

**ՀՀ ԿՐԹՈՒԹՅԱՆ, ԳԻՏՈՒԹՅԱՆ, ՄՇԱԿՈՒՅԹԻ ԵՎ ՍՊՈՐՏԻ
ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ**

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Նարեկ Նաիրիի Կարապետյան

**ՆԵՐՔԻՆ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ
ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԿՐԱ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ**

**Ը.00.03՝ «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման**

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2022

Ատենախոսության թեման հաստատվել է
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում

Գիտական ղեկավար՝

Տնտեսագիտության դոկտոր
Թաթուլ Մելիկի Մկրտչյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

Տնտեսագիտության դոկտոր
Լիանա Հայկազի Գրիգորյան

Տնտեսագիտության թեկնածու
Արշալույս Սեմիկի Մարգարյան

Առաջադար կազմակերպություն՝

Եվրոպական համալսարան

Պաշտպանությունը կայանալու է 2022 թ. հունիսի 9-ին, ժամը 14.00-ին,
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի
տնտեսագիտության 014 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցե՝ 0025, Երևան, Մ. Նալբանդյան 128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական
տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2022 թ. ապրիլի 25-ին:

**Մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար,
Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր**



S.Մարտիրոսյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը: Պետական պարտքի և դրա կառավարման հարցերը այսօր առավել քան այժմեական են ինչպես ամբողջ աշխարհում, այնպես էլ Հայաստանում: Հատկապես վերջին մեկ ու կես տասնամյակում ՀՀ կառավարության պարտքի մեծությունն ու բեռը շարունակաբար ավելացել են, իսկ պարտքի 70%-ից ավելին կենտրոնացած է արտաքին և արտարժույթային գործիքների վրա: Համաձայն տնտեսագետների շրջանում ձևավորված ընդհանուր մոտեցման, պարտքի նման կառուցվածքը նպաստավոր չէ հարկաբյուջետային և մակրոտնտեսական կայունության տեսակետից, և պահանջում է դրա բարելավման ուղղությամբ քաղաքականության իրականացում: Ընդ որում, չնայած որ ներքին պարտքի դերի ընդլայման ուղղությամբ վերջին տասնամյակում զգալի առաջընթաց է գրանցվել, միջազգայնորեն ընդունված՝ անվտանգ մակարդակների հասնելու համար ՀՀ ներքին պետական պարտքի շուկայի խորությունը դեռ առնվազն կրկնակի անգամ պետք է ավելանա:

ՊՊ շուկայի խորացման նպատակահարմարությունը և հետագա հնարավորությունները հասկանալու համար կարևոր է բացահայտել, թե ինչ ազդեցություն են ունենում պետական պարտատոմսերում ներդրումները ֆինանսական համակարգի և ֆինանսական միջնորդության վրա ՀՀ-ում: Ընդ որում, քանի որ ՀՀ-ում ինչպես մասնավոր հատվածի ֆինանսավորումը, այնպես էլ պետական պարտատոմսերում ներդրումների հիմնական մասն իրականացվում է բանկային համակարգի կողմից, առավել արդիական է այս փոխազդեցությունների ուսումնասիրությունը հենց բանկային համակարգի և ներքին պետական պարտքի միջև: Վերջինս թույլ կտա բացահայտել, թե նախ՝ հնարավոր է ապահովել ներքին պետական պարտքի շուկայի հետագա խորացման գործընթացն այնպես, որ ֆինանսական միջնորդության վրա հնարավոր բացասական ազդեցությունները ցածր լինեն, և, եթե այո, ապա ինչպես է պետք ապահովել պետական պարտատոմսերի շուկայի համաչափ և հաշվեկշռված ընդլայնումը՝ երաշխավորելով պետական պարտքի ռիսկերի նվազեցումը և պարտքի կայունության ամրապնդումը՝ ֆինանսական զարգացման և տնտեսական աճի նվազագույն «տուգանմամբ»:

Ներքին պետական պարտքի և ֆինանսական համակարգի փոխառնչությունների գնահատումը, առկա հիմնախնդիրների բացահայտումն ու պետական պարտքի կառավարման քաղաքականության բարելավման առաջարկությունների ներկայացումը պայմանավորել են ատենախոսության թեմայի արդիականությունն ու հետազոտության կարևորությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության նպատակը ՀՀ ֆինանսական համակարգի և ֆինանսական միջնորդության վրա ներքին պետական պարտքի ազդեցությունների գնահատումն է և բացասական ազդեցությունների նվազեցմանն ուղղված պարտքի կառավարման քաղաքականության բարելավման ուղիների բացահայտումը: Ելնելով սահմանված նպատակից, ատենախոսության մեջ առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- Ուսումնասիրել պետական պարտքին և ներքին պետական պարտքի շուկայի զարգացմանը վերաբերող տեսական մոտեցումներն ու առավել նշանակալի հետազոտությունները,
- Ուսումնասիրել ֆինանսական համակարգի զարգացմանը, ինչպես նաև ներքին պետական պարտքի և ֆինանսական համակարգի զարգացման փոխառնչություններին վերաբերող տեսությունները և հետազոտությունները,
- Վերլուծել ՀՀ-ում ներքին պետական պարտքի զարգացումները և դրանք պայմանավորող գործոնները,
- Վերլուծել ֆինանսական միջնորդության միտումները ՀՀ-ում՝ կենտրոնանալով բանկային համակարգի զարգացումների վրա,
- Վերլուծել ՀՀ պետական պարտատոմսերում ՀՀ բանկային համակարգի ներդրումների կառուցվածքը (ըստ բանկերի), դրա առանձնահատկությունները և միտումները,
- Գնահատել ՀՀ պետական պարտատոմսերում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումների վրա ազդող գործոնները,
- Գնահատել ՀՀ պետական պարտատոմսերում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումների ազդեցությունները վերջիններիս ֆինանսական ցուցանիշների վրա,
- Ուսումնասիրել ՀՀ-ում վարվող պարտքի կառավարման քաղաքականությունը և վերլուծել պարտքի առաջնային և երկրորդային շուկաների զարգացումները, գնահատել դրանց զարգացման մակարդակը և ազդող գործոնները,
- Բացահայտել ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալի ինստիտուտի առանձնահատկությունները ՀՀ-ում, ներկայացնել դրա բարելավմանն ուղղված առաջարկություններ,
- Ուրվագծել ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման առաջնահերթությունները և առաջարկել դրանց ներքո պարտքի կառավարման քաղաքականության լավարկմանն ուղիներ:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ ներքին պետական պարտքի և ֆինանսական համակարգի փոխառնչություններն են: Հետազոտության առարկան ՀՀ ֆինանսական համակարգի վրա ներքին պետական պարտքի ազդեցության գնահատումն է:

Հետազոտության մեթոդաբանական, տեսական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են գիտական ճանաչողության մեթոդներ: Կիրառվել են նաև վիճակագրական, համեմատական վերլուծության, գրաֆիկական մեկնաբանման, էկոնոմետրիկ մոդելավորման, փորձագիտական գնահատման մեթոդներ: Հետազոտության տեսական հիմք են հանդիսացել հայրենական և արտասահմանյան մասնագիտական գրականությունը, ՀՀ օրենքները, ՀՀ կառավարության որոշումները և այլ իրավական ակտեր, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Համաշխարհային բանկի և այլ միջազգային կառույցների կողմից

հրապարակված գեկույցները, հողվածները և աշխատանքային փաստաթղթերը: Տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել վերոնշյալ մարմինների պաշտոնական կայքերը, դրանցում գետեղված պաշտոնական տեղեկագրերը, վիճակագրական տվյալների բազաները, ինչպես նաև ՀՀ առևտրային բանկերի պաշտոնական կայքերում հրապարակվող ֆինանսական հաշվետվությունները:

Ատենախոսության գիտական նորույթը: Ատենախոսության գիտական նորույթն արտահայտվել է հետևյալ հիմնական դրույթներում.

- Հիմնավորվել է, որ ՀՀ պետական պարտքի կառուցվածքում ներքին պարտքի մասնաբաժնի ավելացումը առավելապես պարտքի կառավարման քաղաքականության արդյունավետությամբ է պայմանավորված, իսկ պարտատոմսերի պահանջարկի ազդեցությունը սահմանափակ է, բացառությամբ արժույթային ճգնաժամերի իրավիճակների, երբ ներքին պարտքի ընդլայնումը կտրուկ դանդաղել է:
- ՀՀ առևտրային բանկերից հավաքագրված տվյալների հիման վրա գնահատվել են բանկերի ներդրումային որոշումների վրա ազդող գործոնները և բացահայտվել են պետական պարտատոմսերում ներդրումների ազդեցությունը բանկերի ֆինանսական ցուցանիշների վրա:
- Ըստ առանձին ուղղությունների գնահատվել է ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների զարգացման մակարդակները, դրանց միջև առկա ճեղքը, հիմնավորվել է վերջինս նվազեցման գործում պետական պարտքի կառավարման քաղաքականության բարելավման անհրաժեշտությունը:
- Գնահատվել են ՀՀ պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման և երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալների վրա ազդող գործոններն ու առաջնային գործակալների ինստիտուտի գործունեության առաձնահատկությունները:

Հետազոտության գործնական նշանակությունը: Հետազոտության արդյունքները կարող են կիրառվել պարտքի կառավարման և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների մշակման և իրականացման գործընթացում՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարության, ՀՀ կենտրոնական բանկի և այլ մարմինների կողմից: Հետազոտության արդյունքները կարող են ուշագրավ լինել նաև ՀՀ առևտրային բանկերի համար՝ ակտիվների կառավարման ռազմավարության ընտրության առումով, ինչպես նաև պետական պարտքի և ֆինանսական զարգացման հետազոտություններով զբաղվող մասնագետների համար:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Աշխատանքի հիմնական դրույթները քննարկվել են ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի նիստերի ընթացքում, ՀՀ ֆինանսների նախարարությունում, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից Վիեննայում կազմակերպված «Հարկաբյուջետային շրջանակներ» դասընթացի շրջանակներում կազմակերպվող քննարկումներում, ինչպես նաև Արժույթի միջազգային հիմնադրամի Միջին Արևելքի և Կենտրոնական Ասիայի վարչության փորձագետների հետ:

Հետազոտության արդյունքների առանձին դրույթներ արդեն իսկ կիրառվում են ՀՀ ֆինանսների նախարարությունում՝ պետական պարտքի քաղաքականության մշակման և իրականացման գործընթացում:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքները ամփոփվել են 14 հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածից: Ատենախոսությունը բաղկացած է 138 էջից:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության «**Ներածություն**» բաժնում հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, ձևակերպվել են հետազոտության օբյեկտն ու առարկան, նպատակը, խնդիրները, տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, հիմնական արդյունքները, գիտական նորույթներն ու դրանց գործնական նշանակությունը, ինչպես նաև աշխատանքի կառուցվածքն ու ծավալը:

Հետազոտության առաջին՝ «**Ներքին պետական պարտքի և ֆինանսական զարգացման տեսամեթոդաբանական հիմնահարցեր**» գլխում ներկայացվել են պետական պարտքի վերաբերյալ հիմնական տեսությունները, մասնագիտական մոտեցումներն ու հիմնարար հետազոտությունները, ինչպես նաև քննարկվել են ներքին պետական պարտքի դերի, ներքին պետական պարտքի շուկայի զարգացման կարևորության և այդ գործընթացի առանձնահատկությունների, երկրի ֆինանսական համակարգի զարգացումը պայմանավորող գործոնների և այդ գործընթացում ներքին պետական պարտքի դերի վերաբերյալ հարցեր:

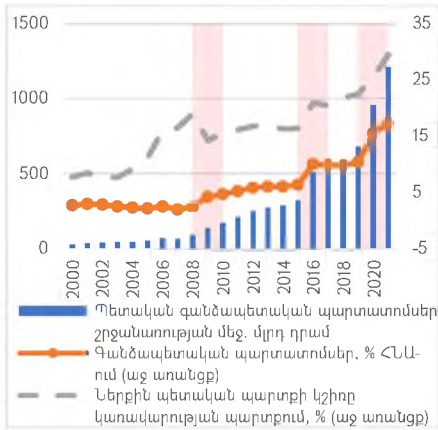
Ուսումնասիրելով պետական պարտքի վերաբերյալ տարբեր տեսաբանների մոտեցումները, արձանագրվել է, որ չնայած պետական պարտքի դերի վերաբերյալ չդադարող գիտական բանավեճերին, որոշակի ընդհանրական մոտեցումներ են ձևավորվել ներքին պետական պարտքի վերաբերյալ: Եզրակացրել ենք, որ պատշաճ ներքին պետական պարտքի քաղաքականության իրականացումը կարող է հնարավորություն տալ ապահովելու հարկաբյուջետային կայունություն և հիմքեր ստեղծելու ֆինանսական միջնորդության զարգացման համար: Սակայն ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս նաև, որ զարգացող երկրների դեպքում բյուջեի պակաստրդի ֆինանսավորումը ներքին պետական պարտքի շուկայի միջոցով ոչ միշտ է հասանելի, և վերջինիս ապահովումը կախված է մի շարք՝ այդ թվում պետական պարտքի կառավարման քաղաքականությունից անկախ գործոններից: Միաժամանակ, պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման ուղղությամբ, հատկապես վերջին տասնամյակում, իրականացվող նպատակաուղղված քաղաքականությունները զարգացող երկրներին թույլ են տվել էական արդյունքներ ապահովել այս ուղղությամբ:

Անդրադառնալով ֆինանսական համակարգի զարգացմանը և դրա վրա ազդող գործոններին, պարզել ենք, որ դրա վրա ազդող բազմաբնույթ գործոնների շարքում

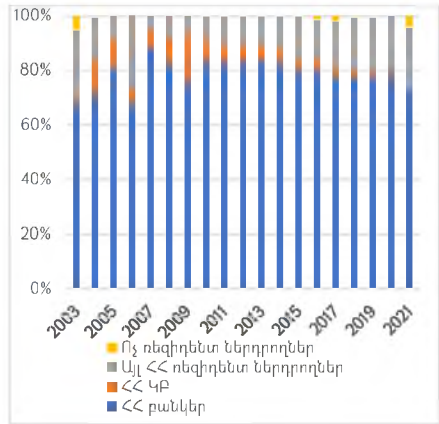
հաճախ կարևորվում է նաև ներքին պետական պարտքի շուկան: Ընդ որում, վերջինիս ազդեցության բնույթը առավելապես կախված է ֆինանսական համակարգի և ներքին պետական պարտքի շուկայի զարգացման մակարդակների համապատասխանության աստիճանից: Այսպես, ներքին պետական պարտքի ազդեցությունը ֆինանսական համակարգի զարգացման վրա դրական է մինչև որոշակի շեմը, որն անցնելուց հետո այն գերազանցում է ֆինանսական համակարգի հնարավորությունները և սկսում կլանել մասնավոր հատվածի ֆինանսավորման ռեսուրսները՝ միաժամանակ մեկ փոխառուից և մեկ ֆինանսական գործիքից կախվածություն առաջացնելով ֆինանսական համակարգում: Ատենախոսության շրջանակներում նաև հանգել ենք եզրակացության, որ այդ ազդեցությունների բնույթն ըստ երկրների գնահատելու համար, առավել նպատակահարմար են միկրո մակարդակի վերլուծությունները, որոնց արդյունքում բացահայտվում են առանձին ֆինանսական կազմակերպությունների կախվածության չափը պետական պարտատոմսերից և այդ գործիքներում ներդրումների փոխառնչությունը վերջիններիս ֆինանսական արդյունքների հետ:

Ատենախոսության երկրորդ՝ «**Ներքին պետական պարտքի և ֆինանսական համակարգի զարգացման փոխառնչությունները ՀՀ-ում**» գլխում քննարկվել են ՀՀ ներքին պետական պարտքը և դրա ձևավորմանը նպաստող գործոնները, ՀՀ ֆինանսական համակարգը և պետական պարտատոմսերում դրա ներդրումային հնարավորությունները, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումները, դրանց կառուցվածքն ու ազդեցությունները վերջիններիս գործունեության վրա:

Պարզել ենք, որ չնայած վերջին տասնամյակում ՀՀ ներքին պարտքի շուկայի զգալի ընդլայնմանը (գծապատկեր 1), պարտքի կառուցվածքը դեռևս չի հասել այնպիսի վիճակի, որ համադրելի կլինի զարգացող երկրների միջին ցուցանիշներին (մասնավորապես՝ պետական պարտքի կամ կառավարության պարտքի մեջ ներքին պետական պարտքի մասնաբաժնին) և կհամարվի ոչ դիսկային: Բացի այդ, ի տարբերություն զարգացող երկրների մեծ մասի, ՀՀ պետական պարտատոմսերի ներդրողների մեջ բացարձակ գերակշռում են առևտրային բանկերը (գծապատկեր 2): Այդուհանդերձ, ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների մասնակցությունը վերջին տարիների աճի միտում ունի, ինչը դրական է ներգործում պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման վրա: Մյուս կողմից, պետական պարտատոմսերի առաջարկի ընդլայնումն իր հերթին ընդլայնում է ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների գործունեության հնարավորությունները:



Գծապատկեր 2. Ներքին պետական պարտքի շուկայի խորության շարժընթացը ՀՀ-ում¹



Գծապատկեր 2. ՀՀ պետական գանձապետական պարտատուներում ներդրողների կառուցվածքը², %

Ռեգրեսիոն գնահատումների արդյունքում բացահայտվել է, որ ներքին պետական պարտքի զարգացումների համար որոշիչ են ինչպես պարտատուների առաջարկի (հարկաբյուջետային քաղաքականության ուղղությունների որոշիչ տնտեսական զարգացումները), այնպես էլ պահանջարկի գործոնները, այդ թվում՝ բանկային համակարգի զարգացումները, սակայն՝ ավելի սահմանափակ ազդեցությամբ (աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1. ՀՀ ներքին պետական պարտքի վրա ազդող մակրոտնտեսական գործոնների գնահատումը³

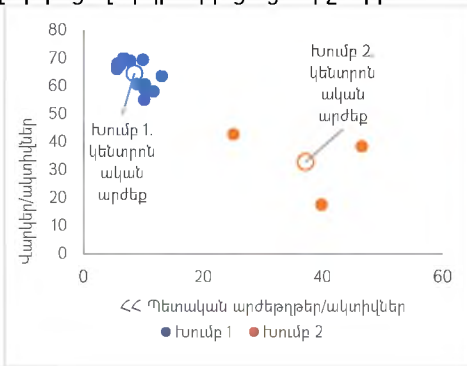
Ներքին պետական պարտքի աճի տեմպ, %	
Տնտեսական աճ, %	-0.58***
Տնտեսական աճի տատանողականություն, %	1.73***
Բանկային ավանդների աճի տեմպ, %	0.29**
Արժույթային ճգնաժամ (2009-ե.ո.1 և 2014-ե.ո. 4)	-17.79*
C	141.96***
Դետերմինացիայի գործակից	0.30
Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)	2001թ. 1-ին եռ. -2021թ. 3-րդ եռ. (83)

¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն (https://minfin.am/hy/page/petakan_partqi_veraberval_ampop_tvainer/) վերջին այց՝ 02.04.22), ՀՀ վիճակագրական կոմիտե (<https://www.armstat.am/am/?nid=202>) վերջին այց՝ 02.04.22) և հեղինակի հաշվարկներ:

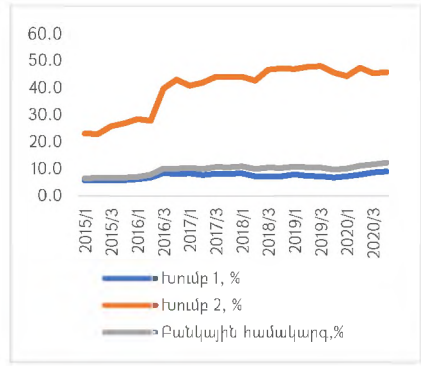
² ԿՐ ներդրումների պետական պարտատուներում չեն ներառում ռեպո գործարքներով զրավադրված պարտատուների ծավալը: Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿՐ տեղեկագրեր (<https://www.cba.am/am/SitePages/ppperiodicals.aspx>) վերջին այց՝ 02.04.22):

³ Այս և մյուս տեղերում՝ * նշանակալի է 90% հավանականությամբ, ** նշանակալի է 95% հավանականությամբ, *** նշանակալի է 99% հավանականությամբ:

Ընդգծելով, որ ներքին պարտքի մասնաբաժնի ընդլայնման քաղաքականությունը կարող է հաջողել, երբ ֆինանսական համակարգը պատրաստ է կյանելու պետական պարտատոմսերի աճող ծավալները, ուսումնասիրվել են պետական պարտատոմսերում ֆինանսական համակարգի ներդրումային հնարավորությունները: Այդ ուսումնասիրության առանցքում եղել է բանկային համակարգը, քանի որ մի կողմից վերջինս հանդիսանում է իրական տնտեսության հիմնական ֆինանսավորողը, մյուս կողմից՝ առևտրային բանկերին է բաժին ընկնում պետական պարտատոմսերում ներդրումների առյուծի բաժինը: Բացահայտվել է, որ վերջին երկու տասնամյակներում ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական միջնորդության խորությունը շարունակաբար ավելացել է, անկախ տնտեսական պարբերաշրջանի փուլերից՝ զուգամիտվելով զարգացող երկրների միջին ցուցանիշների հետ: ՀՀ ներքին պետական պարտքի շուկայի խորության ավելացման միտումը հիմնականում համադրելի է եղել բանկային համակարգի զարգացումների հետ, ինչի արդյունքում պետական պարտատոմսերի դերը բանկերի ակտիվներում մնում է համահունչ այլ զարգացող երկրների ցուցանիշներին:



Գծապատկեր 3. ՀՀ բանկերի խմբավորումն ըստ ակտիվներում վարկերի և պետական պարտատոմսերի միջին կշիռների (2015-2020թթ.)⁴



Գծապատկեր 4. ՀՀ առևտրային բանկերի պետական պարտատոմսերում ներդրումների մասնաբաժինն ակտիվներում՝ ըստ խմբերի, %⁵

Էկոնոմետրիկ մոդելների օգնությամբ գնահատվել է բանկերի կողմից պետական պարտատոմսերում ներդրումների ազդեցությունը վերջիններիս ֆինանսական ցուցանիշների վրա: Այդ գնահատումները նախ իրականացվել են ամբողջ բանկային համակարգի մակարդակով, որտեղ արձանագրվել է պարտատոմսերում ներդրումների և շահութաբերության միջև դրական կապ: Այնուհետև գնահատումները կատարվել են հիմնվելով բանկերի պանելային տվյալների վրա, որոնց ուսումնասիրությունից պարզ է դարձել, որ պետական պարտատոմսերում ներդրումների կառուցվածքը բավական կենտրոնացված է (ավելի կենտրոնացված, քան բանկերի

⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ առևտրային բանկերի ֆինանսական հաշվետվություններ:

⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ առևտրային բանկերի ֆինանսական հաշվետվություններ:

ակտիվները և վարկային ներդրումները): Բանկերը խմբավորվել են ըստ վարկերում և պետական պարտատոմսերում ներդրումների համամասնությունների: Արդյունքում միայն փոքր թվով առևտրային բանկերի գործունեությունն է, որ կենտրոնացված է պետական պարտատոմսերում ներդրումների ուղղությամբ (զծապատկեր 3 և 4):

Այնուհետև պանելային ռեգրեսիոն մոդելի օգնությամբ բացահայտվել են պետական պարտատոմսերում ներդրումները բացատրող գործոնները, ինչի արդյունքում պետական պարտատոմսերում ներդրումների տարբերությունները բացատրվել են բանկի կապիտալի մեծությամբ, շուկայի առաջնային գործակալի կարգավիճակով և վարկային ներդրումների չափով, սակայն այդ տարբերությունների էական մասը չափելի գործոններով չբացատրված է մնացել, ինչը վերագրվել է բանկերի ռազմավարության ընտրությանը՝ կապելով որոշակի օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ գործոնների ազդեցության հետ:

Մեր կողմից գնահատվել են պետական պարտատոմսերում ներդրումների ազդեցությունը բանկերի առանձին խմբերի, ինչպես նաև ողջ բանկային համակարգի ֆինանսական ցուցանիշների վրա (ակտիվների և կապիտալի շահութաբերություն, վարկավորում): Արդյունքում պարզվել է, որ այն բանկերը, որոնք գերադասում են պետական պարտատոմսերում ներդրումները՝ վարկային ներդրումների համեմատ, արձագանգազրում են շահութաբերության աճ: Մասնագիտական գրականությունը ուղենիշ ընդունելով, վերջիններս որակվել են որպես «ծուլ բանկի» վարքագիծ դրսևորող բանկեր (աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2. ՀՀ առևտրային բանկերի շահութաբերության վրա ՀՀ պետական պարտատոմսերում ներդրումների ազդեցության գնահատումը պանելային ռեգրեսիոն մոդելով⁶

Շահութաբերություն ըստ ակտիվների (ROA)			
	17 բանկեր	խումբ 1 (14 բանկեր)	խումբ 2 (3 բանկեր)
Log (ՀՀ պետական պարտատոմսեր/ակտիվներ)	0.08	-0.02	0.81***
Log (տնտեսական աճ)	1.15***	1.10***	0.76
Log (ակտիվներ)	0.14	0.07	-0.75**
Log (GMI ինդեքս)	0.10	0.11	1.01*
C	-6.40***	-5.75***	-7.72*
Դետերմինացիայի գործակից	0.34	0.28	0.56

Մյուս բանկերի դեպքում, որոնք նախընտրում են առավել դիվերսիֆիկացված ներդրումային պորտֆել, պետական պարտատոմսերում ներդրումների ավելացումը այլ հավասար պայմաններում վարկավորման տեմպերի դանդաղման ռիսկեր է ստեղծում: Հանգել ենք եզրակացության, որ պետական պարտատոմսերի շուկայի հետագա խորացումը կարող է բանկային համակարգում կառուցվածքային ձևախեղումների ռիսկեր առաջացնել, ուստի կարևորվել է պետական պարտատոմսերի

⁶ Մոդելները գնահատվել են 2015թ. 1-ին եռամսյակից 2020թ. 4-րդ եռամսյակն ընդգրկող տվյալների հիման վրա՝ ընդգրկելով մինչև 408 դիտարկում:

շուկայի տարբեր բաղադրիչների համաչափ զարգացման ապահովումը:

Ատենախոսության երրորդ՝ «ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման հնարավորությունները և հեռանկարները» գլխում քննարկվել են ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման և պարտքի կառավարման քաղաքականության հիմնահարցերը, ինչպես նաև ուրվագծվել են ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման քաղաքականության առաջնահերթություններն ու առաջարկվել վերջիններիս վրա հիմնված պարտատոմսերի շուկայի հաշվեկշռված զարգացում ապահովելու ուղիներ:

ՀՀ-ում իրականացվող հարկաբյուջետային և պետական պարտքի կառավարման քաղաքականությունների ուսումնասիրությունը հիմք է տալիս եզրակացնելու, որ դրանք թիրախավորված են ՀՀ ներքին պարտքի շուկայի խորության ավելացման ուղղությամբ, ուստի կարևորվել է պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման ներկա վիճակի անստորոշումը և զարգացման հնարավորությունների ու խոչընդոտների գնահատումը: Վերլուծությունները ցույց են տվել, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան ձևավորման պահից նշանակալի առաջընթաց է գրանցել: Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ) և Համաշխարհային բանկի (ՀԲ) մեթոդաբանությամբ մեր կողմից կատարված գնահատումները հավաստել են, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան գտնվում է զարգացման ամենաբարձր՝ «հասունության» փուլում, չնայած որ այդ գնահատականի վրա բացասաբար է ազդում կառավարության պարտքում ներքին պարտքի փոքր կշիռը: Առաջնային շուկայում պարտատոմսերի նկատմամբ ձևավորվող պահանջարկի ուսումնասիրությունը ևս հաստատել է այս գնահատականը: Իսկ ռեզրեսիոն մոդելով կատարված գնահատման արդյունքում բացահայտվել է, որ պահանջարկի փոփոխության միտումները բացատրվում են բանկային համակարգի իրացվելիության և կապիտալացվածության փոփոխություններով, ինչպես նաև փոխարժեքի տատանողականությամբ, ինչն իր հերթին ևս մեկ անգամ ընդգծել է ֆինանսական համակարգի զարգացման և պետական պարտատոմսերի շուկայի միջև առկա փոխադարձ կապի առկայությունը: Որպես առաջնային շուկայի կարևոր բաղադրիչ՝ ուսումնասիրվել է նաև առաջնային շուկայի գործակալների ինստիտուտը, և էկոնոմետրիկ գնահատումների արդյունքում պարզվել է, որ գործակալի կարգավիճակի վրա ազդող գործոններ են բանկի չափը և պետական պարտատոմսերում ներդրումների ծավալը (աղյուսակ 3): Այնուհետև ուսումնասիրվել է ՀՀ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկան, որը ԱՄՀ և ՀԲ նույն մեթոդաբանությամբ գնահատմամբ, արձանագրվել է, որ գտնվում է «ձևավորման» փուլում՝ պայմանավորված շրջանառության փոքր ծավալներով և գործարքների բարձր սիրելով: Ըստ կատարված գնահատումների, երկրորդային շուկայում երկարաժամկետ պարտատոմսերի շրջանառության ծավալները բացատրվում են շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսերի և նոր տեղաբաշխումների ծավալներով, ինչպես նաև բանկային համակարգի կապիտալացվածության մակարդակով: Իսկ կարճաժամկետ և միջնաժամկետ պարտատոմսերի շրջանառության ծավալների վրա այս գործոնների ազդեցությունը փոքր կամ աննշան է (աղյուսակ 4):

Աղյուսակ 3. Գանձապետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների հարաբերական պահանջարկի վրա ազդող գործոնների գնահատումը

Կախյալ փոփոխական՝ ԴՊ պահանջարկ/տեղաբաշխում, %	
Բանկային համակարգի վարկեր/ավանդներ	-1.5**
Բանկային համակարգի հաշվեկշռային կապիտալ/ակտիվներ	15.2**
ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի տատանողականություն	-3.7**
Ազատ անդամ	161.4
Դետերմինացիայի գործակից	0.20
Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)	2012թ. հունվար - 2021թ. օգոստոս (116 ամիս)

Աղյուսակ 4. Երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալների վրա ազդող գործոնները

Կախյալ փոփոխական՝ log(երկրորդային շուկայի շրջանառություն)	
log(շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսեր)	0.7***
log(տեղաբաշխումների ծավալ)	0.3***
Բանկային համակարգի կապիտալ/ակտիվներ	0.2***
Ազատ անդամ	-4.4***
Դետերմինացիայի գործակից	0.43
Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)	2012թ. դեկտեմբեր - 2021թ. օգոստոս (103 ամիս)

Փորձելով բացահայտել առաջնային և երկրորդային շուկաների զարգացման միջև առկա խզվածքի պատճառները՝ գնահատվել է պետական պարտատոմսերի ներդրողների համախմբի զարգացման մակարդակը: Կիրառված մեթոդաբանությամբ պետական պարտատոմսերի ներդրողների համախումբը գնահատվել է, որպես «զարգացման» փուլին համապատասխան, որը, միաժամանակ, բավական բևեռացված է ըստ բանկային և ոչ բանկային հատվածների: Այսինքն, կարելի է եզրակացնել, որ բանկային համակարգի զարգացումը երաշխավորում է առաջնային շուկայի զարգացման բարձր մակարդակ, մինչդեռ ոչ բանկային հատվածի համար «ձևավորման» փուլի գնահատականը, ինչպես նաև ոչ ռեզիդենտ ներդրողների մասնակցության ցածր մակարդակը, սահմանափակում են երկրորդային շուկայի զարգացումը (աղյուսակ 5): Շարունակելով ուսումնասիրությունը ոչ ռեզիդենտ ներդրողների մասնակցությանը խոչընդոտող գործոնների ուղղությամբ, գնահատվել է պետական պարտատոմսերի դրամային և դոլարային եկամտաբերությունների բաշխվածությունը: Արդյունքները ցույց են տվել, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերի դրամային և դոլարային եկամտաբերությունների բաշխվածության միջև շեղվածքը մեծ չէ, ինչը ցույց է տալիս, որ ոչ ռեզիդենտների ներգրավմանն ուղղված արդյունավետ միջոցառումները կարող են ընդլայնել ներդրողների համախումբը:

Աղյուսակ 5. ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման փաստորոշման արդյունքները

Առաջնային շուկա		Երկրորդային շուկա		Ներդրողների համախումբ	
Ցուցանիշ	Փուլ	Ցուցանիշ	Փուլ	Ցուցանիշ	Փուլ
Կշիռ կառավարության պարտքում	2	Երկրորդային շուկայի օրական շրջանառության գործակիցը	2	Բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ	4
Մինչև մարումը մնացած միջին կշռված ժամկետ, տարի	4			Խոշոր 3 բանկերի կշիռը բանկային համակարգում	4
Առաջիկա 365 օրվա ընթացքում մարման ենթակա պարտքի տեսակարար կշիռ, %	4			Ոչ բանկային հատվածի ակտիվներ/ՀՆԱ	2
Մինչև տոկոսադրույքի վերաֆիքսումը մնացած միջին կշռված ժամկետ, տարի	4	10 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմի միջին առաջարկ-պահանջարկ սփրեղ	2	Ոչ բանկային հատվածի կշիռը ազգային արժույթով պարտատոմսերի ներդրողների կառուցվածքում	2
Առաջիկա 365 օրվա ընթացքում վերաֆիքսվող պարտքի տեսակարար կշիռ, %	4				
Ամփոփ գնահատական	4		2		3

*1 – «սաղմնավորում», 2- «ձևավորում», 3-«զարգացում», 4-«հասունություն»

Իրականացված գնահատումների հիման վրա առանձնացվել են պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման առաջնահերթություններ: Դրանք ուղղված են շուկայի զարգացման ճեղքերի նվազեցմանն՝ ապահովելով պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացումն այն ճանապարհով, որ նվազագույնի հասնեն ֆինանսական համակարգի զարգացումը խաթարող ռիսկերը: Առանձնացված առաջնահերթությունները և դրանց շրջանակում առաջարկվող միջոցառումները հետևյալն են.

1. Պակասուրդի կառուցվածքում ներքին աղբյուրներով ֆինանսավորման բարձր կշռի ապահովումը: Այդ նպատակով առաջարկվել է սահմանել պակասուրդի ֆինանսավորման մեջ ներքին աղբյուրների այնպիսի ուղենիշ, որը թույլ կտա նախանշվող հորիզոնում հասնել կառավարության պարտքում ներքին պարտքի թիրախային կշռին (միջազգային մակարդակով վերլուծությամբ արդարացված է գնահատվում նվազագույնը 50%-ի շեմը, սակայն, կարծում ենք, Հայաստանի դեպքում թիրախը պետք է հաշվարկվի և հիմնավորվի համապատասխան սցենարային վերլուծությամբ):

2. Երկրորդային շուկայի խորության և իրացվելիության ավելացում: Այս տեսակետից կարևորվել է պետական պարտատոմսերի աճուրդների քանակի նվազեցման և ծավալների մեծացման քաղաքականության շարունակությունը, որից բխող վերաֆինանսավորման ռիսկերի հնարավոր աճի կառավարման համար, կարևոր են կանխատեսելի և թափանցիկ կերպով իրականացվող «կանխիկի բարձիկի» քաղաքականության և պարտավորությունների կառավարման գործառնությունների իրականացումը:

3. Ներդրողների համախմբի ընդլայնում ոչ ռեզիդենտ ներդրողների հաշվին:

Այս առաջնահերթության շրջանակում քննարկվել է զարգացող երկրների կողմից կիրառվող տարբեր մեխանիզմներ, այդ թվում՝ վարկային մուրհակների կիրառումը, միջազգային շուկայում ազգային արժույթով պարտատոմսերի թողարկումը, տեղական և միջազգային դեպոզիտարիաների միջև կամուրջի ստեղծումը և ՀՀ-ում գործող՝ տեղական շուկայում միջազգային դեպոզիտար ծառայությունների մատուցումը, առաջարկելով դիտարկել առաջինների կիրառման և երկրորդի արդյունավետության բարձրացման հնարավոր ուղիները՝ ստեղծելով դրանց համար ինստիտուցիոնալ առավել ամուր հիմքեր:

Միաժամանակ, պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման առաջնահերթությունների համատեքստում ուսումնասիրվել են նաև պետական պարտատոմսերի առաջնային գործակալի ինստիտուտի կատարելագործման հնարավորությունները՝ կենտրոնանալով գործակալների գնահատման և ընտրության համակարգերի, ինչպես նաև արտոնությունների և պարտավորությունների հաշվեկշռման հարցի վրա: Այդ առումով, առաջարկվել է վերջիններիս գնահատման համակարգում ներառել ներդրողների համախմբի ընդլայնման ուղղությամբ կատարված աշխատանքը և դրանց պարտավորություններն արդյունավետորեն հակակշռել որոշակի արտոնություններով երկրորդային շուկայում:

Ատենախոսությունը եզրափակվում է **«Եզրակացություններ և առաջարկություններ»** բաժնով, որտեղ ամփոփվել են ատենախոսության հիմնական արդյունքները: Վերջիններս ամփոփ կերպով ձևակերպված են ստորև:

- Զարգացող երկրների համար պետական պարտքի մեջ ներքին պարտքի մեծ մասնաբաժնի ապահովումը խիստ կարևոր է, քանի որ այն մի կողմից կնվազեցնի պարտքային ճգնաժամերի հավանականությունը, մյուս կողմից՝ կապահովի շուկայում բարձր իրացվելի ակտիվների և կորպորատիվ գործիքների գնանշման ուղենիշի առկայություն՝ նպաստելով ֆինանսական համակարգի և ֆինանսական շուկաների բնականոն գործունեությանը և զարգացմանը:
- Եթե մինչև 2000-ականները ներքին պետական պարտքի դերի ընդլայնումը հիմնականում տեղի է ունեցել խոշոր տնտեսական կամ այլ ցնցումների պայմաններում (քանի որ երկրները պատրաստ չէին կատարելու ներքին պարտքի շուկայի զարգացման «ստարտային ծախսերը»), ապա վերջին երկու տասնամյակներում զարգացող երկրների վարած ներքին պարտքի շուկայի խորացման քաղաքականությունները զգալի առաջընթաց են ապահովել վերջիններիս համար: Միաժամանակ, այդ քաղաքականությունների արդյունավետությունը կախված է ֆինանսական համակարգի զարգացման մակարդակից:
- Ֆինանսական համակարգի զարգացումը իր հերթին կախված է մի շարքի ինստիտուցիոնալ և այլ գործոններից: Ներքին պետական պարտքը դրական ազդեցություն կարող է ունենալ ֆինանսական համակարգի վրա մինչև

որոշակի սահման, որը կախված է ֆինանսական համակարգի զարգացման մակարդակից և այլ տնտեսական գործոններից:

- Թեև վերջին տասնամյակում ՀՀ ներքին պետական պարտքի շուկայի խորությունն էականորեն ավելացել է, այն դեռ բավարար չէ պարտքի նպաստավոր կառուցվածք ապահովելու համար: Կատարված ուսումնասիրությունը և էկոնոմետրիկ գնահատումները ցույց են տվել, որ շուկայի խորության ավելացման գործում կարևոր են եղել ճգնաժամերին հակազդելու համար բյուջեի ֆինանսավորման կարիքի կտրուկ ավելացումները և պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման քաղաքականությունը, որն արձագանքել է ֆինանսական համակարգի՝ պարտք կլանելու հնարավորության բարձրացմանը:
- ՀՀ-ում ֆինանսական միջնորդությունը և պետական պարտատոմսերում ներդրումները կենտրոնացած են բանկային համակարգի վրա: Բանկային համակարգի ֆինանսական միջնորդության խորությունը վերջին երկու տասնամյակներում շեշտակի ավելացել է՝ զուգամիտելով զարգացող երկրների միջին ցուցանիշներին, ինչի արդյունքում պետական պարտատոմսերի դերը բանկերի ակտիվներում հիմնականում կայուն է եղել, իսկ միջազգային համեմատության մեջ՝ պահպանվել միջին մակարդակում:
- Պետական պարտատոմսերում բանկերի ներդրումները բավականին կենտրոնացված կառուցվածք ունեն: Մասնավորապես, առանձնանում են բանկեր, որոնց գործունեությունը կենտրոնանում է պետական պարտատոմսերում ներդրումների վրա: Այս ընտրությունը քանակապես բացատրելի չէ պարտատոմսերում մյուս բանկերի համակարգի ներդրումները բացատրող գործոններով, ինչպիսիք են կապիտալի մակարդակը և առաջնային շուկայի գործակալ լինելու հանգամանքը:
- Պետական պարտատոմսերում ավելի շատ ներդրումներ իրականացնող բանկերի դեպքում այդ ներդրումների ծավալների ավելացումը բարձրացնում է շահութաբերությունը, իսկ մյուսների դեպքում՝ նման օրինաչափություն չի դրսևորվում: Փոխարենը բանկերի մեծ մասի դեպքում պետական պարտատոմսերում ներդրումները ավելի շատ են դուրս մղում վարկավորումը, ինչն այլ հավասար պայմաններում ֆինանսական միջնորդության դանդաղման որոշակի ռիսկ է ստեղծում: Սակայն հաշվի առնելով, որ այս խմբի մոտ առկա չէ պետական պարտատոմսերում ներդրումների բարձրացմամբ շահութաբերության ավելացման օրինաչափություն, այս ռիսկերը գնահատվել են կառավարելի, ինչը թույլ է տալիս կառավարությանը շարունակել ներքին պետական պարտքի շուկայի խորացման քաղաքականությունը՝ միաժամանակ հաշվի առնելով առկա ռիսկերը և փորձելով նվազեցնել ֆինանսական միջնորդության վրա հնարավոր բացասական ազդեցությունները:
- ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման մակարդակի ախտորոշմամբ բացահայտվել է, որ առաջնային շուկան գտնվում է ամենաբարձր՝

«հասունության» փուլում, մինչդեռ երկրորդային շուկան դրանից հետ երկու քայլով՝ գնահատվելով «ձևավորման» փուլում: Պետական պարտատոմսերի շուկայում այս խզվածքին համահունչ խզվածք է առկա ներդրողների համախմբում, որտեղ բանկային համակարգը գնահատվում է «հասունության», իսկ ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտները՝ «ձևավորման» փուլում:

- ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի երկու հատվածներն էլ կախում ունեն բանկային համակարգից, ինչը հաստատում է զարգացման ակտորոշմամբ ստացված արդյունքը: Մասնավորապես, ըստ էմպիրիկ գնահատումների, ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի ամենակարևոր բնութագրիչներից մեկը՝ պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը կախված է բանկային համակարգի զարգացումներից, իսկ երկրորդային շուկայի շրջանառությունը՝ պարտքի կառավարման քաղաքականությունից և բանկային համակարգի զարգացումներից:
- Առաջնային և երկրորդային շուկաների խզվածքի մեղմման ուղին ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների շարունակական զարգացումն է, որի առումով հատկապես կենսաթոշակային ֆոնդերի և ներդրումային կազմակերպությունների ակտիվների վերջին տարիների աճի միտումի պահպանումը կարևոր դերակատարում ունի: Միաժամանակ, պետական պարտատոմսերի շուկայի խորության ավելացումը իր հերթին օժանդակում է ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների գործունեության հնարավորությունների ավելացմանը՝ նպաստելով նաև պետական պարտատոմսերի շուկայում առկա անհամաչափությունների մեղմմանը:
- Պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման հիմնական պայմանները ՀՀ-ում առկա են, ինչը թույլ է տալիս նպատակադրել բյուջեի ֆինանսավորման կարիքը երկար ժամկետում կայուն և հուսալի կերպով ապահովող պետական պարտատոմսերի շուկայի ձևավորումը: Այդ նպատակին ֆինանսական համակարգի զարգացման վրա նվազագույն բացասական ազդեցություններով հասնելու համար, առաջարկվել է որպես քաղաքականության առաջնահերթություններ սահմանել պետական բյուջեի պակասուրդի կառուցվածքում ներքին աղբյուրների բարձր կշռի պահպանումը, երկրորդային շուկայի խորության և իրացվելիության ավելացումը և ներդրողների համախմբի ընդլայնումը ոչ ռեզիդենտ ներդրողների հաշվին՝ ներկայացնելով նաև այդ խնդիրների իրականացման համար հնարավոր մեխանիզմները:
- ՀՀ առաջնային շուկայի գործակալների ինստիտուտը հիմնականում հիմնվում է եվրոպական երկրների փորձի վրա, սակայն կիրառվող մեխանիզմների արդյունքում գործակալների ընտրությունը փաստացիորեն (ըստ էկոնոմետրիկ գնահատումների) տեղի է ունեցել ակտիվների մակարդակի և պետական պարտատոմսերի պորտֆելի ծավալի ազդեցությամբ: Հետևաբար, առաջարկվել է գործակալի գնահատումներում ներառել ներդրողների համախմբի ընդլայնման ուղղությամբ գրանցված արդյունքները, իսկ

համակարգի արդյունավետ գործունեության համար՝ գործակալների համար սահմանված պարտավորությունները արդյունավետ կերպով հակակշռել արտոնություններով:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն ամփոփվել են հետևյալ հոդվածներում.

1. **N. Karapetyan** (2021). Impact of Domestic Public Debt on the Banking Sector in Armenia: Is “Lazy Bank” Hypothesis Confirmed? MESSENGER OF ASUE N6(66), DOI: 10.52174/1829-0280_2021_6_7, pp. 8-18.
2. **K. Grigoryan, G. Avagyan, N. Karapetyan, L. Mkhitaryan** (2020), Impact of Macroeconomic Policy Shocks on the Armenian Economy: Evidence from VAR Analysis, Norwegian Journal of development of the International Science, №49, VOLUME 2, Oslo, Norway, pp. 10-15.
3. **Э. Н. Акопян, Н. Н. Карапетян**, (2018), “Как обеспечить устойчивость государственного долга и реагировать на экономические циклы? Модернизация фискальных правил в Армении”, Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал, N4(44), июль-август, <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-4-10-20>, стр. 10-20.
4. **К.Дж. Варданян, Г.А. Авагян, В.И. Тигранян, Н.Н. Карапетян** (2021) Антикризисная макроэкономическая политика и госдолг Республики Армения в условиях эпидемии Covid-19, Актуальные проблемы развития национальной и региональной экономики: Сборник научных трудов XI Международной научно-практической конференции для студентов, магистрантов, аспирантов и молодых ученых, г. Белгород, 29 апреля 2021 г., с. 53-57.
5. **Ն. Կարապետյան** (2021), Ինչպես հարթահարել «սկզբնական մեղքի» հիմնախնդիրը. ներքին պետական պարտքի միտումները Հայաստանում. ՀՊՏՀ 28-րդ գիտաժողովի նյութեր, Բաժանմունք 1., էջ 92-107:
6. **Ն. Կարապետյան** (2022). ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրները. ակտորոշում և հիմնական ուղենիշներ. ԲԱՆԲԵՐ ՀՊՏՀ N1(67), էջ 33-52:
7. **Ն. Կարապետյան** (2019). Հարկարյուջետային քաղաքականության երկու հիմնահարց Հայաստանի Հանրապետությունում. Տարածաշրջան և աշխարհ, No 3, էջ 72-77:
8. **Եվ. Բազինյան, Հ. Բեջանյան, Ա. Այրումյան, Ն. Կարապետյան, Տ. Ռոստոմյան** (2020), ՀՀ տնտեսության վրա ազդող արտաքին շոկերը և դրանց փոխանցման ուղիները, Բանբեր ՀՊՏՀ, N3(53), էջ 9-23:
9. **Է. Աղաբեկյան, Ն. Կարապետյան** (2021). Ինչո՞ւ են հայաստանյան բանկերը ավելացրել պետական պարտատոմսերում ներդրումները. փաստեր

բանկերի մակարդակով գնահատումներից. ԲԱՆԲԵՐ ՀՊՏՀ N4(64), DOI: 10.52174/1829-0280_2021_4_29, էջ 29-48:

10. **Թ. Մկրտչյան, Ն. Կարապետյան (2022).** ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալի ինստիտուտը եւ դրա արդյունավետության բարձրացման հնարավորությունները, Տարածաշրջան և աշխարհ, 2022, No 1, էջ 161-168:
11. **Կ. Գրիգորյան, Գ. Ավագյան, Ն. Կարապետյան, Լ. Մխիթարյան (2021).** ՀՀ պետական պարտքի կայունության հիմնախնդիրները, Բանբեր ՀՊՏՀ N2(62), էջ 33-47:
12. **Հ. Բեջանյան, Եվ. Բազինյան, Ա. Այրումյան, Ն. Կարապետյան, Տ. Ռոստոմյան.** Մակրոտնտեսական անկայունության եւ ֆինանսական ճգնաժամերի տեսամեթոդական հիմնահարցեր. ԱՅԼԸՆՏՐԱՆՔ գիտական հանդես, 2020 N4, հոկտեմբեր – դեկտեմբեր. էջ 1-14:
13. **Ք. Վարդանյան, Գ. Ավագյան, Ն. Կարապետյան (2021).** «Պետական պարտքի կառավարման և տնտեսական աճի վրա պարտքի ազդեցության վերաբերյալ տեսությունների և էմպիրիկ հետազոտությունների արդյունքների մեկնաբանում», Հանրային կառավարում 1/2021, 116-129 էջեր:
14. **Ք. Վարդանյան, Գ. Ավագյան, Լ. Մխիթարյան, Ն. Կարապետյան (2020).** Մակրոտնտեսական քաղաքականությունները և պետական պարտքի կուտակումը ՀՀ-ում, ԱՅԼԸՆՏՐԱՆՔ գիտական հանդես, 2020թ հուլիս – սեպտեմբեր, էջեր 22-38:

ВЛИЯНИЕ ВНУТРЕННЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА НА РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ В РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

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

Защита диссертации состоится в 9 июня 2022 года в 14.00, на заседании специализированного совета 014 ВАК РА по экономике, действующего в Армянском государственном экономическом университете, по адресу 0025, г.Ереван, ул. Налбандяна, 128.

АННОТАЦИЯ

За прошедшее десятилетие государственный долг и долговое бремя РА значительно увеличились, а более 70% государственного долга составляют внешний и валютный долг.

Согласно общему мнению экономистов, такая структура долга является рискованной с точки зрения налогово-бюджетной и макроэкономической стабильности. Тем не менее, как и во многих других развивающихся странах, рынок государственных облигаций в Армении значительно углубился, однако его группа инвесторов сосредоточена вокруг коммерческих банков РА, благодаря чему государственные облигации имеют значительный вес в структуре их активов.

С этой точки зрения можно выявить влияние государственных облигаций на финансовую систему и финансовое посредничество в РА. Учитывая, что как инвестиции в государственные облигации, так и финансирование реального сектора экономики сосредоточены вокруг банковской системы, важно обеспечить сбалансированное, пропорциональное углубление рынка государственных облигаций для обеспечения улучшения долгового портфеля с минимальным «штрафом» финансового развития и экономического роста.

Цель и задачи исследования: Цель диссертации - оценка влияния внутреннего государственного долга на финансовую систему и финансовое посредничество РА и определение путей совершенствования политики управления долгом, направленной на снижение негативных последствий. Исходя из поставленной цели, в диссертации были предложены и решены следующие задачи:

- изучить теоретические подходы и более значимые исследования, касающиеся государственного долга и развития внутреннего рынка государственного долга;
- изучить теории и исследования, касающиеся развития финансовой системы, а также взаимосвязей между внутренним государственным долгом и развитием финансовой системы;
- анализировать развитие внутреннего государственного долга в РА и обуславливающие их факторы;
- анализировать тенденции финансового посредничества в Армении, уделяя особое внимание развитию банковской системы;
- проанализировать структуру инвестиций банковской системы РА в государственные облигации РА (по данным банков), ее особенности и тенденции;

- оценить факторы, влияющие на инвестиции коммерческих банков РА в государственные облигации РА;
- оценить в государственных облигациях РА влияние инвестиций коммерческих банков РА на их финансовые показатели;
- изучить проводимую в РА политику управления долгом и проанализировать развитие первичных и вторичных долговых рынков, оценить уровень их развития и влияющие факторы;
- выявить особенности института агента первичного рынка государственных облигаций в РА, представить предложения, направленные на его улучшение;
- направлять основные цели развития рынка государственных облигаций РА и предлагать пути их достижения.

Научная новизна диссертации. Научная новизна диссертации заключается в следующих основных положениях:

- обосновано, что увеличение доли внутреннего долга в структуре государственного долга РА обусловлено преимущественно эффективностью политики управления долгом, а влияние спроса на облигации ограничено, за исключением ситуаций валютных кризисов, когда расширение внутреннего долга резко замедлилось;
- на основе данных, полученных от коммерческих банков РА, были оценены факторы, влияющие на инвестиционные решения банков, выявлено влияние инвестиций в государственные облигации на финансовые показатели банков;
- по отдельным направлениям оценены уровни развития первичного и вторичного рынков государственных облигаций РА, существующий разрыв между ними, обоснована в целях сокращения разрыва необходимость совершенствования политики управления государственным долгом;
- оценены факторы, влияющие на распределение государственных облигаций РА, объемы оборота вторичного рынка и особенности деятельности института первичных диллеров.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Результаты исследования могут быть применены Министерством финансов РА, Центральным банком РА и другими структурами в процессе управления государственным долгом и налогово-бюджетной политики.

IMPACT OF DOMESTIC PUBLIC DEBT ON THE DEVELOPMENT OF THE FINANCIAL SYSTEM AT THE REPUBLIC OF ARMENIA

Abstract of the thesis for receiving the degree of the PhD in Economics for the specialty 08.00.03 “Finance, Accounting”.

The defense of the thesis will take place at 14:00, on 9th of June at 014 Council of Economics of SCC RA at the Armenian State University of Economics.

Address: 128 Nalbandyan St., 0025, Yerevan, Armenia.

ABSTRACT

The RA Government debt and its burden have steadily increased during the last decade, with the external and foreign currency debt accounting for more than 70% of public debt. According to the general consensus among economists, this may be risky in terms of fiscal and macroeconomic stability. Nevertheless, like many other developing countries, Armenia also managed to deepen its government bond market, but the investor base of the government bonds is concentrated in the RA commercial banks raising bond investments to a significant share in the assets.

In this regard, it is important to reveal the effects of investments in government bonds on the financial system and financial intermediation in the RA. Given the concentration of bond investments and the financing of the real sector around the banking system, it is important to ensure that the deepening of the government bond market is well- balanced and harmonious—to ensure improvement in the debt profile while minimally “penalizing” financial development and economic growth.

The aim of the research is to assess the effects of domestic public debt on the RA financial system and financial intermediation and to reveal the possible directions for improving the debt management policy to reduce the negative effects. To reach the aim, the following goals were set:

- To study the theoretical approaches and literature on public debt and the domestic public debt market.
- To study the theories and the literature on financial system development and interrelation of public debt and financial system development.
- To analyze the dynamics of the domestic public debt and its determinants in the RA.
- To examine the trends of financial intermediation in the RA focusing on the banking sector.
- To analyze the structure of banking system investments in the RA Government bonds (by banks), its characteristics and trends.
- To assess the factors affecting the investment decisions of the RA banks.
- To evaluate the impact of the RA Government bond investment on the financial performance of the RA banks.
- To study debt management policies and analyze the performance of primary and secondary debt markets, assess their development and its determinants in the RA.
- To reveal the characteristics of the primary dealer system in the RA Government bond market, propose ways for its improvement.

- To outline the priorities for the RA Government bond market development and propose measures for improving the debt management policies.

The scientific novelty of the thesis is expressed in the following:

- It was justified, that the domestic debt share increase in the public debt is determined by the effectiveness of the debt management policy, with limited demand-side factors except for currency crises when the growth of domestic debt is slowing significantly.
- Based on the bank-level data the determinants of investment decisions of banks and the impact of investments in government bonds on their financial indicators were assessed.
- The development stages of the primary and secondary government bond markets and their gaps were assessed and the importance of improving the debt management policy for closing the gaps was justified.
- The factors affecting the demand for bonds, secondary market activity, and the probability of primary dealer status were estimated.

The theoretical and practical significance of the thesis. The results of the research can be applied in the debt management and fiscal policy-making process by the RA Ministry of Finance, Central Bank, and other institutions.

