոխառության ներգրավում կամ տրամադրում ակտիվների գրավադրման դիմաց, դրամավարկային քաղաքականության իրականացման շրջանակներում կենտրոնական բանկի արժեթղթերի թողարկում, հաստատագրված ժամկետներով ավանդների ներգրավում:

Բաց շուկայական գործառնությունների դեպքում կենտրոնական բանկը մասնակցում է որպես փողի շուկայի մասնակից: Վերջիններս ներառում են երկրորդային շուկայում արժեթղթերի առք կամ վաճառք, ռեպո գործառնությունների իրականացում, արտարժույթային սվոփերի կնքում և այլն⁵⁴:

Տարբեր երկրներում կիրառվում են դրամավարկային քաղաքականության տարբեր գործիքներ: Օրինակ, Եվրոպական կենտրոնական բանկը կիրառում է դրամավարկային քաղաքականության չունու տեսակի գործիքներ⁵⁵:

Առաջինը բաց շուկայական գործառնություններն են, որի շրջանակներում իրականացվում են 1 շաբաթյա, երեք ամսյա իրացվելիության ապահովման գործառնություններ: Բացի այդ, Եվրոպական կենտրոնական բանկը բաց շուկայական գործառնությունների շրջանակներում վարկային կազմակերպություններին տրամադրում է միջոցներ մինչև 4 տարի ժամկետով: Վերջինս նպատակ ունի ընդլայնելու բանկերի և այլ վարկային կազմակերպությունների կողմից իրական տնտեսությունում ուղղվող վարկային ներդրումների ծավալները: Այսպես, 2016 թվականի ընթացքում Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից բաց շուկայական գործառնությունների շրջանակներում կնքվել է 507.36 մլրդ Եվրոյի գործարք, որից 33.72 մլրդ Եվրոն 1 շաբաթ ժամկետով, 15.2 մլրդ Եվրոն 3 ամիս ժամկետով, իսկ 458.62 մլրդ Եվրոն մինչև 4 տարի ժամկետով⁵⁶:

⁵⁴ Ingves S., "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development", International Monetary Fund, October 26, 2004, p.17.

⁵⁵ Եվրոպական կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայքը՝

<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

⁵⁶ Նույն տեղում

Երկրորդը մշտական հնարավորության գործիքներ են, որոնց միջոցով Եվրոպական կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության իրականացման շրջանակներում բանկերին հնարավորություն է տալիս համապատասխան գրավի դիմաց ներգրավել օվերնայթ դրամական միջոցներ վերջիններիս կարճաժամկետ իրացվելիությունը հարթելու համար: Իրացվելիության ավելցուկի դեպքում բանկերը հնարավորություն ունեն տրամադրելու օվերնայթ ավանդների կենտրոնական բանկին: 2016 թվականի դրությամբ Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված փոխառության տոկոսադրույքը կազմում է 0.25%, իսկ ներգրավման տոկոսադրույքը -0.4%: Ընդ որում, 2016թ. դեկտեմբեր ամսվա դրությամբ կնքվել է դրամական միջոցների փոխառության 257 մլն Եվրոյի գործարք, իսկ դրամական միջոցների ներգրավման 433,855 մլն Եվրոյի գործարք⁵⁷:

Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող երրորդ գործիքը պարտադիր պահուստավորումն է: Եվրոպական կենտրոնական բանկը սահմանում է նաև պահուստավորման քաղաքականություն, որի համաձայն բանկերը պարտավորվում են պահուստավորել իրենց կողմից ներգրաված ավանդների որոշակի մասը վերջիններիս երկրի կենտրոնական բանկում: 2016թ. հունիսի դրությամբ Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից պահուստավորած միջոցների ծավալը կազմել է 657,460 մլրդ Եվրո⁵⁸:

Բացի վերոնշյալ երեք գործիքներից Եվրոպական կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության իրականացման շրջանակներում վերջին տարիներին ակտիվորեն իրականացնում է Եվրոմիության անդամ երկրների արժեթղթերի գնման ծրագրեր: Մասնավորապես, 2010թ. մայիսի 10-ին հայտարարվեց «Արժեթղթերի շուկաների ծրագիրը», որի հիմնական նպատակն էր «շուկայի ոչ զարգացած հատվածներին հաղորդել անհրաժեշտ խորություն և իրացվելիություն՝ վերջնական նպատակ ունենալով արդեն զարգացած արժեթղթերի շուկան ծառայեցնել որպես տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության

⁵⁷ Եվրոպական կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/index.en.html>

⁵⁸ Նույն տեղում

ազդեցություն փոխանցումային մեխանիզմ»⁵⁹: Վերոնշյալ ծրագրի շրջանակներում հիմնականում ձեռք էին բերվում Հունաստանի, Իռլանդիայի, Իսպանիայի, Իտալիայի, Պորտուգալիայի պետական պարտատոմսերը:

2015թ.-ի մարտին «Արժեթղթերի շուկաների ծրագիրը» փոխարինվեց «Ակտիվների ձեռքբերման ընդլայնված ծրագրով», որի արդյունքում ընդլայնվեց Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից ձեռքբերվող արժեթղթերի տեսականին՝ ներառելով նաև մասնավոր ոլորտի արժեթղթերը: Ծրագիրն իր հերթին բաղկացած է 4 ենթածրագրերից.

- ապահովված պարտատոմսերի ձեռքբերման ծրագիր (CBPP3),
- ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի ձեռքբերման ծրագիր (ABSPP),
- հանրային ոլորտի արժեթղթերի ձեռքբերման ծրագիր (PSPP), որը ներառում է գնաճով ինդեքսավորված, ինչպես նաև տեղական և ռեգիոնալ կառավարության ներքին, միջազգային կազմակերպության ներքին կողմից թողարկված պարտատոմսերը,
- կորպորատիվ հատվածի արժեթղթերի ձեռքբերման ծրագիր (CSPP), որի շրջանակներում կարող են ձեռքբերվել Եվրամիության անդամ երկրների մասնավոր հատվածի կողմից թողարկված պարտատոմսերը⁶⁰:

Ստորև, աղյուսակի տեսքով ներկայացվում են վերոնշյալ ծրագրերի շրջանակներում Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից ձեռքբերված ակտիվների ծավալները 2016թ.-ի դրությամբ (տե՛ս, աղյուսակ 7):

Աղյուսակ 7.

Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից ակտիվների ձեռքբերման ընդլայնված ծրագրով ձեռքբերված ակտիվների ծավալները 2016թ.-ի դրությամբ (մլն Եվրո)⁶¹

Ձեռքբերված ակտիվների ծավալ	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	Ընդամենը
Ձեռքբերված ակտիվներ 2016թ. Նոյեմբեր	25,373	239,927	128,910	1,848,984	2,243,094
Սմսական գնումների	-351	1,330	3,080	46,184	50,243

⁵⁹ Ghysels E., Idier, J., Manganelli, S., Vergote, O., A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme. European Central Bank, 2014, p.5.

⁶⁰ Եվրոպական կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>:

⁶¹ Նույն տեղում

Ծավալ					
Ամորտիզացիոն ճշգրտումներ	-7	-570	-297	-6,404	-7,278
Ձեռքբերված կտիվներ 2016թ. դեկտեմբեր	25,015	240,687	131,593	1,888,764	2,286,059

Հարկ է նշել, որ Եվրոպական կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության շրջանակներում իրականացնում է արժեթղթերի փոխառության տրամադրման ծրագիր՝ նպատակ ունենալով ապահովելու պարտատոմսերի և ռեպո շուկայի իրացվելիությունը:

Բազմաթիվ են նաև ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգի կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործիքները: Այսպես, ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգը կիրառում է դրամավարկային քաղաքականության հետևյալ խումբ գործիքները.

1. բաց շուկայական գործառնություններ, որի շրջանակներում իրականացնում է արժեթղթերի առքուվաճառքի գործարքներ,
2. վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի սահմանում,
3. պահուստավորման քաղաքականության սահմանում. ԱՄՆ ում պահուստավորման քաղաքականության առանձնահատկությունն այն է, որ բանկերի կողմից պահուստավորված նվազագույն միջոցների, ինչպես նաև վերջինիս գերազանցող մասի համար Դաշնային պահուստային համակարգը վճարում է նախապես սահմանված որոշակի տոկոսագումար. 2016թ. դեկտեմբերի դրությամբ այն կազմում է 0.5%,
4. օվերնայթ ռեպո գործիքի կիրառում, որը դասակարգվում է որպես բաց շուկայական գործառնության տարատեսակ և իրականացվում է դրամավարկային քաղաքականության բարելավման ծրագրի ներքո,
5. Ժամկետային ավանդի ներգրավում⁶²:

Անդրադառնալով Ռուսաստանի կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքներին կարելի է առանձնացնել հետևյալ խումբ գործիքները.

1. վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի սահմանում,
2. պարտադիր պահուստավորման իրականացում,

⁶² ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm>

3. գործառնություններ արտարժույթային շուկայում, այդ թվում՝ արժույթային սվոփերի կիրառում,
4. ռեպո գործառնությունների իրականացում ռուսական ռուբլիով և արտարժույթով,
5. առանց գրավի, լոմբարդային, օվերնայթ և այլ վարկային գործիքների կիրառում,
6. դրամական միջոցների ներգրավման գործիքի կիրառում,
7. պետական պարտատմսերով իրականացվող գործառնություններ⁶³:

Ընդհանուր առմամբ, տարբեր երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմերի ուսումնասիրությունները թույլ են տալիս եզրակացնելու, որ այս կամ այն գործիքի կիրառումը պայմանավորված է տվյալ երկրի, այդ թվում՝ ֆինանսական համակարգի զարգացման մակարդակով: Ընդ որում, առավել զարգացած երկրները հիմնականում օգտվում են մշտական հնարավորության գործիքներից և բաց շուկայական գործառնություններից, մինչդեռ, զարգացող և նոր ձևավորվող շուկաներ ունեցող երկրները շարունակում են կախվածություն ունենալ տոկոսադրույքի և վարկավորման ծավալների կարգավորման գործիքներից, թերևս, պայմանավորված այդ երկրներում ֆինանսական միջնորդության և արժեթղթերի շուկայի զարգացման ցածր մակարդակով: Չարգացած, զարգացող և նոր ձևավորվող շուկաներ ունեցող երկրների կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմը ներկայացնենք ստորև աղյուսակի միջոցով (տե՛ս, աղյուսակ 8):

Աղյուսակ 8.

Չարգացած, զարգացող և նոր ձևավորվող շուկաներ ունեցող երկրների կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմը 2004թ. դրությամբ (% համապատասխան երկրների խմբում)⁶⁴

	Չարգացող երկրներ	Նոր ձևավորվող շուկաներ ունեցող երկրներ	Չարգացած երկրներ
Վարկավորման և տոկոսադրույքի կարգավորման գործիքներ	4	22	0

⁶³ Ռուսաստանի կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ https://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=idkp_br

⁶⁴ Ingves S., "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development", International Monetary Fund, October 26, 2004, p.5.

Ակտիվների իրացվել ի ու թյ ան ապահովման գործիքներ	65	30	9
Պահուստավորման պահանջներ	100	96	70
Մշտական հնարավորություն գործիքներ	96	96	100
Բաց շուկայական գործառնություններ	96	96	100

Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ոլորտում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից նույնպես կիրառվում են որոշակի ռազմավարություններ և գործիքազամ: ՀՀ-ում գների կայունության արդյունավետ ապահովման նպատակով 2006 թվականից ՀՀ կենտրոնական բանկն անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարության⁶⁵: Վերջինիս ներքո, որպես անվանական խարիսխ և միջանկյալ նպատակ սահմանվել է գնաճի կանխատեսված մակարդակը, իսկ որպես գործառնական նպատակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքը: ՀՀ կենտրոնական բանկը ներկայումս կարևորում է նաև գործառնական նպատակին հասնելու, իրացվել ի ու թյ ան մակարդակը կառավարելու և ֆինանսական շուկային անհրաժեշտ ազդակներ հաղորդելու ապահովման խնդիրները, որոնք իրենց արտահայտում են գտել ներկայացվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքազամում:

Կենտրոնական բանկը ՀՀ ֆինանսական շուկայում հանդես է գալիս դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներով, որոնք, ըստ կիրառման նպատակի, բաժանվում են 4 խմբի⁶⁶:

Առաջինը հիմնական վերաֆինանսավորման գործիքն է, որն ենթադրում է կենտրոնական բանկի նախաձեռնությամբ ռեպո գործարքի իրականացում: Գործիքը կիրառվում է կարճաժամկետ իրացվել ի ու թյ ան ներարկման նպատակով:

Երկրորդը ճշգրտող գործիքներն են, որոնք ենթադրում են կենտրոնական բանկի նախաձեռնությամբ ռեպո, հակադարձ ռեպո, արտարժույթի տրամադրման և ներգրավման սվոփ, ինչպես նաև դրամական միջոցների ներգրավման սակարկություններով

⁶⁵ ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/mpstrategy.aspx>

⁶⁶ «ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2011, աղբյուրը՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/vor_246a.pdf

գործարքների իրականացում: Գործիքները նպատակ ունեն ճկուն և օպերատիվ եղանակով հարթելու իրացվելիության և տոկոսադրույքների հնարավոր կարճաժամկետ շեղումները:

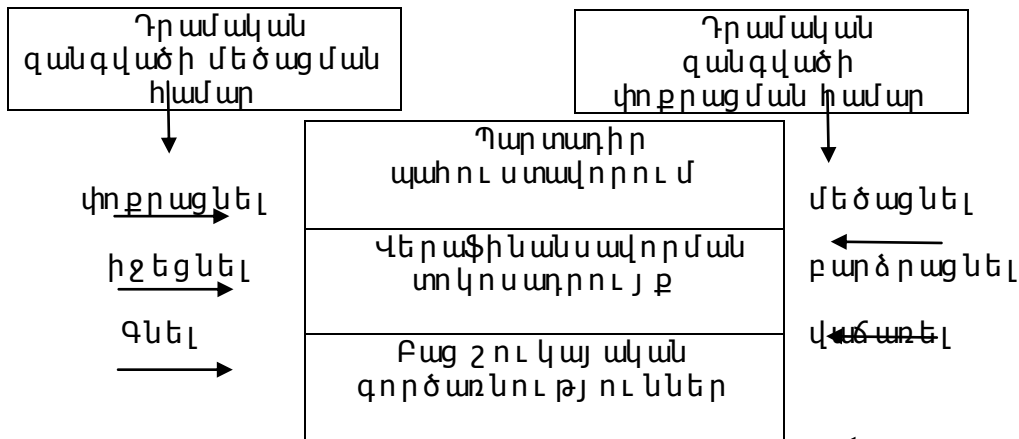
Երրորդը կառուցվածքային գործիքներն են, որոնք ենթադրում են կենտրոնական բանկի նախաձեռնությամբ երկարաժամկետ վերաֆինանսավորման գործիքի (ռեպո), պարտատոմսերի և արտարժույթի առքուվաճառքի գործարքների իրականացում, ինչպես նաև կենտրոնական բանկի պարտատոմսերի թողարկում: Գործիքները կիրառվում են կառուցվածքային տեղաշարժերի պարագայում համեմատաբար երկար ժամանակահատվածով շուկայի մասնակիցներին իրացվելիության տրամադրման և/կամ շուկայի մասնակիցներից իրացվելիության ներգրավման նպատակով:

Չորրորդը մշտական հնարավորության գործիքներն են, որոնք ենթադրում են դրամական միջոցների ներգրավման կամ տրամադրման գործիքների կիրառում՝ բանկերի նախաձեռնությամբ: Մշտական հնարավորության գործիքները թույլ են տալիս բանկերին ճշգրտել իրացվելիության մեկօրյա անհաշվեկշռվածությունները, իսկ դրանց տոկոսադրույքները հանդիսանում են շուկայական կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վերին և ստորին սահմանները՝ սահմանափակելով կարճաժամկետ տոկոսադրույքների տատանման միջակայքը⁶⁷:

Տնտեսական վերլուծություններում խիստ կարևորվում են դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործիքները, դրանց ազդեցության ուղղությունները և դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները: Այսպես, ելնելով տնտեսության իրավիճակից՝ կենտրոնական բանկը որոշում է ընդունում դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածության մասին, այն է՝ կամ խթանել տնտեսությունը փողի առաջարկի ավելացման միջոցով, կամ ընդհակառակը, զսպել այն՝ կրճատելով փողի գանգվածը:

⁶⁷ «ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2011, աղբյուրը՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/vor_246a.pdf

Դրամավարկային քաղաքականության գործիքների միջոցով դրամական զանգվածի ծավալի կարգավորման և արդյունքում տնտեսության վրա ազդեցության գործընթացը, որն իրականացվում է կենտրոնական բանկի կողմից կարելի է ներկայացնել հետևյալ տեսքով (տե՛ս, գծապատկեր 14):



Գծապատկեր 14. Դրամական զանգվածի կարգավորման մոդելը

Ընդհանուր առմամբ, տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը դրսևորվում է երեք փուլով⁶⁸: Առաջին փուլում կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան գործիքի միջոցով ազդում է շուկայական տոկոսադրույքի և փոխարժեքի վրա: Երկրորդ փուլում դրսևորվում է ֆինանսական ակտիվների գների վրա ազդեցությունը, որն էլ իր հերթին իր ազդեցությունն է թողնում տնային տնտեսությունների և ընկերությունների ծախսերի վրա: Իրական տնտեսությունում տեղի ունեցած փոփոխությունները վերադառնում են ֆինանսական համակարգ, որը դրսևորվում է փոխառուների հաշվեկշռային կառուցվածքի փոփոխության միջոցով: Արդյունքում տեղի է ունենում ֆինանսական ակտիվների գների երկրորդ ճշգրտումը (փոփոխությունը): Այնուհետև դրսևորվում է ազդեցության երրորդ փուլը, այն է մակրոտնտեսական ադապտացիան, որի ընթացքում տեղի է ունենում տնտեսական աճի տեմպերի և գործազրկության մակարդակի փոփոխություն:

⁶⁸ Моисеев Р., "Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики", Финансы у кредит, номер 18, 2002г. С. 40.

Կարելի է առանձնացնել ամբողջական պահանջարկի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մի շարք կառուցակարգեր, որոնք էլ հենց իրենցից ներկայացնում են դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները⁶⁹: Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի առանձնահատկությունն այն է, որ սահմանում է ուղիներ, որոնցով դրամավարկային քաղաքականությունն ազդում է ամբողջական պահանջարկի և գների վրա, արդյունքում ազդելով նաև ընկերությունների, տնային տնտեսությունների և ֆինանսական միջնորդների սպառման և ներդրումային որոշումների վրա⁷⁰: Չնայած դրամավարկային քաղաքականության վերաբերյալ տեսություններում առաջարկվում են փոխանցումային ուղիների տարբեր դասակարգումներ, այնուամենայնիվ, բոլորում էլ առանձնացվում են դրամավարկային քաղաքականության հետևյալ փոխանցումային մեխանիզմները՝ տոկոսադրույքի ուղի, վարկավորման ուղի, հարստության կամ ակտիվների գների ուղի, փոխարժեքի ուղի, սպասումների ուղի և մոնետարիստական ուղի:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները տարբեր են ըստ երկրների՝ պայմանավորված այդ երկրներում ֆինանսական միջնորդության զարգացման մակարդակով, այն է՝ բանկային համակարգի, կապիտալի շուկայի զարգացածությամբ⁷¹: Ֆինանսական շուկայի խորությունն ու լայնությունն են սահմանում դրամավարկային քաղաքականության գործիքազմի և ոչ ֆինանսական հատվածը բնութագրող ցուցանիշների փոխազդեցությունը: Մակրոտնտեսական իրավիճակը և տնտեսության կառուցվածքն էլ իրենց հերթին սահմանում են

⁶⁹ Моисеев Р., "Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики", "Финансы у кредит" номер 18, 2002г. С. 40.

⁷⁰ Dabla-Norris E., Floerkemeier H., "Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis", International Monetary Fund, November 2006, p. 4.

⁷¹ Checetti, S., "Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy, Transmission Mechanism", Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, July 1999, p. 25

Ֆինանսական դրուժյան և ֆիրմաների և տնային տնտեսությունների սպառման կամ ներդրումային որոշումների միջև առկա կապը⁷²:

Եվրոպական միջարժեք երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից կիրառվող փոխանցումային մեխանիզմները կարելի է ներկայացնել աղյուսակային տեսքով (տե՛ս, աղյուսակ 9)⁷³:

Աղյուսակ 9.

Միջարժեք երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները 2001թ. դրուժյամբ⁷⁴

Կենտրոնական(Ազգային) Բանկ	Փոխարժեքի ուղի	Տոկոսադրույքի ուղի	Վարկավորման նեղ ուղի	Վարկավորման լայն ուղի	Հարստության ուղի
Բելգիայի ազգային Բանկ	+	*	+	*	+
Գերմանիայի Բունդեսբանկ	+	+	+	+	-
Հունաստանի Բանկ	+	+	+	-	-
Իսպանիայի Բանկ	+	+	*	+	-
Ֆրանսիայի Բանկ	+	+	*	+	-
Իռլանդիայի Բանկ	+	+	*	-	+
Իտալիայի Բանկ	+	+	+	+	+
Լյուքսեմբուրգի Բանկ	+	+	+	-	+
Նիդերլանդների Բանկ	+	+	+	*	*
Ավստրիայի Բանկ	+	+	+	+	*
Պորտուգալիայի Բանկ	+	+	+	+	-
Ֆինլանդիայի Բանկ	+	+	+	+	*
Եվրոպական կենտր. բանկ	+	+	+	+	+

Ինչպես երևում է աղյուսակ 9-ից, փոխարժեքի ուղին կիրառվում է ներկայացված բոլոր երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից: Մոդելում հիմք են ընդունվում այնպիսի փոփոխականներ, ինչպիսիք են նավթամթերքի, ներկրվող և արտահանվող ապրանքների ու ծառայությունների գները: Առևտրային հաշվեկշռի փոփոխությունը հանգեցնում է ներքին գների և աշխատավարձերի փոփոխության, իսկ փոխարժեքի փոփոխությունն էլ իր հերթին ազդում արտահանվող ապրանքների և ծառայությունների մրցունակության և իրական աշխատավարձի դրույքի վրա:

⁷² Créel, J., Levasseur S., “Monetary Policy Transmission Mechanisms in the CEECs: How Important Are the Differences with the Euro Area?” OFCE Working Paper, (Paris: Observatoire Français des Conjonctures Économiques), 2005–02, pp. 4-6.

⁷³ Van Els P., Locarno A., Morgan J., Villetelle J., “Monetary policy transmission in the euro area: What do aggregate and national structural models tell us?” December 2001, p. 17.

⁷⁴ + - ը ներառում է մոդելում
 - - ը չի ներառում մոդելում
 * - ը ունի որոշակի առանձնահատկություններ

Վարկավորման ուղին ևս կիրառվում է թվարկված բոլոր երկրներում: Ընդ որում, Իռլանդիայի, Պորտուգալիայի, Յունաստանի և Եվրոպական կենտրոնական բանկի մոդելներում որպես սպառման վրա ազդեցության գործոն վերցվում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքը, մինչդեռ, Գերմանիայի և Բելգիայի կենտրոնական բանկերի կողմից հիմք է ընդունվում երկարաժամկետ տոկոսադրույքը: Իսկ Իտալիայում, Ավստրիայում և Ֆինլանդիայում այդպիսի գործիք է ծառայում բանկային վարկի տոկոսադրույքը:

Չնայած վարկավորման նեղ ուղին առկա է բոլոր երկրների մոդելներում, դրա իրականացման մեխանիզմը տարբեր է: Այսպես, մի շարք մոդելներում (Ֆինլանդիա, Եվրոպական կենտրոնական բանկ) որպես մասնավոր ներդրումների վրա ազդեցության գործոն վերցվում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքը, մեկ այլ մոդելներում (Իռլանդիա, Իսպանիա, Գերմանիա) երկարաժամկետ տոկոսադրույքը, որոշներում էլ վերջիններիս կոմբինացիան:

Վարկավորման լայն ուղին չի կիրառվում Իռլանդիայում և Յունաստանում, քանի որ այդ երկրներում տնային տնտեսությունների և ֆիրմաների ֆինանսական պորտֆելները չեն ազդում տնտեսական ակտիվության վրա:

Ինչ վերաբերում է դրամավարկային քաղաքականության հարստության փոխանցումային ուղուն, ապա այն թեժ քննարկումների առարկա է հանդիսանում տնտեսագետների կողմից: Այն չի կիրառվում Գերմանիայի, Յունաստանի, Իսպանիայի, Ֆրանսիայի և Պորտուգալիայի մոդելներում: Այն երկրների մոդելներում որտեղ այն կիրառվում է որպես հարստության պատճառ է դիտարկվում ֆինանսական ակտիվների գների փոփոխությունները:

Ուսումնասիրելով դրամավարկային քաղաքականության իրականացման մեխանիզմները (ռազմավարություն, գործիքակազմ, փոխանցումային ուղի) և ամփոփելով վերլուծությունը կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

Առաջին, ցանկացած երկրի կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության

ռազմավարությունը, գործիքակազմը և փոխանցումային մեխանիզմը պայմանավորված են տվյալ երկրի, այդ թվում՝ շուկայական ենթակառուցվածքների, ֆինանսական միջնորդության զարգացմամբ և ֆինանսական շուկայի կառուցվածքով:

Երկրորդ, ցածր եկամուտ ունեցող, զարգացող երկրների կողմից առավել կիրառելի է փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը, որը մինչև 2006թ.-ը կիրառվում էր նաև ՀՀ-ում: Չարգացած երկրներին առավել բնորոշ է գնաճի նպատակադրման և այլ ընտրանքային ռազմավարությունները, մասնավորապես, գնաճի նպատակադրում հիմնականում իրականացնում են եվրոպական տարածաշրջանի երկրները, իսկ արևմտյան երկրները (օրինակ՝ ԱՄՆ, Սինգապուրը, Յնդկաստանը) չեն իրականացնում հստակ նպատակադրում, այսինքն, որդեգրել են դրամավարկային քաղաքականության այլ ընտրանքային ռազմավարությունը:

Երրորդ, դրամավարկային քաղաքականության ավանդական գործիքները, դրանք են՝ պահուստավորում, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի սահմանում, առավել հաճախ կիրառվում են զարգացող երկրներում, որոնցում զարգացած չէ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտը, մինչդեռ, զարգացած երկրներին հատուկ է բաց շուկայական գործառնությունների իրականացումը: Բացի այդ, հարկ է նշել, որ առավել տարածում են ստանում դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամետ գործիքները և արժեթղթերի ձեռքբերման գործիքները, մասնավորապես, խոսքը վերաբերում է եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող ակտիվների ձեռքբերման ընդլայնված ծրագրին: Այս ամենից կարելի է հետևություն անել, որ մեծանում է արժեթղթերի շուկայի դերակատարումը դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործընթացում:

Չորրորդ, զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում առավել գործունե են դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի և ակտիվների կամ հարստության փոխանցումային ուղիները շնորհիվ զարգացած արժեթղթերի շուկայի և ֆինանսական միջնորդության կայացածության: Մինչդեռ, զարգացող և անցումային

տնտեսության բերկրներին առավել բնորոշ է փոխարժեքի և որոշ երկրների համար՝ վարկավորման ուղին:

2.2 Տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության և ազդեցության փոխանցումային կառուցակարգերի գնահատումը ՀՀ-ում

Միջազգային արակտիկայում կատարված վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում առավել գործունե է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի փոխանցումային ուղին, մինչդեռ, զարգացող և անցումային տնտեսության բերկրներին առավել բնորոշ է փոխարժեքի ուղին: Տոկոսադրույքի, վարկավորման և հարստության ուղիները անարդյունավետ են թերզարգացած կապիտալի շուկաներ և ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտներ ունեցող երկրներում⁷⁵:

Նախքան ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղիներին անդրադառնալը, դիտարկենք տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և Հայաստանի ֆինանսական զարգացածության համեմատական ցուցանիշները, որն էլ հենց վերոնշյալ ուղիների արդյունավետ կամ ոչ արդյունավետ գործողության նախադրյալ է:

Տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և ՀՀ ֆինանսական զարգացածության համեմատական ցուցանիշները կարելի է ներկայացնել աղյուսակի միջոցով (տե՛ս, աղյուսակ 10):

⁷⁵ Coricelli, F., Égert B., MacDonald R., "Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence", MNB Working Papers, 2006, pp. 46-47

Տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և ՀՀ ֆինանսական զարգացածության համեմատական ցուցանիշները 2016թ.⁷⁶

	Բարձր եկամտվ երկրներ	Միջին եկամտվ երկրներ	Ցածր եկամտվ երկրներ	Հայաստան
Փողի լայն գանգված (% ՀՆԱ)	123	129.60	35.4	42.9
Գնած (տարեկան %)	0.5	2.7	5.6	-1.3
Բանկային վարկեր (% ՀՆԱ)*	83.7	95.8	21.4	46.1
Բանկային ավանդներ (% ՀՆԱ)*	78.91	42.48	18.05	28.14
Փոխառության և ավանդի տոկոսադրույքների սարեդր (%)*	4.26	6.4	5.5	5.7
Բանկային ակտիվներ (% ՀՆԱ)*	102.70	44.97	19.20	50.79
Ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների ակտիվներ (%ՀՆԱ)*	6.57	6.31	3.06	0.75
Ապահովագրական ընկերությունների ակտիվներ (% ՀՆԱ)*	8.54	4.14	3.72	0.8
Շուկայական կապիտալացում (% ՀՆԱ)	120.9	58.7	19.73 **	1.22 **
Շրջանառվող բաժնետոմսերի ընդհանուր ծավալ (% ՀՆԱ)	123.8	147.2	0.20 **	0.007 **
Բաժնետոմսերի շուկայի շրջանառվելիքի շուկայի գործակից (%)*	112.8	84.8	1.44 **	0.79 **

* տվյալները վերցված են 2015թ. դրույթով

** տվյալները վերցված են 2012թ. դրույթով

Առաջին հետևությունը, որ կարող ենք կատարել վերոնշյալ աղյուսակից այն է, որ ՀՀ ֆինանսական համակարգում արժեթղթերի շուկան շատ փոքր դերակատարում ունի, որն հատկանշական է նաև ցածր եկամտվ երկրների դեպքում: Ընդ որում, արժեթղթերի, մասնավորապես, բաժնետոմսերի շուկան բնութագրող բոլոր ցուցանիշներով ՀՀ-ն զիջում է դիտարկվող երկրների խմբին: Նույնը կարող ենք ասել նաև ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների, այդ թվում՝ ապահովագրական ընկերությունների ակտիվների հետ կապված, որոնք ևս պակաս են դիտարկվող այլ երկրների համապատասխան ցուցանիշներից (տե՛ս, աղյուսակ 10):

Եթե ՀՀ ֆինանսական համակարգի ոչ բանկային հատվածը փոքր դերակատարում ունի, ապա բանկային հատվածը գերազանցում է նաև ցածր եկամտվ երկրներին, իսկ բանկային ակտիվներ ՀՆԱ հարաբերակցությունը գերազանցում է նաև միջին եկամտվ երկրներին, ինչը խոսում է զարգացած, բայց միևնույն ժամանակ մենաշնորհային բանկային համակարգի առկայության մասին:

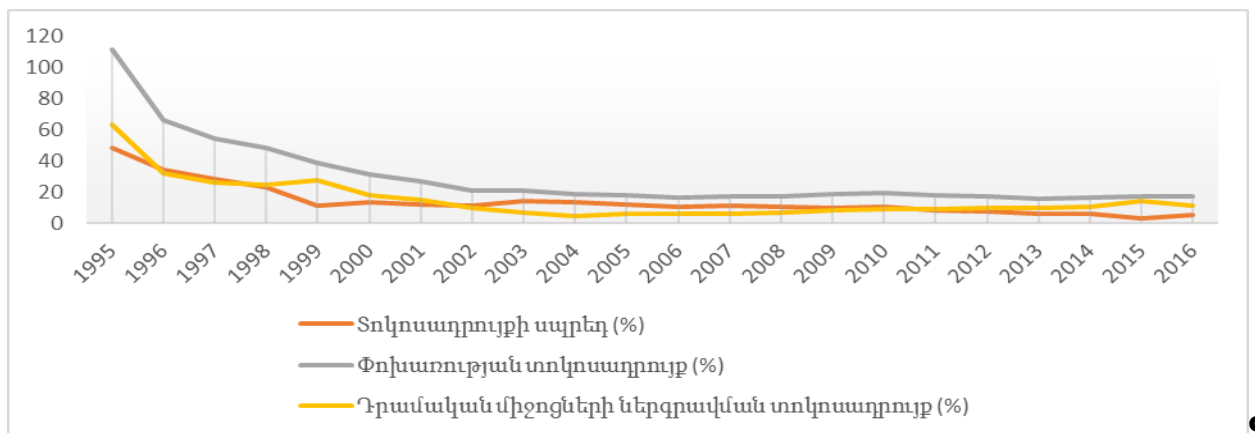
⁷⁶ Աղյուսակը կազմել է Համաշխարհային բանկի և Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական տվյալների բազայում հրատարակված տվյալների հիման վրա: Ընդ որում, ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների ակտիվները չեն ներառում ապահովագրական ընկերությունների ակտիվները:

ՀՀ-ում, ինչպես նաև ցածր եկամտով երկրներում, ցածր է նաև դրամական լայն զանգվածի տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում, և հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ փողի զանգվածը էական դերակատարում ունի տոկոսադրույքի ուղու գործելու համար, ապա տոկոսադրույքի ուղին ևս կարող է անարդյունավետ լինել վերոնշյալ երկրների համար:

Ուստի կարելի է ենթադրել, որ ՀՀ-ում, ինչպես նաև ցածր եկամտով երկրներում առավել գործունե կարող է լինել դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման փոխանցումային մեխանիզմը: Միևնույն ժամանակ, հաշվի առնելով ՀՀ-ում դուրարայնացման բարձր մակարդակը (տե՛ս, գծապատկեր 17), ՀՀ-ում առավել արդյունավետ կարող է գործել դրամավարկային քաղաքականության փոխարժեքային ուղին:

Այժմ անդրադառնանք ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղիներին առանձին առանձին և բացահայտենք վերջիններիս արդյունավետության խոչընդոտները:

Վերլուծությունը սկսելով տոկոսադրույքի ուղուց՝ նախ նշենք, որ տոկոսադրույքի ուղին դրսևորվում է ամբողջական պահանջարկի վրա տոկոսադրույքների ազդեցության միջոցով: Ուստի, ստորև գծապատկերի միջոցով ներկայացնենք ՀՀ-ում փոխառության, դրամական միջոցների ներգրավման և վերջիններիս սարեդի դինամիկան 1995-2016թթ. (տե՛ս, գծապատկեր 15):

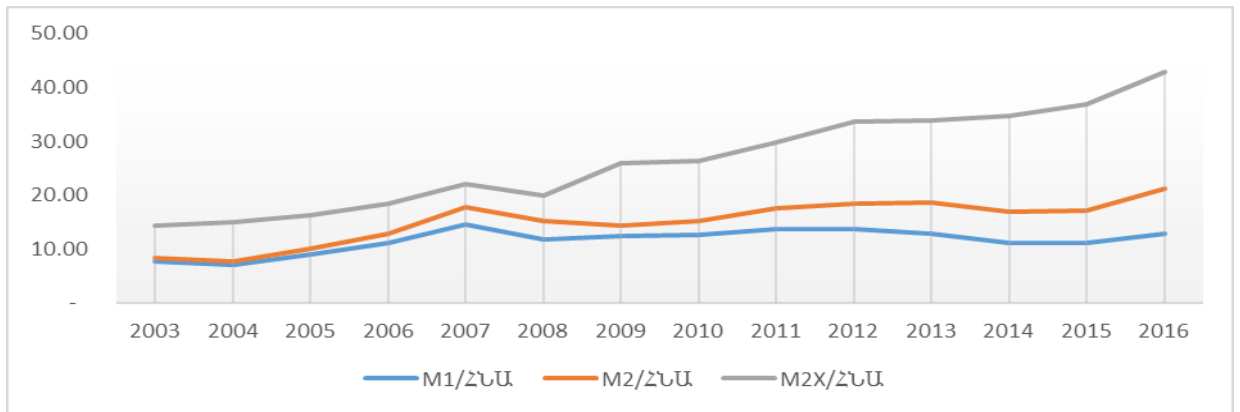


Գծապատկեր 15. ՀՀ-ում փոխառության, դրամական միջոցների ներգրավման և վերջիններիս սարեդի դինամիկան 1995-2016թթ.⁷⁷

⁷⁷ Գծապատկերները կառուցվել են Համաշխարհային բանկի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական տվյալների բազաներում հրապարակված տվյալների հիման վրա

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 15-ից, մինչև 2010 թ. ՀՀ-ում փոխառության տոկոսադրույքի և դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի սպրեդը բավականին մեծ (2010թ. ավելի քան 10%) է եղել, թերևս, պայմանավորված բանկային շուկայի հատվածավորմամբ և բանկերի միջև ցածր մրցակցությամբ: Վերջինս տոկոսադրույքի ուղու խոչընդոտ է, քանի որ, ըստ երևույթին նվազում է վարկերի ավանդների պահանջարկի առաձգականությունը համապատասխան տոկոսադրույքներից: Սակայն, պետք է նշել, որ 2010թ.-ից սկսած տոկոսադրույքի սպրեդը շարունակ նվազել է՝ 2015թ.-ին կազմելով արդեն 3.4%, ընդ որում, սպրեդի նվազումը դրսևորվել է փոխառության և դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքների նվազմանը զուգահեռ, ինչը կարևոր նախադրյալ է ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետության բարձրացման համար: 2016թ.-ին տոկոսադրույքի սպրեդը աճել է դառնալով 5,7՝ պայմանավորված դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի նվազմամբ:

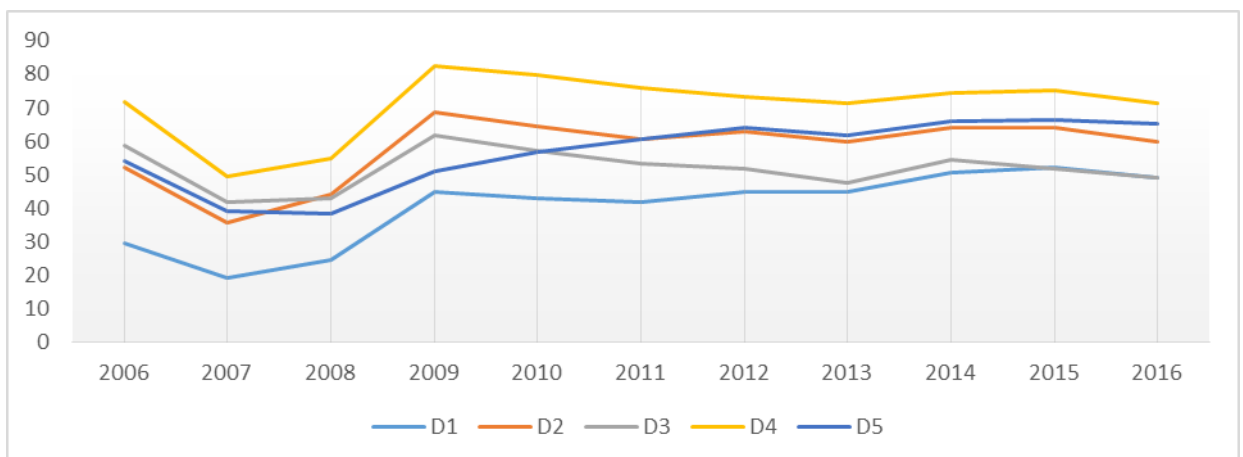
Եթե տոկոսադրույքի սպրեդի դինամիկան վերջին տարիներին նպաստում է տոկոսադրույքի ուղի արդյունավետությանը, ապա մոնետարացման ցածր մակարդակը և ոչ բանկ ֆինանսական իստիտուտների թերզարգացածությունը էական խոչընդոտներ են: Ոչ բանկ ֆինանսական իստիտուտների թերզարգացածությունը ակնհայտ է աղյուսակում 10-ում բերված տվյալներից, իսկ ինչ վերաբերում է մոնետարացման գործակցին, ապա այն շուրջ 3 անգամ (տե՛ս, աղյուսակ 10) գիջում է բարձր և միջին եկամուտ ունեցող երկներին, որտեղ էլ առավել արդյունավետ է հենց տոկոսադրույքի ուղին: Սակայն հարկ է նշել, որ փողի ագրեգատների տեսակարար կշիռը ՀՀ-ում շարունակ աճում է, մասնավորապես, M2x-ի և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը դիտարկվող ժամանակաշրջանի ընթացքում աճել է 3 անգամ (տե՛ս, գծապատկեր 16):



Գծապատկեր 16. ՀՀ-ում մոնետարացման ցուցանիշների դինամիկան 2005-2016թթ.⁷⁸

Բացի մոնետարացման ցածր մակարդակից և ոչ բանկ ֆինանսական իստիտուտների թերզարգացածությունից, տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետ չգործելը պայմանավորված է նաև ՀՀ ֆինանսական համակարգի դոլարայնացման բարձր մակարդակով (տե՛ս, գծապատկեր 17), ինչի արդյունքում, դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքների փոփոխությունը չի ազդում դոլարային վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների վրա:

ՀՀ-ում դոլարայնացման մակարդակը բնութագրող ցուցանիշների դինամիկան կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 17):



Գծապատկեր 17. ՀՀ-ում դոլարայնացման մակարդակը բնութագրող ցուցանիշների դինամիկան 2005-2016թթ.⁷⁹

⁷⁸ Գծապատկերները կառուցվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

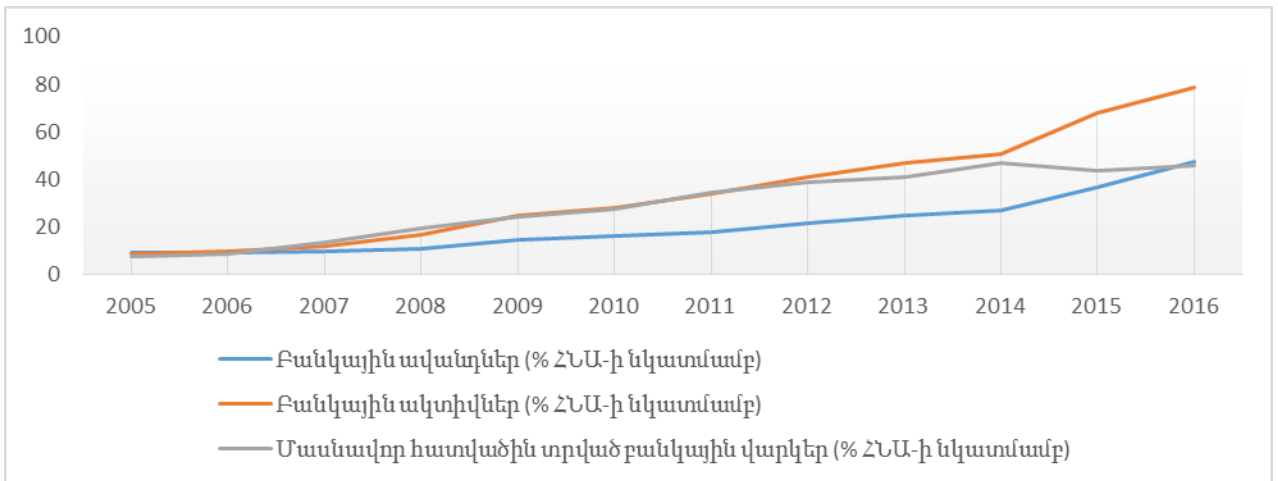
⁷⁹ Գծապատկերները կառուցվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 17-ից, ՀՀ-ում առավել բարձր են ավանդների և վարկերի դոլարայնացման գործակիցները, մասնավորապես, 2016թ.-ի դեկտեմբերի դրությամբ վերջիններս համապատասխանաբար կազմում են 71,5% և 65%: Վերջինս նշանակում է, եր ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից տոկոսադրույքի փոփոխությունը գրեթե չի անդրադառնա դոլարային ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքների և հետևաբար տնտեսությունում առկա փողի առաջարկի փոփոխության վրա:

Անդրադառնալով դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման ուղուն՝ նախ, նշենք, որ վերջինիս ազդեցությունը դրսևորվում է բանկային վարկավորման ծավալների միջոցով: Վարկավորման ուղին ՀՀ-ում համեմատաբար գործուն է, որի միջոցով ՀՀ կենտրոնական բանկը կարողանում է ազդել ՀՀ բանկերի վարկավորման առաջարկի վրա: Այնուամենայնիվ, պետք է նշել, որ ՀՀ բանկերի ֆինանսավորման այլ աղբյուրներից միջոցներ ներգրավելու հնարավորությունը վերջիններիս դարձնում է անտարբեր զսպող դրամավարկային քաղաքականության ժամանակ: Վարկավորման ուղու խոչընդոտ է նաև տնտեսավարող անձանց բանկային վարկերից ցածր կախվածությունը. այս դեպքում որպես բանկային վարկին այլընտրանք ծառայում են պաշտոնական տրանսֆերները և օտարերկրաբաններից ներգրավված վարկերը⁸⁰:

ՀՀ բանկային համակարգը բնութագրող ցուցանիշների դինամիկան 2005-2016թթ.ին կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 18):

⁸⁰ Dabla-Norris E., Floerkemeier H., "Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis", International Monetary Fund, November 2006, pp. 7-8



Գծապատկեր 18. ՀՀ բանկային համակարգը բնույթագրող ցուցանիշների դինամիկան 2005-2016թթ.ին⁸¹

ՀՀ-ում դիտարկվող ժամանակահատվածի ընթացքում բանկային համակարգը բնույթագրող բոլոր ցուցանիշներն էլ կայուն աճ են արձանագրել, մասնավորապես, սկսած 2007թ.-ից, այդ թվում՝ նաև համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի տարիներին: Ընդ որում, 2005-2016թթ. ընթացքում բանկային ավանդներ ՀՆԱ հարաբերակցությունը աճել է շուրջ 5,2, իսկ բանկային ակտիվներ ՀՆԱ և բանկային վարկեր ՀՆԱ հարաբերակցությունը համապատասխանաբար 8,9 և 5,79 անգամ, ինչն անկասկած նախադրյալներ է ստեղծում վարկավորման ուղու արդյունավետ գործողության համար:

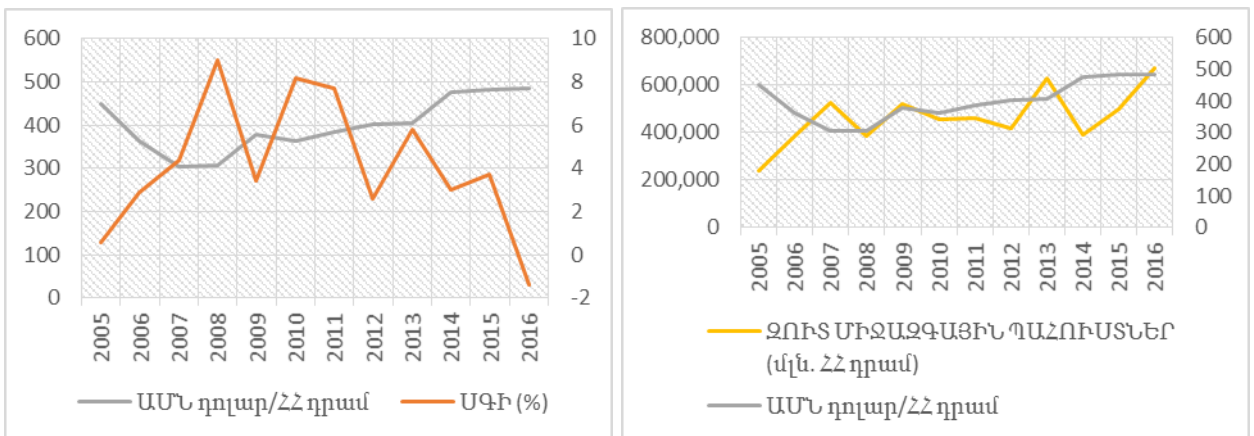
Այստեղ հարկ է նշել նաև, որ որպես վարկավորման ուղու արդյունավետության բարձրացման գործիք ծառայում է պարտադիր պահուստավորման տոկոսադրույքը, որի նվազեցումը կարող է նպաստել տնտեսությանում վարկավորման ծավալների աճին: Այստեղ հատկանշական է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից 2015թ. ընդունված որոշումը, համաձայն որի կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման միջոցով ներգրավված միջոցների նկատմամբ գործում են պահուստավորման առավել արդյունավետ պայմաններ՝ ընդհուպ մինչև ազատում պարտադիր պահուստավորման իրականացումից: Վերջինս կարող է նպաստել, ոչ միայն ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը, այլև վարկավորման և հետագայում նաև հարստության ուղու արդյունավետության բարձրացմանը:

⁸¹ Գծապատկերը կազմել է Համաշխարհային բանկի պաշտոնական տվյալների բազայում հրապարակված տվյալների հիման վրա

Դրամավարկային քաղաքականության հաջորդ փոխանցումային ուղին հարստության կամ ակտիվների գների ուղին է, որը դրսևորվում է արժեթղթերի շուկայում եկամտաբերության և տնտեսավարող սուբյեկտների բարեկեցության աճի միջոցով: Այս ուղին հատուկ է զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող տնտեսություններին, ուստի պայմանավորված ՀՀ արժեթղթերի, այդ թվում՝ բաժնային ֆինանսական գործիքների շուկայի թերզարգացվածությամբ (տե՛ս, աղյուսակ 10) ՀՀ-ում այս ուղին խիստ անարդյունավետ է:

ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության ամենարդյունավետ մեխանիզմը փոխարժեքի ուղին է, ինչը, թերևս, պայմանավորված է հետևյալ հանգամանքներով՝ նախ, բարձր էներմոնոման տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (2016թ. դրությամբ այն կազմում է ավելի քան 30%), երկրորդ՝ բարձր է ՀՀ-ում դոլարայնացման մակարդակը (տե՛ս, գծապատկեր 18), երրորդ՝ ՀՀ տնտեսությունը էականորեն կախված է օտարերկրյա տրանսֆերտներից և չորրորդ՝ ՀՀ դրամի արժևորումը և արժեզրկումը էական դերակատարում ունի սպառողական ծախսերի վրա:

ԱՄՆ դոլար ՀՀ դրամ փոխարժեքի ազդեցությունը 2005-2016թթ.-ին սպառողական գների ինդեքսի և ՀՀ կենտրոնական բանկի Չուև միջազգային պահուստների վրա կարելի է ներկայացնել ստորև բերվող գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 19):

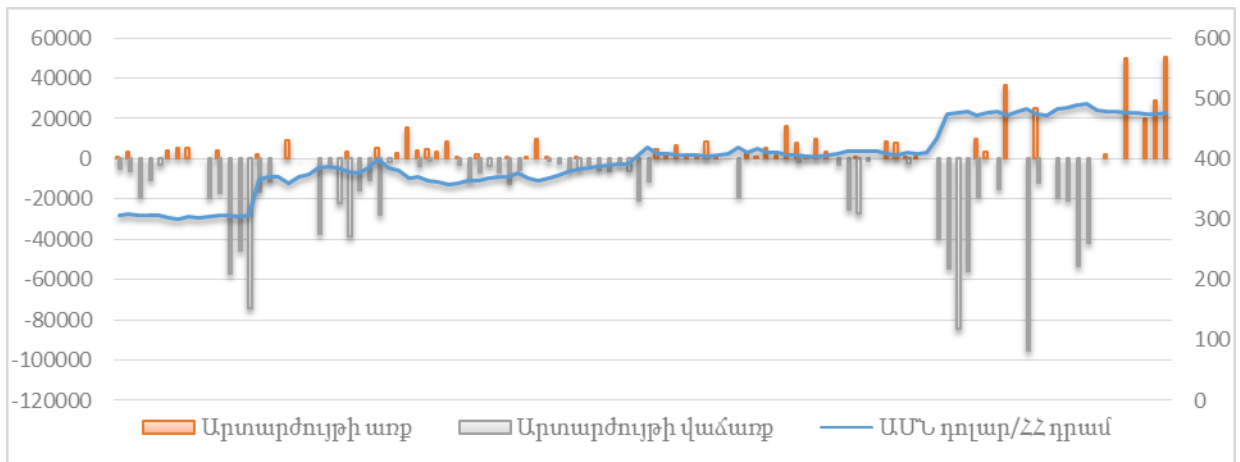


Գծապատկեր 19. ԱՄՆ դոլար ՅՅ դրամ փոխարժեքի սպառողական գների ինդեքսի և ՅՅ կենտրոնական բանկի շուկա միջազգային պահուստների դինամիկան 2005-2016թթ.-ին⁸²

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 19-ից, ԱՄՆ դոլար ՅՅ դրամ փոխարժեքի և սպառողական գների ինդեքսի միջև փոխազդեցությունը հակադարձ համեմատական է, ինչի մասին փաստում է նաև ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կապը. այն դիտարկվող ժամանակահատվածի համար կազմում է -0.55^{83} :

Կոռելյացիոն կախվածության վերլուծության համաձայն ԱՄՆ դոլար ՅՅ դրամ փոխարժեքի ազդեցությունը զուտ միջազգային պահուստների վրա ևս հակադարձ համեմատական է և կազմում է -0.17 է⁸⁴:

Փոխարժեքի ուղու ազդեցությունը դրսևորվում է նաև կենտրոնական բանկի արտարժույթային ինտերվենցիաների շրջանակներում, երբ կենտրոնական բանկն իրականացնում է արտարժույթի առքուվաճառքի գործառնություններ (տե՛ս, գծապատկեր 20):



⁸² Գծապատկերները կառուցվել են ՅՅ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի, Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրատարակված տվյալների հիման վրա

⁸³ Ցուցանիշների միջև փոխադարձ կապը բացահայտելու համար իրականացվել է ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծություն՝ հիմք ընդունելով ՅՅ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի, Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրատարակված տվյալները

⁸⁴ Ցուցանիշների միջև փոխադարձ կապը բացահայտելու համար իրականացվել է ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծություն՝ հիմք ընդունելով ՅՅ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի, Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական ինտերնետային կայքում հրատարակված տվյալները

Գծապատկեր 20. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմի իրականացված արտարժույթի առքուվաճառքի գործառնությունների ծավալները և ԱՄՆ դոլար ՀՀ դրամ փոխարժեքը 2008-2016թթ.⁸⁵

Այս տեղ հարկ է նշել, որ 2016թ.-ի մարտից սկսած ՀՀ կենտրոնական բանկը որոշում է կայացրել չմիջամտել արտարժույթի շուկայում փոխարժեքի ձևավորմանը, այն է՝ չիրականացնել արտարժույթային ինտերվենցիաներ:

Հետագոտելով ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների դրսևորման առանձնահատկությունները և ամփոփելով վերլուծության արդյունքները՝ կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

Նախ, զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում առավել գործուն է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի և ակտիվների կամ հարստության փոխանցումային ուղիները շնորհիվ զարգացած արժեթղթերի շուկայի և ֆինանսական միջնորդության կայացվածության: Մինչդեռ, զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներին առավել բնորոշ է փոխարժեքի և որոշ երկրների համար վարկավորման ուղին:

Երկրորդ, դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետ գործունեությունը ՀՀ-ում բախվում է մի շարք խոչընդոտների, մասնավորապես, խոսքը վերաբերում է մոնետարացման ցածր մակարդակին, դոլարայնացման բարձր մակարդակին և ոչ բանկ ֆինանսական իստիտուտների թերզարգացածությանը: Այս ամենով հանդերձ, տոկոսադրույքի սարեդի շարունակ նվազումը նախադրյալներ է ստեղծում վերոնշյալ ուղու արդյունավետության բարձրացման համար:

Երրորդ, դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման ուղին չնայած որոշ խոչընդոտների համեմատաբար գործուն է շնորհիվ ՀՀ բանկային համակարգի զարգացածության: Վերջինիս արդյունավետության հետագա բարձրացումը կարելի է ապահովել պահուստավորման քաղաքականության մեղմացմամբ:

⁸⁵ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

Չորրորդ, ի տարբերությամբ դրամավարկային քաղաքականության հարստության ուղու, որը ՀՀ-ում ըստ երևույթին ընդհանրապես չի գործում, գրեթե Լիարժեք գործում է փոխարժեքի ուղին պայմանավորված առաջին հերթին ներմուծման մեծ տեսակարկշռով և դուրսարանացման բարձր մակարդակով:

Անհրաժեշտ է նշել, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի ազդեցության տնտեսության ակտիվության վրա շարունակում է սահմանափակ մնալ, քանի որ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները գերազանցապես ոչ արդյունավետ են գործում՝ պայմանավորված նախ ՀՀ ֆինանսական համակարգում առկա խնդիրներով և ՀՀ տնտեսության առանձնահատկություններով:

2.3 Չարգսող և զարգացած երկրներում դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխազդեցության տեսական մոտեցումների և արդի դրսևորումների վերլուծությունը

Արժեթղթերի քանակի շարունակական աճի, «անոմալիաների» պայմաններում շուկայի մասնակիցները ցուցաբերում են համակուշադրություն դրամավարկային քաղաքականության դիրքորոշմամբ պայմանավորված ռազմավարությունների վրա: Իրականում, որոշ փորձնական հետազոտությունները վկայում են, որ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ինդիկատորների փոփոխությունը կոռելացված է արժեթղթերի շուկայի (ինչպես կարճ, այնպես էլ երկար ժամանակահատվածում) վարքագծի փոփոխությունների հետ, և բացի այդ, դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմներում արժեթղթերի շուկաները կատարում են հիմնական գործառնությունները:

Տնտեսական ակտիվության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բնույթը ֆինանսական ոլորտի տնտեսագետների համար միշտ էլ հանդիսացել է թեժ քննարկումների առարկա: Տնտեսագետների կողմից որպես տնտեսական ակտիվության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության փոխանցման մեխանիզմ դիտարկվել է արժեթղթերի շուկան: Չնայած որոշ հետազոտություններում նշվում է, որ

արժեթղթերի շուկան և արժեթղթերի շուկայում ստացվող եկամուտները նպաստում են միայն կորպորատիվ շահույթների ապագա հոսքերի կանխատեսմանը, որևէ կերպ ազդեցություն չունենալով իրական տնտեսության վրա, հետազոտությունների մեծ մասում արժեթղթերի շուկան դիտարկվում է այն փոխանցումային ուղին, որի միջոցով դրամավարկային քաղաքականությունը ազդում է երկրում տնտեսական ակտիվության վրա:

Վերոնշյալ թեմայով կատարված վերլուծությունները հիմնականում նշում են, որ գսպող դրամավարկային քաղաքականությունը կրճատում, իսկ ընդլայնող դրամավարկային քաղաքականությունը ավելացնում է արժեթղթերի շուկայում ինչպես ընթացիկ այնպես էլ սպասվող եկամուտները:

Տնտեսագետների մեծ մասը հակված է այն կարծիքին, որ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը էապես ազդում է արժեթղթերի գների վրա: Դրամական գանգվածի փոփոխությունը հանգեցնում է տոկոսադրույքների փոփոխության, վերջինս էլ իր հերթին բերում է արժեթղթերի գների փոփոխության: Դրամական գանգվածի և տոկոսադրույքների միջև առկա կապը բացատրվում է նրանով, որ տոկոսադրույքը իրենից ներկայացնում է փողի գինը: Ինչպես ցանկացած ապրանքի առաջարկի մեծացումը հանգեցնում է դրագնի անկմանը (այսինքն արկի հաստատուն մնալու դեպքում), այնպես էլ փողի առաջարկի մեծացումը հանգեցնում է տոկոսադրույքների նվազմանը, եթե միաժամանակ տեղի է ունենում բնակչության իրական եկամուտների աճ, հակառակ դեպքում դրամական գանգվածի աճը ուղղակի հանգեցնում է սղաճի, հետևաբար և անվանական տոկոսադրույքների աճի: Համանման ձևով փողի առաջարկի նվազումը հանգեցնում է տոկոսադրույքների աճին: Իսկ բաժնետոմսերի գների կախվածությունը տոկոսադրույքից հակադարձ համեմատական է:

Սակայն, տնտեսագետ Ֆրանկ Բերգերը, ստուգելով բաժնետոմսերի գների և դրամական գործոնների միջև կապը կոռելյացիոն վերլուծության միջոցով, հանգել է այն եզրակացությանը, որ դրամական գանգվածի ու փողի բազայի և

արժեթղթերի գների միջև գոյություն ունի ուղիղ համեմատական կախվածություն⁸⁶:

Որոշ դրամավարկային քաղաքականության ենթադրյալ փոխանցումային մեխանիզմներ բացահայտում են կենտրոնական բանկի քաղաքականության փոփոխության ազդեցությունը արժեթղթերի շուկայի վրա, որն էլ իր հերթին սպառողական ծախսերի հաշվին ազդում է ամբողջ արտադրության, ինչպես նաև ներդրումների վրաիրականացվող ծախսերի վրա:

Հետազոտություններից մեկն էլ ենթադրում է, որ տոկոսադրույքի՝ որպես ոչ շուկայական գործոնի նվազումը, բարձրացնում է արժեթղթերի (բաժնետոմսերի) գները և հետևաբար \$ինանսական հարստությունը և երկարաժամկետ ռեսուրսները, որոնք էլ իրենց հերթին բարձրացնում են սպառումը ի հաշիվ հարստության էֆեկտի⁸⁷: Մեկ այլ մոդել հաստատում է, որ ցածր տոկոսադրույքները բարձրացնում են արժեթղթերի (բաժնետոմսերի) գները և հետևաբար նվազեցնում են \$ինասական խնդիրների առաջացման հավանականությունը, որը բերում է սպառողական ծախսերի ավելացմանը⁸⁸:

Ելնելով ներդրումային ծախսերից, մեկ այլ կառուցվածքային մոդել ենթադրում է, որ տոկոսադրույքների իջեցումը բարձրացնում է արժեթղթերի (բաժնետոմսերի) գները, որոնք էլ իրենց հերթին բերում են բիզնեսում ներդրումների աճի՝ ելնելով Տոբինի Q տեսությունից, որը որոշվում է կազմակերպության սեփական կապիտալը (կապիտալի շուկայական արժեք) հարաբերելով կազմակերպության հաշվեկշռային արժեքին:

Դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխազդեցության բացահայտման նպատակով կատարվել են բազմաթիվ հետազոտություններ, որոնք դիտարկվել են ատենախոսական աշխատանքի շրջանակներում:

Այսպես, հետազոտողներ Անդերսոնը, Բոլերսլեվը, Դիեբոլդը և Վեգան նշում են, որ առկա է երկու ուղի, որոնցով արժեթղթերի

⁸⁶ Бергер Ф., “Что вам надо знать об анализе акций” М., Интер-Эксперт, 1998г., 206с

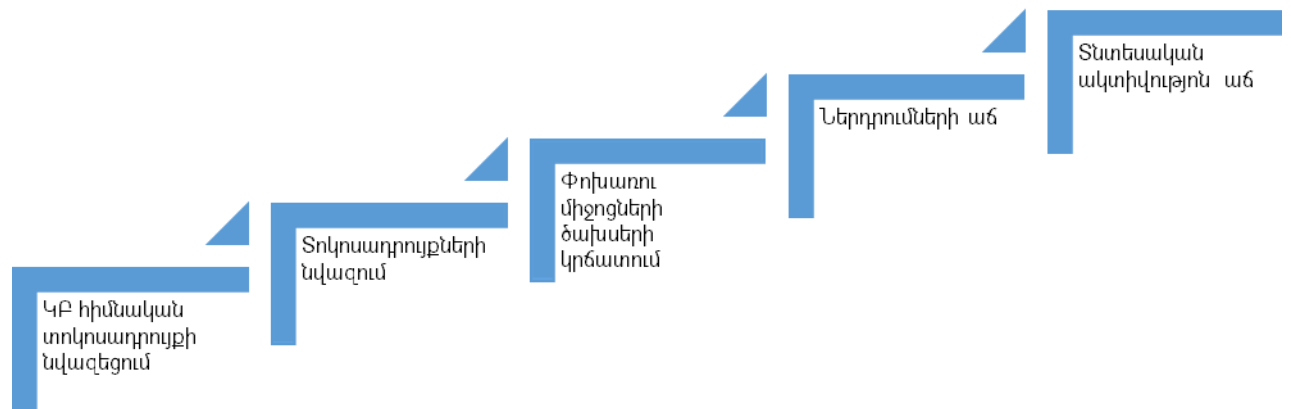
⁸⁷ Durham, B., “The Effect of Monetary Policy on Monthly and Quarterly Stock Market Returns: Cross-Country Evidence and Sensitivity Analyses”, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2002, p. 3

⁸⁸ Durham, B., “The Effect of Monetary Policy on Monthly and Quarterly Stock Market Returns: Cross-Country Evidence and Sensitivity Analyses”, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2002, p. 3

շուկայի գները արձաքանքում են դրամավարկային քաղաքականության փոփոխություններին⁸⁹: Առաջինը, տոկոսադրույքների ուղին է, որը տնտեսական ակտիվության վրա ազդում է սպառման և ներդրումների միջոցով: Դրամավարկային քաղաքականության այս ուղղությունը հիմնվում է փոխառում միջոցների տոկոսադրույքների փոփոխման վրա: Այսպես, տոկոսադրույքների նվազումը կրճատում է ներդրումային նպատակով ներգրավվող փոխառում միջոցների ծախսերը, ավելանում են ներդրումները՝ հանգեցնելով տնտեսական ակտիվության բարձրացմանը: Բացի այդ, փոխառում միջոցների ներգրավման ծախսերի կրճատումը հանգեցնում է ընկերությունների կապիտալի ներգրավման ծախսերի կրճատմանը, արդյունքում ավելացնում ապագա դրամական հոսքերի ներկաարժեքը, ինչն էլ անմիջականորեն ազդում է արժեթղթերի գների վրա: Տոկոսադրույքների աճն էլ, ընդհակառակը, հանգեցնում է միջոցների ներգրավման ծախսերի ավելացմանը, ներդրումների, ինչպես նաև սպառողական պահանջարկի կրճատմանը: Այստեղ հարկ է նշել, որ վերոնշյալ փոխկապվածությունը կարող է ենթարկվել ժամանակային վարիացիայի, այն է՝ արժեթղթերի շուկան ոչ թե անմիջապես, այլ որոշակի ժամանակ անց կարճազանքի տոկոսադրույքների փոփոխությանը:

Գծապատկերի միջոցով ներկայացնենք դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղու ազդեցությունը արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական ակտիվության վրա (տե՛ս, գծապատկեր 21):

⁸⁹ Aziza, O.F., “The Effects of Monetary Policy on Stock Market Performance: A Cross-Country Analysis”, December 1, 2010. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1743834> , pp.18-19.



Գծապատկեր 21. Տոկոսադրույքի ուղու ազդեցությունը տնտեսական ակտիվության վրա արժեթղթերի շուկայի միջոցով

Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության երկրորդ ուղին վարկային ուղին է, որն իր հերթին բաժանվում է երկու մասի՝ բանկային վարկի և հաշվեկշռային ուղի: Բանկային վարկի ուղին կապված է վարկային միջոցների հասանելիության հետ: Բանկային վարկի առաջարկի փոփոխությունը ազդում է այն ընկերությունների վրա, որոնք ունեն բարձր կախվածություն բանկային վարկից: Ինչ վերաբերում է հաշվեկշռային ուղուն, ապա այն հիմնվում է ընկերությունների վարկունակության փոփոխության վրա՝ կապված վերջիններիս հաշվեկշիռներում առկա ակտիվների և պարտավորությունների որակական փոփոխությունների հետ: Ընդ որում, փոքր ընկերությունների բաժնետոմսերի գները ավելի զգայուն են դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների փոփոխության նկատմամբ, երբ ընկերության վարկունակությունը գտնվում է ընկերության չափերի հետ հակադարձ համեմատական կախվածության մեջ⁹⁰:

Տնտեսագետներ Ջենսոնը և Ջոնսոնը ևս կատարել են էմպիրիկ հետազոտություններ ոչ վերոնշյալ թեմայով և հանգել այն եզրակացություն, որ արժեթղթերի եկամտաբերությունը էականորեն բարձր է ընդլայնողական դրամավարկային

⁹⁰Aziza, O.F., “The Effects of Monetary Policy on Stock Market Performance: A Cross-Country Analysis”, December 1, 2010. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1743834> , p. 23

քաղաքականության ժամանակահատվածում, քան զսպող քաղաքականության ժամանակ⁹¹:

Տնտեսագետ Կոնովերը տարածեց այդ վերլուծությունները նաև միջազգային շուկաների վրա և գտավ, որ այդ ընդհանուր կապը գոյություն ունի ուսումնասիրվող 16 երկրներից 12 - ի դեպքում: Գործնական հետևությունն այն է, որ հաշվի առնելով միջազգային դիվերսիֆիկացիայի առավելությունները, փաթեթի ակտիվ կառավարիչները պետք է ձեռք բերեն բաժնետոմսերը այն երկրներում, որտեղ կենտրոնական բանկերը իրականացնում են մեղմ դրամավարկային քաղաքականություն և վաճառեն բաժնետոմսերը այն երկրներում, որտեղ կենտրոնական բանկերը իրականացնում են կոշտ դրամավարկային քաղաքականություն: Նրանք նաև ուսումնասիրել են ԱՄՆ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը ԱՄՆ-ից դուրս և հանգել են այն եզրակացության, որ ուսումնասիրվող 15 երկրներից 12 երկրների տվյալներում արտացոլվում է, որ արժեթղթերի գները, որպես կանոն բարձր են այն ժամանակահատվածում, երբ կենտրոնական բանկերը նվազեցնում են վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը և ցածր այն ժամանակահատվածում, երբ տեղի է ունենում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացում⁹²:

Շուկայական տոկոսադրույքների և բաժնետոմսերի գների միջև առկա կապին անդրադարձել են նաև Բաներջին և Ադիկարին⁹³: Նրանք նշում են, որ վերոնշյալ ցուցանիշների միջև առկա է բացասական կոռելյացիոն կախվածություն: Չսպող դրամավարկային քաղաքականությամբ պայմանավորված բարձր տոկոսադրույքները բացասաբար են ազդում բաժնետոմսերի շուկայում ստացվող եկամուտների վրա: Սա պայմանավորված է նրանով, որ բարձր տոկոսադրույքները կրճատում են բաժնետոմսերից ստացվող եկամուտների ներկա արժեքը (հիմնվելով դիվիդենտների դիսկոնտավորման մոդելի վրա), ֆիքսված եկամուտ ապահովող

⁹¹ Jensen, G., Johnson R., "Discount Rate Changes and Security Returns in the U.S., 1962-1991", Journal of Banking and Finance, vol. 19, 1995, pp. 90-95

⁹² Conover, M., Jensen, G., Johnson, R., "Monetary Conditions and International Investing," Financial Analysts Journal, 1999, pp. 1360-1381

⁹³ Banerjee, P., Adhikar, B., "Dynamic Effects of Interest Rate and Exchange Rate Changes on Stock Market Returns in Bangladesh", 2006, p. 119, available at: https://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS_V25_Banerjee_Adhikary.pdf

արժեթղթերը որպես բաժնային գործիքներում ներդրումների ալընտրանք դառնում են ավելի գրավիչ, նվազում է ներդրողների բաժնային գործիքներում ներդրումներ իրականացնելու հակվածությունը, ավելանում է բիզնեսի իրականացման ծախսերը, նվազում է սահմանային եկամուտը: Նույն կերպ խթանող դրամավարկային քաղաքականությամբ պայմանավորված տոկոսադրույքների նվազումը խթանում է բաժնային արժեթղթերի շուկայի զարգացումը:

Տոկոսադրույքների փոփոխության և բաժնային գործիքների գների միջև առկա կապը դրսևորվում է երկու՝ ապագա դրամական հոսքերի սպասվող արժեքի փոփոխության և վերջիններիս վերաներդրման արժեքի փոփոխության ուղիներով⁹⁴: Մասնավորապես, տոկոսադրույքների աճը հանգեցնում է ապագա դրամական հոսքերի սպասվող արժեքի կրճատմանը հետևաբար բաժնային գործիքներից ստացվող եկամուտների կրճատմանը և հակառակը:

Հետազոտողներ Չամին, Կոսիմանոն և Ֆուլլենկամպը նշում են, որ արժեթղթերի շուկան դրամավարկային փոխանցումային մեխանիզմի իր գործառնույթը իրականացնում է ոչ թե պարտատմսերի, այլ բաժնետոմսերի շուկայի միջոցով: Վերջիններս բացահայտում են դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեկ այլ ուղի ևս, ըստ որի դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների փոփոխությամբ պայմանավորված աճող ինֆլյացիան ստիպում է ընկերության բաժնետերերին պահանջել ընկերության մենեջմենթից առավել բարձր շահաբաժնային եկամուտներ, որն ապահովելու համար ընկերությունները փոխում են իրենց գործառնական գործունեության ուղղությունները, որն էլ վերջին հաշվով հանգեցնում է երկրում տնտեսական ակտիվության փոփոխությանը⁹⁵: Ընդ որում, ըստ հետազոտողների դրամավարկային քաղաքականություն - արժեթղթերի շուկա կապը վերջին տարիներին գնալով ավելի ու ավելի է ուժեղանում:

⁹⁴ Smirlock, M., Yawitz J., "Asset Returns, Discount Rate Changes, and Market Efficiency", Journal of Finance, vol. 40, no. 4 (September), 1985, p. 1144
⁹⁵ Chami, R., Cosimano, T., Fullenkamp, C., "The Stock Market Channel of Monetary Policy". IMF Working Paper WP/99/22, 1999, pp. 19-21

Տոկոսադրույքների և բաժնային գործիքներից ստացվող եկամուտների միջև առկա կապը, թերևս, բացատրվում է երկու հիպոթեզներով ևս: Առաջինը, սպասվող իրական տոկոսադրույքի հիպոթեզն է, ըստ որի տոկոսադրույքների աճով պայմանավորված բաժնետոմսերի գները նվազում են, քանի որ անվանական տոկոսադրույքի աճով պայմանավորված աճում է իրական տոկոսադրույքը, դիսկոնտավորման տոկոսադրույքը, հետևաբար նվազում է ապագա դրամական հոսքերի արժեքը: Տոկոսադրույքների աճը՝ պայմանավորված սպառման կրճատմամբ, հանգեցնում է նաև արտադրանքի ծավալների կրճատմանը՝ այդ կերպ նվազեցնելով նաև ընկերությունների ապագա գործառնական գործունեությունից ստացվող եկամուտները:

Գնաճային սպասումների հիպոթեզի համաձայն բաժնետոմսերի գները նվազում են, քանի որ անվանական տոկոսադրույքում աճում է ինֆլյացիայի դիմաց պարգևավճարը, ինչն էլ կրճատում է իրական շահաբաժինների արժեքը:

Փողի առաջարկի և ներդրողների պորտֆելներում առկա ակտիվների գների միջև ևս առկա է ուղիղ համեմատական կախվածություն: Փողի առաջարկի անսպասելի աճը կամ նվազումը հանգեցնում է ներդրողների պորտֆելներում առկա դրամական միջոցների և ակտիվների շուկայական արժեքների միջև ներդրումային քաղաքականությամբ սահմանված հավասարակշռվածության խախտմանը: Վերոնշյալ հավասարակշռվածությունը վերականգնելու նպատակով ներդրողները փոփոխում են իրենց ակտիվների կառուցվածքը՝ գնելով և վաճառելով որոշակի արժեթղթեր: Սակայն պետք է նշել, որ ներդրողները արձագանքում են դրամական գանգվածի աճի տեմպի փոփոխությանը որոշակի ժամանակային ուշացումով: Ընդ որում, փողի առաջարկի փոփոխությամբ պայմանավորված բաժնետոմսերի գների աճի և նվազման ժամանակային միջակայքերը տարբեր են: Այսպես, ըստ Սպինկելի կատարած հետազոտության բաժնետոմսերի գների աճ կարելի է կախատեսել փողի առաջարկի աճից 15 ամիս անց, մինչդեռ, նվազումը դրսևորվում է համապատասխան ցուցանիշի փոփոխությունից երկու ամիս հետո: Բացահայտելով փողի

առաջարկի և ակտիվների գների միջև առկա կախվածության բնույթը և այդ կապի դրսևորման ժամանակային միջակայքի մեծությունը՝ ակտիվ պրոտֆելային ներդրողները կարող են ապահովել առավել բարձր եկամտաբերություն, քան «գնել և պահել» ռազմավարություն (պասիվ ներդրումային ռազմավարություն) առաջնորդվող ներդրողները⁹⁶:

Որոշ տնտեսագետներ էլ փորձել են գնահատել փողի առաջարկի և բաժնետոմսերի ինդեքսի միջև առկա փոխկապվածությունը՝ որոնելով արդյունավետ ներդրումային ռազմավարությունների իրականացման կանխատեսման գործիքներ: Ըստ կատարված հետազոտության բաժնետոմսերի գնի վրա ազդում են երեք փոփոխականներ՝ շահաբաժինների աճի տեմպը, ոչ ռիսկային տոկոսադրույքի մեծությունը և ռիսկի դիմաց պարգևավճարը, որոնք էլ համապատասխանաբար կոռելացվում են դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների հետ⁹⁷: Ուստի դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների մեծությունների փոփոխությունը ազդում է վերոնշյալ ցուցանիշների փոփոխության, հետևաբար և բաժնետոմսերի գների փոփոխության վրա:

Դիտարկելով դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխազդեցությունը զարգացած երկրներում՝ հետազոտողներ Իոաննիդիսն ու Կոնտինակասը 13 S324 երկրների օրինակով իրականացրած հետազոտությունում ցույց են տվել, որ դրամավարկային քաղաքականությունը էականորեն ազդում է արժեթղթերի շուկայի վրա, և բացի այդ, հիմնավորում են, որ դրամավարկային քաղաքականությունն ակտիվների գներ կապը էական դերակատարում ունի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղիների արդյունավետ գործողության հարցում⁹⁸: Ազդեցությունը դրսևորվում է հետևյալ կերպ՝ դրամավարկային քաղաքականությունը ազդում է արժեթղթերի գների

⁹⁶ Akiwatkar R., "Effect of monetary policy on indian stock market Delhi", LAL BAHADUR SHASTRI INSTITUTE OF MANAGEMENT, January 2014, pp. 17-18

⁹⁷ Homa, K., Jaffe, D., "The Supply of Money and Common Stock Prices", Journal of Finance, December 1971, p. 1046

⁹⁸ Ioannidis, C., Kontonikas, A., "The Impact of Monetary Policy on Stock Prices." Journal of Policy Modeling 30(1), February 2008, pp. 40-50

վրա, ինչն էլ իր հերթին սպառողական ծախսերի (հարստության կամ ակտիվների գների ուղի) կամ ներդրումների (հաշվեկշռային ուղի) փոփոխության միջոցով ազդում է իրական տնտեսության վրա:

Յետազոտողներ Կոնովերը, Ջենսոնն ու Ջոնսոնը դիտարկելով SՅԶԿ 12 երկրների արժեթղթերի շուկաների ցուցանիշների դինամիկան 1956-1995թթ. պնդում են, որ այդ ցուցանիշների դինամիկան կախված է եղել ոչ միայն տեղական դրամավարկային քաղաքականության փոփոխությունից, այլև ԱՄՆ-ում վարվող դրամավարկային քաղաքականությունից⁹⁹:

Զարգացած երկրներում (Եվրոմիության երկրներ, ԱՄՆ) դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի միջև կապի առկայությունը հետազոտել է նաև տնտեսագետ Յուսեփնը: Վերջինս գտնում է, որ ոչ միայն դրամավարկային քաղաքականության գործիքների փոփոխություններն են ազդում արժեթղթերի շուկայի վրա, այլև դրամավարկային քաղաքականության սպասվելիք փոփոխությունների կամ ցուցանիշների հայտարարումը անմիջապես (հայտարարումից 5-10 րոպեի ընթացքում) ազդում է բորսայական ինդեքսների վրա¹⁰⁰: Յուսեփնը առանց նույնիսկ երեք հիմնական ուղի, որով դրսևորվում է այդ ազդեցությունը՝ մեծ թվով ընկերությունների դրամական հոսքերի փոփոխություն, տնտեսական ակտիվության ապագա սպասումներ, ակտիվների գների փոփոխություն:

Իսկ հետազոտողներ Բյորնլանդն ու Լեիտոմոն ևս դիտարկել են դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների փոփոխությունների և արժեթղթերի գների կապը եվրոպական տարածաշրջանի երկրների համար: Վերջիններիս էմպիրիկ հետազոտության համաձայն օվերնայթ տոկոսադրույքի 10 բազիսային կետով աճը հանգեցնում է արժեթղթերի գների 2% անկման, իսկ արժեթղթերի 1% անկումը իր հերթին հանգեցնում է տոկոսադրույքների բազիսային կետով անկման¹⁰¹:

⁹⁹ Conover, M., Jensen, G., Johnson, R., "Monetary Conditions and International Investing," Financial Analysts Journal, 1999, pp. 1357-1381

¹⁰⁰ Hussain, S., "Simultaneous Monetary Policy Announcements and International Stock Markets Response: An Intraday Analysis", Bank of Finland Research Discussion Papers, 2010. p.7

¹⁰¹ Bjørnland, H., Kai Leitemo, "Identifying the Interdependence between US Monetary Policy and the Stock Market", Journal of Monetary Economics, vol 56, 2009, p. 275

Մեկ այլ խումբ հետազոտողներ Էհրմանն ու Ֆրանզերն Էլ դիտարկել են S & P 500 ինդեքսում ներառված ընկերությունների արժեթղթերի և դրամավարկային քաղաքականության նորությունների միջև առկա կախվածությունը և բացահայտել, որ ինդեքսում ներառված արժեթղթերի գները, ինչպես նաև ընկերությունների ֆինանսական ցուցանիշները զգայուն են դրամավարկային քաղաքականության նորությունների նկատմամբ¹⁰²:

Տնտեսագետներ Կասսոլան և Մորանան ավտոմեգրեսիայի մեթոդաբանության, գնաճի հիման վրա դիտարկել են իրական ՅՆԱ-ի, ինֆլյացիայի, M3 ագրեգատի, կարճաժամկետ տոկոսադրույքի, պարտատմսերի եկամտաբերության, բաժնետոմսերի գների փոխազդեցությունը և դիտարկել դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները եվրոպական տարածաշրջանի երկրներում: Հետազոտական աշխատանքում նրանք բացահայտել են, որ դրամավարկային քաղաքականության փոփոխության ազդեցությունը արժեթղթերի գների վրա ժամանակավոր է¹⁰³:

Դիտարկելով զարգացող երկրների արժեթղթերի շուկաների վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը ուսումնասիրող հետազոտողները՝ նշենք, որ հետազոտողներ Բենակուրը, Բուգարան և Ղազուանին դիտարկել են Միջին Արևելքում և Հյուսիսային Աֆրիկայի երկրներում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը արժեթղթերի շուկայի վրա: Վերջիններս կիրառել են ավտոմեգրեսիայի մոդելը և բացահայտել, որ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքների փոփոխությունը Հորդանանի արժեթղթերի շուկայի եկամտաբերության վրա ազդում է 0.2, Օմանում 0.1 բազիսային կետով, մինչդեռ, Բահրեյնում և Սաուդյան Արաբիայում ազդեցությունը չի գերազանցում 0.01 բազիսային կետը: Ինչ վերաբերում է փողի զանգվածի ազդեցությանը արժեթղթերի գների վրա, ապա Թունիսում, Եգիպտոսում և Բահրեյնում փողի զանգվածի

¹⁰² Ehrmann, M., Fratzscher, M., "Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets", European Central Bank Working Paper Series. Working Paper No. 354, 2004, pp. 12-14

¹⁰³ Cassola, N., Morana, C., "Monetary Policy and the Stock Market in the Euro Area", European Central Bank Working Paper Series. Working Paper No. 119, 2002, pp. 5-6

միավոր աճը հանգեցրել է արժեթղթերի գների համապատասխանաբար 0.5, 1.2 և 0.4 միավոր աճի: Ընդ որում, այդ փոփոխությունը դրսևորվել է Եգիպտոսում 1 ամիս հետո, Բահրեյնում 2 ամիս հետո, իսկ Թունիսում 10 ամիս հետո: Ընդհանուր առմամբ, հետազոտողները ցույց են տալիս, որ Բահրեյնում, Օմանում, Յորդանանում և Սաուդյան Արաբիայում դրամավարկային քաղաքականությունը Եականորեն ազդում է արժեթղթերի շուկայի վրա, մինչդեռ, Թունիսում, Մարոկոյում և Եգիպտոսում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունն Եական չէ ¹⁰⁴:

Հետազոտող Յինգ Վոն Էլ դիտարկել է փողի զանգվածի և տոկոսադրույքի ազդեցությունը Սինգապուրի ֆոնդային բորսայի ինդեքսի վրա և բացահայտել, որ փողի առաջարկի փոփոխության ազդեցությունը Եական չէ ինդեքսի վրա, մինչդեռ, տոկոսադրույքի փոփոխությունն ազդում է ինդեքսի փոփոխության վրա կարճաժամկետ հատվածում ¹⁰⁵:

Հետազոտողներ Օլոգունդը, Էլ ումիլադեն և Ասաուլուի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ տոկոսադրույքի ազդեցությունը շուկայական կապիտալացման վրա դրական է, սակայն այդ կապը բավականին թույլ է: Մասնավորապես, ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն գործակիցը կազմել է 0.295, իսկ ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում ստացված R^2 –ն կազմել է 0.087¹⁰⁶: Ինչը նշանակում է, որ կապիտալացման փոփոխությունը միայն 8.7%-ով է պայմանավորված եղել դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքների փոփոխությամբ:

Այսպիսով, տարբեր հետազոտողների աշխատանքների դիտարկումը թույլ տվեց կատարել հետևյալ եզրահանգումները:

Առաջին, տնտեսագետների մոտ չկա միասնական կարծիք արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունների, դրսևորման չափերի վերաբերյալ,

¹⁰⁴ Bennaceur, S., Boughrara, A., Ghazouani, S., "On the Linkage between Monetary Policy and Mena Stock Markets?", 13th Annual Conference of Economic Research Forum (ERF), Kuwait, 2007, pp. 12-15

¹⁰⁵ Wu, Y., "Exchange rates, stock prices, and money markets: evidence from Singapore", Journal of Asian Economics, Elsevier, vol. 12(3), 2001, pp. 454-456.

¹⁰⁶ Ologunde, A., Elumilade, D., Asaolu, T., "Stock Market Capitalization and Interest Rate in Nigeria: A Time Series Analysis", International Research Journal of Finance and Economics, 2006, pp. 154-167

բայց մինևույն ժամանակ, բոլորն էլ միակարծիք են վերոնշյալ ազդեցության առկայության հարցում:

Երկրորդ, դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը արժեթղթերի շուկայի վրա նախևառաջ պայմանավորված է տվյալ երկրի ֆինանսական համակարգի, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի զարգացման աստիճանով:

Ընդհանուր առմամբ, կատարված վերլուծությանն ենթարկելիս տալիս ենթադրելով, որ ոչ միայն առկա է կախվածություն դրամավարկային քաղաքականության գործիքների և բաժնետոմսերի եկամտաբերության միջև, այլև դրամավարկային քաղաքականություն փոփոխությունները ունեն առաջանցիկ ազդեցություն բաժնետոմսերի գների վրա: Այս ամենից կարելի է եզրակացնել, որ մի կողմից ներդրողները, կանխատեսելով դրամավարկային քաղաքականության գործիքների, օրինակ տոկոսադրույքի փոփոխությունը, կարող են բացահայտել նաև բաժնետոմսերից ստացվող ապագա դրամական հոսքերի մեծությունը: Մյուս կողմից էլ երկրի կենտրոնական բանկը փոփոխելով որևէ գործիքի արժեքը կարող է նպաստել երկրում տնտեսական ակտիվության աճին կամ նվազմանը:

**ԳԼՈՒԽ 3. ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ
ԱՂԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԳԼԱՅ ԱՏՈՒՄԸ ԶՅ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՎՐԱ
ԵՎ ԴՐԱ ԲԱՐԵԼ ԱՎՄԱՆ ԿԱՌՈՒ ՑԱԿԱՐԳԵՐԸ**

3.1 Դրամավարկային քաղաքականության շուկայական գործիքների առանձնահատկությունները ԶՅ արժեթղթերի շուկայում

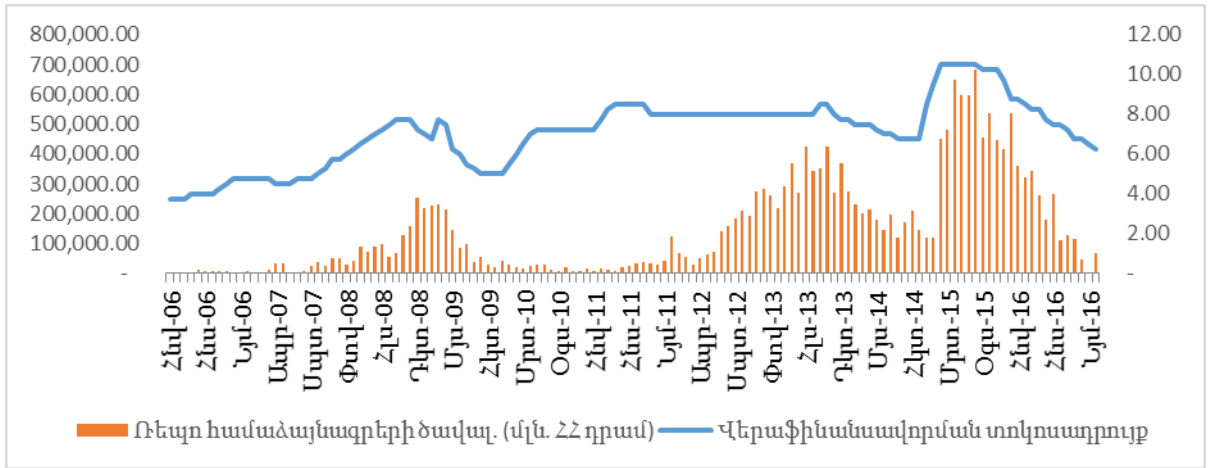
Գործնականում ԶՅ կենտրոնական բանկը ֆինանսական շուկայական կարգավորում է դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներով, որոնց առավել մանրամասն անդրադարձել ենք աշխատանքի երկրորդ գլխում:

ԶՅ կենտրոնական բանկի կողմից առավել հաճախ կիրառվող գործիքները բացահայտելու նպատակով կատարվել է գործիքների պատմական շարքերի վերլուծություն, իսկ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների և ԶՅ արժեթղթերի շուկայական բնութագրող ցուցանիշների միջև փոխադարձ կապը բացահայտելու համար իրականացվել է ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծություն՝ հիմք ընդունելով ԶՅ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի, «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ-ի ինտերնետային կայքերում հրատարակված տվյալներն ու տեղեկագրերը:

ԶՅ կենտրոնական բանկի կողմից առավել հաճախ կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության գործիքը հիմնական վերաֆինանսավորման գործիքն է (ռեպո), որի կիրառումը հանգեցնում է իրացվելիության մակարդակի ավելացմանը: Ռեպո գործիքի միջոցով առևտային բանկերը կենտրոնական բանկին սահմանված գնով վաճառում են պարտատոմսեր՝ գործարքի մարման ամսաթվին դրանք հետ գնելու և սահմանված տոկոսագումար վճարելու պարտավորությամբ, իսկ կենտրոնական բանկը սեփականության իրավունքով ձեռք է բերում պարտատոմսեր՝ մարման ամսաթվին դրանք հետ վաճառելու պարտավորությամբ¹⁰⁷: Գործիքը կիրառվում է 7-օրյա ժամկետով և հնարավորություն է տալ իս

¹⁰⁷ «Չայաստանի Չանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ԶՅ կենտրոնական բանկ, 2011, էջ 6, հասանելի է www.cba.am կայքում

լ ու ծ ե լ իրացվել ի ու թ յ ան հետ կապված կարճ աժամկետ շեղումները: Վերջինս ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից լայն կիրառություն ունի. ռեպր գործառնությունների ծավալի դինամիկան և տոկոսադրույքի փոփոխությունը 2006-2016թթ. ընկած ժամանակահատվածում ամսական կտրվածքով կարելի է դիտարկել ստորև բերված գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 22):



Գծապատկեր 22. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում իրականացված ռեպր գործառնությունների ծավալի և տոկոսադրույքի դինամիկան 2006-2016թթ.¹⁰⁸

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 22-ից, դիտարկվող ամբողջ ժամանակահատվածում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվել են ռեպր գործառնություններ: Ֆինանսական շուկայում դրամական միջոցների ներարկումը ռեպր գործառնությունների միջոցով հիմնականում ավելացել է 2008թ. նոյեմբեր-2009թ. մայիս., 2012թ. հունիս - 2013թ. և ավելի մեծ չափով 2015թ. հունվար – 2016թ. հունվար ամիսներին: Եթե առաջին և վերջին դեպքերում ռեպր գործառնությունների ծավալը ուղեկցվել է ռեպր տոկոսադրույքի աճով, ապա երկրորդ աճի դեպքում ռեպր տոկոսադրույքների աճ գրեթե չի դիտարկվել, բացառությամբ 2013թ. սեպտեմբեր-հոկտեմբեր ամիսների, երբ ռեպր տոկոսադրույքը աճել է 0.5%-ով: Ռեպր գործառնությունների ծավալի (2014թ. հունվարի նկատմամբ աճել է շուրջ 4 անգամ) և ռեպր տոկոսադրույքների կտրուկ աճ արձանագրվել է 2015թ. փետրվար ամսին (ռեպր

¹⁰⁸ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

տոկոսադրույքը կազմել է 10.5%), որն ուղեկցվել է ՀՀ դրամի ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ կտրուկ արժեզրկմամբ:

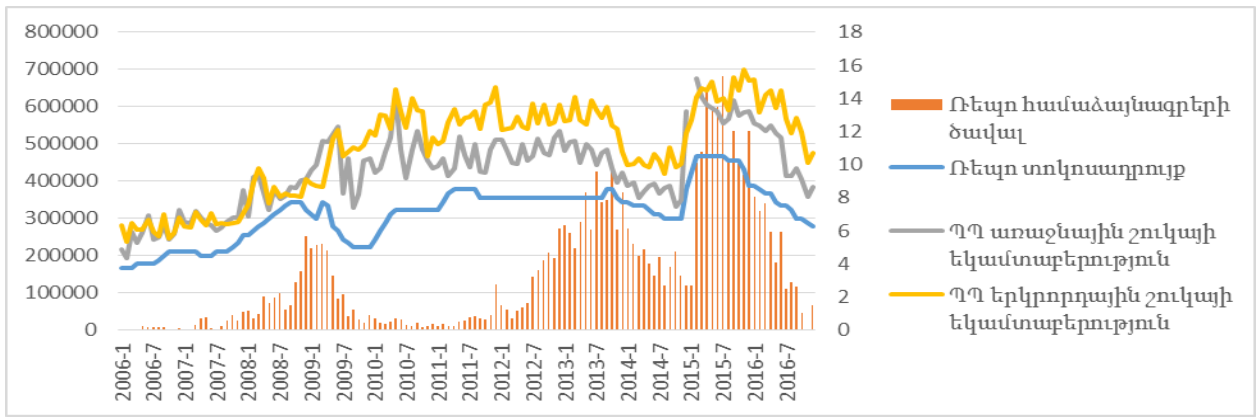
Անդրադառնալով ռեպր համաձայնագրերի ծավալի, տոկոսադրույքի և ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կապին՝ նշենք, որ ռեպր համաձայնագրերի ծավալն ու տոկոսադրույքը էականորեն կոռելյացվում են կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության, պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների հետ: Ընդ որում, կապը ուղիղ համեմատական է (տե՛ս, աղյուսակ 11):

Աղյուսակ 11.

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում իրականացված ռեպր գործառնությունների ծավալի, տոկոսադրույքի և ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

	Բաժնետոմս բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպ. պարտատոմ. բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտ. եկ.	ՊՊ թողարկման ծավալ	ՊՊ առաջն. շուկայ ի եկ.	ՊՊ երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ	ՊՊ երկրորդային շուկայ ի եկ.
Վերաֆինանսավորման տոկոս.	0.01	-0.02	0.53	0.34	0.84	0.29	0.81
Ռեպր համաձայնագրերի ծավալ.	0.00	0.05	0.39	0.17	0.60	0.24	0.52

Ինչպես տեսնում ենք աղյուսակ 11-ից, ամենաբարձր կոռելյացիոն կախվածությունն առկա է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և պետական պարտատոմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկայի տոկոսադրույքների միջև: Վերջինս դրական է և գերազանցում է 0.8-ը: Վերջիններիս միջև առկա նշանակալի կոռելյացիոն կապը առավել պատկերավոր կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 23):



Գծապատկեր 23. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում իրականացված ռեպո գործառնությունների ծավալի, տոկոսադրույքի և պետական պարտատմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների դինամիկան 2006-2016 թթ.¹⁰⁹

Ինչ վերաբերում է ռեպո գործարքների ծավալի, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ազդեցությանը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ալյուսակ 11-ում բերված մյուս ցուցանիշների վրա, ապա համաձայն կոռելյացիոն վերլուծության դրանք նշանակալի չեն:

Դրամավարկային քաղաքականության հաջորդ գործիքը հակադարձ ռեպո գործարքն է, որով առևտրային բանկերը ՀՀ կենտրոնական բանկից սահմանված գնով սեփականության իրավունքով ձեռք են բերում պարտատմսեր՝ գործարքի մարման ամսաթվին դրանք հետ վճարելու պարտավորությամբ, իսկ կենտրոնական բանկը վճարում է պարտատմսեր՝ դրանք մարման ամսաթվին հետ գնելու և սահմանված տոկոսագումար վճարելու պարտավորությամբ¹¹⁰:

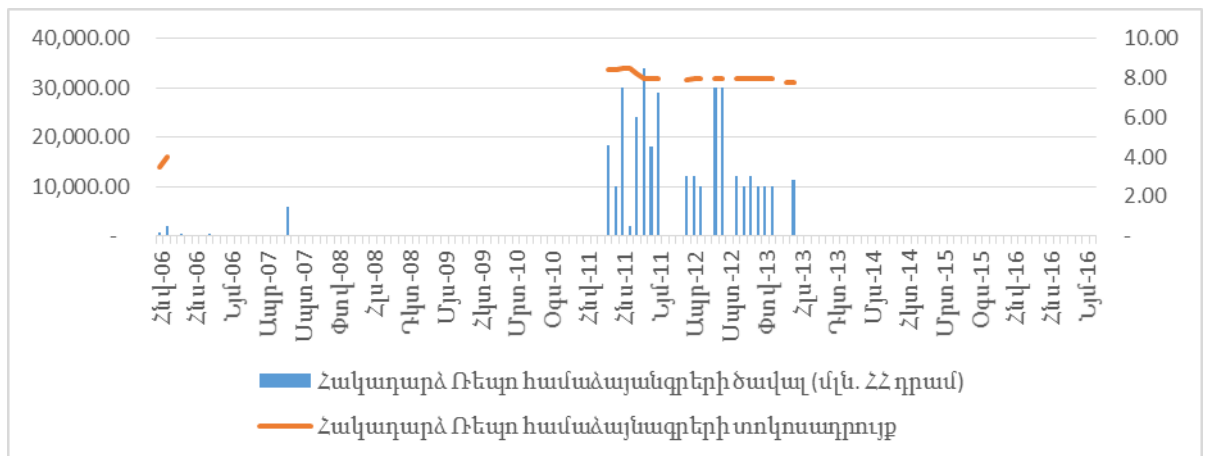
Գործիքը կիրառվում է մինչև 28 օր ժամկետով և հանգեցնում է իրացվելիության մակարդակի կրճատմանը:

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հակադարձ ռեպո գործիքի կիրառման հաճախականությունը բացահայտելու համար դիտարկել ենք վերջինիս ծավալի և տոկոսադրույքի փոփոխության դինամիկաները: Ստորև գծապատկերի միջոցով կարելի է ներկայացնել հակադարձ ռեպո համաձայնագրերի ծավալի և

¹⁰⁹ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

¹¹⁰ «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2011, էջ 7, հասանելի է www.cba.am կայքում

ժամանակահատվածում (տե՛ս, գծապատկեր 24):



Գծապատկեր 24. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում իրականացված հակադարձ ռեպո գործառնությունների ծավալի և տոկոսադրույքի դինամիկան 2006-2016թթ.¹¹¹

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 24-ից, ՀՀ կենտրոնական բանկը հազվադեպ է ֆինանսական շուկայի իրացվել իությունները կրճատում հակադարձ ռեպո համաձայնագրեր կնքելու միջոցով: Գործիքի կիրառման սակավությունը, կարծում ենք, պայմանավորված է նաև ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կողմից ներկայացվող խիստ ցածր պահանջարկով: Բանն այն է, որ ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն իրենց ազատ դրամական միջոցները նախընտրում են օգտագործել միջբանկային ռեպո կամ բորսայի «օվերնայթ» վարկային ռեսուրսների հարթակում, որտեղ տոկոսադրույքները համեմատաբար ավելի բարձր են, քան հակադարձ ռեպո համաձայնագրերի դեպքում է: Հակադարձ ռեպո համաձայնագրեր կնքվել են միայն 2011թ. մարտ - 2013թ. հունիս ամիսների ընթացքում, ընդ որում, որոշակի ընդհատումներով:

Նշված գործիքի սակավ կիրառելիությամբ պայմանավորված, աշխատանքում չի դիտարկվել վերջինիս ազդեցությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների վրա:

Դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիք է նաև արտարժույթի տրամադրման սվոփը, որի միջոցով առաջին քայլի ընթացքում առևտրային բանկերը ՀՀ կենտրոնական բանկին տրամադրում են անկանխիկ ԱՄՆ դոլար (Եվրո) և կենտրոնական

¹¹¹ Գծապատկերնը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

բանկից ներգրավում ՅՅ դրամ, իսկ երկրորդ քայլի ընթացքում նշված միջոցները միևնույն ծավալ ներով հետ են փոխանակվում¹¹²: Գործարքի երկրորդ քայլի ընթացքում տեղի է ունենում նաև սվոփ տոկոսադրույքի համապատասխան դրամային գումարի վճարում, որը սվոփ տոկոսադրույքի դրական լինելու դեպքում վճարում է առևտրային բանկը ՅՅ կենտրոնական բանկին, իսկ սվոփ տոկոսադրույքի բացասական լինելու դեպքում՝ կենտրոնական բանկը առևտրային բանկին: Գործիքը կիրառվում է մինչև 91 օր ժամկետով և հանգեցնում է իրացվելիության մակարդակի ավելացմանը:

Իրացվելիության կրճատման նպատակով ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվում է արտարժույթի ներգրավման սվոփը որի միջոցով, արդեն, նախ, առևտրային բանկերը կենտրոնական բանկից ներգրավում են անկանխիկ ԱՄՆ դոլար (Եվրո) և կենտրոնական բանկին տրամադրում ՅՅ դրամ, ապա նշված միջոցները միևնույն ծավալ ներով հետ են փոխանակվում: Գործարքի երկրորդ քայլի ընթացքում տեղի է ունենում նաև սվոփ տոկոսադրույքին համապատասխան դրամային գումարի վճարում, որը սվոփ տոկոսադրույքի դրական լինելու դեպքում վճարում է կենտրոնական բանկը առևտրային բանկին, իսկ սվոփ տոկոսադրույքի բացասական լինելու դեպքում՝ առևտրային բանկը կենտրոնական բանկին:

Արտարժույթի տրամադրման և ներգրավման սվոփները գրեթե չեն կիրառվում ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից, այն ակտիվորեն կիրառվել է միայն 2006-2007թթ. մարտամիսներին: 2008-2016թթ. ընկած ժամանակահատվածում արտարժույթի տրամադրման սվոփ գործառնություններ իրականացվել են ընդամենը երկու ամիսներին՝ 2008թ. օգոստոսին և 2014թ. դեկտեմբերին: Գործարքները ուղեկցվել են ՅՅ դրամի արժեզրկմամբ, մասնավորապես, 2014թ. դեկտեմբերին ՅՅ դրամը արժեզրկվել է ավելի քան 43 դրամով:

Իսկ ինչ վերաբերում է արտարժույթի ներգրավման սվոփի կիրառելիությանը, ապա այն նույն ժամանակաշրջանում կիրառվել

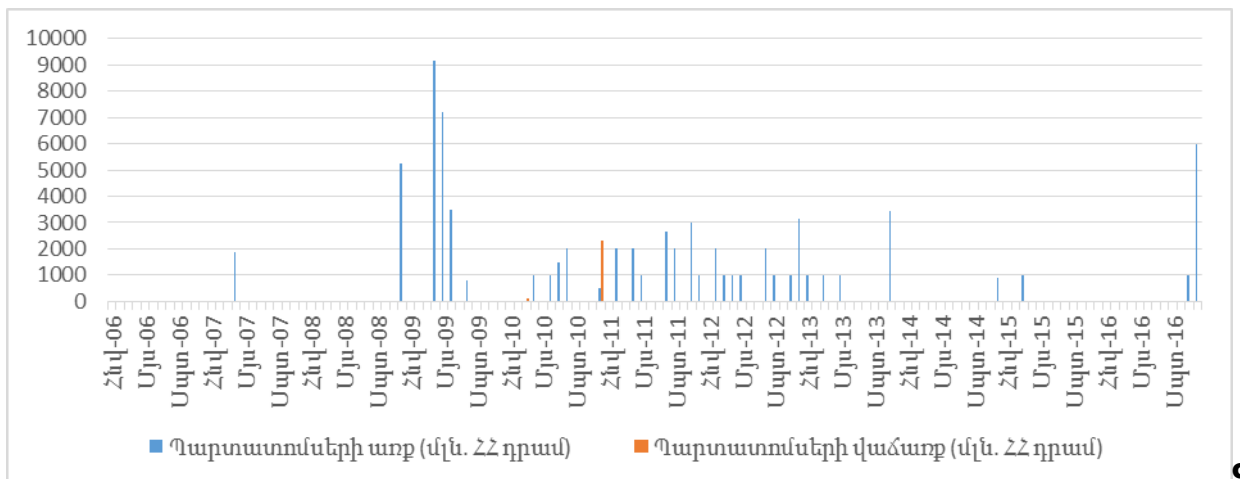
¹¹² «Յայաստանի Յանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ՅՅ կենտրոնական բանկ, 2011, էջ 8, հասանելի է www.cba.am կայքում

Ե 9 ամիսների՝ 2009թ. սեպտեմբեր -դեկտեմբեր ամիսներին, 2010թ. մարտին, 2014թ. դեկտեմբերին և 2015թ. փետրվար, մայիս, հունիս ամիսներին: Գործիքների կիրառելի ու թյուննից կարելի է եզրակացնել, որ այն կիրառվում է հիմնականում ճգնաժամային իրավիճակներում շուկայական անհավասարակշռությանները հարթելու նպատակով:

Այս տեղ ևս արտարժույթի տրամադրման և ներգրավման սվոփերի ազդեցությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների վրա չի դիտարկվել, քանի որ այն սակավ կիրառություն ունի ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից:

Դրամավարկային քաղաքականության հաջորդ գործիքը պարտատմսերի առքն ու վաճառքն է: Պարտատմսերի առքի (վաճառքի) միջոցով ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվում են ՀՀ պետական պարտատմսերի երկրորդային շուկայում պարտատմսերով գործարքները: Գործիքը կիրառվում է երկարաժամկետ տոկոսադրույքի վրա ազդեցության նպատակով:

Դիտարկելով ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից պարտատմսերի առքի և վաճառքի տվյալները 2006-2016թթ.՝ նշենք, որ հետազոտվող ժամանակաշրջանում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից պարտատմսերի վաճառք իրականացվել է միայն 2010թ. մարտ և դեկտեմբեր ամիսներին, իսկ պարտատմսերի առքի գործարքներ համեմատաբար հաճախակի են եղել: ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացված պարտատմսերի առքի և վաճառքի գործարքների դինամիկան 2006-2016թթ. կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 25):



Գ
Ծապարկեր 25. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում

իրականացված պարտատոմսերի առքի և վաճառքի գործառնությունների ծավալները 2006-2016թթ¹¹³

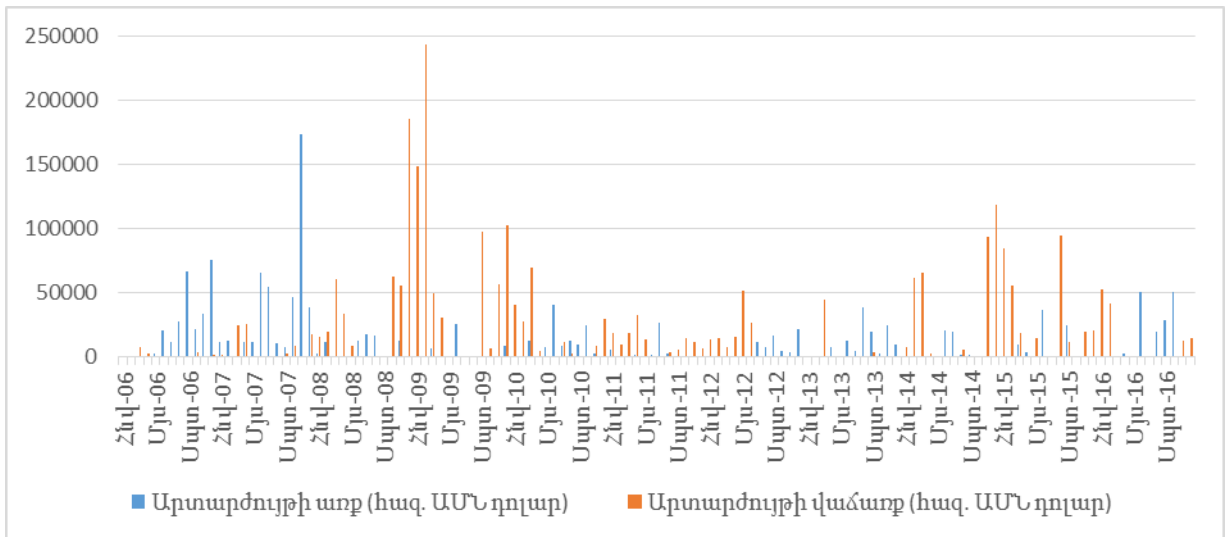
Գծապատկեր 25-ից ակնհայտ է, որ պարտատոմսերի առքը և վաճառքը ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվելիության ներարկման հիմնական գործիք է և շատ հազվադեպ է կիրառվում: Հետևաբար, պարտատոմսերի առքի միջոցով կատարված իրացվելիության ներարկման ծավալները չափազանց փոքր են: Համեմատության համար նշենք, որ 2009թ. ապրիլ ամսին, երբ կատարվել է դիտարկվող ժամանակաշրջանում ամենամեծ ծավալի պարտատոմսերի առքը, ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ռեպո համաձայնագրերի ծավալը գերազանցել է պարտատոմսերի առքին շուրջ 24 անգամ: Այս գործիքների կիրառելիությունից ևս կարելի է եզրակացնել, որ այն նույնպես առավել հաճախ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվում է ճգնաժամային իրավիճակներում:

Հիմք ընդունելով գործիքի սակավ կիրառելիությունը՝ աշխատանքում չի դիտարկվել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող պարտատոմսերի առքի ազդեցությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների վրա:

Շուկայական, մասնավորապես, արտարժույթի շուկայում դիտարկվող, անհավասարակշռությունների հարթեցման գործիք է արտարժույթի առք (վաճառք) գործիքը, որի միջոցով ՀՀ կենտրոնական բանկը ՀՀ ֆինանսական շուկայում իրականացնում է արտարժույթի առք (վաճառք):

Վերոնշյալ գործիքը, ըստ երևույթին, ՀՀ դրամի փոխարժեքի կարգավորման հիմնական գործիքն է: Վերջինիս կիրառելիությունը պարզելու նպատակով դիտարկենք ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից արտարժույթի առքի և վաճառքի դինամիկաները 2006-2016թ. (տե՛ս, գծապատկեր 26):

¹¹³ Գծապատկերները կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա



Գծապատկեր 26. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում իրականացված արտարժույթի առքի և վաճառքի գործառնությունների ծավալները 2006-2016թթ.¹¹⁴

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 26-ից, կան առանձին ամիսներ, երբ ՀՀ կենտրոնական բանկը իրականացրել է միայն առքի կամ միայն վաճառքի գործառնություններ, իսկ որոշ ամիսների էլ ընդհանրապես արտարժույթային ինտերվենցիաներ չեն իրականացվել: Գծապատկերից ակնհայտ է նաև, որ դիտարկվող ժամանակաշրջանում ավելի շատ արտարժույթ վաճառվել է, քան գնվել, ինչից կարող ենք ենթադրել, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը նպատակ է ունեցել կրճատել ու տնտեսությունում առկա դրամական զանգվածը, այդ կերպ զսպելով ՀՀ դրամի փոխարժեքի անկումը: Մասնավորապես, մեծ ծավալի արտարժույթի վաճառքի գործառնություններ են իրականացվել 2008թ. դեկտեմբեր - 2009թ. փետրվար ամիսներին և 2014թ. նոյեմբեր-դեկտեմբեր ամիսներին: Վերջիններս կրկին միտված էին դրամի փոխարժեքի կայունացմանը:

Չնայած արտարժույթի առքի և վաճառքի գործարքները ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվել են դիտարկվող ժամանակաշրջանի ոչ բոլոր ամիսներին, այնուամենայնիվ, հիմք ընդունելով վերջինիս կարևորությունը՝ դիտարկվել է արտարժույթի առքի և վաճառքի ազդեցությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների վրա: Ազդեցությունը գնահատելու համար հաշվարկվել է համապատասխան ցուցանիշների կոռելյացիոն

¹¹⁴ Գծապատկերնը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

կախվածությունները: Արդյունքները ներկայացնենք աղյուսակում (տե՛ս, աղյուսակ 12):

Աղյուսակ 12.

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում իրականացված արտարժույթի առքի ու վաճառքի և ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող գուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

	Բաժնետնումսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտատոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտ. եկ.	Պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ	Պրոնառնայի նշույնի եկամտաբերություն	Պրոնառնայի նշույնի կնքված գործարքների ծավալ	Պրոնառնայի նշույնի եկամտաբերություն
Արտարժույթի առք	0.15	-0.05	-0.35	-0.11	-0.27	-0.02	-0.28
Արտարժույթի վաճառք	0.07	0.53	0.24	-0.05	0.15	-0.08	0.01

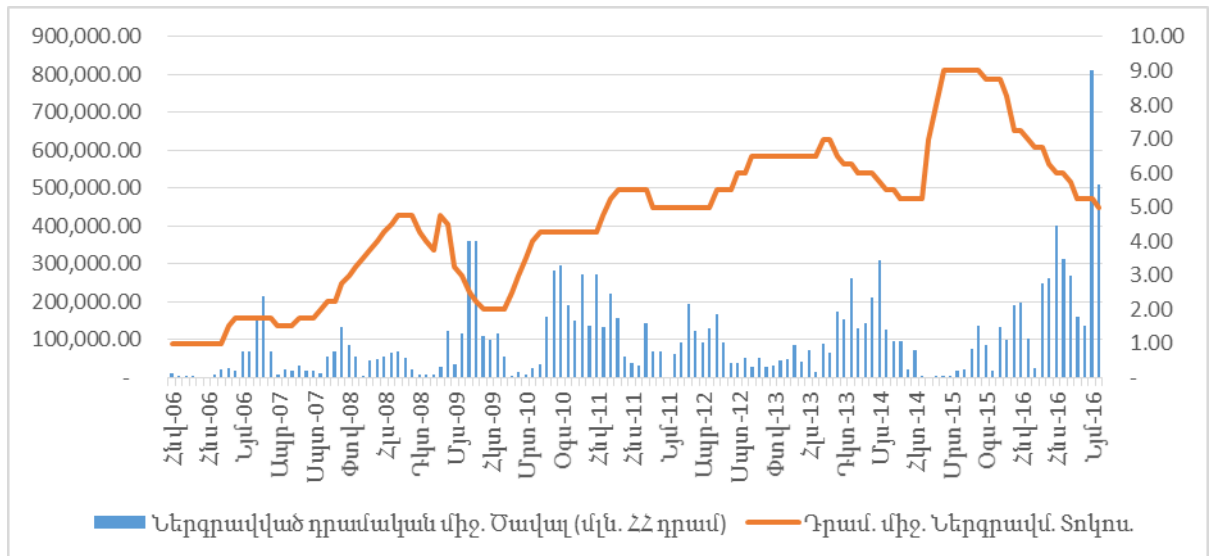
Ինչպես տեսնում են աղյուսակից, ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից արտարժույթի առքի և վաճառքի գործառնությունները չեն ազդում արժեթղթերի շուկայի դիտարկված գրեթե բոլոր գուցանիշների վրա: Կոռելյացոն կապի բացակայությունը կարելի է բացատրել նրանով, որ վերոնշյալ գործիքների կիրառման նպատակը ոչ այնքան ֆինանսական շուկայում իրացվելիության վրա ազդելն է, այլ դրամի փոխարժեքի աճը կամ նվազեցումը, քանի որ տնտեսությունում դրամի ավելացումը (պակասեցումը) ուղեկցվում է արտարժույթի պակասեցմամբ (ավելացմամբ): Նշանակալի ազդեցությունն առկա է միայն արտարժույթի վաճառքի և կորպորատիվ պարտատոմսերի բորսայական գործարքների ծավալի միջև, թերևս, պայմանավորված արտարժույթային կորպորատիվ պարտատոմսերի աճող տեսակարար կշռով: Վերոնշյալ կապը ուղիղ համեմատական է և ըստ համապատասխան գուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծության կազմում է 0.53:

Դրամավարկային քաղաքականության կարևորագույն գործիքներից է դրամական միջոցների ներգրավում (ավանդ) գործարքը, որով կենտրոնական բանկը գործարքի կատարման ամսաթվին առևտրային բանկերից ներգրավում է դրամական միջոցներ՝ գործարքի մարման ամսաթվին դրանք վերադարձնելու և սահմանված տոկոսագումար վճարելու պարտավորությամբ¹¹⁵:

¹¹⁵ «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2011, հասանելի է www.cba.am կայքում

Գործիքը կիրառվում մինչև 1 օր ժամկետով և հանգեցնում է իրացվել իու թյ ան մակարդակի կրճատմանը:

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից դրամական միջոցների ներգրավման գործարքի կիրառել իու թյ ան աստիճանը բացահայ տել ու նպատակով դիտարկենք դրամական միջոցների ներգրավման գործարքների ծավալ ի և տոկոսադրույ թի դինամիկան 2006-2016 թթ. ընկած ժամանակահատվածում (տե՛ս, գծապատկեր 27):



Գծապատկեր 27. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում ներգրաված դրամական միջոցների ծավալ ի և տոկոսադրույ թի դինամիկան 2006-2016 թթ.¹¹⁶

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 27-ից, վերոնշյալ գործիքը լայնորեն կիրառվում է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից՝ գործիքի միջոցով դրամական միջոցներ ներգրավվել է դիտարկված ողջ ամիսների ընթացքում: Ըստ երևույթին, սա հանդիսանում է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվել իու թյ ան մակարդակի կրճատման ամենահիմնական գործիքը: Վերջինս կենտրոնական բանկի կողմից լայնորեն կիրառվում է այն պատճառով, որ հնարավորություն է տալ իս հակադարձ ռեպո համաձայնագրերի համեմատ դրամական միջոցներ ներգրավել ավելի ցածր տոկոսադրույ թով: Սակայն հարկ է նշել, որ դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույ թը մինչև 2015թ. հուլիսը գերազանցապես աճել է, ապա Եականորեն նվազել:

¹¹⁶ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

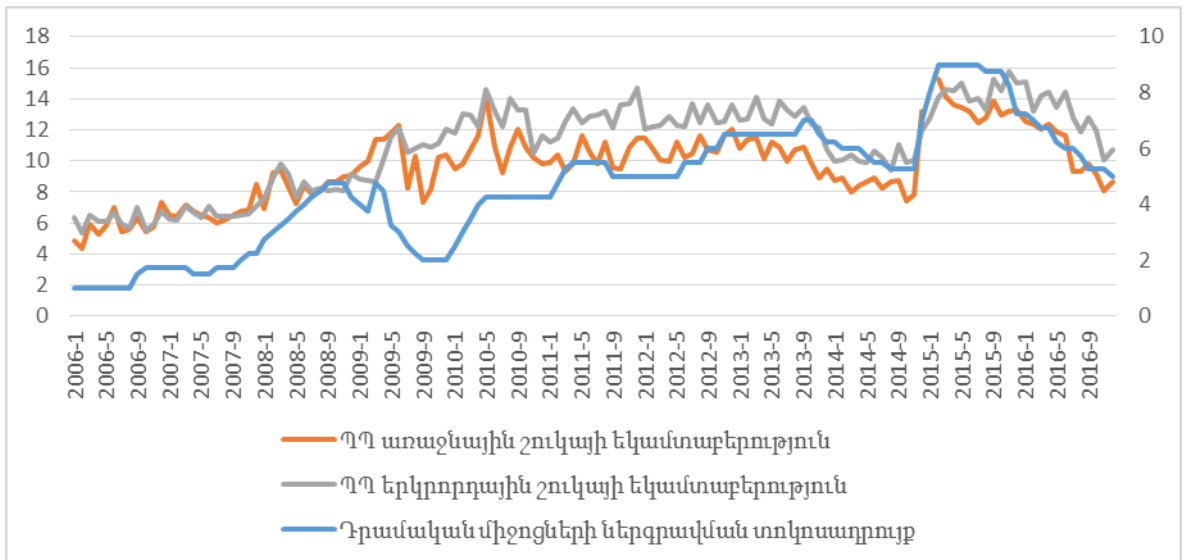
Անդրադառնալով դրամական միջոցների ներգրավման ծավալի ու տոկոսադրույքի և ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կապին՝ նշենք, որ դրամական միջոցների ներգրավման ծավալն Էականորեն կոռելյացվում է պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի հետ, իսկ դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքը՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների հետ (տե՛ս, աղյուսակ 13):

Աղյուսակ 13.

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում դրամական միջոցների ներգրավման ծավալի ու տոկոսադրույքի և ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

	Բաժնետոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտատոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտ. եկ.	ՊՊ թողարկման ծավալ	ՊՊ առաջնային շուկայի եկամտաբերություն	ՊՊ երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ	ՊՊ երկրորդային շուկայի եկամտաբերություն
Ներգրավված դրամական միջ. ծավալ	0.20	0.24	0.12	0.54	0.06	0.40	0.17
Դրամ. միջ. ներգրավմ. Տոկոս.	0.08	0.03	0.55	0.42	0.79	0.40	0.79

Ինչպես տեսնում ենք աղյուսակ 13-ից, վերոնշյալ աղյուսակից բոլոր կախվածություններն ուղիղ համեմատական են, ընդ որում, առավել ուժեղ կախվածությունը դրսևորվում է դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի և պետական պարտատոմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների միջև: Վերջիններիս միջև առկա կապը առավել պատկերավոր կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 28):



Գծապատկեր 28. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի և սխեմային պարտատմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկաների եկամտաբերությունների դինամիկաները 2006-2016թթ.¹¹⁷

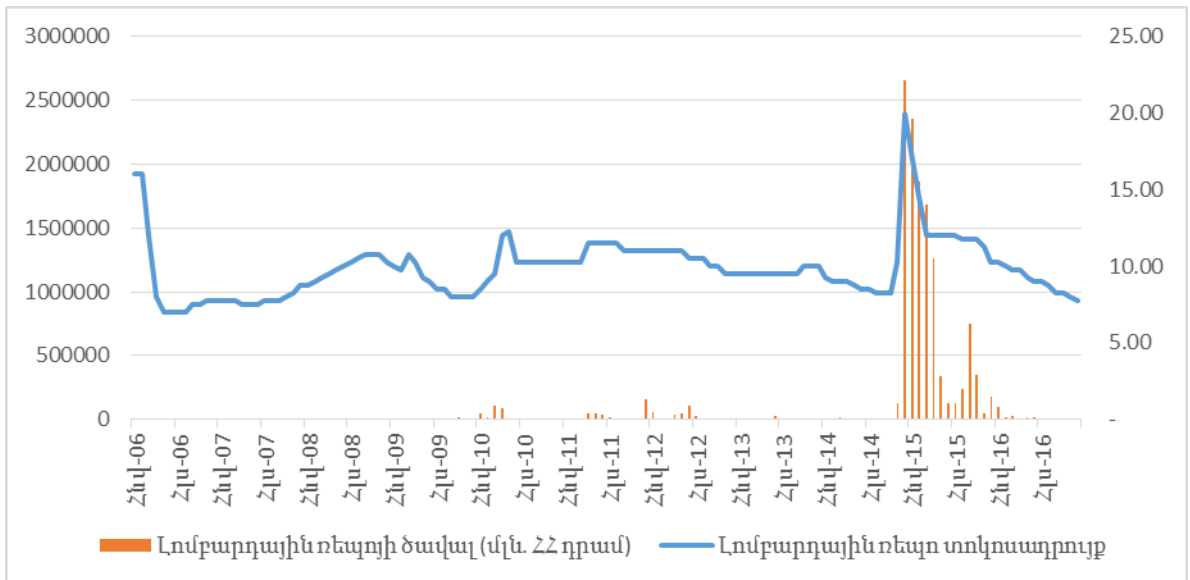
Ինչ վերաբերում է ներգրավված միջոցների և ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների միջև առկա կապին, ապա այն նշանակալի է:

Դրամավարկային քաղաքականության մշտական հնարավորության գործիքներից է նաև լոմբարդային ռեպոն, որով առևտային բանկերը ՀՀ կենտրոնական բանկին շուկայական գնով վաճառում են պարտատմսեր՝ գործարքի մարման օրը դրանք հետ գնելու և սահմանված տոկոսագումար վճարելու պարտավորությամբ, իսկ կենտրոնական բանկը սեփականության իրավունքով ձեռք է բերում պարտատմսեր՝ մարման օրը դրանք հետ վաճառելու պարտավորությամբ¹¹⁸:

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից լոմբարդային ռեպո գործարքի կիրառելիության աստիճանը բացահայտելու նպատակով դիտարկենք վերջինիս ծավալի և տոկոսադրույքի դինամիկան 2006-2016 թթ. ընկած ժամանակահատվածում (տե՛ս, գծապատկեր 29):

¹¹⁷ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

¹¹⁸ «Հայ աստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2011, էջ 14, հասանելի է www.cba.am կայքում



Գծապատկեր 29. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում կնքված լոմբարդային ռեպ գործարքների ծավալի և տոկոսադրույքի դինամիկան 2006-2016թթ.¹¹⁹

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 29-ից, լոմբարդային ռեպ գործիքը առավել հաճախ կիրառվել է 2009թ.-ից սկսած՝ առավել մեծ ծավալով կիրառվելով 2014թ. դեկտեմբեր - 2015թ. ապրիլ ամիսներին: Գործարքների մեծ ծավալը ուղեկցվել է տոկոսադրույքների կտրուկ բարձացմամբ, ապա իջեցմամբ: Գործիքի կիրառումը այդ ժամանակահատվածում նպատակ ուներ նավթի գների անկմամբ պայմանավորված ճգնաժամային իրավիճակում կայունացնել ՀՀ դրամի փոխարժեքը: Լոմբարդային ռեպ գործիքը քանակային առումով սակավ է կիրառվում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից, սակայն մեծ են վերջինիս կիրառման ծավալները, մասնավորապես, 2014թ. նոյեմբեր - դեկտեմբեր ամիսներին ՀՀ դրամի փոխարժեքի անկումը մեղմելու համար կնքված գործարքների ծավալը կազմել է դիտարկված ամբողջ ժամանակաշրջանի լոմբարդային ռեպ գործառնությունների ծավալի շուրջ 74%-ը:

Դժվար է գնահատել լոմբարդային ռեպ գործառնությունների ծավալի և արժեթղթերի շուկայի միջև առկա կապը պայմանավորված գործիքի սակավ կիրառելիությամբ, սակայն հնարավոր է բացահայտել լոմբարդային ռեպ տոկոսադրույքի և ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող տոկոսային ցուցանիշների միջև առկա կապը:

¹¹⁹ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

Վերլուծության արդյունքները կարելի է ներկայացնել աղյուսակի միջոցով (տե՛ս, աղյուսակ 14):

Աղյուսակ 14.

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում կնքված լոմբարդային ռեպ գործիքի ծավալի, տոկոսադրույքի և ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

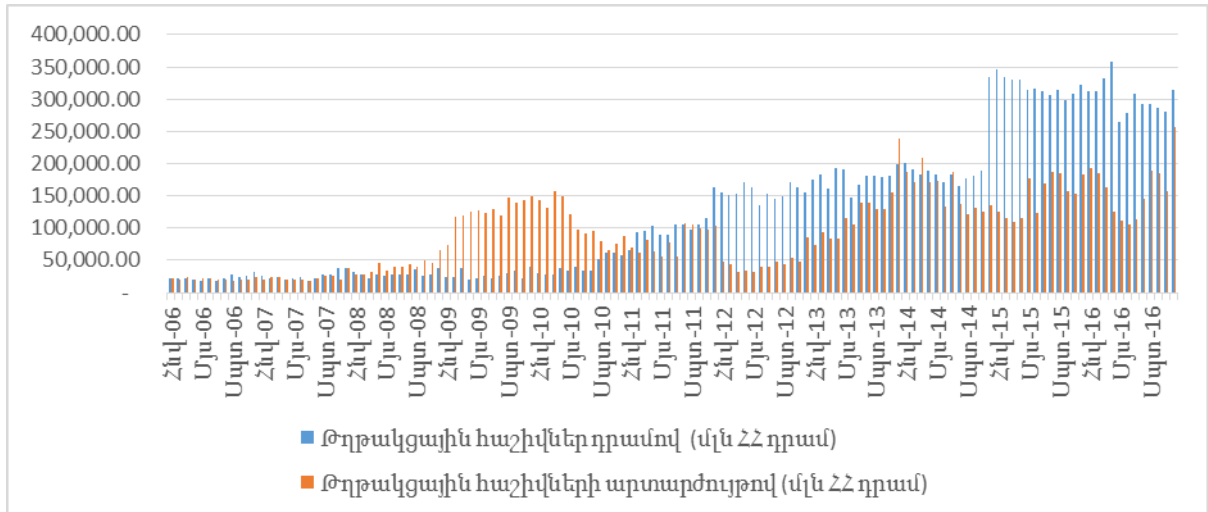
	Բաժնետն մսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտատոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտ.	Պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ	Պրամաքսային շուկայի եկամտաբերություն	Պրերկորորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ	Պրերկորորդային շուկայի եկամտաբերություն
Լոմբարդային ռեպ տոկոսադրույք	0.04	0.14	0.13	-0.02	0.51	-0.01	0.19

Վերլուծության համաձայն լոմբարդային ռեպ տոկոսադրույքը էականորեն կոռելացված է միայն պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի եկամտաբերության հետ, ընդ որում, կապն ուղիղ համեմատական է: Լոմբարդային ռեպ տոկոսադրույքի աճն, ըստ երևույթին, միտված է ինտելոգ ՀՀ դրամի փոխարժեքի անկումը մեղմելուն, անուղղակիորեն նպաստում է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության բարձրացմանը: ՀՀ կենտրոնական բանկը, լոմբարդային ռեպ տոկոսադրույքի բարձրացման միջոցով նպատակ ունենալով սահմանափակել շուկայի մասնակիցների կողմից ՀՀ դրամի լայնածավալ ներգրավումը (ըստ երևույթին, վերջինս իրականացվում է ԱՄՆ դոլար ձեռքբերելու նպատակով) անուղղակիորեն ստիպում է վաճառել պետական պարտատոմսերը, ինչն էլ հանգեցնում է վերջիններիս եկամտաբերության բարձրացմանը: Ասվածը լավագույնս երևում է 2014թ. դեկտեմբերին, երբ լոմբարդային ռեպ տոկոսադրույքի կտրուկ աճը ուղեկցվել է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կտրուկ աճով:

ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության իրականացման կարևոր գործիք է նաև պարտադիր պահուստավորումը, որի շրջանակներում առևտրային բանկերը պարտավորվում են ներգրավված միջոցների որոշակի մասը պահուստավորել ՀՀ կենտրոնական բանկում:

Պարտադիր պահուստավորման քաղաքականության փոփոխության արդյունքում փոփոխվում է ՀՀ կենտրոնական բանկում դրամային և

արտարժույթային թղթակցային հաշիվների մնացորդները՝ այդ կերպ ավելացնելով կամ պակասեցնելով առևտրային բանկերի իրացվելիությունը: ՀՀ կենտրոնական բանկի պահուստավորման քաղաքականությունն իր արտացոլումն է գտնում հենց դրամային և արտարժույթային թղթակցային հաշիվների մնացորդների միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 30):



Գծապատկեր 30. ՀՀ կենտրոնական բանկում առևտրային բանկերի դրամով և արտարժույթով թղթակցային հաշիվների մնացորդների դինամիկան 2006-2016թթ.¹²⁰

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 30-ից, թղթակցային հաշիվներում մնացորդները դիտարկվող ժամանակաշրջանում որոշակի տատանումներով հանդերձ, աճման միտում ունեն, ընդ որում, առավել կտրուկ աճը արձանագրվել է 2008թ. դեկտեմբեր և 2014թ. դեկտեմբեր ամիսներին: Նպատակը ՀՀ դրամի փոխարժեքի կայունացումն էր: Ինչ վերաբերում է դրամով և արտարժույթով թղթակցային հաշիվների մնացորդների հարաբերակցությանը, ապա մինչև 2011թ. հունվար ամիսը արտարժույթով թղթակցային հաշիվների մնացորդները հիմնականում գերազանցել են դրամով թղթակցային հաշիվների մնացորդներին, իսկ 2011թ. հունվարից հետո դրամով պահուստավորված միջոցները էականորեն գերազանցել են արտարժույթով պահուստավորված միջոցներին:

Կոռելյացիոն վերլուծության միջոցով գնահատվել է նաև ՀՀ դրամով և արտարժույթով թղթակցային հաշիվների մնացորդների

¹²⁰ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

ազդեցութիւնը ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների վրա, համաձայն որի, ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներում մնացորդները առավել ուժեղ են կոռելացված ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների հետ (տե՛ս, աղյուսակ 15):

Աղյուսակ 15.

ՀՀ կենտրոնական բանկում առևտրային բանկերի ՀՀ դրամով և արտարժույթով թղթակցային հաշիվների մնացորդները և ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների կոռելյացիոն կախվածությունները

	Բաժնետոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտատոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտ. եկ.	Պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ	ՊՊ առաջնային շուկայի եկամտաբերություն	ՊՊ երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ	ՊՊ երկրորդային շուկայի եկամտաբերություն
Թղթակցային հաշիվների ՀՀ դրամով մնացորդը ԿԲ-ում	0.16	0.10	0.53	0.56	0.60	0.58	0.65
Թղթակցային հաշիվների արտարժույթով մնացորդը ԿԲ-ում	0.20	0.38	0.47	0.50	0.49	0.36	0.57

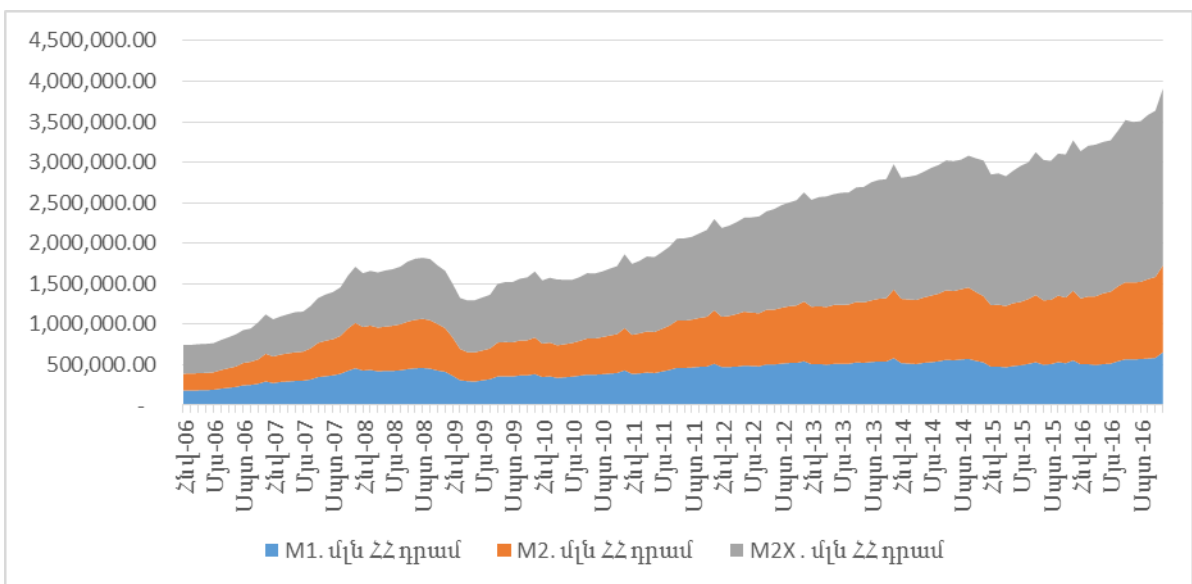
Աղյուսակ 15-ում բերված տվյալների համաձայն, թղթակցային հաշիվների արտարժույթային մնացորդը էականորեն կոռելացված է պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի և պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի եկամտաբերության հետ: Ինչ վերաբերում է թղթակցային հաշիվների դրամային մնացորդին, ապա այն կոռելացված է առավել մեծ թվով ցուցանիշների հետ, այդ թվում՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերություն, պետական պարտատոմսերի թողարկման և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ, պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկայի եկամտաբերություն: Բոլոր փոխկապվածությունները դրական են, ընդ որում, ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների մնացորդները առավել ուժեղ կոռելացվում են պետական պարտատոմսերի շուկայի հետ, ընդ որում, կապը նշանակալի է պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող բոլոր ցուցանիշների դեպքում: Վերջինս, թերևս, պայմանավորված է

Նրանով, որ թղթակցային հաշիվների մնացորդների փոփոխությունը առևտրային բանկերի մոտ առաջացնում է իրացվելիության փոփոխություն, որն էլ իր արտացոլումն է գտնում պետական պարտատոմսերի շուկայում բանկերի ակտիվության մեջ: Հաշվի առնելով, որ առևտրային բանկերն էլ պետական պարտատոմսերի շուկայի հիմնական մասնակիցներից են, վերջիններիս իրացվելիության փոփոխությունը իր անմիջական ազդեցությունն է թողնում պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա:

Ակնհայտ է, որ դրամավարկային քաղաքականության գործիքները հիմնականում միտված են շուկայում իրացվելիության ներարկմանը կամ կրճատմանը: Վերոնշյալ գործիքների կիրառման արդյունքում փոխվում է տնտեսությունում առկա փողի զանգվածը:

ՀՀ-ում փողի զանգվածը կազմվում է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից՝ կենտրոնական բանկի և առևտրային բանկերի հաշվեկշռային տվյալների հիման վրա: Վերջինս դրսևորվում է փողի ագրեգատներում, որոնք ՀՀ-ում ըստ իրացվելիության աստիճանի դասակարգվում են շրջանառությունում կանխիկ դրամ՝ M0, դրամային նեղ զանգված՝ M1, դրամային լայն զանգված՝ M2, Փողի լայն զանգված՝ M2X¹²¹:

Փողի ագրեգատների դինամիկան 2006-2016թթ. կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով (տե՛ս, գծապատկեր 31):



¹²¹ «Փողի ագրեգատների էությունը և կիրառման շրջանակները», ՀՀ կենտրոնական բանկ, հասանելի է www.cba.am կայքում

Գծապատկեր 31. Փողի ագրեգատների դինամիկան 2006-2016թթ.¹²²

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 31-ից, ՀՀ կենտրոնական բանկը դիտարկվող ժամանակաշրջանում իր անուղղակի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների միջոցով հիմնականում նպաստել է փողի զանգվածի ավելացմանը: Դիտարկվող ժամանակաշրջանում փողի առաջարկը կտրուկ նվազել է միայն ճգնաժամային տարիներին՝ 2008թ. վերջ - 2009թ. սկզբին: Դրամական զանգվածի կրճատման նպատակը գնաճի զսպումն էր:

Գծապատկերից տեսնում ենք, որ փողի ագրեգատների աճի տեմպերը ավելանում են վերջիններիս իրացվել ի ունեցած կրճատմանը զուգահեռ:

Փողի ագրեգատների և ՀՀ դրամի փոխարժեքի միջև հաշվարկված կոռելյացիոն վերլուծության արդյունքներն ունեն հետևյալ տեսքը (տե՛ս, աղյուսակ 16):

Աղյուսակ 16.

Փողի ագրեգատների և ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

	Բաժնետնամ սերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտատոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ	Կորպորատիվ պարտ. եկ.	Պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ	ՊՊ առաջնային շուկայի եկամտաբերություն	ՊՊ երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ	ՊՊ երկրորդային շուկայի եկամտաբերություն
M1	0.16	0.05	0.36	0.53	0.51	0.56	0.63
M2	0.20	0.11	0.41	0.59	0.49	0.61	0.60
M2X	0.20	0.14	0.53	0.63	0.57	0.63	0.68

Կոռելյացիոն վերլուծության արդյունքում պարզ է դառնում, որ փողի ագրեգատները էականորեն ազդում են միայն ՀՀ արժեթղթերի շուկայի պետական հատվածի վրա, բացառությամբ M2X-ի և կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության միջև դրսևորվող նշանակալի կապի, ինչը, թերևս, M2X-ում առկա արտարժույթային միջոցների և արտարժույթային կորպորատիվ պարտատոմսերի բարձր տեսակար կշռի արդյունք է: Դիտարկվող ուղիղ համեմատական կապերից էլ կարելի է հետևություններ անել, որ չնայած տնտեսությունում փողի զանգվածի աճը նպաստում է պետական պարտատոմսերի շուկայի ակտիվացմանը, այն է՝ մեծանում են

¹²² Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

թողարկման և գործարքների ծավալները, փողի զանգվածի աճը նախատում է նաև պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների աճին, ինչը կարող է խոչընդոտ հանդիսանալ պետական, արտամղման և ֆֆեկտի հաշվին նաև կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացման համար:

Բացահայտելու համար, թե դրամավարկային քաղաքականության որ գործիքներն են անուղղակիորեն փողի ագրեգատների միջոցով ազդում ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների վրա, հաշվարկվել են նաև փողի ագրեգատների և դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները: Վերլուծության արդյունքները կարելի է ներկայացնել աղյուսակի միջոցով (տե՛ս, աղյուսակ 17):

Աղյուսակ 17.

Փողի ագրեգատների և դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

	M1	M2	M2x
Ռեպր համաձայնագրերի ծավալ	0.528964	0.594847	0.644475
Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.703057	0.682598	0.695582
Լոմբարդային ռեպոյի ծավալ	-0.00901	0.101933	0.179645
Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	0.149615	0.15706	0.206993
Ներգրավված դրամական միջ. ծավալ	0.315989	0.353576	0.371576
Դրամ. միջ. ներգրավմ. Տոկոս.	0.794741	0.815448	0.842612
Արտարժույթի առք	-0.1299	-0.11505	-0.15465
Արտարժույթի վաճառք	-0.00829	0.030421	0.026853
Չակադարձ Ռեպր համաձայնագրերի ծավալ	0.516814	0.459095	0.432722
Չակադարձ Ռեպր համաձայնագրերի տոկոսադրույք	0.562776	0.453916	0.374883
Արտարժույթի տրամադրման ՍՎՈՓ-ի ծավալ	0.756244	0.837039	0.967564
Արտարժույթի տրամադրման ՍՎՈՓ-ի տոկոսադրույք	0.75154	0.831962	0.964616
Արտարժույթի ներգրավման ՍՎՈՓ-ի ծավալ	0.022314	0.030524	0.000443
Արտարժույթի ներգրավման ՍՎՈՓ-ի տոկոսադրույք	0.208496	0.211581	0.222007

Պարտատոմսերի առք	-0.27752	-0.19957	-0.20099
------------------	----------	----------	----------

Հիմնվելով աղյուսակ 17-ի տվյալների վրա և նշանակալիություն մակարդակ ընդունելով ± 0.5 -ը՝ կարող ենք նշել, որ փողի բոլոր 3 ագրեգատների վրա նշանակալիորեն ազդում են ռեպր համաձայնագրերի ծավալն ու տոկոսադրույքը, դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքը, արտարժույթի տրամադրման սվոփերի ծավալն ու տոկոսադրույքը: Ընդ որում, վերոնշյալ բոլոր գործոնների ազդեցությունը դրական է, այսինքն, գործոնների աճը հանգեցնում է փողի ագրեգատների աճին: Փողի M1 ագրեգատի վրա նշանակալի է նաև հակադարձ ռեպր համաձայնագրերի ծավալի և տոկոսադրույքի ազդեցությունը:

Ինչ վերաբերում է դրամավարկային քաղաքականության մյուս գործիքներին, ապա վերջիններիս ազդեցությունը փողի ագրեգատների վրա նշանակալի չէ:

Ընդհանրացնելով կատարված հետազոտության արդյունքները՝ կարող ենք կատարել հետևյալ եզրակացությունները.

Առաջին, ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվելիության ներարկման նպատակով առավել կիրառելի են ռեպր, լոմբարդային ռեպր, արտարժույթի առք գործիքները, իսկ իրացվելիության կրճատման նպատակով դրամական միջոցների ներգրավում, արտարժույթի վաճառք դրամավարկային քաղաքականության գործիքները:

Երկրորդ, իրականացված կոռելյացիոն վերլուծության համաձայն ՀՀ բաժնետոմսերի շուկան, ըստ երևույթին, չի ենթարկվում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությանը, ինչը, թերևս պայմանավորված է շուկայի թերզարգացվածությամբ՝ ավելի կոնկրետ բորսայական գործարքների բացակայությամբ:

Երրորդ, ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը կոռելյացիոն վերլուծության համաձայն ազդում է ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա, մասնավորապես, վերջիններիս եկամտաբերության վրա: Կորպորատիվ պարտատոմսերի վրա նշանակալի է վերաֆինանսավորման և դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի, ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների ազդեցությունը: Իսկ ինչ վերաբերում է կորպորատիվ

պարտատոմսերի բորսայ ական գործարքների ծավալին, ապավերջինիս վրա էականորեն ազդում են միայն արտարժույթի վաճառքի գործառնությունները: Ընդ որում, դիտարկված բոլոր ազդեցությունները ուղիղ համեմատական են:

Չորրորդ, ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցությունը առավել ուժեղ դրսևորվում է արժեթղթերի շուկայի պետական հիատվածի վրա, ընդ որում, առավել ցայտուն է եկամտաբերության ցուցանիշների վրա ազդեցությունը: Այսպես, պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների վրա նշանակալի են ռեպո համաձայնագրերի ծավալի, տոկոսադրույքի, դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի, լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքի (միայն առաջնային շուկայի եկամտաբերության դեպքում), ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների մնացորդի ազդեցությունը: Իսկ ինչ վերաբերում է պետական պարտատոմսերի թողարկման և բորսայ ական գործարքների ծավալների վրա դրսևորվող ազեցությանը, ապավերջիններիս վրա ազդում են դրամական միջոցների ներգրավման գործարքների ծավալը, ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների (միայն թողարկման ծավալի դեպքում, որը կոռելացվում է նաև արտարժույթով թղթակցային հաշիվների մնացորդի հետ) մնացորդը: Ընդ որում, դիտարկված բոլոր ազդեցությունները ուղիղ համեմատական են:

Հինգերորդ, տնտեսությունում առկա փողի զանգվածն իր ազդեցությունն է թողնում միայն պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա, իսկ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի մյուս հատվածների վրա այն նշանակալի չէ: Վերջինս հիմնավորում են փողի ազրեգատների և արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների կոռելացիոն վերլուծության արդյունքները: Փողի ազրեգատների և դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կոռելացիոն վերլուծության արդյունքում էլ պարզվեց, որ բացի ռեպո համաձայնագրերի ծավալից, տոկոսից և դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքից, փողի ազրեգատների վրա նշանակալի է նաև արտարժույթի տրամադրման սվոփի ծավալի և տոկոսադրույքի ազդեցությունը, ինչից կարող ենք հետևությունն անել, որ

վերջիններս փողի ագրեգատների միջոցով կազդեն նաև պետական պարտատոմսերի շուկայի ցուցանիշների վրա:

3.2 ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության գնահատումը

Արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության վերաբերյալ կատարվել են բազմաթիվ հետազոտություններ, սակայն տնտեսագետների մոտ չկամիասնական կարծիք արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունների, դրսևորման չափերի վերաբերյալ, բայց միևնույն ժամանակ, բոլորն էլ միակարծիք են վերոնշյալ ազդեցության առկայության հարցում: Այդ թեմայով կատարված վերլուծությունները հիմնականում նշում են, որ զսարդ դրամավարկային քաղաքականությունը կրճատում, իսկ ընդլայնող դրամավարկային քաղաքականությունը ավելացնում է արժեթղթերի շուկայում ինչպես ընթացիկ, այնպես էլ սպասվող եկամուտները:

Հետազոտողները փաստում են նաև, որ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը արժեթղթերի շուկայի վրա նախևառաջ պայմանավորված է տվյալ երկրի ֆինանսական համակարգի, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի զարգացման աստիճանով:

Հիմք ընդունելով միջազգային պրակտիկայում վերոնշյալ թեմայով կատարված հետազոտությունները՝ սույն աշխատանքում գնահատվել են ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության հետևանքները, ինչը բացահայտելու նպատակով իրականացվել է համապատասխան ցուցանիշների ռեգրեսիոն վերլուծություն:

Որպես ՀՀ արժեթղթերի շուկայի բնութագրող ցուցանիշներ հիմք են ընդունվել հետևյալ ցուցանիշները.

1. բաժնետոմսերի շուկայի բնութագրող ցուցանիշներ.

- բաժնետոմսերով կնքված բոլոր այսպիսի գործարքների ծավալ,

2. կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներ.

- կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված բորսայական գործարքների ծավալ ,
- կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների միջին եկամտաբերունակություն ,

3. պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներ .

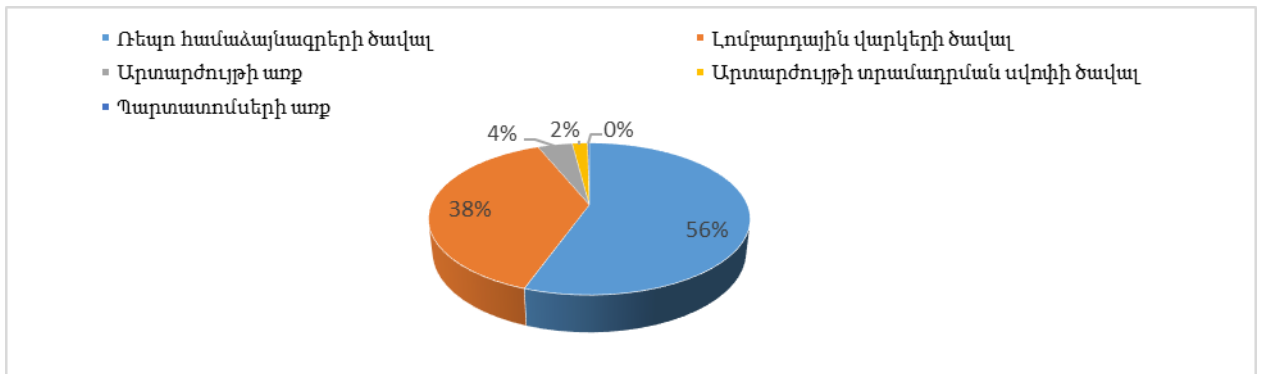
- պետական պարտատոմսերով բորսայական գործարքների ծավալ ,
- պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ ,
- պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի եկամտաբերունակություն ,
- պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ ,
- պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի եկամտաբերունակություն :

Որպես դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշներ հիմք են ընդունվել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայի վրա ազդեցություն անուղղակի գործիքները¹²³:

Նախքան գործունային վերլուծության իրականացումը, բացահայտենք, թե ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվելիություն ավելացման և կրճատման նպատակով ինչ դրամավարկային քաղաքականության գործիքներ են կիրառվում և որոնք են առավել հաճախ կիրառվող գործիքները :

Նախ անդրադառնանք ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվելիություն ավելացման համար կիրառվող գործիքներին և դրանց տեսակարար կշիռներին՝ հիմք ընդունելով 2006-2016թթ. գործիքների միջոցով իրականացված գործառնությունները (տե՛ս, գծապատկեր 32):

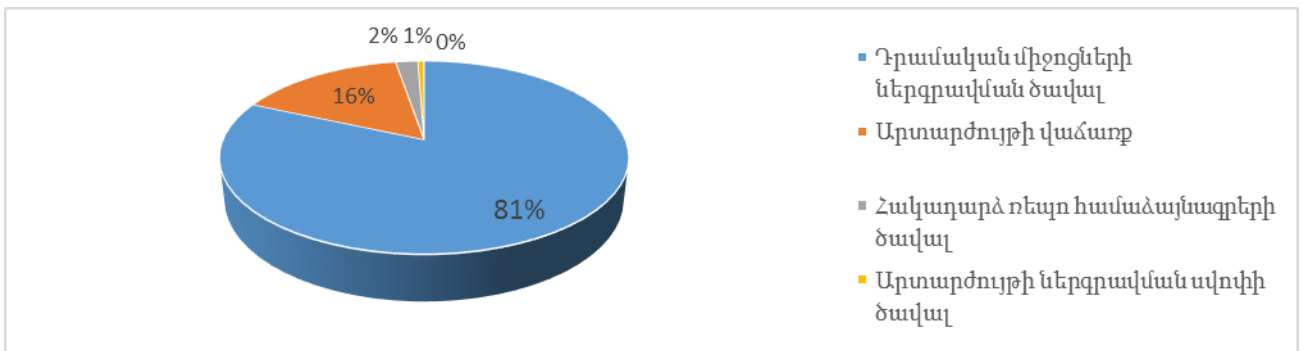
¹²³ Վերլուծությունն իրականացնելու նպատակով հիմք են ընդունվել ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը և արժեթղթերի շուկան բնութագրող համապատասխան ցուցանիշների եռամսյակային տվյալները 2006-2016թթ. ընկած ժամանակահատվածում: Տվյալների համար հիմք են հանդիսացել ՀՀ կենտրոնական բանկի, «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵԲՍ Արմենիա» ԲԲԸ -ի վիճակագրական տեղեկագրերը (ցուցանիշների ելակետային տվյալները ներկայացված են հավելված 4-ում):



Գծապատկեր 32. Իրացվել իու թյ ան ավել ացման նպատակով ԶԶ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող գործիքների տեսակարար կշիռները 2006-2016թթ.¹²⁴

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 32-ից, ԶԶ կենտրոնական բանկը ֆինանսական շուկայում իրացվել իու թյ ան ավել ացման նպատակով գերազանցապես կիրառում է ռեպու գործառնությունները: Գծապատկերից կարող ենք տեսնել, որ ռեպու գործառնությունների լուրջ այլընտրանք է հանդիսանում լոմբարդային ռեպուն: Սակայն հարկ է նշել, որ վերջինս քանակային առումով սակավ է կիրառվում ԶԶ կենտրոնական բանկի կողմից, սակայն մեծ են վերջինիս կիրառման ծավալները, մասնավորապես, 2014թ. նոյեմբեր - դեկտեմբեր ամիսներին ԶԶ դրամի փոխարժեքի անկումը մեղմելու համար կնքված գործարքների ծավալը կազմել է դիտարկված ամբողջ ժամանակաշրջանի լոմբարդային ռեպու գործառնությունների ծավալի շուրջ 74%-ը:

Անդրադառնանք նաև ԶԶ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվել իու թյ ան կրճատման համար կիրառվող գործիքներին և դրանց տեսակարար կշիռներին՝ կրկին հիմք ընդունելով 2006-2016թթ. գործիքների միջոցով իրականացված գործառնությունները (տե՛ս, գծապատկեր 33):



¹²⁴ Գծապատկերը կառուցվել է ԶԶ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

Գծապատկեր 33. Իրացվել իու թյ ան կրճատման նպատակով ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող դրամավարկայ ին քաղաքականությ ան գործիքների տեսակարար կշիռները 2006-2016թթ.¹²⁵

Ինչ պես տեսնում ենք գծապատկեր 33-ից, ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայում իրացվել իու թյ ան կրճատման նպատակով հիմնականում կիրառվում են դրամական միջոցների ներգրավման գործառնությ ու նները, իսկ մյ ու ս գործիքների կիրառումը խիստ սահմանափակ է:

ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող դրամավարկայ ին քաղաքականությ ան առավել հաճախ կիրառվող գործիքները բացահայ տել ու ց հետո ռեգրեսիոն վերլուծությ ան միջոցով գնահատվել է վերջիններիս ազդեցությ ու նը ՅՅ արժեթղթերի շուկայ ի հատվածների՝ բաժնետոմսերի, կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերի շուկաների վրա: Դիտարկվող մոդել ն ու նի հետևյ ալ տեսքը՝

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_t X_t + \varepsilon, \text{ որ տել } \varepsilon$$

Y – ը բացատրվող փոփոխականն է՝ բաժնետոմսերի, կորպորատիվ ու պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշները, X_1, X_2, X_3, X_t – ն բացատրող փոփոխականներն են՝ մեր դեպքում դրամավարկայ ին քաղաքականությ ու նը բնութագրող ցուցանիշները:

Մոդելում որպես դրամավարկայ ին քաղաքականությ ու նը բնութագրող ցուցանիշներ կիրառվել են վերաֆինանսավորման, լումբարդայ ին ռեպր տոկոսադրույքները, կենտրոնական բանկի թղթակցայ ին հաշիվներում դրամայ ին մնացորդները և ՅՅ կենտրոնական բանկի ներդրումները պետական պարտատոմսերում: Որպես բացատրող փոփոխական մոդելում ներառվել է նաև կարճաժամկետավարկերի տոկոսադրույքը:

Վերլուծությ ու նը սկսելով ՅՅ բաժնետոմսերի շուկայ ի վրա դրամավարկայ ին քաղաքականությ ան ազդեցությ ան գնահատումից՝ նշենք, որ որպես բաժնետոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշ մոդելում կիրառվել է բաժնետոմսերով կնքված բորսայական գործարքների ծավալը: Կատարված ռեգրեսիոն վերլուծությ ան

¹²⁵ Գծապատկերը կառուցվել է ՅՅ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա

արդյունքները ներկայացվում են աղյուսակում (տե՛ս, աղյուսակ 18):

Աղյուսակ 18.

ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները¹²⁶

Բացարժող փոփոխական	Բացարժող փոփոխականներ	Գործակից	P-value
Բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	-0.0007	0.91
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	-0.08	0.08
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.02	0.77
	ՀՀ դրամավաճառական հաշիվներ	0.02	0.45
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտառ.	0.02	0.28
	Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջնել.	0.05	0.91
$R^2 = 0.16$, Prob(F-Statistic) = 0.359858, Durbin-Watson stat = 1.33			

Այսպիսով, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի վրա ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքների համաձայն բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը չի բացատրվում դրամավարկային քաղաքականության որևէ գործիքով՝ խիստ ցածր է մոդելի R^2 գործակիցը, բոլոր բացարժող փոփոխականների «P-value» - ները մեծ են նշանակալության մակարդակից (0.05): Մյուս վիճակագրական ցուցանիշները ևս ոչ նշանակալի են:

Բաժնետոմսերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բացակայությունը, թերևս, կարելի է բացատրել ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությամբ, ինչը առավել մանրամասն հիմնավորվել է հետազոտական աշխատանքի առաջին գլխի 1.2 ենթագլխում:

Անդրադառնալով ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության

¹²⁶ Մոդելի ռեգրեսիոն գործոնային վերլուծությունը իրականացվել է Eviews վիճակագրական փաթեթի միջոցով և կիրառվել է Փոքրագույն քառակուսիների մեթոդը: Ռեգրեսիոն մոդելը LOG-LIN տիպի է, այսինքն, բացարժող փոփոխականը և ոգարիթմական է, իսկ բացարժող փոփոխականները գծային: Բացարժող փոփոխականների ժամանակային շարքերը վերցվել են Ելակտային տվյալների աճի տեմպերը: Ցուցանիշների Ելակտային տվյալները ներկայացված են հավելված 4-ի Աղյուսակ 1-ում:

Վերոնշյալ մեթոդով ռեգրեսիոն մոդելը գնահատելուց հետո մոդելի արժանահավատությունը ստուգելու նպատակով իրականացվել են Augmented Dickey-Fuller, Histogram-Normality, Breusch-Godfrey Serial Correlation, Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity և VIF Multicolienarity թեստերը:

գնահատմանը՝ նշենք, որ որպես կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներ մոդելում կիրառվել են կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված բորսայական գործարքների ծավալը և կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների եկամտաբերությունը: Կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները կարելի է ներկայացնել աղյուսակի միջոցով (տե՛ս, աղյուսակ 19):

Աղյուսակ 19.

ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները¹²⁷

Բացարժևոլ փոփոխականներ	Բացարժևոլ փոփոխականներ	Գործակից	P-value
Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	-0.89	0.77
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	0.49	0.81
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	2.06	0.60
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	0.10	0.93
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատ.	0.85	0.33
	Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջնել.	-1.25	0.60
R² – 0.06, Prob(F-Statistic) – 0.872183, Durbin-Watson stat – 2.35			
Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	-0.1	0.63
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	-0.02	0.85
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.12	0.36
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	0.13	0.05
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատ.	0.03	0.53
	Կարճաժամկետ պարտատոմսերի առաջնել.	0.37	0.003
R² – 0.57, Prob(F-Statistic) – 0.000135, Durbin-Watson stat – 2.39			

Ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքների համաձայն կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալը և սչիբացարժևոլ մ դրամավարկային քաղաքականության որևէ գործիքով՝ խիստ ցածր է մոդելի R² գործակիցը (0.06), ինչը նշանակում է, որ կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալը ընդամենը 6 տոկոսով է բացարժևոլ մ դիտակված գործոնների խմբով: Բացի այդ,

¹²⁷Մոդելի ռեգրեսիոն գործոնային վերլուծությունը իրականացվել է Eviews վիճակագրական փաթեթի միջոցով և կիրառվել է Փոքրագույն քառակուսիների մեթոդը: Ռեգրեսիոն երկու մոդելներն էլ LIN -LIN տիպի է, այսինքն, և բացարժևոլ և բացարժևոլ փոփոխականները գծային են: Ժամանակային շարքերը վերցվել են էլակտային տվյալների աճի տեմպերը: Ցուցանիշների էլակտային տվյալները ներկայացված են հավելված 4-ի Աղյուսակ 2-ում:

Վերոնշյալ մեթոդով ռեգրեսիոն մոդելը գնահատելուց հետո մոդելի արժանահավասարությունը ստուգելու նպատակով իրականացվել են Augmented Dickey-Fuller, Histogram-Normality, Breusch-Godfrey Serial Correlation, Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity և VIF Multicolienarity թեստերը:

բոլոր բացատրող փոփոխականների «P-value»-ները մեծ են նշանակալուծյան մակարդակից:

Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների եկամտաբերության վրա, ի տարբերություն գործարքների ծավալի, էականորեն ազդում են պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի առաջնային եկամտաբերությունն ու ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների մնացորդները (կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը 57 տոկոսով բացառվում է դիտարկվող գործոնների խմբով ($R^2 = 0.57$)): Ընդ որում, առավել մեծ է կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության ազդեցությունը. ազդեցության գործակիցը 0.37 է: Դրական է նաև ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների մնացորդների ազդեցությունը, սակայն համեմատաբար թույլ. վերջինիս գործակիցը 0.13 է: Թղթակցային հաշիվների նշանակալի ազդեցությունը կարելի է բացառել նրանով, որ առևտրային բանկերը չեն իրականացնում (կամ իրականացնում են ցածր տոկոսադրույքով) պահուստավորում կորպորատիվ պարտատոմսերով ներգրավված միջոցների համար: Միևնույն ժամանակ, հաշիվի առնելով կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա դրամավարկային քաղաքականության էական ազդեցությունը՝ կարող ենք ասել, որ դրամավարկային քաղաքականությունը անուղղակիորեն կարող է ազդել կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի, մասնավորապես, վերջինիս եկամտաբերության վրա:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության թույլ ազդեցությունը, իսկ գործարքների ծավալի դեպքում ազդեցության բացակայությունը, թերևս կարելի է բացատրել ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացման մակարդակով, ինչի մասին առավել մանրամասն խոսվել է հետազոտական աշխատանքի առաջին գլխում:

Անդրադառնալով ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատմանը՝ նշենք, որ որպես պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներ մոդելում կիրառվել են պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալը, կարճաժամկետ, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ

պարտատոմսերի առաջնային շուկայի եկամտաբերությունները և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալը և գործարքների եկամտաբերությունը: Կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ներկայացվում են աղյուսակում (տե՛ս, աղյուսակ 20):

Աղյուսակ 20.

ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա կենսորոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները¹²⁸

Բացարժեղ փոփոխականներ	Բացարժեղ փոփոխականներ	Գործակից	P-value
1	2	3	4
Պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.10	0.18
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	-0.09	0.06
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.31	0.02
	ՀՀ դրամավթղթակցային հաշիվներ	-0.07	0.02
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	-0.003	0.85
	Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջնել.	0.12	0.04
R² – 0.48, Prob(F-Statistic) – 0.001076, Durbin-Watson stat – 2.41			
Կարճաժամկետ պարտատոմսերի առաջնային եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	1.31	0.000
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	-0.26	0.04
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	1.12	0.001
	ՀՀ դրամավթղթակցային հաշիվներ	0.19	0.07
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	0.17	0.006
	ՊՊ թողարկման ծավալ	0.07	0.05
R² – 0.74, Prob(F-Statistic) – 0.000000, Durbin-Watson stat – 2.35			
Միջնաժամկետ պարտատոմսերի առաջնային եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.62	0.01
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	-0.06	0.64
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	0.59	0.04
	ՀՀ դրամավթղթակցային հաշիվներ	0.13	0.13
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտատոմսերում	0.19	0.0003
	ՊՊ թողարկման ծավալ	0.07	0.03
R² – 0.59, Prob(F-Statistic) – 0.000011, Durbin-Watson stat – 2.31			
<i>Աղյուսակ 20-ի շարունակությունը</i>			
1	2	3	4

¹²⁸ Մոդելների ռեգրեսիոն գործոնային վերլուծությունը իրականացվել է Eviews վիճակագրական փաթեթի միջոցով և կիրառվել է Փոքրագույն քառակուսիների մեթոդը: Պետական պարտատոմսերի թողարկման և երկրորդային շուկայում գործարքների ծավալի մոդելներ LOG –LIN տիպի են, իսկ մյուս մոդելները LIN –LIN տիպի: Ժամանակային շարքերը վերցվել են էլեկտային տվյալների աճի տեմպերը, բացառությամբ LOG-ով արտահայտված փոփոխականների: Ցուցանիշների ելակետային տվյալները ներկայացված են հավելված 4-ի Աղյուսակ 3-ում:

Վերոնշյալ մեթոդով ռեգրեսիոն մոդելը գնահատելուց հետո մոդելի արժանահավատությունը ստուգելու նպատակով իրականացվել են Augmented Dickey-Fuller, Histogram-Normality, Breusch-Godfrey Serial Correlation, Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity և VIF Multicolienarity թեստերը:

Երկրորդ ամսական պարտադրման տեսիլի առաջին եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.6	0.003
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	-0.31	0.01
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.05	0.87
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	0.38	0.004
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտադրումներում	0.14	0.02
	Պրոցենտային ծավալ	0.06	0.06
R² – 0.54, Prob(F-Statistic) – 0.000374, Durbin-Watson stat – 1.52			
Պրոցենտային շուկայի եկամտաբերություն	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.55	0.0001
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	0.02	0.82
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	0.16	0.48
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	-0.02	0.72
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտադրումներում	0.14	0.0008
	Միջնաժամկետ պարտադրման առաջնել.	0.08	0.002
R² – 0.60, Prob(F-Statistic) – 0.000003, Durbin-Watson stat – 1.62			
Պրոցենտային շուկայում կնքված գործարքների ծավալ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	-1.13	0.11
	Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք	0.12	0.04
	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույք	-0.42	0.0004
	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ	-0.05	0.12
	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտադրումներում	0.01	0.62
	Միջնաժամկետ պարտադրման առաջնել.	0.09	0.17
R² – 0.53, Prob(F-Statistic) – 0.001726, Durbin-Watson stat – 2.43			

Ի տարբերություն ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ հատվածի, դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը պետական պարտադրման շուկայի վրա նշանակալի է, ընդ որում, պետական պարտադրման շուկան բնութագրող բոլոր ցուցանիշների դեպքում:

Այսպես, պետական պարտադրման թողարկման ծավալն 5 տոկոս նշանակալիության պայմաններում էականորեն բացատրվում է թղթակցային հաշիվների մնացորդների, այն է պահուստավորման մնացորդների հետ: Այս կապը հակադարձ համեմատական է՝ 0.07 գործակցով: Վերլուծության արդյունքների համաձայն պետական պարտադրման թողարկման ծավալը 48%-ով բացատրվում է դիտարկված գործոններով ($R^2 = 0.48$):

Դրամավարկային քաղաքականությունը բնութագրող ավելի մեծ թվով ցուցանիշներ նշանակալիորեն ազդում են կարճաժամկետ պարտադրման առաջին շուկայի եկամտաբերության վրա: Մասնավորապես, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և պետական պարտադրում կենտրոնական բանկի ներդրումների ազդեցությունը ուղիղ համեմատական է համապատասխանաբար 1.31 և 0.16 գործակիցներով, իսկ Լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքի ազդեցությունը բացասական է. գործակիցը -0.26 է: Բարձր է նաև

մոդելի R^2 գործակիցը՝ 0.74, ինչը նշանակում է, որ դիտարկվող բացատրող փոփոխականների խմբային ազդեցությունը կարճաժամկետ պարտադրման առաջնային եկամտաբերության վրա կազմում է 74%:

Նշանակալի, սակայն համեմատաբար թույլ է դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պարտադրման եկամտաբերությունների վրա: Մասնավորապես, միջնաժամկետ պարտադրման եկամտաբերության վրա ազդում են գրեթե բոլոր դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշները, բացառությամբ լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքի և ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվների, իսկ երկարաժամկետ պարտադրման եկամտաբերության վրա նշանակալի են դրամավարկային քաղաքականության բոլոր գործիքների ազդեցությունները. վերջինիս վրա չեն ազդում միայն կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքն ու պետական պարտադրման թողարկման ծավալը: Ի տարբերություն կարճաժամկետ պարտադրման եկամտաբերության մոդելի, ցածր են նաև միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտադրման եկամտաբերությունների R^2 գործակիցները՝ համապատասխանաբար 0.59 և 0.54:

Ինչ վերաբերում է պետական պարտադրման երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների եկամտաբերության վրա դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների ազդեցությանը, ապա այն ևս 5 տոկոսանոց նշանակալիության պայմաններում բացատրվում է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքով և պետական պարտադրման կենտրոնական բանկի ներդրումներով (գործակիցները համապատասխանաբար 0.55 և 0.14 են): Երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալն էլ նշանակալիորեն բացատրվում է վերաֆինանսավորման, լոմբարդային ռեպոյի և կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքի հետ (գործակիցները համապատասխանաբար -1.88, 1.5 և -5.1 են):

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության վերլուծության արդյունքները թույլ են տալիս կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

Առաջին, ամբողջովին բացակայում է բաժնետոմսերով կնքված գործարքների և դրամավարկային քաղաքականության գործիքների

միջև առկա կապը . բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը չի արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությանը : Արդյունքում բացահայտվեց , որ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկան անկախ է ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունից և այն , ըստ երևույթին , շարժվում է ոչ շուկայական ազդակների ներքո : Մինչդեռ , միջազգային պրակտիկայում հենց բաժնետոմսերի շուկան է դիտարկվում այն մեխանիզմը , որի միջոցով դրամավարկային քաղաքականության ազդակները փոխանցվում են շուկայի այլ հատվածներին և իրական տնտեսությանը : ՀՀ-ում ցուցանիշների միջև առկա կապի բացակայության պատճառը բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությունն է :

Երկրորդ , ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները փաստեցին որ ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը որևէ կերպ չի անդրադառնում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի ծավալային ցուցանիշների վրա , մասնավորապես , կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում կնքված գործարքների ծավալների վրա : Համապատասխան ցուցանիշների հիման վրա կառուցված ռեգրեսիոն մոդելի հավաստիությունը չափազանց փոքր է : Ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերությանը , ապա վերջինիս վրա բացահայտվեց միայն թղթակցային հաշիվների մնացորդների և կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքի ազդեցությունը : Այստեղ , հաշվի առնելով կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա դրամավարկային քաղաքականության էական ազդեցությունը` կարող ենք ասել , որ դրամավարկային քաղաքականությունը անուղղակիորեն կարող է ազդել կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի , մասնավորապես , վերջինիս եկամտաբերության վրա :

Երրորդ , եթե բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաները չեն արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության փոփոխություններին , ապա պետական պարտատոմսերի շուկան ՀՀ-ում էականորեն ենթարկվում է դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների ազդեցությանը : Մասնավորապես , կախվածությունը նշանակալի է պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկայի եկամտաբերությունների և դրամավարկային

քաղաքականության ցուցանիշների միջև, ընդ որում, ամենամեծ ազդեցությունը պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա ունի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Պետական պարտատոմսերի շուկայի ցուցանիշների վրա ազդեցությունը դրական է, այսինքն, կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության մեղմացումը ուղեկցվում է պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության աճով, իսկ զսպող դրամավարկային քաղաքականությունն հանգեցնում է պետական պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության անկմանը: Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը համեմատաբար թույլ է պետական պարտատոմսերի թողարկման և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալների վրա, ինչից կարելի է եզրակացնել, որ պետական պարտատոմսերի թողարկումները որևէ կերպ չեն պայմանավորվում կենտրոնական բանկի վարվող քաղաքականությամբ:

Կատարված վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ նաև, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը առավել ուժեղ ազդում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, ընդ որում, ազդեցությունն առավել ուժեղ դրևորվում է կարճաժամկետում: Սա պայմանավորված է նրանով, որ կենտրոնական բանկի կողմից գերազանցապես կիրառվում են հիմնական վերաֆինանսավորման գործիքը, մշտական հնարավորության գործիքներն ու ճշգրտող գործիքները, որոնք իրենց կարճաժամկետ բնույթով ազդում են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, մինչդեռ, դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային գործիքները, որոնք ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, սակավ են կիրառվում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից: Պայմանավորված առևտրային բանկերի իրացվելիության ավելցուկով, որը ձևավորվել է նախևառաջ բանկերի ընդհանուր կապիտալի նորմատիվի ավելացման արդյունքում, կենտրոնական բանկը խնդիր ունի ներքաշել ու կուտակված իրացվելիությունը, ինչը ֆինանսական շուկայի ռիսկերի կուտակման պատճառ է

դառնում¹²⁹: Նման իրավիճակում, կարծում ենք, լավագույն այլընտրանքը կառուցվածքային գործիքների կիրառումն է, մասնավորապես, կենտրոնական բանկի պարտատոմսերի թողարկումը:

Ընդհանրացնելով կատարված հետազոտության արդյունքները՝ նշենք, որ արժեթղթերի շուկայի, որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմ ծառայելու վերաբերյալ միջազգային պրակտիկայում կատարված հետազոտություններում էապես կարևորվում է զարգացած արժեթղթերի, մասնավորապես, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առկայությունը: Ուստի ՀՀ-ում ևս զարգացած արժեթղթերի շուկայի առկայությունը՝ դրատնտեսական նշանակություն և արդյունավետ փոխանցումային մեխանիզմով պայմանավորված, այլընտրանք չունի:

3.3.3 արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության արդի կառուցակարգերը

Արժեթղթերի շուկան չի կարող զարգանալ և աճել առանց պետական կառույցների, մասնավորապես, կենտրոնական բանկի աջակցության, քանի որ միշտ չեն կարող դրամական միջոցների ավելցուկ և պակասուրդ ունեցողները գտնել միմյանց, իսկ շահույթի ստացումը չի կարող միշտ բավարար խթան հանդիսանալ շուկայական ենթակառուցվածքների ձևավորման համար: Սակայն, դրամական միջոցների և ավելցուկ և պակասուրդ ունեցողները բախվում են մի շարք ռիսկերի, ինչը պետական կառույցների, այդ թվում՝ կենտրոնական բանկի աջակցության անհրաժեշտությունն է առաջացնում: Աջակցությունը կարող է վերաբերել բիզնեսի համար իր բաժնետոմսերը առաջարկելու խթանների ստեղծումից մինչև մանր ներդրողների շահերի պաշտպանության մեխանիզմների ստեղծումը՝ իր մեջ ներառելով նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի արդյունավետ գնաճային և տոկոսադրույքային քաղաքականության իրականացումը:

¹²⁹ Հայ կազ Արամյան, «Ինչպես նվազեցնել ՀՀ ֆինանսական շուկայում կուտակված ռիսկերը», ՀՊՏՀ Ամբերդ հետազոտական կենտրոն, Դեկտեմբեր 2017, էջ 4

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից արժեթղթերի շուկայի զարգացման շահագրգռվածությունը չի սահմանափակվում միայն դրա տնտեսական նշանակությամբ, այլ որ շատ ավելի կարևոր է կենտրոնական բանկի համար, զարգացած արժեթղթերի շուկան կարող է ծառայել որպես փոխանցումային ուղի կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդակները տնտեսությունն հասցնելու համար:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման արդի գնահատականը տալու համար սույն աշխատանքի առաջին գլխում կատարված հետազոտությունը ցույց տվեց, որ ՀՀ-ն ունի թերզարգացած բաժնետոմսերի շուկա, կայացման փուլում գտնվող կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկա և համեմատաբար զարգացած պետական պարտատոմսերի շուկա: Դրանց հետմիասին.

Առաջին, բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությունը հիմնավորվեց բաժնետոմսերի թողարկման ծավալների և թողարկողների սակավությամբ, երկրորդային և առաջնային շուկաների ծավալների հարաբերակցության խիստ ցածր մակարդակով, ինչպես նաև շուկայական կապիտալացման բարձր կենտրոնացվածությամբ: Արդյունքում, սույն աշխատանքի երրորդ գլխում կատարված և կոռելյացիոն, և ռեգրեսիոն վերլուծությունների արդյունքները ցույց տվեցին, որ դրամավարկային քաղաքականությունը չի ազդում բաժնետոմսերի շուկայի վրա:

Երկրորդ, ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան, ի տարբերություն բաժնետոմսերի շուկայի ունի զարգացման որոշակի մակարդակ, որը հիմնավորվեց և առաջնային և երկրորդային շուկաների էական ակտիվությամբ, համեմատաբար մեծ թվով թողարկողների առկայությամբ, միևնույն ժամանակ, բացահայտվեց նաև, որ ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան բնութագրվում է ցածր իրացվելիությամբ: Աշխատանքի երրորդ գլխում կատարված հետազոտության արդյունքներից բացահայտվեց նաև, որ միայն պահուստավորման քաղաքականությունն է ազդում ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի, մասնավորապես, վերջինիս եկամտաբերության վրա:

Երրորդ, ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի առաջին գլխում կատարված հետազոտության արդյունքում բացահայտվեց, որ այն ՀՀ արժեթղթերի շուկայի առավել զարգացած հատվածն է, օժտված է առաջնային շուկայի զգալի ակտիվությամբ, երկրորդային շուկայի բարձր իրացվելիությամբ, լայն գործիքակազմով և բորսայական գործարքների շուկայական բնույթով: Այնուամենայնիվ, պետական պարտատոմսերի շուկայում ևս առկա են խնդիրներ, հանձնես բարձր տոկոսադրույթների, որոնք խոչընդոտում են նրա հետագա զարգացումը: Աշխատանքի երրորդ գլխում կատարված հետազոտության արդյունքներից էլ հիմնավորվեց, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը լավագույնս ազդում է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի պետական հատվածի, մասնավորապես, վերջինիս եկամտաբերության ցուցանիշների վրա:

Այսպիսով, կարող ենք եզրակացնել, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկան իր զարգացման մակարդակով դեռևս ամբողջությամբ չի ծառայում որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղի, հիմնավորվեց նաև ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության հարստության ուղու բացակայություն (տես գլուխ 2): Ուստի, հիմք ընդունելով ՀՀ արժեթղթերի շուկայի հատվածների թերզարգացածությունը և դրանով պայմանավորված դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բացակայությունը, պետք է նշել, որ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ներկայումս կիրառվող գործիքներով արժեթղթերի շուկայի զարգացման հնարավորությունները խիստ սահմանափակ են: Այս պարագայում, կենտրոնական բանկը պետք է ցուցաբերի առավել համակարգային մոտեցում, կիրառի ուղղակի ազդեցության մեթոդներ, ինչպես նաև պետք է մշակվեն այլ մեխանիզմներ և կիրառվեն նոր \$ինանսական գործիքներ, որոնք հնարավորություն կտան խթանելու արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես, երկրորդային շուկայի զարգացումը:

Այսպես, որպես կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերի շուկայի ակտիվացման մոտեցում կարելի է դիտարկել այն, որ ՀՀ-ում \$ինանսական կազմակերպություններին թույլ տրվի պահուստավորման որոշակի մասը լրացնել պետական և/կամ

կորպորատիվ պարտատոմսերով: Ի տարբերություն դրամական միջոցներով պահուստավորման իրականացման, պահուստավորված միջոցների որոշ մասից շահույթի ստացումը բանկերի համար արժեթղթեր գնելու էական խթան կհանդիսանա: Սակայն, այստեղ պետք է հաշվի առնել, որ եթե արժեթղթերով պահուստավորումը հանգեցնի պահուստավորման նորմայի փոքրացմանը, արդյունքը կլինի տնտեսությանը առկա փողի զանգվածի ավելացումը, ինչն էլ ինֆլյացիայի աճի պատճառ կարող է դառնալ: Յետևաբար, պահուստավորման նորմայի՝ որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիքի, կիրառման նշանակությունը կսահմանափակվի:

Այնուամենայնիվ, գործիքի կիրառումը անկասկած, արժեթղթերի, տվյալ դեպքում՝ պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի, այդ թվում՝ երկրորդային, զարգացման խթան կհանդիսանա, իսկ կենտրոնական բանկի կողմից գործիքը հարկ է կիրառել հետևյալ պայմաններում.

Առաջին, զսարղ դրամավարկային քաղաքականության իրականացնելու դեպքում որպես լրացում պահուստավորման գործող նորմային, այսինքն, բացի պահուստավորման սահմանված նորմայի մեծությունից կսահմանվի լրացուցիչ պահուստավորում արժեթղթերով, որի արդյունքում չի խաթարվի պահուստավորման նորմայի գործառնությունը, մինչդեռ, կխթանվի արժեթղթերի շուկայի զարգացումը:

Երկրորդ, խթանող դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնելիս պահուստավորման տոկոսադրույքի փաստացի նվազեցման փոխարեն նախատեսված նվազեցվող մասը փոխարինել արժեթղթերով պահուստավորման: Դրա արդյունքում տնտեսությանը առկա փողի զանգվածը կաճի՝ ապահովելով դրամավարկային քաղաքականության մեղմացումը, իսկ արժեթղթերում ներդրումները կավելանան՝ նպաստելով շուկայի զարգացմանը:

Արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես, կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացման հաջորդ խթան կարելի է դիտարկել կենտրոնական բանկի կողմից «Ռեպո/հակառարձ ռեպո»

համակարգում գործառնությունների համար ընդունելի արժեթղթերի ցանկում առևտրային բանկերի կողմից թողարկված կորպորատիվ պարտատոմսերի ներառումը: Ներկայումս, ՀՀ կենտրոնական բանկը «Ռեպո/հակադարձ ռեպո» համակարգում գործառնությունների համար բացի պետական պարտատոմսերից ընդունում է նաև առևտրային կազակերպությունների, բացառությամբ առևտրային բանկերի կողմից թողարկված պարտատոմսերը, որոնք ունեն պահանջված վարկանիշը: Ուսումնասիրելով վերոնշյալ ցանկում փաստացի ներառված արժեթղթերի ցանկը՝ պետք է նշել, որ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԵՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ ֆոնդային բորսայում ցուցակված կորպորատիվ պարտատոմսերից ընդունելի են միայն Ազգային հիպոթեքային ընկերության 3 և Սնծովյան առևտրի և զարգացման բանկի կողմից 1 թողարկման կորպորատիվ պարտատոմսերը¹³⁰: Միաժամանակ նշենք որ, ֆոնդային բորսայում 2017թ. դեկտեմբերի դրությամբ շրջանառվում են 12 թողարկողի 45 կորպորատիվ պարտատոմսեր, որոնցից միայն 4 թողարկողներն են հանդիսանում ոչ բանկ և բորսայում շրջանառվում են վերջիններիս կողմից թողարկված 10 կորպորատիվ պարտատոմսեր¹³¹: Ուստի այս պայմաններում, առևտային կազմակերպությունների կորպորատիվ պարտատոմսերի ներառումը «Ռեպո/հակադարձ ռեպո» գործառնությունների համար ընդունելի արժեթղթերի ցանկում առանց առևտային բանկերի պարտատոմսերի ներառման, էականորեն սահմանափակում է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից շուկայի խթանմանը միտված քայլի արդյունավետությունը, իսկ առևտային բանկերի պարտատոմսերի ընդգրկումը ցանկում, անկասկած շոշափելի դրական ազդակներ կհաղորդի կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկային, մասնավորապես, նման մոտեցումը կարող է ապահովել .

- ա) կմեծանա առևտրային բանկերի պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը,
- բ) կակտիվանա կորպորատիվ պարտատոմսերի երկրորդային շուկան,

¹³⁰ ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ www.cba.am

¹³¹ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԵՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ-ի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ www.nasdaqomx.am

գ) կմեծանա կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի իրացվելիությունը,

դ) կհանդիսանախթան, շարժիչ ուժայլ, ոչ բանկային, այդ թվում՝ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից պարտատոմսերի թողարկման և շուկայի վերջնական կայացման համար:

Սակայն պետք է նշել, որ այն կարող է լրացուցիչ ռիսկերի առաջացման պատճառ դառնալ՝ այն դեպքում, երբ առևտրային բանկերը գնեն միմյանց կողմից թողարկած կորպորատիվ պարտատոմսերը և այդ պարտատոմսերով ռեպո/հակադարձ ռեպո գործառնություններ իրականացնեն ՀՀ կենտրոնական բանկի հետ: Արդյունքում կստացվի, որ առևտրային բանկերը կենտրոնական բանկից ստանում են առանց ապահովման վարկեր: Այնուամենայնիվ, նշված ռիսկի ի հայտ գալով հանդերձ, պետք է նշել, որ առևտրային բանկերի պարտատոմսերի ներառումը վերոնշյալ ցանկում, ինչը միջազգային պրակտիկայում կիրառելի է մի շարք երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից, էականորեն կավելացնի կորպորատիվ պարտատոմսերի իրացվելիությունը և կնպաստի շուկայի հետագա զարգացմանը, ինչ էլ իր հերթին լրացուցիչ նախադրյալներ կստեղծի ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի, այդ թվում՝ բաժնետոմսերի շուկայի ակտիվացման համար:

Արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման մեկ այլ ուղի է ՀՀ կենտրոնական բանկի «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» Կանոնակարգ 2-ում առևտրային բանկերի վարկային ռիսկերը հաշվարկելիս արժեթղթերի ռիսկերի կշիռների նվազեցումը: Վարկային ռիսկը հաշվարկվում է առևտրային բանկերի կապիտալի համարժեքության նորմատիվները հաշվարկելու համար¹³²: Համաձայն

¹³² «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» Կանոնակարգ 2-ի համաձայն հիմնական կապիտալի համարժեքությունը կազմում է 10%, իսկ ընդհանուր կապիտալի համարժեքության նորմատիվը՝ 12%:

վերոնշյալ կանոնակարգի, կապիտալի համարժեքության նորմատիվներն հաշվարկվում են հետևյալ բանաձևով¹³³.

$$L = \frac{Y_h/Y_0}{\text{ՌԿԱ}} \text{ բանաձևով, որտեղ՝}$$

Y_h/Y_0 – ն հիմնական կամ ընդհանուր կապիտալներն են, ՌԿԱ -ն վարկային ռիսկի, շուկայական ռիսկի և գործառնական ռիսկի հանրագումարն է, որը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով՝ $\text{ՌԿԱ} = \text{ՎՌ} + (25/3) * (\text{ՇՌ} + \text{ԳՌ})$, որտեղ՝ ՎՌ - ն վարկային ռիսկն է՝ ՇՌ – ն շուկայական ռիսկն է, ԳՌ – ն գործառնական ռիսկն է:

Վարկային ռիսկն էլ իր հերթին հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$\text{ՎՌ} = U_1 * \text{Ռ}_1 + U_2 * \text{Ռ}_2 + \dots + U_n * \text{Ռ}_n, \text{ որտեղ՝}$$

U_1, U_2, \dots, U_n -ը բանկի ակտիվների, հետհաշվեկշռային պայմանական պարտավորությունների և հետհաշվեկշռային անավարտ ժամկետային գործառնությունների հանրագումարներն են՝ խմբավորված ըստ ռիսկի միևնույն կշիռների,

$\text{Ռ}_1, \text{Ռ}_2, \dots, \text{Ռ}_n$ -ը համապատասխան ակտիվների ռիսկի կշիռներն են:

Ինչպես տեսնում ենք, վարկային ռիսկը կապիտալի համարժեքության նորմատիվի կարևորագույն բաղադրիչներից է, ուստի վերջինիս մեծությունը կարող է էական խթան կամ խոչընդոտ հանդիսանալ առևտրային բանկերի ակտիվների պորտֆելները կառուցելիս: Դիտարկելով արժեթղթերի համար սահմանված ռիսկերի կշիռները (տե՛ս հավելված 5)՝ կարելի է նշել հետևյալը.

1. ՀՀ կենտրոնական բանկի, պետական պարտատոմսերի և ՀՀ-ին վարկանշային գործակալությունների (Ստանդարտ և Փուլրզ կամ Ֆիթջ կամ Մոնդիզ) կողմից տրված վարկանիշին համապատասխան կամ դրանից բարձր վարկանիշ ստացած ՀՀ ռեզիդենտ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների, ինչպես նաև վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպությունների նկատմամբ պահանջների ռիսկերի կշիռները հավասարեցված է 0-ի, ուստի այս մասով կենտրոնական բանկը արդեն իսկ առավելագույնս նպաստել է արժեթղթերում ներդրումների աճին:

¹³³ «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» Կանոնակարգ 2, ՀՀ կենտրոնական բանկ, հասանելի է www.cba.am կայքում

2. Եթե առևտրային բանկերի դրամային պահանջների (բացառությամբ ներդրումային ֆոնդերի), այդ թվում՝ պարտատոմսերի տեսքով, նկատմամբ սահմանված ռիսկի կշիռը տատանվում է 0-ից 50%, ապա արտարժույթային պահանջների նկատմամբ ռիսկի կշիռները կազմում են 10-75%: Այս տարբերությունը տրամաբանական է, քանի որ այն իր մեջ, ըստ երևույթին, կրում է արտարժույթային ռիսկը:

3. Հայաստանյան ներդրումային ֆոնդերի դեպքում, որն, ըստ երևույթին, ՀՀ-ում ունի զարգացման զգալի ներուժ¹³⁴, ռիսկերի կշիռները էականորեն բարձր են՝ տատանվելով 20-150%-ի սահմաններում, ընդ որում, վարկանիշի բացակայության դեպքում ռիսկի կշիռը կազմում է 100-150%: Համեմատության համար նշենք, որ նույն կանոնակարգի համաձայն 100% վարկային ռիսկի կշիռ սահմանվել է հիմնական միջոցների, ոչ ստանդարտ և կասկածելի դասակարգված վարկերի և դեբիտորական պարտքերի համար (տե՛ս, հավելված 5): Ռիսկի նման բարձր կշիռները այս գործիքները, անկասկած, ոչ գրավիչ են դարձնում առևտրային բանկերի համար:

Հիմք ընդունելով վերոգրյալը, կարծում ենք, որ ներդրումային ֆոնդերում ներդրումների ռիսկերի կշիռների նվազեցումը կխթանի առևտրային բանկերի կողմից այդ գործիքների ձեռքբերումը և հետևաբար այդ շուկայի աշխուժացմանը, որի նախադրյալները արդեն իսկ ստեղծվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից «Ոչ հրապարակային պայմանագրային ֆոնդերի առցանց գրանցման կանոնների» կանոնակարգի հաստատմամբ և կենտրոնական բանկի և ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ Արմենիայի կողմից ֆոնդերի առցանց գրանցման հարթակի ստեղծմամբ: Միաժամանակ նշենք, որ այս բարեփոխման արդյունքում 2016 -2017թթ. ընթացքում ՀՀ-ում գրանցվեցին շուրջ 12 ոչ հրապարակային ներդրումային ֆոնդեր, այդ թվում՝ Կումայրի վերածնունդ, Հայաստանի ներդրողների ակումբ, որոնց ներդրումները, ըստ երևույթին, ուղղված լինելով տնտեսության իրական հատված, կարող են նպաստել ոչ միայն ֆոնդերի շուկայի, այլև ՀՀ տնտեսության

¹³⁴ 2016թ. ընթացքում ՀՀ-ում գրանցվել է 12 ներդրումային ֆոնդ: Աղբյուրը՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/investmentfunds.aspx>

աշխուժացմանը: Սակայն պետք է նշել, որ վերոնշյալ բարեփոխումների արդյունքում, թերևս խթանվել է շուկայի առաջարկի կողմը, իսկ վերոնշյալ գործիքների նկատմամբ պահանջարկը շարունակում է մնալ սահմանափակ:

Ուստի, մեր կարծիքով, ներդրումային ֆոնդերի ռիսկերի կշիռների նվազեցումը կարող է մեծացնել այդ գործիքի գրավչությունը և խթանել վերջինիս պահանջարկը, բացի այդ այն կարող է լուծել ևս մի շատ կարևոր խնդիր. մի կողմից, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի, այդ թվում՝ հրապարակային ներդրումային ֆոնդերի շուկայի, զարգացման խթան կարող է հանդիսանալ, իսկ մյուս կողմից, նպաստել առևտրային բանկերի միջոցների տնտեսության իրական հատված ուղղմանը, ինչի համար և կոչված են ֆինանսական շուկայի ինստիտուտները, տվյալ դեպքում՝ առևտրային բանկերը:

ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության միջոցով արժեթղթերի շուկայի զարգացման, թերևս, ամենախոստումնալից ուղին այնպիսի գործիքի և կառուցակարգի մշակումն է, որը շուկա ստեղծողներին և գործակալներին կապահովի իրենց պարտավորությունների կատարման համար անհրաժեշտ վարկային ռեսուրսներով:

Գործիքի ստեղծումն առավել արդիական է ոչ բանկ շուկա ստեղծողների և գործակալների դեպքում, որոնք, ի տարբերություն առևտրային բանկերի, չունեն մեծածավալ ազատ դրամական միջոցներ և հաճախ, մասնավորապես, շուկայական անկայունության պայմաններում, երբ մեծ թվով ներդրողներ միաժամանակ վաճառում են արժեթղթերը, կարող են անվճարունակության խնդրի առաջ կանգնել և չկարողանալ կատարել իրենց՝ որպես շուկա ստեղծողի պարտավորությունը, այն է՝ գնել վաճառվող արժեթղթերը: Որպես ասվածի ապացույց կարող ենք նշել 2014թ. վերջին 2015թ. վկագրին պետական պարտատուների շուկայում տեղի ունեցած իրադարձությունները, երբ շուկայական անկայունության ամբ պայմանավորված (երբ մեծ թվով ներդրողներ միաժամանակ արժեթղթերի վաճառքի հայտեր էին ներկայացնում) մի քանի օր շարունակ շուկա ստեղծողները չէին իրականացնում ուղենշային

պարտատոմսերի գնանշում, նույնիսկ պատրաստվինելով վճարելու շուկա ստեղծողի պարտականությունների համար սահմանված տուգանքը:

Խնդիրն այլ է բանկ հանդիսացող շուկա ստեղծողների և գործակալների պարագայում, որոնց դեպքում ևս ներկայացված գործիքի կիրառումը էականորեն կմեծացնի վերջիններիս շահագրգռվածությունը մատուցելու շուկա ստեղծողների ծառայություններ: Բանն այն է, որ երբ արժեթղթերի թողարկում նախատեսող ընկերությունները դիմում են առևտրային բանկերին իրենց արժեթղթերը թողարկելու և շուկա ստեղծողի գործառնությունները իրականացնելու համար, վերջիններս արժեթղթեր թողարկող ընկերություններին ուղղորդում են դեպի բանկային վարկավորում՝ այդ կերպ խոչընդոտելով արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը:

Ընդհանուր առմամբ, առաջարկվող կառուցակարգը պետք է հիմնված լինի հետևյալ սկզբունքների վրա.

1. ՀՀ կենտրոնական բանկը իր գործառնական գործունեությունից ստացված շահույթի կամ այլ ոչ գնաճային ֆինանսավորման ձևերի միջոցով ստեղծում է վարկային գիծ, որից կարող են օգտվել շուկա ստեղծողները և գործակալները:

2. ՀՀ կենտրոնական բանկը վարկային միջոցներից օգտվողներից կարող է պահանջել իրենց ստանձնած պարտավորությունները կատարելու համար բացի վարկային միջոցներից օգտագործել նաև իրենց սեփական ռեսուրսները, իսկ որպես իրենց սեփական միջոցները օգտագործելու լրացուցիչ խթան՝ կենտրոնական բանկը, իր բաց շուկայական գործառնությունները իրականացնելիս, կարող է արտոնյալ պայմաններ առաջարկել այդ գործակալներին:

3. Վարկային գծից օգտվելիս շուկա ստեղծողներն ու գործակալները որպես երաշխիք պարտավորվում են գրավադրել ձեռքբերված արժեթղթերը կամ դրանց մի մասը (կախված պարտավորության մեծությունից) կենտրոնական բանկում:

4. Կենտրոնական բանկը պետք է հնարավորություն ստեղծի շուկա ստեղծողներին և գործակալներին բացառապես ֆոնդային

բորսայ ու մ վաճառել ու գրավադրված արժեթղթերը և դրա արդյունքում մարել ու ձևավորված վարկային պարտավորությունը:

5. Կենտրոնական բանկի կողմից նման գործիքը կարող է ծառայել որպես իրավիճակային լուծում՝ առավել ակտիվ կիրառվելով շուկայական անկայունության ժամանկաշրջանում:

Այսպիսով, չնայած այն հանգամանքին, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության առկա գործիքներով արժեթղթերի շուկայի զարգացման հնարավորությունները սահմանափակ են՝ պայմանավորված արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությամբ, այնուամենայնիվ, առաջարկված մոտեցումները, կառուցակարգերը և ֆինանսական գործիքները, մեր կարծիքով որոշակի բարելավման ուղիներ են, որոնք կարող են կիրառվել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից արժեթղթերի շուկան զարգացնելու համար: Միաժամանակ պետք է նշել նաև, որ այդ մոտեցումները առավել համակարգային են, ենթադրում են շուկային ուղղակի միջամտություն և, ըստ երևույթին, դրանք նույնիսկ դուրս են դրամավարկային քաղաքականության շրջանակներից, մասնավորապես, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի մասով, որի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը ՀՀ-ում էական չէ:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆ

Ամփոփելով կատարված հետազոտության արդյունքները արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման ու հետագա զարգացման ուղղված ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և ընդհանրապես ֆինանսական շուկայի գործողության վերաբերյալ կարելի է կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

1. Տնտեսական աճի ապահովման գործում ներկայումս էապես կարևորվում է ֆինանսական շուկաների, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի դերն ու նշանակությունը՝ որն հանդիսանում է մի շարք երկրների տնտեսության զարգացման պետական քաղաքականության կարևորագույն բաղադրիչ: Կենտրոնական բանկի տեսանկյունից արժեթղթերի շուկայի դերը չի սահմանափակվում միայն դրամ տնտեսական նշանակությամբ, այլ որ շատ ավելի կարևոր է կենտրոնական բանկի համար զարգացած արժեթղթերի շուկան կարող է ծառայել փոխանցումային ուղի դրամավարկային քաղաքականության ազդակները տնտեսությունն հասցնելու համար:

2. Անդրադառնալով ՀՀ արժեթղթերի շուկայի տնտեսական նշանակությանը, նշենք, որ միջազգային պրակտիկայում տնտեսական աճի վրա արժեթղթերի շուկայի դերի աճող կարևորությունը դեռևս չի դրսևորվում ՀՀ-ում, ինչը թերևս, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության արդյունք է: Ընդհանրացնելով ՀՀ ՀՆԱ – ի վրա ՀՀ ֆինանսական շուկայի հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցության գնահատման ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները նշենք նաև.

▪ ՀՆԱ-ի վրա ամենաուժեղ ազդեցությունն ունեն պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալն ու համախառն ներդրումները: Համախառն ներդրումների ՀՆԱ-ի վրա ազդեցության գործակիցը դրական է և կազմում է 1.12: Ցուցանիշների միջև դրական կախվածությունը տրամաբանական է՝ հաշվի առնելով, որ համախառն ներդրումները ՀՆԱ-ի կարևորագույն բաղադրիչն են:

▪ Եթե համախառն ներդրումները դրական են ազդում ՀՆԱ-ի վրա, ապա պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի ազդեցությունը բացասական է՝ -1.21: Հակադարձ համեմատական կախվածությունը մի կողմից պայմանավորված ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից պետական պարտատոմսերի թողարկման նպատակով, մյուս կողմից, նրանով, որ պետական պարտատոմսերի առաջարկի մեծացումը հանգեցնում է տոկոսադրույքների աճին, իսկ բարձր տոկոսադրույքները խոչընդոտում են տնտեսության ակտիվացմանը:

▪ Համախառն վարկերի և գուտարտահանման ազդեցությունը, չնայած վերջինիս բարձր նշանակալիության հանգամանքին, համեմատաբար թույլ է՝ դրական է և կազմում է համապատասխանաբար 0.30 և 0.27: Համախառն վարկերի համեմատաբար թույլ ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա, թերևս բացատրվում է վարկերի անարդյունավետ կառուցվածքով, որոնք ապահովում են միայն պարզ վերարտադրություն:

▪ ՀՆԱ-ի վրա նշանակալիորեն չեն ազդում պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում կնքված գործարքները: Վերջինս, ըստ երևույթին, պայմանավորված է նրանով, որ երկրորդային շուկայում նոր արժեք չի ստեղծվում, այլ երկրորդային շուկայի ակտիվությունը նպաստում է առաջնային շուկայի ակտիվությանը, այդ կերպ անուղղակիորեն ազդելով տնտեսական ակտիվության վրա:

▪ Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում բացահայտվեց նաև, որ ՀՀ ՀՆԱ-ի վրա չեն ազդում ՀՀ ապահովագրական և ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաները բնութագրող ցուցանիշները, ինչը ՀՀ ֆինանսական շուկայի վերոնշյալ հատվածների թերզարգացածության արդյունք է, ընդ որում, ցածր երևան այս ցուցանիշների և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը:

3. ՀՀ արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես, կորպորատիվ հատվածի, տնտեսական աճի վրա ազդեցության բացակայությունը բացատրվում է վերջինիս զարգացման մակարդակով, մասնավորապես, կատարված հետազոտությունը փաստեց, որ ՀՀ – ն ունի թերզարգացած բաժնետոմսերի շուկա, կայացման փուլում գտնվող կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկա և համեմատաբար զարգացած պետական

պարտատոմսերի շուկա: Միաժամանակ հետազոտությունը ցույց է տալիս.

- ՅՅ բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությունը հիմնավորվեց բաժնետոմսերի թողարկման ծավալների և թողարկողների սակավությամբ, երկրորդային և առաջնային շուկաների ծավալների հարաբերակցության խիստ ցածր մակարդակով, ինչպես նաև շուկայական կապիտալացման բարձր կենտրոնացվածությամբ:

- ՅՅ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան, ի տարբերություն բաժնետոմսերի շուկայի ունի զարգացման որոշակի մակարդակ, որը հիմնավորվեց և առաջնային և երկրորդային շուկաների էական ակտիվությամբ, բորսայական գործարքների քանակի և ծավալի բարձր կոռելացվածությամբ, համեմատաբար մեծ թվով թողարկողների առկայությամբ: Այնուամենայնիվ, բացահայտվեց նաև, որ ՅՅ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան բնութագրվում է ցածր իրացվելիությամբ, իսկ շուկայի ակտիվությունը պայմանավորված է ոչ այնքան ընկերությունների կորպորատիվ պարտատոմսեր թողարկելու առավելությունների գիտակցմամբ, այլ վարվող պետական (ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից) քաղաքականությամբ, ինչը գրավիչ է դարձնում վերջիններիս թողարկումը:

- ՅՅ պետական պարտատոմսերի շուկան ՅՅ արժեթղթերի շուկայի առավել զարգացած հատվածն է, օժտված է առաջնային շուկայի զգալի ակտիվությամբ, երկրորդային շուկայի բարձր իրացվելիությամբ, լայն գործիքակազմով և բորսայական գործարքների շուկայական բնույթով:

4. Անդրադառնալով դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարություններին, փոխանցումային ուղիներին, մասնավորապես, արժեթղթերի շուկայի որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղի ծառայելուն, նշենք, որ կատարված հետազոտության արդյունքում պարզ դարձավ, որ.

- Ցանկացած երկրի կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությունը, գործիքակազմը և փոխանցումային մեխանիզմը պայմանավորված են

տվյալ երկրի, այդ թվում՝ շուկայական ենթակառուցվածքների, ֆինանսական միջնորդության զարգացմամբ և ֆինանսական շուկայի կառուցվածքով: Այսպես, ցածր եկամուտ ունեցող, զարգացող երկրների կողմից առավել կիրառելի է փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավորությունը, որը մինչև 2006թ.-ը կիրառվում էր նաև ՀՀ-ում, իսկ զարգացած երկրներին առավել բնորոշ են գնաճի նպատակադրման և այլ ընտրանքային ռազմավարությունները:

- Դրամավարկային քաղաքականության ավանդական գործիքները, այն է՝ պահուստավորում, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի սահմանում, առավել հաճախ կիրառվում են զարգացող երկրներում, որոնցում զարգացած է ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտը, մինչդեռ, զարգացած երկրներին հատուկ բաց շուկայական գործառնությունների իրականացումը:

- Չարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում առավել գործունե է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի և ակտիվների կամ հարստության փոխանցումային ուղիները շնորհիվ զարգացած արժեթղթերի շուկայի և ֆինանսական միջնորդության կայացվածությամբ, մինչդեռ, զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներին առավել բնորոշ է փոխարժեքի և որոշ երկրների համար վարկավորման ուղին:

5. ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների դրսևորման առանձնահատկությունները, ըստ երևույթին, պայմանավորված են ՀՀ ֆինանսական շուկայի առանձնահատկություններով, մասնավորապես, ամփոփելով կատարված վերլուծության արդյունքները, կարելի է նշել հետևյալը.

ա) ՀՀ-ում լիարժեք գործում է դրամավարկային քաղաքականության փոխարժեքի ուղին պայմանավորված առաջին հերթին ներմուծման մեծ տեսակարկշռով, դուլարայնացման բարձր մակարդակով, ՀՀ տնտեսության օտարերկրյա տրանսֆերտներից կախվածությամբ:

բ) ՀՀ-ում համեմատաբար գործունե է նաև դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման ուղին շնորհիվ ՀՀ բանկային համակարգի զարգացածության, այդուհանդերձ, առկա են որոշ

խոչընդոտներ պայմանավորված պաշտոնական տրանսֆերտների մեծ ծավալով (որոնք տնտեսվարող սուբյեկտների համար վարկերի այլընտրանք են հանդիսանում), իսկ արդյունավետության հետագա բարձրացումը կարելի է ապահովել պահուստավորման քաղաքականության մեղմացմամբ:

գ) ՀՀ-ում համեմատաբար պակաս գործունե է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղին, որի արդյունավետությունը ՀՀ-ում բախվում է մի շարք խոչընդոտների, մասնավորապես, խոսքը վերաբերում է մոնետարացման ցածր մակարդակին, դոլարայնացման բարձր մակարդակին և ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների թերզարգացածությունը:

դ) ՀՀ-ում ըստ երևույթին ընդհանրապես չի գործում դրամավարկային քաղաքականության հարստության ուղին, ինչը նախևառաջ պայմանավորված է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կորպորատիվ հատվածի, մասնավորապես, բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությամբ, ապա ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների, այդ թվում՝ ֆինանսական միջնորդության ցածր զարգացածությամբ:

6. Անդրադառնալով դրամավարկային քաղաքականության և արժեթղթերի շուկայի փոխառնչություններին, նշենք, որ վերոնշյալ թեմայով միջազգային հետազոտությունների ուսումնասիրման արդյունքում պարզ դարձավ, որ տնտեսագետները չունեն միասնական կարծիք արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ուղղությունների, դրսևորման չափերի վերաբերյալ, բայց միևնույն ժամանակ, բոլորն էլ միակարծիք են վերոնշյալ ազդեցության առկայության հարցում, որի ազդեցությունն արժեթղթերի շուկայի վրա նախևառաջ պայմանավորված է տվյալ երկրի ֆինանսական համակարգի, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի զարգացման աստիճանով:

7. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող գործիքակազմի կիրառելիության վերլուծության արդյունքում բացահայտվեց, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրացվելիության ներարկման նպատակով առավել կիրառելի են ռեպո, լոմբարդային ռեպո, արտարժույթի առք գործիքները, իսկ իրացվելիության կրճատման նպատակով դրամական միջոցների ներգրավում, արտարժույթի

վաճառք դրամավարկային քաղաքականության գործիքները, իսկ դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային գործիքները, որոնք ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, սակավ են կիրառվում:

8. ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության ռեգրեսիոն վերլուծության նկատմամբ թույլ տվեց կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

ա) ամբողջովին բացակայում է բաժնետոմսերով կնքված գործարքների և դրամավարկային քաղաքականության գործիքների միջև առկա կապը. բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը չի արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությանը՝ արդյունքում ՀՀ բաժնետոմսերի շուկան անկախ է ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունից և այն, ըստ երևույթի, շարժվում է ոչ շուկայական ազդակների ներքո,

բ) ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը չի ազդում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի ծավալային ցուցանիշների վրա, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդում են միայն թղթակցային հաշիվների մնացորդները և կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքը: Ընդ որում, թղթակցային հաշիվների մնացորդը ազդում է 0.13 գործակցով, իսկ կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքը՝ 0.37: Թղթակցային հաշիվների նշանակալի ազդեցությունը բացատրվում է կորպորատիվ պարտատոմսերով ներգրավված միջոցների նկատմամբ պահուստավորման արտոնություններով: Միևնույն ժամանակ, հաշվի առնելով կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա դրամավարկային քաղաքականության էական ազդեցությունը՝ կարող ենք ասել, որ դրամավարկային քաղաքականությունը անուղղակիորեն կարող է ազդել կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի, մասնավորապես, վերջինիս եկամտաբերության վրա,

գ) եթե բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաները գրեթե չեն արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության փոխություններին, ապա պետական պարտատոմսերի շուկան ՀՀ-ում էականորեն ենթարկվում է դրամավարկային

քաղաքականության ցուցանիշների ազդեցությանը, մասնավորապես, կախվածությունը նշանակալի է պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկայի եկամտաբերությունների և դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշների միջև, ընդ որում, ամենամեծ ազդեցությունը պետական պարտատոմսերի շուկայի վրա ունի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը,

դ) պետական պարտատոմսերի շուկայի ցուցանիշների վրա ազդեցությունը դրական է, այսինքն, կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության մեղմացումը ուղեկցվում է պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության աճով, իսկ զսպող դրամավարկային քաղաքականությունն հանգեցնում է պետական պարտատոմսերի շուկայում ակտիվության անկմանը,

ե) դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը համեմատաբար թույլ է պետական պարտատոմսերի թողարկման և երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալների վրա, ինչից կարելի է եզրակացնել, որ պետական պարտատոմսերի թողարկումները որևէ կերպ չեն պայմանավորվում կենտրոնական բանկի վարվող քաղաքականությամբ,

զ) ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը առավել ուժեղ ազդում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, ընդ որում, ազդեցությունն առավել ուժեղ դրսևորվում է կարճաժամկետում, ինչը պայմանավորված է նրանով, որ կենտրոնական բանկի կողմից գերազանցապես կիրառվում են հիմնական վերաֆինանսավորման գործիքը, մշտական հնրավորության գործիքներն ու ճշգրտող գործիքները, որոնք իրենց կարճաժամկետ բնույթով ազդում են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, մինչդեռ, դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային գործիքները, որոնք ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, սակավ են կիրառվում ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից:

Այսպիսով, կատարված վերլուծության արդյունքում, կարող ենք եզրակացնել նաև, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկան իր զարգացման մակարդակով դեռևս ամբողջությամբ չի ծառայում որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումայի ուղի: Ուստի,

հիմք ընդունելով ՀՀ արժեթղթերի շուկայի հատվածների թերզարգացածությունը և դրանով պայմանավորված դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բացակայությունը, պետք է նշել, որ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության առկա գործիքներով արժեթղթերի շուկայի զարգացման հնարավորությունները խիստ սահմանափակ են: Այս պարագայում, կենտրոնական բանկը պետք է ցուցաբերի առավել համակարգային մոտեցում, կիրառի ուղղակի ազդեցության մեթոդներ, ինչպես նաև պետք է մշակվեն այլ մեխանիզմներ, որոնք հնարավորություն կտան խթանելու արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես, երկրորդային շուկայի զարգացումը:

Հետազոտության արդյունքները հիմք են ծառայում նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման նպատակով առաջարկել հետևյալ ուղիներն ու կառուցակարգերը.

✓ Պահուստավորման որոշակի մասի լրացում պետական և/կամ կորպորատիվ պարտատոմսերով:

✓ «Ռեպո/հակադրած ռեպո» համակարգում գործառնությունների համար ընդունելի արժեթղթերի ցանկում առևտրային բանկերի կողմից թողարկված և համապատասխան ռեյտինգավորում անցած կորպորատիվ պարտատոմսերի ներառումը:

✓ «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» Կանոնակարգ 2-ում առևտրային բանկերի վարկային ռիսկերը հաշվարկելիս արժեթղթերի, մասնավորապես, ներդրումային \$ոնդերի ռիսկերի կշիռների նվազեցում:

✓ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից շուկա ստեղծողներին և գործակալներին իրենց պարտավորությունների կատարման համար անհրաժեշտ վարկային ռեսուրսներով ապահովող մեխանիզմի ստեղծում:

Այսպիսով, չնայած նրան, որ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության առկա գործիքներով արժեթղթերի շուկայի զարգացման հնարավորությունները սահմանափակ են՝ պայմանավորված արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությամբ, այնուամենայնիվ, առկա են որոշակի

բարելավման ուղիներ, կառուցակարգեր, որոնք կարող են կիրառվել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ՀՀ արժեթղթերի շուկան զարգացնելու համար: Միաժամանակ պետք է նշել նաև, որ այդ մոտեցումները առավել համակարարգային են, ենթադրում են շուկային ուղղակի միջամտություն և, ըստ երևույթին, դուրս են դրամավարկային քաղաքականության շրջանակներից, մասնավորապես, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի մասով, որի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը նշանակալիչ է:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

Ա Օրենքներ, իրավական ակտեր, վիճակագրական տեղեկագրեր

1. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 2007թ.
2. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, 1996թ.
3. «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենք, 1996թ.
4. «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքը, 1996թ.
5. «ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ», ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2011թ., (www.cba.am), [66,67]
6. «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ տեղեկագրեր 2005-2016թթ., (www.nasdaqomx.am), [23,26,28,30,31,33,34,37,43,123]
7. «Փողի ագրեգատների էությունը և կիրառման շրջանակները», ՀՀ կենտրոնական բանկ, (www.cba.am), [121]
8. ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության վիճակագրական տարեգրքեր 2005-2016թթ. (www.armstat.am), [38,82,83,84]
9. ՀՀ կենտրոնական բանկի Խորհրդի կողմից 2004թ. նոյեմբերի 20-ի թիվ 237Ն որոշմամբ ընդունված «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 2, [132,133]

10.33 կենտրոնական բանկի տարեկան և ամսական տեղեկագրեր 2005-2016թթ., (www.cba.am), [37,40,41,42,43,78,79,82,83,84,85,108,109,111,113,114,116,117,119,120,122,123,124,125]

Բ. Մասնագիտական գրականություն

1. «Արժեթղթերի շուկա», Ուս. ձեռնարկ./, Խմբ. Սալնազարյան Ա.Բ, Երևան, «Չանգակ - 97», 2009, 336 էջ
2. «Մակրոտնտեսական վերլուծություն, մոդելավորում և կանխատեսում», Թավադյան Ա. և ուրիշն, Եր, 2014, 76 էջ
3. «Տնտեսագիտության տեսություն» (ուսումնական ձեռնարկ), Խմբ., Գ.Ե. Կիրակոսյանի և Ի.Ե. Խլղաթյանի, Երևան, «Տնտեսագետ», 2009թ., 752 էջ
4. «Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ», Խմբ. Բադանյանի Լ., Երևան, «ՄՈԱ» ՍՊԸ, 2010թ., 586 էջ, [51,52]
5. Աղաբեկյան Է., «Արժեթղթերի շուկայի դերը տնտեսական աճի ապահովման գործում», Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, #2, 2015թ., 5 էջ
6. Բալասանյան Ն., «ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի ձևավորման առանձնահատկությունները և կայացման հիմնահարցերը» Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա #8, 2012թ., 2 էջ
7. Բալասանյան Ն., «ՀՀ պարտաքային արժեթղթերի շուկայի առանձնահատկությունները և զարգացման հիմնախնդիրները» Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա #7, 2012թ., 3 էջ
8. Թավադյան Ա., «Տնտեսամաթեմատիկական մեթոդներ և մոդելներ». Ուս. ձեռնարկ, Եր., 2017, 324 էջ
9. Հայկազ Արամյան, «Ինչպես նվազեցնել ՀՀ ֆինանսական շուկայում կոլտակված ռիսկերը», ՀՊՏՀ Ամբերդ հետազոտական կենտրոն, Դեկտեմբեր 2017թ., 4 էջ, [129]
10. Դուլչյան Հ.Բ., Ավագյան Գ.Ա., «Մակրոտնտեսական կարգավորում», Երևան, 2008թ., 300 էջ
11. Սալնազարյան Ա.Բ., «Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը», Երևան 2002թ., 320 էջ

12. Սալ նազարյան Ա.Բ., «Բաժնետոմսերի նախնական հանրային առաջարկի անհրաժեշտությունն ու ներդրման հնարավորությունները ՀՀ-ում», Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության զարգացման արդի հիմնախնդիրները, Միջբուհական գիտաժողովի նյութեր, Երևան, «Տնտեսագետ» 2008թ., 65 էջ
13. Սալ նազարյան Ա.Բ., Արամյան Հ.Ա., «ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի տնտեսական զարգացման ընդհանուր գնահատականը», Գործարար միջավայրի բարելավման և միջազգային տնտեսական համագործակցության ընդլայնման արդի հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, Միջբուհական գիտաժողովի նյութեր, Երևան, «Տնտեսագետ», 2017թ., 7 էջ
14. Սալ նազարյան Ա.Բ., Իսրայելյան Ս., «Տնտեսական աճի և ֆինանսական խորության փոխազդեցության գնահատման ժամանակակից խնդիրները», ԲԱՆԲԵՐ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համլսարանի, 2017[2], 11 էջ
15. Սալ նազարյան Ա.Բ.; «Արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շուկայի առանձ-նահատկությունները» Համաշխարհային տնտեսությանը ՀՀ տնտեսական ինտեգրման հիմնախնդիրները: Պրոֆեսորադասախոսական համակազմի և ասպիրանտների 20-րդ գիտական նստաշրջանի նյութեր նվիրված պետական տնտեսագիտական ինստիտուտի կազմավորման 30-ամյակին: Տնտեսագետ. Երևան 2005թ., 514 էջ
16. Ֆահրադյան Կ., «ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ներկավիճակը և հիմնախնդիրները», Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա #4-5, 2010թ., 4 էջ
17. Бергер Ф., “Что вам надо знать об анализе акций” М., Интер-Эксперт, 1998г., 206с, [86]
18. Головин М., "Развитие денежно-кредитной сферы в трансформационный период: Россия и страны Центральной восточной Европы", М.: Либроком, 2009. 224 с.
19. Иванченко И., "Воздействие монетарных импульсов на рыночные цены фондовых активов", Банковское дело №3, 2010, С. 50-54
20. Кондратов Д., “Денежно-кредитная политика в странах Европы”, Экономический журнал ВШЕ, Номер 2, Май 2011г, стр 202-236, [46,49]

21. Моисеев Р., "Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики", "Финансы у кредит" номер 18, 2002г. С. 38-51, [68,69]
22. Салназарян А.Б, Арамян А.А., "Общая оценка становления рынка государственных облигаций Республики Армения и особенности современного развития", Рынок Ценных Бумаг 1 (468), 2017, 4 с., [45]
23. Семитуркина О., "Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и особенности его функционирования в российской экономике", Москва, 2014 г., 136 стр.
24. Akiwatkar, R., "Effect of monetary policy on indian stock market Delhi", LAL BAHADUR SHASTRI INSTITUTE OF MANAGEMENT, January 2014, 40 pages, [96]
25. Alexander, W., Baliño T., Enoch C., "Adopting Indirect Instruments of Monetary Policy", Finance and Development, March 1996, 14-17 pages, [53]
26. Allen, F., Gale, D., "Financial contagion", The Journal of Political Economy, volume 108, Issue 1, 2000, 33 pages, [17]
27. Arestis, P., Demetriades, P., Luintel, K., "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33, 2001, 16-41 pages, [14]
28. Atje, R., Jovanovich B., "Stock Markets and Development," European Economic Review, April 1993, 37 (2/3), 632-640 pages, [12]
29. Aziza, O.F., "The Effects of Monetary Policy on Stock Market Performance: A Cross-Country Analysis", December 1, 2010, 112 pages, available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1743834>, [89,90]
30. Banerjee, P., Adhikar, B., "Dynamic Effects of Interest Rate and Exchange Rate Changes on Stock Market Returns in Bangladesh", 2006, 119-133 pages., available at: https://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS_V25_Banerjee_Adhikary.pdf, [93]
31. Beck, T., Lundberg, M., Majnoni, G., "Financial Intermediary Development and Growth Volatility", The World Bank, September 2003, 40 pages, [8]
32. Bennaceur, S., Boughrara, A., Ghazouani, S., "On the Linkage between Monetary Policy and Mena Stock Markets?", 13th Annual Conference of Economic Research Forum (ERF), Kuwait, 2007, 36 pages, [104]

33. Bjørnland, H., Kai Leitemo, "Identifying the Interdependence between US Monetary Policy and the Stock Market", *Journal of Monetary Economics*, vol 56, 2009, 275-282 pages, [101]
34. Cassola, N., Morana, C., "Monetary Policy and the Stock Market in the Euro Area", *European Central Bank Working Paper Series. Working Paper No. 119*, 2002, 85 pages, [103]
35. Chami, R., Cosimano, T., Fullenkamp, C., "The Stock Market Channel of Monetary Policy". *IMF Working Paper WP/99/22*, 1999, 25 pages, [95]
36. Checetti, S., "Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy, Transmission Mechanism", *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, July 1999, 33 pages, [71]
37. Conover, M., Jensen, G., Johnson, R., "Monetary Conditions and International Investing," *Financial Analysts Journal*, 1999, 1357-1381 pages, [92,99]
38. Coricelli, F., Égert B., MacDonald R., "Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence", *MNB Working Papers*, 2006, 73 pages, [75]
39. Créel, J., Levasseur S., "Monetary Policy Transmission Mechanisms in the CEECs: How Important Are the Differences with the Euro Area?" *OFCE Working Paper*, (Paris: Observatoire Français des Conjonctures Économiques), 2005–02, 31 pages, [72]
40. Dabla-Norris E., Floerkemeier H., "Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis", *International Monetary Fund*, November 2006, 27 pages, [70,80]
41. Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R., "The Evolving Importance of Banks and Securities Markets", *The World Bank*, 2011, 31 pages, [16,18,19,20]
42. Demirguc-Kunt, A., Levine, R., "Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development", *Cambridge, MA: MIT Press*, 420 pages
43. Durham, B., "The Effect of Monetary Policy on Monthly and Quarterly Stock Market Returns: Cross-Country Evidence and Sensitivity Analyses", *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 2002, 42 pages, [87,88]
44. Ehrmann, M., Fratzscher, M., "Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets", *European Central Bank Working Paper Series. Working Paper No. 354*, 2004, 48 pages, [102]

45. Ergungor, E., "Financial system structure and economic growth: Structure matters. International Review of Economics and Finance", Federal reserve bank of Cleveland, 2003, 26 pages, [15]
46. Garretsen, H., Lensink, R. and Sterken, E., "Growth, financial development, societal norms and legal institutions", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 14, 2004, pp. 165-183, [6]
47. Ghysels E., Idier, J., Manganelli, S., Vergote, O., A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme. European Central Bank, 2014, 25 pages, [1,3,59]
48. Graff, A., "Financial Development and Economic Growth - A New Empirical Analysis", Dresden Discussion Papers in Economics No. 5/99, 1999, 17 pages, [7]
49. Greenwood, J., Smith, B., "Financial markets in development, and the development of financial markets", Journal of Economic Dynamics and Control, 21, 1997, pp. 145-181, [13]
50. Homa, K., Jaffe, D., "The Supply of Money and Common Stock Prices", Journal of Finance, December 1971, pp. 1045-1066, [97]
51. Hussain, S., "Simultaneous Monetary Policy Announcements and International Stock Markets Response: An Intraday Analysis", Bank of Finland Research Discussion Papers, 2010. 33 pages, [100]
52. Ingves, S., "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development", International Monetary Fund, October 26, 2004, 38 pages, [54,64]
53. Ioannidis, C., Kontonikas, A., "The Impact of Monetary Policy on Stock Prices." Journal of Policy Modeling 30(1), February 2008, pp. 33-53, [98]
54. Jensen, G., Johnson R., "Discount Rate Changes and Security Returns in the U.S., 1962-1991", Journal of Banking and Finance, vol. 19, 1995, pp. 79-95, [91]
55. Lawrence, R., William, S., Gregory, U., "Principles of money, banking and Financial markets" Addison-Wesley, New York, 1997, 219 pages
56. Levine, R., Zervos, S., "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", American Economic Review, 88, 1998, pp. 537-558, [4,5,11]
57. Minier, J., "Are Small Stock Markets Different?", Journal of Monetary Economics, 2003, pp. 1593-1602
58. Nieuwerburgh, S., Buelens, F. and Cuyvers, L., "Stock market development and economic growth in Belgium", 2005 July 5, 36 pages, [10]

59. Ologunde, A., Elumilade, D., Asaolu, T., "Stock Market Capitalization and Interest Rate in Nigeria: A Time Series Analysis", International Research Journal of Finance and Economics, 2006, pp. 154-167, [106]
60. Rajan G., "Monetary policy frameworks and strategies", Bangkok, November 24 – December 3, 2014, 64 pages, [47]
61. Rajan, R., Zingales, L., "Financial Dependence and Growth", National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 5758, 1996, 46 pages, [9]
62. Salnazaryan, A., Aramyan, H., "Evolving Importance of Securities Market to Ensure Economic Growth: Evidence from Armenia", Scientific Annals of Economics and Business 64 (4), 2017, 473-485 pages, [21]
63. Smirlock, M., Yawitz J., "Asset Returns, Discount Rate Changes, and Market Efficiency", Journal of Finance, vol. 40, no. 4 (September), 1985, pp. 1141-1158, [94]
64. Van Els P., Locarno A., Morgan J., Villetelle J., "Monetary policy transmission in the euro area: What do aggregate and national structural models tell us?" December 2001, 75 pages, [73]
65. Wu, Y., "Exchange rates, stock prices, and money markets: evidence from Singapore", Journal of Asian Economics, Elsevier, vol. 12(3), 2001, pp. 445-458, [105]

Գ. Ինտերնետային ռեսուրսներ

1. «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ www.nasdaqomx.am, [24,32,34,35,36,37,131]
2. Trading Economics Վիճակագրական գործակալություն ինտերնետային կայք՝ <http://www.tradingeconomics.com/>, [39]
3. ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <https://www.federalreserve.gov>, [62]
4. Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ www.imf.org, [76,77,135]
5. Եվրոպական կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ www.ecb.europa.eu, [55,56,57,58,60,61]
6. Համաշխարհային բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ www.worldbank.org, [27,29,48,76,81,135]
7. ՀՀ Ազգային վիճակագրություն ծառայություն պաշտոնական ինտերնետային կայք՝ <http://www.armstat.am>, [28]

8. ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային կայք՝
www.cba.am, [2,50,65,130,134]
9. ՀՀ ֆինանսների նախարարության պաշտոնական ինտերնետային
կայք՝ www.minfin.am [44]
10. Ռուսաստանի կենտրոնական բանկի պաշտոնական ինտերնետային
կայք՝ <https://www.cbr.ru>, [63]

ՀԱԿԵԼ ՎԱՃԵՐ

Հավելյալ 1

Կորպորատիվ արտաստման տեղաբաշխման դիվիդենդների դիվիդենդներ 2005-2016թթ.-ին

Անվանում	Դիվիդենդի քանակ (ՀՀԴ. 1 հազար)	Պայմանագրային արժեքը (ՀՀԴ)	Բաժնեկատարության արժեքը (ՀՀԴ)	Բաժնեկատարության արժեքը (ՀՀԴ)	Թվական
1	2	3	4	5	6
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	200	6%	12	10,000 ՀՀԴ	2005
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	150	7.25%	12	50,000 ՀՀԴ	2006
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	40	9%	12	10,000 ՀՀԴ	2006
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	40	9%	12	10,000 ՀՀԴ	2007
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	250	8%	12	10,000 ՀՀԴ	2007
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	80	9%	12	10,000 ՀՀԴ	2007
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	1000	9%	18	10,000 ՀՀԴ	2007
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	350	10.50%	18	50,000 ՀՀԴ	2007
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	500	10%	18	50,000 ՀՀԴ	2007
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	500	10.50%	24	50,000 ՀՀԴ	2007
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	40	9%	18	10,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	1000	9.50%	36	50,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	131.375	10.50%	24	1,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	868.625	11%	24	1,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	1000	11.50%	24	10,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	250	11%	12	50,000	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	150	12%	18	25,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	500	11%	36	50,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	600	11%	36	10,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	1500	10%	12	10,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	300	10.64%	36	30,000 ՀՀԴ	2008
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	350	9.50%	12	50,000 ՀՀԴ	2009
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	1000	9%	12	10,000 ՀՀԴ	2009
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	250	10%	18	25,000 ՀՀԴ	2009
ՀԻՍՏՈՐԻԱԿԱՆ ԲԱՆԿ	500	12.50%	24	50,000 ՀՀԴ	2010

ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1,500	13%	36	10,000 1ԴՅՍ	2010
<i>Հավելված 1-ի շարունակական թյուր</i>					
1	2	3	4	5	6
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	250	12%	24	25,000 1ԴՅՍ	2011
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	261.063	11%	24	27,000 1ԴՅՍ	2011
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1000	9.38%	6	100,000 1ԴՅՍ	2011
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1000	8.84%	6	100,000 1ԴՅՍ	2012
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	500	9.55%	6	100,000 1ԴՅՍ	2012
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1 ՍԵՆՏԱԿԱՆ (ՍԵՆՏԱԿԱՆ 400 ՍԵՆՏԱԿԱՆ)	9%	36	25 1ԴՅՍ	2012
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1000	10.76%	6	100,000 1ԴՅՍ	2012
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	6 ՍԵՆՏԱԿԱՆ (ՍԵՆՏԱԿԱՆ 2.4 ՍԵՆՏԱԿԱՆ)	10%	36	10,000 1ԴՅՍ	2012
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	7 ՍԵՆՏԱԿԱՆ (ՍԵՆՏԱԿԱՆ 2.8 ՍԵՆՏԱԿԱՆ)	10.10%	24	10 1ԴՅՍ	2012
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1000	9.36%	6	100,000 1ԴՅՍ	2013
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	410	8.50%	36	25 1ԴՅՍ	2013
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1000	9.46%	6	100,000 1ԴՅՍ	2013
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	400	13%	36	10,000 1ԴՅՍ	2013
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1616	11%	60	100 1ԴՅՍ	2013
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1000	9.55%	12	100,000 1ԴՅՍ	2013
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	500	8.58%	6	100,000 1ԴՅՍ	2013
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ և ՉՊԱՐԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ԵՎ ՊԱՐԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	2000	6 ամսյա եկամտաբեր ուրյան կոր + 0.3 % (8.555 %)	12	10000 դրամ	2014
ՏԻՆՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՆՇՎԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ ՎՃԱՐՆԱԿԱՆ ԳՆԱՀԱՆՈՒՄ	1000	8.67%	12	100,000 1ԴՅՍ	2014

1	2	3	4	5	6
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ ՆՇ-ձԱ» ³ ՍՇԿ ԱՅԻ» ³ ՆձձԱՍձՅԻ Ծ՝Ա	1000	10.00%	36	100,000 1 ³ Ս	2014
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ Ծ՝Ա	1 ՍԷԿ 1 ³ Է ³ Ն (Սձ 450 ՍԷԿ 1 ³ Ս)	8.00%	48	25 ԱՄՆ դոլար	2014
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ ՆՇ-ձԱ» ³ ՍՇԿ ԱՅԻ» ³ ՆձձԱՍձՅԻ Ծ՝Ա	1200	12.00%	60	10000 դրամ	2014
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ ՆՇ-ձԱ» ³ ՍՇԿ ԱՅԻ» ³ ՆձձԱՍձՅԻ Ծ՝Ա	1000	10.00%	36	10000 դրամ	2014
Ֆվերակառուցման և Զարգացման Եվրոպական Բանկ	2000	17.00%	12	10000 դրամ	2015
Ֆվերակառուցման և Զարգացման Եվրոպական Բանկ	2000	14.50%	6	10000 դրամ	2015
ՏԱՐՄՍՎԻՍԲԱՆԿ Ծ՝Ա	2 մլն դոլար (Սձ 940 ՍԷԿ 1 ³ Ս)	7.50%	36	1000 ԱՄՆ դոլար	2015
ՏԱՐՄՍՎԻՍԲԱՆԿ Ծ՝Ա	3 մլն դոլար (Սձ 1340 ՍԷԿ 1 ³ Ս)	8.00%	48	1000 ԱՄՆ դոլար	2015
ՏԱՐՄՍՎԻՍԲԱՆԿ Ծ՝Ա	5 մլն դոլար (Սձ 2370 ՍԷԿ 1 ³ Ս)	8.50%	60	1000 ԱՄՆ դոլար	2015
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ Ծ՝Ա	2 ՍԷԿ 1 ³ Է ³ Ն (Սձ 950 ՍԷԿ 1 ³ Ս)	7.25%	36	25 ԱՄՆ դոլար	2015
Ֆվերակառուցման և Զարգացման Եվրոպական Բանկ	2000	6 ամսյա եկամտաբեր ուրյան կոր + 0.25 % (12.0328 %)	12	10000 դրամ	2015
ՏԳԼՈՒԱԼ ԿՐԵԴԻՏ ՈՒՎԿ ՓԲԸ	100	15.00%	12	10000 դրամ	2015
ՏԳԼՈՒԱԼ ԿՐԵԴԻՏ ՈՒՎԿ ՓԲԸ	1 ՍԷԿ 1 ³ Է ³ Ն (Սձ 480 ՍԷԿ 1 ³ Ս)	9.50%	24	100 ԱՄՆ դոլար	2015
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ Ծ՝Ա	2 ՍԷԿ 1 ³ Է ³ Ն (Սձ 960 ՍԷԿ 1 ³ Ս)	7.00%	24	25 ԱՄՆ դոլար	2015
ՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄ ԱՆ ՀԻՄՆԱԴՐԱՄ 1	1.1328 մլն ԱՄՆ դոլար (մոտ 543 մլն ՀՀ դրամ)	8.50%	36	100 ԱՄՆ դոլար	2015

Հավելված 1-ի շարունակություն

1	2	3	4	5	6
ՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄ ԱՆ ՀԻՄՆԱԴՐԱՄ 1	446.26	15.00%	36	10000 դրամ	2015
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ ՆՇ-ձԱՅ՝ՍՇԿ ԱՅԻ՝ճԱԾԱՍԾՅԻ՝ Ծ՝Ա	1700	11.00%	12	10000 դրամ	2016
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ ՆՇ-ձԱՅ՝ՍՇԿ ԱՅԻ՝ճԱԾԱՍԾՅԻ՝ Ծ՝Ա	1500	11.00%	12	10000 դրամ	2016
§ՅՈՒՆԻԲԱՆԿԻ Բ՝Ա	5 մլն դոլար (Սձի 2380 ՍԷՅ 1ճՅՍ)	8.00%	24	100 ԱՄՆ դոլար	2016
§ԱՍԵՐԻԲԱՆԿԻ Բ՝Ա	15 մլն դոլար (Սձի 7140 ՍԷՅ 1ճՅՍ)	6.75%	27	100 ԱՄՆ դոլար	2016
§ ² ճճճճճՅԻ՝ Ծ՝Ա	400	13.00%	24	10000 դրամ	2016
§ ² ճճճճճՅԻ՝ Ծ՝Ա	2 ՍԷՅ 1ձԷճճ (Սձի 952 ՍԷՅ 1ճՅՍ)	7.00%	36	25 ԱՄՆ դոլար	2016
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ ՆՇ-ձԱՅ՝ՍՇԿ ԱՅԻ՝ճԱԾԱՍԾՅԻ՝ Ծ՝Ա	1800	10.00%	36	10000 դրամ	2016
§ ² ճճճճճՅԻ՝ Ծ՝Ա	2 ՍԷՅ 1ձԷճճ (Սձի 952 ՍԷՅ 1ճՅՍ)	6.50%	36	25 ԱՄՆ դոլար	2016
§ԳԼՈՐԱԼ ԿՐԵԴԻՏԻ ՈՒՎԿ ՓԲԸ	200	14.00%	24	10000 դրամ	2016
§ԳԼՈՐԱԼ ԿՐԵԴԻՏԻ ՈՒՎԿ ՓԲԸ	1 ՍԷՅ 1ձԷճճ (Սձի 480 ՍԷՅ 1ճՅՍ)	9.00%	36	100 ԱՄՆ դոլար	2016
§ ² / ₂ - ³ ՍՇԿ ՆՇ-ձԱՅ՝ՍՇԿ ԱՅԻ՝ճԱԾԱՍԾՅԻ՝ Ծ՝Ա	3254.4	10.00%	36	10000 դրամ	2016
ԱՅ՝ՍՇԿ՝ 65ԱԾՅճճՅՍ	69,133 ՍԷՅ. 1ճՅՍ				

Հավելված 2.

**ՀՆԱ-ի, դրածափային բաղադրիչների, ՀՀ ֆինանսական շուկայի հատվածները բնութագրող
ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածություններն ու ելակետային տվյալները**

Աղյուսակ 1.

ՀՆԱ-ի բաղադրիչների (Ճախտեր, ներդրումներ, գուտարտահանում), ՀՀ պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան (պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ, պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ և եկամտաբերություն, կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, բորսայական կապիտալացում), ապահովագրական շուկան (համախառն ապահովագրվածություն) և փոխառվական կապիտալի շուկան (բանկերի և վարկային կազմակերպությունների վարկեր) բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

	GDP	TOTAL SPEND	CONSUM SPEND	GOV SPEND	INVEST	NX_NS	CREDIT VOLUME	BANK CREDIT	ORG CREDIT	INS PREMIUM	GB_ISSUE VOLUME	GB_SEC VOLUME	GB_SEC YIELD	CBOND VOLUME	STOCK VOLUME	MARKET CAP
GDP	1.000	0.964	0.956	0.933	-0.065	-0.119	0.970	0.969	0.977	0.798	0.564	0.680	0.705	0.079	0.173	0.900
TOTAL_SPEND	0.964	1.000	0.998	0.934	-0.199	-0.246	0.983	0.984	0.962	0.861	0.603	0.743	0.778	0.090	0.153	0.850
CONSUM_SPEND	0.956	0.998	1.000	0.908	-0.197	-0.271	0.975	0.976	0.951	0.866	0.577	0.743	0.758	0.071	0.176	0.821
GOV_SPEND	0.933	0.934	0.908	1.000	-0.189	-0.095	0.954	0.953	0.951	0.767	0.687	0.685	0.823	0.183	0.017	0.944
INVEST	-0.065	-0.199	-0.197	-0.189	1.000	-0.291	-0.259	-0.263	-0.200	-0.288	-0.096	-0.385	-0.178	0.001	-0.140	-0.108
NX_NS	-0.119	-0.246	-0.271	-0.095	-0.291	1.000	-0.130	-0.133	-0.091	-0.214	-0.171	-0.115	-0.272	-0.027	0.038	-0.006
CREDIT_VOLUME	0.970	0.983	0.975	0.954	-0.259	-0.130	1.000	1.000	0.987	0.847	0.615	0.744	0.771	0.106	0.189	0.902
BANK_CREDIT	0.969	0.984	0.976	0.953	-0.263	-0.133	1.000	1.000	0.985	0.850	0.616	0.747	0.774	0.100	0.188	0.899
ORG_CREDIT	0.977	0.962	0.951	0.951	-0.200	-0.091	0.987	0.985	1.000	0.801	0.587	0.699	0.712	0.185	0.199	0.930
INS_PREMIUM	0.798	0.861	0.866	0.767	-0.288	-0.214	0.847	0.850	0.801	1.000	0.473	0.775	0.656	-0.086	0.037	0.657
GB_ISSUE_VOLUME	0.564	0.603	0.577	0.687	-0.096	-0.171	0.615	0.616	0.587	0.473	1.000	0.646	0.795	0.189	-0.039	0.701
GB_SEC_VOLUME	0.680	0.743	0.743	0.685	-0.385	-0.115	0.744	0.747	0.699	0.775	0.646	1.000	0.655	-0.054	-0.001	0.603
GB_SEC_YIELD	0.705	0.778	0.758	0.823	-0.178	-0.272	0.771	0.774	0.712	0.656	0.795	0.655	1.000	0.043	-0.086	0.746
CBOND_VOLUME	0.079	0.090	0.071	0.183	0.001	-0.027	0.106	0.100	0.185	-0.086	0.189	-0.054	0.043	1.000	0.053	0.270
STOCK_VOLUME	0.173	0.153	0.176	0.017	-0.140	0.038	0.189	0.188	0.199	0.037	-0.039	-0.001	-0.086	0.053	1.000	0.147
MARKET_CAP	0.900	0.850	0.821	0.944	-0.108	-0.006	0.902	0.899	0.930	0.657	0.701	0.603	0.746	0.270	0.147	1.000

ՀՆԱ-ի վրաֆինանսական շուկայի հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունը գնահատման մոդելում կիրառված փոփոխականների ելակետային տվյալները 2006-2016թթ. (մլն ՀՀ դրամ)

	ՀՆԱ	Համախառն երդրոլմ.	Չունտարտահանում	Համախառն վարկեր	Ապահովագրված.	Պետական պարտատու մ. թողարկման ծավալ	Պետական պարտատու մ. սերով կնքված գործարք. ծավալ	Շուկայական ասպիտալացում	Բաժնետու մ. կնքված գործարք. ծավալ	Կորպորատիվ պարտատու մ. կնքված գործարքների ծավալ
2006-Q1	357200.30	46542.90	-92994.90	617811.00	1180.09	7840.00	16592.48	18989.57	1678.27	244.08
2006-Q2	590237.50	204482.10	-104010.40	684677.00	3317.23	8039.10	19412.67	21418.94	338.32	137.67
2006-Q3	859153.70	328841.30	-105679.70	703365.00	5096.37	7878.90	16873.21	22089.39	125.13	48.00
2006-Q4	849598.30	373868.70	-119416.00	757864.00	5875.88	8500.60	13847.44	21882.48	8.00	47.39
2007-Q1	422193.70	68932.70	-125657.50	834230.00	1485.24	9000.00	18755.98	22271.81	11.69	0.00
2007-Q2	682543.30	242442.00	-130907.80	969003.00	2549.37	9500.00	25581.84	27483.47	308.26	91.88
2007-Q3	1028875.70	414526.00	-159534.20	1141754.00	4384.95	11500.00	28030.18	30192.19	558.86	153.89
2007-Q4	1015670.70	463979.40	-212660.30	1329498.00	4813.59	9000.00	18131.66	30341.85	638.28	457.09
2008-Q1	509579.10	101025.40	-164320.40	1491588.00	1411.49	24500.00	23180.75	46558.83	79.63	461.91
2008-Q2	784606.90	293437.30	-205662.50	1715655.00	4494.43	17500.00	10596.44	43494.14	8.69	685.52
2008-Q3	1249441.10	621457.70	-252049.00	1934874.00	5969.48	22000.00	11978.05	47722.76	2.11	326.51
2008-Q4	1024600.50	442455.00	-291743.20	2071024.00	7769.06	21600.00	18671.82	53283.52	171.58	771.78
2009-Q1	493759.40	94707.60	-156069.80	2062772.00	1372.16	21000.00	14457.36	53414.16	3.41	3682.42
2009-Q2	659326.80	181554.50	-183765.60	2087620.00	4209.11	39700.00	34069.06	53238.72	0.93	2830.49
2009-Q3	980348.10	377388.10	-222267.50	2155320.00	5820.77	36000.00	30691.34	50341.32	82.63	1072.10
2009-Q4	1008216.70	435551.20	-302791.50	2294464.00	8102.48	27000.00	15568.04	53174.15	10.94	675.24
2010-Q1	544363.50	100266.30	-203172.20	2400968.00	1897.68	27000.00	16056.30	52179.05	1.25	758.65
2010-Q2	735781.20	223432.10	-205665.90	2509130.00	4785.88	22000.00	18038.29	51868.89	11.11	652.95
2010-Q3	1048796.70	361305.50	-210448.60	2663748.00	6582.09	42000.00	24625.04	53500.94	11.13	506.93
2010-Q4	1131261.30	452338.20	-228016.50	2915836.00	8253.42	39500.00	31348.74	54389.47	104.13	937.41
2011-Q1	612136.60	109677.80	-193933.10	3179961.00	12806.48	37000.00	30968.82	49593.70	86.60	103.55
2011-Q2	816107.80	206710.90	-216643.30	3499283.00	15647.49	37000.00	33921.66	49741.92	97.33	91.41

2011-Q3	1146589.90	305155.50	-221030.40	3653934.00	18736.14	32500.00	40648.24	49639.11	6.23	223.17
2011-Q4	1203111.30	409103.70	-259881.00	3946622.00	22371.92	40000.00	37386.07	51156.95	10.12	290.86
2012-Q1	658957.80	98988.70	-220783.90	4217352.00	12411.83	25000.00	49250.26	57580.51	93.38	31.53
2012-Q2	886235.40	199178.30	-247144.30	4625410.00	23835.46	30500.00	41568.30	59166.02	52.20	144.14
2012-Q3	1217522.30	298226.00	-220438.30	4824416.00	29299.93	33000.00	47532.31	59135.54	35.03	164.17
2012-Q4	1238006.50	420098.50	-302644.30	5033645.00	35524.78	42850.00	53219.76	55839.81	232.54	173.27
2013-Q1	784166.20	98847.20	-209687.50	5291036.00	11407.53	32000.00	48612.24	62141.87	794.22	622.99
2013-Q2	978205.10	197289.00	-197080.30	5445190.00	22708.04	27500.00	76175.31	62417.36	624.09	392.54
2013-Q3	1363072.30	270284.50	-183476.30	5499442.00	28374.30	31500.00	33871.19	62983.62	57.86	204.36
2013-Q4	1430194.60	447825.30	-313500.80	5660877.00	35753.28	31000.00	54163.19	62735.27	18.33	749.52
2014-Q1	814938.40	115081.00	-204510.80	5854325.00	10342.00	26000.00	30665.00	67176.99	1480.70	1051.24
2014-Q2	1030592.90	199922.50	-209628.90	6070217.00	15710.62	29000.00	35861.00	84856.61	26812.04	945.54
2014-Q3	1443501.10	291284.70	-218585.90	6169287.00	22854.91	26500.00	26192.00	88268.73	477.79	1463.84
2014-Q4	1539593.90	401536.20	-259672.50	6674099.00	30105.08	17500.00	49859.00	73001.04	1.62	1370.14
2015-Q1	876541.60	113574.50	-156576.80	6840507.00	9402.34	31000.00	28717.00	88164.62	3943.13	652.79
2015-Q2	1102660.10	195086.30	-111264.70	6782638.00	16003.96	38000.00	38296.00	97810.91	12.98	439.69
2015-Q3	1521653.50	280524.60	-127966.60	6722190.00	23632.45	27000.00	28997.00	103197.92	0.40	479.38
2015-Q4	1531233.80	456757.40	-216351.40	6784977.00	31424.52	53000.00	60892.00	103555.98	356.57	515.22
2016-Q1	898895.80	107131.80	-88657.40	6990706.00	9645.27	29500.00	34347.00	120231.50	445.63	967.55
2016-Q2	1128072.60	184943.50	-93914.80	7104209.00	16247.21	82500.00	79939.00	124605.35	98.02	1088.95

Տարբեր երկրների ֆինանսական զարգացածության համեմատական ցուցանիշները

	Փողի լայն զանգվ ած (% ՀՆԱ)*	Գնաճ (տարեկա ն %)*	Բանկայ ին վարկեր (% ՀՆԱ)**	Բանկայ ին ավանդ ներ (% ՀՆԱ)**	Փոխառու թյան ավանդի տոկոսադրո ւյքների սպորտը (%)**	Բանկայ ին ակտիվ ներ (% ՀՆԱ)**	Ոչ բանկայ ին ֆինանս ական ինստիտու տների ակտիվներ (% ՀՆԱ)**	Ապահովագ րական ընկերու թյունների ակտիվներ (% ՀՆԱ)**	Ծուկայ ան կապիտալ ացում (% ՀՆԱ)*	Ճրջանա ռո բաժնետո մ սերի ընդհանու ր ծավալ (% ՀՆԱ)*	Բաժնետո մս երի շուկայի շրջանա ռոյի հոլթյան գործակից (%)**
Հայաստան	36.76	3.73	45.14	26.95	5.98	50.79	0.87	0.96	1.22 ***	0.007 ***	0.79 ***
Բելառուս	37.59	13.53	20.99	25.22	0.16	43.89	4.12	-	-	-	-
Ադրբեջան	39.22	4.17	27.59	16.26	8.69	29.60	-	1.24	-	-	-
Էստոնիա	-	-0.46	68.73	54.47	4.26	71.90	-	7.95	8.474 ***	0.90 ***	9.36 ***
Վրաստան	42.11	4.00	40.81	29.38	3.48	44.97	-	2.40 ***	5.54 ***	0.012 ***	0.25 ***
Լատվիա	-	0.20	54.27	39.50	5.80	57.51	-	2.40	3.72 ***	0.14 ***	3.04
Մոլդովա	52.53	9.68	35.02	41.84	5.30	40.63	2.86	2.67	-	-	-
Ռուսաստան	63.76	15.53	53.41	45.55	5.10	59.17	2.48	1.67 ***	29.66	8.85	27.83
Ղրղզտան	33.79	6.50	17.38	16.51	5.66	18.82	-	0.46	2.45 ***	0.065 ***	3.43 ***
Ղազախստան	42.09	..	34.91	28.29	..	39.41	-	1.53	18.93	1.44	3.77
Ուկրաինա	50.22	48.72	57.71	42.91	5.62	69.72	-	4.02 ***	13.001 ***	0.14	5.21 ***
Եվրոպական տարածաշրջան	-	0.04	91.13	78.95	4.26	102.70	-	29.74	65.70	18.56 **	48.05
Ցածր եկամուտ երկրներ	35.59	3.55	13.46	18.68	11.32	19.20	1.76	5.24	19.73 ***	0.20 ***	1.44 ***
Միջին եկամուտ երկրներ	146.43	3.10	36.13	42.00	6.43	44.97	6.88	3.08	40.33 **	3 **	17.89
Բարձր եկամուտ երկրներ	121.45	0.29	91.13	78.95	4.26	102.70	3.08	29.74	118.61	158.15	48.05

¹³⁵ Աղյուսակը կազմել է Համաշխարհային բանկի և Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական տվյալների բազայում հրատարակված տվյալների հիման վրա, ընդ որում՝
 * տվյալները վերցված են 2015թ. դրույթով
 ** տվյալները վերցված են 2014թ. դրույթով
 *** տվյալները վերցված են 2012թ. դրույթով

Հավելված 4.

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի հատվածների վրակենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և ազդեցության գնահատման ռեգրեսիոն մոդելներում կիրառված փոփոխականների ել ակետային տվյալները

Աղյուսակ 1.

ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի վրակենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելում կիրառված փոփոխականների ել ակետային տվյալները

	Բաժնետոմս. կնքված գործարքն. ծավալ (մլն դրամ)	Վերաֆին. Տոկոսադր. (%)	Լոմբարդ. վարկերի տոկոսադր. (%)	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադր. (%)	ՀՀ դրամով թղթակց. Հաշիվներ (մլն դրամ)	ՀՀ ԿԲ ներդրում. պետական պարտատոմսերում (մլն դրամ)	Միջն. պարտատ. առաջնել. (%)
2006-Q1	1678.26	3.75	14.67	16.91	22512.47	16632.16	-
2006-Q2	338.33	4.00	7.33	16.12	19392.39	15021.63	6.66
2006-Q3	125.12	4.25	7.17	16.39	22986.23	14123.51	6.74
2006-Q4	8.00	4.75	7.67	16.67	27102.26	12488.77	6.78
2007-Q1	11.70	4.75	7.75	17.67	24194.00	11667.05	7.12
2007-Q2	308.27	4.50	7.50	17.71	21949.33	16986.44	7.05
2007-Q3	558.87	4.75	7.75	17.76	22080.00	16437.68	6.69
2007-Q4	638.28	5.33	8.33	16.92	34556.33	14583.23	6.98
2008-Q1	79.64	6.00	9.00	16.93	27076.49	13029.73	8.25
2008-Q2	8.69	6.75	9.75	17.34	28041.61	11295.60	7.68
2008-Q3	2.12	7.50	10.50	16.71	30280.23	10388.51	8.10
2008-Q4	171.58	7.58	10.58	17.22	30876.83	14270.67	9.41
2009-Q1	3.41	7.17	10.17	19.18	28772.96	25181.90	10.49
2009-Q2	0.93	6.58	9.50	18.67	22317.54	65392.20	13.43
2009-Q3	82.63	5.25	8.33	18.49	25522.19	79508.91	10.68
2009-Q4	10.94	5.00	8.00	18.70	32050.98	77650.31	12.84
2010-Q1	1.25	6.00	9.00	19.35	28241.57	72123.19	13.45

2010-Q2	11.11	7.17	11.50	19.54	37297.29	58841.06	14.49
2010-Q3	11.14	7.25	10.25	18.78	40116.32	59597.63	13.49
2010-Q4	104.13	7.25	10.25	19.13	60488.35	46202.39	14.38
2011-Q1	86.61	7.75	10.25	18.40	85615.40	38944.79	13.68
2011-Q2	97.33	8.50	11.50	17.29	94310.92	47238.45	13.87
2011-Q3	6.23	8.33	11.33	17.44	102635.17	44610.19	13.79
2011-Q4	10.12	8.00	11.00	17.90	128625.34	43286.32	13.86
2012-Q1	93.38	8.00	11.00	18.16	153602.40	39964.94	13.99
2012-Q2	52.20	8.00	10.83	17.40	156618.98	44305.33	14.13
2012-Q3	35.02	8.00	10.33	16.62	149897.41	41411.16	14.56
2012-Q4	232.53	8.00	9.67	16.73	162468.42	43000.57	14.53
2013-Q1	794.22	8.00	9.50	16.23	173734.08	43055.46	14.78
2013-Q2	624.09	8.00	9.50	16.41	177111.17	39344.90	13.69
2013-Q3	57.86	8.17	9.50	16.14	176623.89	39182.50	13.27
2013-Q4	18.33	8.08	10.00	15.20	186512.53	43603.93	11.07
2014-Q1	1480.70	7.58	9.08	16.57	191245.95	45031.17	9.59
2014-Q2	26812.05	7.25	8.75	16.43	181600.22	45040.20	9.94
2014-Q3	477.79	6.83	8.33	16.41	175571.40	44969.52	9.85
2014-Q4	1.62	7.33	12.83	16.22	234715.94	45003.11	9.91
2015-Q1	3943.13	10.17	14.50	18.20	336912.14	43575.92	14.05
2015-Q2	12.98	10.50	12.00	17.35	320067.32	42420.25	14.34
2015-Q3	0.39	10.33	11.83	18.31	310888.75	42748.13	14.43
2015-Q4	356.57	9.58	11.08	16.51	309616.77	41012.67	14.83
2016-Q1	445.63	8.50	10.00	18.42	319229.72	41436.77	14.51
2016-Q2	98.02	7.83	9.33	17.58	300636.60	38146.37	13.78
2016-Q3	793.85	7.17	8.67	17.40	298413.86	40235.18	11.10
2016-Q4	19173.24	6.50	8.00	16.03	293629.31	43524.93	10.07

ՀՀ կորպորատիվ պարտառման շուկայի վրակենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդել ու մ կիրառված փոփոխականների ել ակետային տվյալները (մլն ՀՀ դրամ)

	Կորպորատիվ պարտառումների կնքված գործարքների ծավալ (մլն դրամ)	Կորպորատիվ պարտառումների կնքված գործարքների եկամտաբ. (%)	Վերաֆինանսավորման տոկոսադ. (%)	Լոմբարդի վարկերի տոկոսադ. (%)	Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադ. (%)	ՀՀ դրամով թղթակցային հաշիվներ (մլն դրամ)	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական պարտառում. (մլն դրամ)	Միջնաժամկետ պարտառում. անաջնեկ. (%)	Կարճաժամկետ պարտառում. անաջնեկ. (%)
2006-Q1	244.08	-	3.75	14.67	16.91	22512.47	16632.16	-	4.28
2006-Q2	137.67	-	4.00	7.33	16.12	19392.39	15021.63	6.66	4.89
2006-Q3	48.00	-	4.25	7.17	16.39	22986.23	14123.51	6.74	4.94
2006-Q4	47.39	6.02	4.75	7.67	16.67	27102.26	12488.77	6.78	5.00
2007-Q1	-	-	4.75	7.75	17.67	24194.00	11667.05	7.12	5.90
2007-Q2	91.88	5.90	4.50	7.50	17.71	21949.33	16986.44	7.05	-
2007-Q3	153.89	7.86	4.75	7.75	17.76	22080.00	16437.68	6.69	5.94
2007-Q4	457.09	9.12	5.33	8.33	16.92	34556.33	14583.23	6.98	6.53
2008-Q1	461.91	8.87	6.00	9.00	16.93	27076.49	13029.73	8.25	6.89
2008-Q2	685.52	9.43	6.75	9.75	17.34	28041.61	11295.60	7.68	7.06
2008-Q3	326.51	9.94	7.50	10.50	16.71	30280.23	10388.51	8.10	7.98
2008-Q4	771.79	11.26	7.58	10.58	17.22	30876.83	14270.67	9.41	8.59
2009-Q1	3682.42	11.89	7.17	10.17	19.18	28772.96	25181.90	10.49	10.00
2009-Q2	2830.48	12.56	6.58	9.50	18.67	22317.54	65392.20	13.43	11.12
2009-Q3	1072.10	10.95	5.25	8.33	18.49	25522.19	79508.91	10.68	7.94
2009-Q4	675.24	12.02	5.00	8.00	18.70	32050.98	77650.31	12.84	8.59
2010-Q1	758.64	11.15	6.00	9.00	19.35	28241.57	72123.19	13.45	9.41
2010-Q2	652.94	10.99	7.17	11.50	19.54	37297.29	58841.06	14.49	11.41
2010-Q3	506.94	10.97	7.25	10.25	18.78	40116.32	59597.63	13.49	10.67
2010-Q4	937.42	11.27	7.25	10.25	19.13	60488.35	46202.39	14.38	10.85
2011-Q1	103.55	11.71	7.75	10.25	18.40	85615.40	38944.79	13.68	9.65
2011-Q2	91.41	11.13	8.50	11.50	17.29	94310.92	47238.45	13.87	9.90

2011-Q3	223.16	11.58	8.33	11.33	17.44	102635.17	44610.19	13.79	9.25
2011-Q4	290.85	11.45	8.00	11.00	17.90	128625.34	43286.32	13.86	9.31
2012-Q1	31.53	12.36	8.00	11.00	18.16	153602.40	39964.94	13.99	9.90
2012-Q2	144.14	11.75	8.00	10.83	17.40	156618.98	44305.33	14.13	9.27
2012-Q3	164.17	12.19	8.00	10.33	16.62	149897.41	41411.16	14.56	9.61
2012-Q4	173.27	11.78	8.00	9.67	16.73	162468.42	43000.57	14.53	10.41
2013-Q1	622.99	11.36	8.00	9.50	16.23	173734.08	43055.46	14.78	10.11
2013-Q2	392.55	11.11	8.00	9.50	16.41	177111.17	39344.90	13.69	9.33
2013-Q3	204.36	12.01	8.17	9.50	16.14	176623.89	39182.50	13.27	9.03
2013-Q4	749.52	13.25	8.08	10.00	15.20	186512.53	43603.93	11.07	9.14
2014-Q1	1051.23	10.96	7.58	9.08	16.57	191245.95	45031.17	9.59	8.21
2014-Q2	945.55	11.03	7.25	8.75	16.43	181600.22	45040.20	9.94	8.09
2014-Q3	1463.84	9.74	6.83	8.33	16.41	175571.40	44969.52	9.85	7.71
2014-Q4	1370.14	9.98	7.33	12.83	16.22	234715.94	45003.11	9.91	7.30
2015-Q1	652.79	13.24	10.17	14.50	18.20	336912.14	43575.92	14.05	13.98
2015-Q2	439.69	12.88	10.50	12.00	17.35	320067.32	42420.25	14.34	12.80
2015-Q3	479.39	12.81	10.33	11.83	18.31	310888.75	42748.13	14.43	12.14
2015-Q4	515.22	13.05	9.58	11.08	16.51	309616.77	41012.67	14.83	12.30
2016-Q1	967.56	13.76	8.50	10.00	18.42	319229.72	41436.77	14.51	11.69
2016-Q2	1088.94	12.61	7.83	9.33	17.58	300636.60	38146.37	13.78	10.67
2016-Q3	1344.42	12.81	7.17	8.67	17.40	298413.86	40235.18	11.10	9.06
2016-Q4	2562.05	12.59	6.50	8.00	16.03	293629.31	43524.93	10.07	7.90

Աղյուսակ 3.

ՀՀ պետական պարտատմաների շուկայի վրակենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ազդեցության ռեգրեսիոն մոդելում կիրառված փոփոխականների ելակետային սլայդները

	Պետական պարտատ. թողարկման ծավալ (մլն դրամ)	Կարճ. պարտատ. առաջնեկ. (%)	Միջն. պարտատ. առաջնեկ. (%)	Երկրար. պարտատ. առաջնային եկ. (%)	Պրոցենտը շուկայի եկ. (%)	Պրոցենտը երկրորդայ. շուկայում կնքված գործարքն. ծավալ (մլն դրամ)	Վերաֆին. տոկոսադ. (%)	Լոմբարդ. վարկերի տոկոսադ. (%)	Կարճ. վարկերի տոկոսադ. (%)	ՀՀ դրամով թղթ. հաշիվ. (մլն դրամ)	ՀՀ ԿԲ ներդրումները պետական տրուստում (մլն դրամ)
2006-Q1	7840.00	4.28	-	8.58	6.07	16592.48	3.75	14.67	16.91	22512.47	16632.16
2006-Q2	8039.10	4.89	6.66	9.88	6.27	19412.67	4.00	7.33	16.12	19392.39	15021.63
2006-Q3	7878.90	4.94	6.74	9.58	6.21	16873.21	4.25	7.17	16.39	22986.23	14123.51
2006-Q4	8500.60	5.00	6.78	9.37	6.07	13847.44	4.75	7.67	16.67	27102.26	12488.77
2007-Q1	9000.00	5.90	7.12	7.99	6.53	18755.98	4.75	7.75	17.67	24194.00	11667.05
2007-Q2	9500.00	-	7.05	6.74	6.70	25581.84	4.50	7.50	17.71	21949.33	16986.44
2007-Q3	11500.00	5.94	6.69	6.72	6.42	28030.18	4.75	7.75	17.76	22080.00	16437.68
2007-Q4	9000.00	6.53	6.98	9.45	6.71	18131.66	5.33	8.33	16.92	34556.33	14583.23
2008-Q1	24500.00	6.89	8.25	10.43	8.78	23180.75	6.00	9.00	16.93	27076.49	13029.73
2008-Q2	17500.00	7.06	7.68	10.33	8.50	10596.44	6.75	9.75	17.34	28041.61	11295.60
2008-Q3	22000.00	7.98	8.10	10.57	8.14	11978.05	7.50	10.50	16.71	30280.23	10388.51
2008-Q4	21600.00	8.59	9.41	-	8.45	18671.82	7.58	10.58	17.22	30876.83	14270.67
2009-Q1	21000.00	10.00	10.49	12.88	8.75	14457.36	7.17	10.17	19.18	28772.96	25181.90
2009-Q2	39700.00	11.12	13.43	15.52	11.24	34069.06	6.58	9.50	18.67	22317.54	65392.20
2009-Q3	36000.00	7.94	10.68	13.33	10.79	30691.34	5.25	8.33	18.49	25522.19	79508.91
2009-Q4	27000.00	8.59	12.84	-	11.38	15568.04	5.00	8.00	18.70	32050.98	77650.31
2010-Q1	27000.00	9.41	13.45	15.92	12.59	16056.30	6.00	9.00	19.35	28241.57	72123.19
2010-Q2	22000.00	11.41	14.49	15.12	13.33	18038.29	7.17	11.50	19.54	37297.29	58841.06
2010-Q3	42000.00	10.67	13.49	15.95	13.17	24625.04	7.25	10.25	18.78	40116.32	59597.63

2010-Q4	39500.00	10.85	14.38	-	11.79	31348.74	7.25	10.25	19.13	60488.35	46202.39
2011-Q1	37000.00	9.65	13.68	15.37	11.74	30968.82	7.75	10.25	18.40	85615.40	38944.79
2011-Q2	37000.00	9.90	13.87	15.46	12.89	33921.66	8.50	11.50	17.29	94310.92	47238.45
2011-Q3	32500.00	9.25	13.79	15.52	12.77	40648.24	8.33	11.33	17.44	102635.17	44610.19
2011-Q4	40000.00	9.31	13.86	15.83	14.01	37386.07	8.00	11.00	17.90	128625.34	43286.32
2012-Q1	25000.00	9.90	13.99	15.76	12.17	49250.26	8.00	11.00	18.16	153602.40	39964.94
2012-Q2	30500.00	9.27	14.13	15.79	12.46	41568.30	8.00	10.83	17.40	156618.98	44305.33
2012-Q3	33000.00	9.61	14.56	15.86	13.27	47532.31	8.00	10.33	16.62	149897.41	41411.16
2012-Q4	42850.00	10.41	14.53	15.89	12.87	53219.76	8.00	9.67	16.73	162468.42	43000.57
2013-Q1	32000.00	10.11	14.78	16.20	13.13	48612.24	8.00	9.50	16.23	173734.08	43055.46
2013-Q2	27500.00	9.33	13.69	15.63	13.00	76175.31	8.00	9.50	16.41	177111.17	39344.90
2013-Q3	31500.00	9.03	13.27	14.96	13.21	33871.19	8.17	9.50	16.14	176623.89	39182.50
2013-Q4	31000.00	9.14	11.07	11.64	11.75	54163.19	8.08	10.00	15.20	186512.53	43603.93
2014-Q1	26000.00	8.21	9.59	10.99	10.14	30665.00	7.58	9.08	16.57	191245.95	45031.17
2014-Q2	29000.00	8.09	9.94	11.54	10.15	35861.00	7.25	8.75	16.43	181600.22	45040.20
2014-Q3	26500.00	7.71	9.85	11.60	10.24	26192.00	6.83	8.33	16.41	175571.40	44969.52
2014-Q4	17500.00	7.30	9.91	12.15	10.61	49859.00	7.33	12.83	16.22	234715.94	45003.11
2015-Q1	31000.00	13.98	14.05	16.01	13.81	28717.00	10.17	14.50	18.20	336912.14	43575.92
2015-Q2	38000.00	12.80	14.34	15.97	14.45	38296.00	10.50	12.00	17.35	320067.32	42420.25
2015-Q3	27000.00	12.14	14.43	15.95	14.20	28997.00	10.33	11.83	18.31	310888.75	42748.13
2015-Q4	53000.00	12.30	14.83	16.42	15.10	60892.00	9.58	11.08	16.51	309616.77	41012.67
2016-Q1	29500.00	11.69	14.51	16.33	14.17	34347.00	8.50	10.00	18.42	319229.72	41436.77
2016-Q2	82500.00	10.67	13.78	16.35	14.13	79939.00	7.83	9.33	17.58	300636.60	38146.37
2016-Q3	86500.00	9.06	11.10	13.60	12.50	67644.00	7.17	8.67	17.40	298413.86	40235.18
2016-Q4	123500.00	7.90	10.07	12.84	10.94	131414.00	6.50	8.00	16.03	293629.31	43524.93

Հավելված 5.

Վարկային ռիսկի հաշվարկում օգտագործվող ռիսկի կշիռների աղյուսակ

Ակտիվների տեսակները	Ռիսկի կշիռներ (տոկոս)	
	դրամային ակտիվների համար	արտարժու նաթային ակտիվների համար
Հայաստանի Հանրապետության դրամով կենտրոնական բանկի կողմից թողարկված արժեթղթեր, Հայաստանի Հանրապետության պետական գանձապետական պարտատոմսեր	0%	-
Արտարժույթով կենտրոնական բանկի կողմից թողարկված արժեթղթեր, Հայաստանի Հանրապետության պետական գանձապետական պարտատոմսեր	-	10
Վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպությունների կողմից թողարկված պարտատոմսեր	0%	10%
Հայաստանի Հանրապետությանը վարկանշային գործակալությունների (Ստանդարտ և Փոփոք կամ Ֆիթչ կամ Մոնդիզ) կողմից տրված վարկանիշից բարձր վարկանիշ ստացած ՀՀ ռեզիդենտ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ պահանջներ	0%	0%
Հայաստանի Հանրապետությանը վարկանշային գործակալությունների (Ստանդարտ և Փոփոք կամ Ֆիթչ կամ Մոնդիզ) կողմից տրված վարկանիշին համապատասխան վարկանիշ ստացած ՀՀ ռեզիդենտ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ պահանջներ	0%	10%
Հայաստանի Հանրապետությանը վարկանշային գործակալությունների (Ստանդարտ և Փոփոք կամ Ֆիթչ կամ Մոնդիզ) կողմից տրված վարկանիշից մեկ վարկանիշ ցածր ստացած ՀՀ ռեզիդենտ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ պահանջներ	20%	30%
Հայաստանի Հանրապետությանը վարկանշային գործակալությունների (Ստանդարտ և Փոփոք կամ Ֆիթչ կամ Մոնդիզ) կողմից տրված վարկանիշից երկու վարկանիշ ցածր ստացած ՀՀ ռեզիդենտ ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ պահանջներ	50%	75%
Պահանջներ նկատմամբ ռեպոում) ներդրումային (վարկանիշի առկայություն) ֆոնդերի	/ԱԱԱ/Աաա/- ից /ԱԱ- /Աա3/ 20%	/ԱԱԱ/Աաա/- ից /ԱԱ- /Աա3/ 20%

	/Ա+/Ա1/-ից /Ա-/Ա3 50% /ԲԲԲ+/Բաա1/ -ից /ԲԲԲ- /Բաա3/ 100% /ԲԲ+/Բա1/ -ից /ԲԲ- /Բա3/ 100% /Բ+/Բ1/-ից ցածր 150%	/Ա+/Ա1/-ից /Ա-/Ա3 50% /ԲԲԲ+/Բաա1/ -ից /ԲԲԲ- /Բաա3/ 100% /ԲԲ+/Բա1/ -ից /ԲԲ- /Բա3/ 100% /Բ+/Բ1/-ից ցածր 150%
	/Ֆ1+, Ֆ1/Պ- 1/Ա-1+,Ա-1/ 20% /Ֆ2/Պ-2/Ա-2/ 50% /Ֆ3 և ցածր/Պ-3/Ա- 3-ից ցածր / 100%	/Ֆ1+, Ֆ1/Պ- 1/Ա-1+,Ա-1/ 20% /Ֆ2/Պ-2/Ա-2/ 50% /Ֆ3 և ցածր/Պ-3/Ա- 3-ից ցածր / 100%
Պահանջներ ոչ բարձր ռիսկային ոչ օտարերկրյա ֆոնդերի նկատմամբ (վարկանիշի բացակայում չլինող դեպքում)	100%	100%
Պահանջներ բարձր ռիսկային ոչ օտարերկրյա ֆոնդերի նկատմամբ (վարկանիշի բացակայում չլինող դեպքում)	150%	150%
Ոչ ստանդարտ և կասկածելի դասակարգված վարկեր և դեբիտորական պարտքեր, միջին ռիսկային և բարձր ռիսկային դասակարգված արժեթղթեր	100%	150%
Հիմնական միջոցներ և ոչ նյութական ակտիվներ հաշվեկշռային արժեքով	100%	-
Հիփոթեքային վարկեր, որոնք բավարարում են հիփոթեքային վարկերի տրամադրման նվազագույն պայմաններին	35%	75%
Ֆիզիկական անձանց տրամադրված հիփոթեքային վարկեր, որոնք չեն վարկերի տրամադրման նվազագույն պայմաններին	100%	200%
Դատարանի վճռով սառեցված կամ կալանված միջոցներ, դրանց գծով հաշվարկված տոկոսներ	100%	150%
Պահանջներ հարկային օրենսդրությամբ սահմանված հարկերի, տուրքերի և այլ պարտադիր վճարների գծով վճարման ենթակա գումարներից, հարկային օրենսդրությամբ սահմանված կանխավճարներից ավելի վճարված գումարների գծով	100	-
Հիմնական միջոցներ և ոչ նյութական ակտիվներ հաշվեկշռային արժեքով	100	-