

U-11  
2728

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԲԻՆԳՅՈՒԼ ԳՐՈՒՆԻԿԻ ԱՄԻՐՅԱՆ

ԲԻԶՆԵՍԻ ԱՐԺԵՔԻ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ  
ԲԱՆԿԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳՈՒՄ

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

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2020

Մ. Կ. Կ. Կ.

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում

**Գիտական ղեկավար՝** տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
ԿՈՐՅՈՒՆ ԼՈՒԿԱՇԻ ԱՐՈՅԱՆ

**Պաշտոնական ընդհանրություններ՝** տնտեսական գիտությունների դոկտոր, պրոֆեսոր  
Տիգրան Սերյոժայի Մարտիրոսյան

տնտեսական գիտությունների թեկնածու  
Հայկ Աշոտի Մարկոսյան

**Առաջատար կազմակերպություն՝** Երևանի պետական համալսարան

Ատենախոսության հրապարակային պաշտպանությունը կայանալու է 2020 թվականի հուլիսի 23-ին, ժամը՝ 14.00-ին Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի տնտեսագիտության 014 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

Հասցեն՝ 0025, ՀՀ, ք. Երևան, Մ. Նալբանդյան 128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գիտական գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքվել է 2020 թվականի հունիսի 11-ին

014 մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար,

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

*Ս. Կ. Կ. Կ.*

Լ. Հ. ԳՐԻԳՈՐՅԱՆ

Մ. Կ. Կ. Կ.  
- 2 -  
Հ. Ս. Մ. Ա. Ն.

11-2728

**Հետազոտության թեմայի արդիականությունը:** Տնտեսավարման ներկա պայմաններում յուրաքանչյուր բիզնես իր գործունեության ընթացքում, ելնելով տարբեր շարժառիթներից, ունենում է գնահատման անհրաժեշտություն, որը կարող է պայմանավորված լինել ինչպես արտաքին և ներքին գործոններով, այնպես էլ անցումային գործընթացներով: Բիզնեսի արժեքի գնահատումը և արդյունքային ցուցանիշների մշտադիտարկումը հանդիսանում են ցանկացած տնտեսավարողի հիմնական խնդիրներից, որոնք արտահայտում են բիզնեսի կառավարման որակը, զարգացման միտումները, արժեքի աճը, ձեռնարկատիրական գործունեության արդյունավետությունը և այլն: Այս համատեքստում արդիական նշանակություն է ձեռք բերում ձեռնարկատիրական գործունեության ներքին և արտաքին գործոնների ուսումնասիրությունը և դրանց ազդեցության չափի որոշումը բիզնեսի արժեքի վրա: Բիզնեսի արժեքի գնահատումը անհրաժեշտ է ներդրումային որոշումների կայացման, ձեռնարկատիրական պորտֆելի դիվերսիֆիկացման, նոր նախագծերի ֆինանսավորման, շահաբաժինների վճարման քաղաքականության սահմանման, բիզնեսում վերակազմավորման գործընթացների կազմակերպման, արժեթղթերի հետ գործառնությունների իրականացման, գործունեության արդյունավետության բարձրացման և որակի կառավարման, ֆինանսական կառավարման, ակտիվների ապահովագրություն և ռիսկերի կառավարման, վարձավճարների կամ աշխատավարձերի որոշման, մինորիտար բաժնետերերի շահերի պաշտպանության կամ այլ նպատակների իրականացման համար:

Բիզնեսի արժեքի գնահատումը Հայաստանի Հանրապետությունում համեմատաբար նոր երևույթ է: Այն կարող է դառնալ դիտարկումների և ուսումնասիրությունների այնպիսի ուղղություն, որը կլրացնի ձեռնարկություններում ֆինանսական կառավարմանը, առավել կոյուրացնի բիզնեսում առաջացող անցումային գործընթացները, կնպաստի ձեռնարկություններում կորպորատիվ մշակույթի ձևավորմանը: Բանկային համակարգի տեսանկյունից դիտարկելիս՝ հարկ է նշել, որ ներկայումս ամբողջ աշխարհում ֆինանսական հատվածի զարգացումներին բնորոշ են բանկային, ապահովագրական և արժեթղթերով գործունեությունների սերտաճման միտումները, որը պահանջվում է մշտադիտարկել ֆինանսական հատվածի հնարավոր ռիսկերը, ուսումնասիրել բիզնեսի շահութաբերության, իրացվելիության և արժեքի փոփոխության միտումները, ինչպես նաև դրանց ազդեցությունը ընդհանուր ֆինանսական համակարգի զարգացումների վրա: Հաշվի առնելով ՀՀ ֆինանսական համակարգում ակտիվների բաշխվածության և շահույթի ցուցանիշները կարող ենք նշել, որ հայաստանյան բանկերը ՀՀ ֆինանսական համակարգի ամենակայացած կառույցներն են և բանկերի արժեքի գնահատման ուսումնասիրությունը թույլ կտա եզրակացություններ կատարել, որոջ համակարգի վերաբերյալ, վեր հանել համակարգում առկա հնարավոր խնդիրները, նախանշել խնդիրների լուծման հնարավոր ուղղություններն ու մոտեցումները:

**Հետազոտության օբյեկտը, առարկան և նպատակը:** Աշխատանքի ուսումնասիրության օբյեկտը ՀՀ բանկային բիզնեսն է, դրա գործունեությունը և բիզնեսի արժեքահեն կառավարումը: Հետազոտության առարկան բիզնեսի արժեքի գնահատման մեթոդաբանությունն ու հիմնախնդիրներն են ՀՀ բանկային համակարգում:

«Երազուրության նպատակներն են՝ ՀՀ բանկային համակարգում բիզնեսի արժեքի գնահատման մոտեցումների ուսումնասիրությունն ու դրանց կիրառման հնարավորությունների բացահայտումը:

**«Երազուրության խնդիրները:** Ելնելով առաջադրված նպատակից աշխատանքի հիմնական խնդիրներն են՝

- բիզնեսի արժեքի գնահատման պատմական փորձի ուսումնասիրությունը,
- բիզնեսի արժեքի գնահատման մեթոդական հիմքերի ուսումնասիրությունը,
- ՀՀ բանկային հատվածում բիզնեսի արժեքի գնահատման մեթոդների կիրառության դիտարկումը,
- բիզնեսի արժեքահավատ արժեք ստանալու նպատակով ցուցանիշների հաշվարկն ու կիրառությունը,
- բիզնեսի արժեքի աճին նպաստող գործոնների բացահայտումն ու վերլուծությունը,
- հնարավոր ռազմավարությունների ու գործիքակազմի առաջադրումը:

**«Երազուրության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը:** Բիզնեսի արժեքի գնահատման տեսական գրականության մեջ մեծ ներդրում ունի Նյու Յորքի համալսարանի Սթերն բիզնեսի դպրոցի ֆինանսների պրոֆեսոր Ասվաթ Դամոդարանը, ով ներդրումների և բիզնեսի գնահատման ուսումնասիրությամբ ինչպես նաև մեթոդական զարգացմամբ զբաղվել է դեռևս նախորդ դարի 90-ական թվականներից և նշյալ ուղղությունը զարգացնում է մինչ օրս, հատկանշական է 1995թ.-ին լույս տեսած «Ներդրումների գնահատում. ցանկացած ակտիվի գնահատման գործիքակազմ և եղանակներ» (Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset) աշխատությունը, որի բարեփոխված և լրամշակված տարբերակները հրատարակվել են 2003թ.-ին և 2012թ.-ին, աշխատության մեջ հեղինակի կողմից կատարվել են խորքային ուսումնասիրություններ արժեթղթերի շուկայի, բիզնեսի գնահատման մեթոդաբանության ինչպես նաև ներդրումների փոխափայության և աճի ռազմավարությունների մասին:

Բիզնեսի գնահատման հիմնարար ուղղություններից մեկի՝ եկամտային մոտեցման հիմքում ընկած է կապիտալ ակտիվների գնազոյացման մոդելը, որը ներկայացվել է Ջեք Թրեյնորի (1961, 1962) Ուիլյամ Շարփի (1964), Ջոն Լինթոնի (1965) և Յան Մոսսինի (1966) կողմից՝ հիմնվելով Հարրի Մարկովիցի բազմազանեցման և պորտֆելի ժամանակակից կառավարման տեսության վրա: Ներկայումս բիզնեսի գնահատումը արևմտյան երկրներում լայն կիրառություն ունցող ուղղություն է, և համաշխարհային ճանաչում ունեցող խոշոր խորհրդատվական ընկերությունները զբաղվում են դրանով և ունեն բիզնեսի գնահատման հրապարակային տվյալների շտեմարաններ: Հետաքրքրական է, որ Սթերն բիզնես դպրոցը ևս ունի բիզնեսի գնահատմանն առնչվող տվյալների մեծածավալ բազաներ, որոնք սակայն շատ քիչ տեղեկատվություն են պարունակում ՀՀ-ում բիզնեսի գնահատման ցուցանիշների վերաբերյալ:

Ներկայումս բիզնեսի գնահատման գործնական կիրառելի մեթոդները հիմնվում են լայն ճանաչում ստացած հաշվապահական և ֆինանսական միջազգային ստանդարտների վրա, մասնավորապես նման ստանդարտներ են մշակվել ACCA-ի

(Երդվյալ հաշվապահների հավաստագրման ընկերություն) և CFI-ի (Կորպորատիվ ֆինանսների ինստիտուտ) կողմից:

Հետազոտության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ բանկերի, Հայաստանի Ֆոնդային Բորսայի, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի պաշտոնական վիճակագրական տվյալները, Սթերն բիզնես դպրոցի տվյալների շտեմարանները, «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ տարեկան և եռամսյակային ֆինանսական հաշվետվությունները, ներդրողների համար նախատեսված հրապարակումները, ինչպես նաև բանկի կայքում հրապարակված այլ օգտակար տեղեկատվություն, ուսումնասիրվել են նաև ոլորտին առնչվող օրենսդրական բազան, բիզնեսի գնահատման բնագավառին առնչվող այլ նյութեր:

Աշխատանքում կիրառվել են գիտական վերացարկման, պատմական և տրամաբանականի զուգակցման, գրաֆիկական վերլուծության, համանմանության և օրինաչափությունների, վիճակագրական, էկոնոմետրիկ մոդելավորման, քանակական գնահատման մեթոդները:

Հետազոտության մեջ կատարված գրաֆիկները, պատմական շարքերի վերլուծությունները կատարվել են Microsoft Excel ծրագրային փաթեթի ընդլայնված տարբերակի օգնությամբ:

**«Երազուրության հիմնական գիտական արդյունքերը և նորոյթները:** Առենախոսությունը հանդիսանում է նոր հետազոտություն ՀՀ տնտեսության, մասնավորապես բանկային համակարգի համար, և ստացված արդյունքները կարող են ունենալ գիտագործնական նշանակություն: Առենախոսության մեջ կատարված հետազոտությունների արդյունքում առաջարկվել են մի շարք գիտական նորոյթներ:

- Առենախոսության մեջ առաջին անգամ փորձ է արվել կիրառել բետա գործակցի գնահատման եռանակարգակ մոտեցումը, որը հնարավորություն է տալիս գնահատականի մեջ արտացոլել ձեռնարկության, ոլորտի և մակրոտնտեսական գործոնների միտումները միաժամանակ:
- Հետազոտության շրջանակներում գնահատվել է բիզնեսի արժեքի շուկայական գին/շահույթ (P/E) գործակիցը և առաջին անգամ առաջարկվել է նշված ցուցանիշին զուգընթաց կիրառել գին/շահաբաժին (P/D) գործակիցը, որը ձեռնարկատերերին հնարավորություն կընձեռի պատկերացում կազմել բաժնետոմսերի գնի և վճարվող շահաբաժինների վերաբերյալ:
- Հետազոտության արդյունքում առաջադրվել է կազմակերպության չբաշխված շահույթի և շահաբաժինների վճարման ռազմավարության արժեքահեն մոտեցումը, որի գործնական կիրառությունը ձեռնարկություններում կնպաստի բիզնեսի արժեքի մաքսիմալացմանը:
- Հիմնվելով ռազմավարության միջոցով արժեքի աճի վարկածի վրա առաջին անգամ առաջարկվել է որպես մարդկային ռեսուրսների կառավարման արդյունավետ գործիք կիրառել մեր կողմից մշակված «աշխատակիցների հավատարմության մատրիցա»-ն, որը հնարավորություն կընձեռի կրճատել ՄԲ-հոսումությունը և բաժնետեր աշխատակիցների ներգրավման ճանապարհով առավելագույնի հասցնել բիզնեսի արժեքը:
- Հիմք ընդունելով տեղեկատվական տեխնոլոգիաների զարգացման նորոյթ տեմպերը և բանկային համակարգում դրանց ներդրման միտումները

առաջարկվել է քիզնեսի արժեքի տվյալահեն աճի կիրառությունը, որը կարող է գործարկվել մեծածավալ տվյալների հավաքագրման, պահպանության, մշակման և փոխանցման ճանապարհով:

*Շեղազուտության տեսական և կիրառական նշանակությունը:*

Աշխատանքում առաջադրված առաջարկները կարելի է կիրառել գործնականում որպես քիզնեսի արժեքի գնահատման և աճի գործիքներ: Դրանց գործնական կիրառությունը կարող է նշանակալի արդյունքներ ապահովել, ինչպես նաև բարձրացնել կորպորատիվ, արժեքամետ կառավարման արդյունավետությունը:

Մյուս կողմից աշխատանքում քննարկված հիմնախնդիրների լուծումները կարող են նպաստել ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի, քիզնեսի արժեքի գնահատման օրենսդրության, հարկային քաղաքականության և, ի վերջո, տնտեսության զարգացմանը: Տեսական մակարդակում աշխատությունը կարելի է ներառել քիզնեսի, մարդկային ռեսուրսների և ֆինանսական կառավարման կամ միջառարկայական կրթական ծրագրերում:

*Աշխատանքի կառուցվածքը և ծավալը:* Աշխատանքը շարադրված է 129 տապագիր էջի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականության ցանկը և հավելվածը: Աշխատանքը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացությունից, առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածից:

#### ԱՏԵՆԱԽՈՒՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Աշխատանքի առաջին գլխում ներկայացված է արժեքի տեսությունների զարգացման պատմությունը, քիզնեսի արժեքի գնահատման հասկացությունը, նպատակները, օբյեկտներն ու սուբյեկտները ինչպես նաև գործնականում լայն կիրառություն ստացած մոտեցումներն ու մեթոդաբանությունը: Մեր կողմից սահմանվել են քիզնես և քիզնեսի արժեքի գնահատում հասկացությունները, մասնավորապես՝

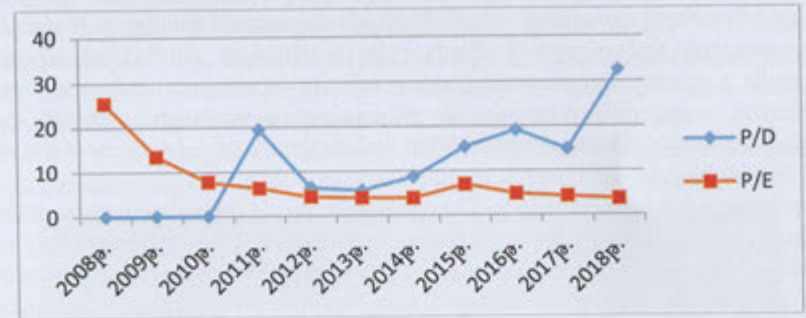
- քիզնեսը դիսկի պայմաններում հավանական սպառողների պահանջմունքների բավարարման ճանապարհով շահույթի ստացմանը միտված օրինական տնտեսական գործունեություն է, որը ստեղծում է նոր արդյունք:
- քիզնեսի արժեքի գնահատումը գնահատման սուբյեկտի կողմից որոշակի նպատակով կազմակերպության ակտիվների հետ կապված գործառնությունների արդյունքում ստացված արդյունքների արժեչափումն է՝ դրամական/արժեքային/արտահայտությամբ:

Քիզնեսի գնահատման մոտեցումները քննարկելիս, անդրադարձ է կատարվել դրանց կիրառման շրջանակներին, ներկայացվել են առավելություններն ու թերությունները: Առանձին հարցով անդրադարձ է կատարվել դիսկոնտավորման և շուկայական /համեմատական/ մեթոդին և դրանց կիրառության առանձնահատկություններին: Ներկայացվել է փողի ժամանակային արժեքի հայեցակարգը: Ներկայացվել է դիսկոնտավորման դրույքի հասկացությունը, որի շրջանակներում ուսումնասիրվել է կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդելը և դրա կառուցման համար անհրաժեշտ ցուցանիշների տնտեսագիտական էությունն ու բովանդակությունը, ինչպես նաև ստացման ուղղությունները, ի վերջո նախանշվել է եկամուտների դիսկոնտավորման ճանապարհով արժեքի հաշվարկման մեխանիզմը:

Համեմատական մեթոդների համատեքստում ներկայացվել է քիզնեսի արժեքի գնահատման շուկայական բազմարկիչների կիրառության շրջանակները և տրամաբանությունը:

Աշխատանքի երկրորդ գլխում ներկայացվել է ՀՀ բանկային հատվածում քիզնեսի արժեքի գնահատման դիսկոնտավորման և շուկայական մոտեցումների կիրառությունը: Նախ ներկայացվել է ՀՀ ֆինանսական համակարգի կառուցվածքը, բանկային համակարգի հիմնական ցուցանիշներն ու դրանց դինամիկան, դրանց հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ի հետ: Փորձ է կատարվել ՀՀ բանկային համակարգի օրինակով կատարել քիզնեսի արժեքի գնահատման շուկայական մոտեցման կիրառությունը՝ դիտարկվել է գին/շահույթ գործակիցը, ուսումնասիրելով ՀՀ բանկերի ցուցանիշները: Ուսումնասիրելով «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ի բաժնետոմսերի գնի, շահաբաժինների և շահույթի հրապարակային տվյալները առաջադրվել է գին շահույթ գործակիցին զուգընթաց կիրառել գին/շահաբաժին գործակիցը:

Քանի որ գործնականում լինում են դեպքեր, երբ ընկերության շահույթը աճում է, սակայն կարճաժամկետ հատվածում վճարվում են շահաբաժինների փոքր գումարներ, այդ պարագայում բաժնետոմսերի գին/շահույթ գործակիցը չի արտացոլում ներդրողներին հետաքրքրող տեղեկատվությունը, քանի որ ընկերության շահույթի մեծ մասը ուղղվում է ընկերության գործունեության վերաֆինանսավորմանը, այդ պարագայում բաժնետոմսերի գին/շահաբաժին և գին/շահույթ գործակիցները ունենում են հակադիր ուղղություններ:



Գծապատկեր 1. P/E և P/D ցուցանիշները «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ում 2008-18թթ

Կարող ենք ենթադրել, որ երկարաժամկետ հատվածում P/E-ի և P/D-ի միջև ընկած ճեղքվածքը կհասնի նվազագույնի, սակայն հիմնավոր գնահատականներ տալու համար հարկ է ծանոթ լինել ընկերության քիզնես պլաններին:

Դիսկոնտավորման մեթոդի ուսումնասիրությունը և գործնական կիրառությունը կատարվելով «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ օրինակով, հաշվարկվել են՝ քիզնեսի գնահատման բետա գործակիցը, դիսկի պարզագինը և դիսկագերծ տոկոսադրույքը և այլն: Սահմանվել է դիսկոնտավորման դրույք, և շահույթի կորային կանխատեսման ճանապարհով հաշվարկվել է քիզնեսի արժեքների մեծությունները, կատարվել է մեծությունների միջինացում:

Հատկանշական է, որ հետազոտության մեջ գնահատվել է համակարգային ռիսկի ցուցանիշ համարվող բետա գործակիցը, նախ՝ ոլորտի և ձեռնարկության եկամտունների հավելածի ցուցանիշների կիրառությամբ, ապա՝ տնտեսության, ոլորտի և ձեռնարկության ցուցանիշների համադրման ճանապարհով: Երկրորդ դեպքում գործակցի գնահատման ցուցանիշներ ընդունվել են բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը շուկայի համար և բանկի ակտիվներ/զուտ շահույթ ցուցանիշը բանկի համար՝ հաշվի առնելով, այն հանգամանքը, որ թե՛ ՀՆԱ-ն թե՛ զուտ շահույթը հանդիսանում են արդյունքային ցուցանիշներ:

$$\beta_i = \frac{cov(Rit; Rmt)}{Var(Rmt)} = \frac{cov\left(\frac{P_{\text{բանկի ակտիվներ}}}{P_{\text{բանկի զուտ շահույթ}}}, \frac{P_{\text{նախադիշ շուկայի ակտիվներ}}}{ՀՆԱ}\right)}{Var\left(\frac{P_{\text{նախադիշ շուկայի ակտիվներ}}}{ՀՆԱ}\right)} \quad (1)$$

Այս ժամանակահատվածի հարաբերական ցուցանիշների կիրառությունը հնարավորություն է ընձեռել գնահատականի մեջ արտացոլել մակարդակների եռամիասնությունը:

ՀՆԱ-ն որպես մակրոտնտեսական ցուցանիշ, բանկային համակարգի ակտիվները՝ որպես ճյուղի, հատվածի միտումները բնորոշող ցուցանիշ, ընկերության զուտ շահույթի մեծությունը որպես աճի ուղղությունները բացահայտող ցուցանիշ, իսկ ընկերության ակտիվները, որպես հիմնական արժեստեղծ գործոն: Կարծում ենք, որ գնահատման նման մոտեցման առավելությունը պայմանավորված է երկրի մակրոտնտեսական ցուցանիշների և ընկերության միկրոտնտեսական ցուցանիշների կապով:

«Ամերիաբանկ» ՓԲԸ բիզնեսի արժեքի գնահատման համատեքստում, որպես համակարգային ռիսկի ցուցանիշ կիրառվել է տրված և ստացված ցուցանիշների միջինը: Կիրառելով կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդելը շահույթի կորային կանխատեսման ճանապարհով գնահատվել է բիզնեսի արժեքների միջակայք և կատարվել է դրանց միջինացում: Հարկ է նշել, որ ստացված արժեքները կարող են էականորեն տարբերվել ընկերության շուկայական արդարացի արժեքից, քանի որ հիմնված են որոշակի ենթադրությունների հիման վրա և չեն արտացոլում գնահատվող ընկերության բիզնես պլանները և ապագա սպասումները:

Երկրորդ գլխի երրորդ հարցում ներկայացվել են ՀՀ ֆինանսական համակարգում բիզնեսի արժեքի աճի հիմնախնդիրները, նախանշվել են հաղթահարման որոշակի մեխանիզմներ: Կարծում ենք, հիմնախնդիրների շրջանակը կարելի է բաժանել երկու խմբի՝ բիզնեսի արժեքի գնահատման մեթոդների կիրառությամբ պայմանավորված և կազմակերպության մակրոմիջավայրի ազդեցությամբ ձևավորվող: Բիզնեսի արժեքի գնահատման եկամտային մոտեցման հիմնախնդիրներն են՝ β (բետա) գործակցի հաշվարկը և ռիսկի պարզևազնի մեծության որոշումը:

ՀՀ-ում բիզնեսի արժեքի գնահատման արտաքին փոփոխականներով պայմանավորված հիմնախնդիրներն են.

Օրենսդրական հիմքեր, հարկային և դրամավարկային քաղաքականությունը: Ներկայիս հարկային օրենսգիրքը բիզնեսի համար ենթադրում է հարկման տարբերակված ռեժիմ: Կարծում ենք, որ նման մոտեցումը կարելի է փոխարինել համընդհանուր հարկային ռեժիմով և այն ձեռնարկություններն ու ոլորտները, որոնք ունեն աջակցության կարիք սահմանել հարկային հետվճարների համակարգ, որը կնպաստի գործարարի հարկեր վճարելու շահամիտմանը:

Վերահսկող մարմնի ազդեցությունը արժեքի վրա: Մասնավորապես ֆինանսական հաստատությունների արժեքի գնահատման ժամանակ հարկ է ուշադրություն դարձնել ոչ միայն պետական և հարկային քաղաքականության, այլև ԿԲ քաղաքականությանը:

Արժեթղթերի շուկայի սակավ զարգացվածություն. ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկան գտնվում է զարգացման սաղմնային փուլում, իսկ բիզնեսի արժեքի գնահատման շուկայական /համեմատական/ մոտեցումները լինելով գործնական ամենակիրառական և կարճաժամկետ գնահատման գործիքները կիրառելի չեն նման պայմաններում:

Աշխատանքի երրորդ գլխում անդրադարձ է կատարվել նաև բիզնեսի արժեքի աճի հնարավորություններին՝ պայմանավորված ընկերությունների ռազմավարությամբ, մասնավորապես՝ շահաբաժինների վճարման և պորտֆելի կառավարման քաղաքականությամբ, որի շրջանակներում ներկայացվել է ընկերության չբաշխված շահույթի և շահութաբերության ցուցանիշների ռեգրեսիոն վերլուծությունը, ինչպես նաև վարկային պորտֆելի կառուցվածքի դինամիկայի վերլուծությունը:

Երրորդ գլխի առաջին հարցում դիտարկվել է բիզնեսի արժեքի աճը՝ պայմանավորված ընկերությունների ռազմավարությամբ, շահաբաժինների վճարման և պորտֆելի կառավարման քաղաքականությամբ: Չբաշխված շահույթի և զուտ շահույթի տարեկան ցուցանիշների միտումները բացահայտում ենք, որ չբաշխված շահույթի հավելածի մեծությունը հիմնականում ուղղակի ազդեցություն ունի որոշակի ժամանակահատված հետո ընկերության զուտ շահույթի հավելածի մեծության վրա:

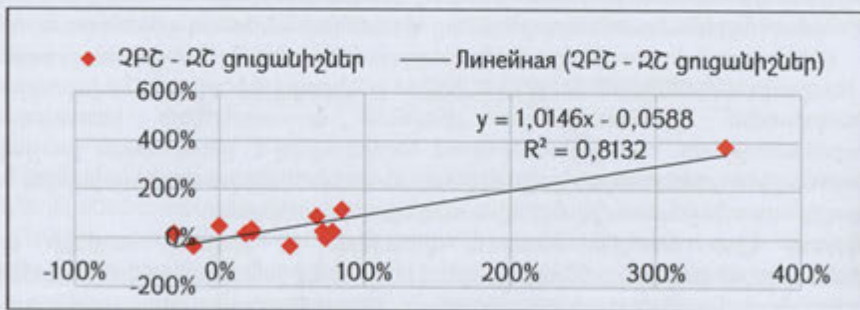
Ցուցանիշների միջև կապն առավել համապարփակ գնահատելու նպատակով իրականացրել ենք ռեգրեսիոն վերլուծություն: Վերլուծության համար մեր կողմից ենթադրվել է, որ գործոնների ազդեցության միջև առկա է ուշացման ժամանակահատված, այդ նպատակով դիտարկել ենք բանկի չբաշխված շահույթի հավելածի նախորդ ժամանակաշրջանի մեծությունը և զուտ շահույթի հավելածի հաջորդ ժամանաշրջանի մեծությունները:

Աղյուսակ 1. ՀՀ բանկային համակարգի և «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ չբաշխված շահույթի տարեկան ցուցանիշները

Տարեթիվ	Ամերիաբանկի շահույթ	Չբաշխված շահույթ	ՉԲԸ հավելած	Բանկի շահույթի հավելած
2005	294554	321 183		
2006	236 568	263 650	-18%	-20%
2007	159 956	1 182 107	348%	-32%
2008	767 231	1 976 420	67%	380%
2009	1 461 607	3 645 130	84%	91%
2010	3 179 971	6 492 043	78%	118%
2011	4 055 345	6 492 043	0%	28%
2012	6 037 438	11 254 772	73%	49%
2013	6 057 188	7 733 315	-31%	0%
2014	7 148 870	11 508 621	49%	18%
2015	4 815 102	19 725 932	71%	-33%
2016	6 217 718	24 247 332	23%	29%
2017	7 680 304	29 721 118	23%	24%
2018	10 440 111	35 155 307	18%	36%
2019	12 431 575	46 220 276	31%	19%

<sup>1</sup> Անգլերեն՝ lag period, որը ենթադրում է, որ փոփոխականների միմյանց վրա ազդեցությունը դրսևորվում է, ոչ թե նույն ժամանակահատվածում, այլ ժամանակի մեջ որոշակի խզումով:

Ուսումնասիրելով վերլուծության արդյունքները տեսնում ենք, որ R բազմարկիչը, որը ցույց է տալիս ցուցանիշների կորելացվածության/կախվածության/ գործակիցը հավասար է 0.9-ի, իսկ դետերմինացիայի գործակիցը՝ R<sup>2</sup>-ը՝ 0.8, այն ցույց է տալիս ՁՇ-ի փոփոխականի մասնաբաժինը չբաշխված շահույթի փոփոխականի մեջ:



Գծապատկեր 2. ՁՇ-ՁՇ- գծային ֆունկցիան

Հիմք ընդունելով ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները կազմված մոդելը կստանա գծապատկերում բերված տեսքը, որտեղ Y-ը զուտ շահույթի հավելանի հաջորդ ժամանաշրջանի մեծությունն է, X-ը՝ չբաշխված շահույթի հավելանի նախորդ ժամանակաշրջանի մեծությունը:

Ստացված մոդելը թույլ է տալիս ենթադրել, որ ընկերությունում զուտ շահույթի հավելանը պայմանավորող էական գործոններից է չբաշխված շահույթի հավելանի մեծությունը: Հարկ է նշել, որ չբաշխված շահույթի մեծությունը կարող է տատանվել ինչպես զուտ շահույթի միտումներից կախված, այնպես էլ ընկերության շահաբաժինների վճարման քաղաքականությամբ և ընդհանուր արժեքահեն աճի ռազմավարությամբ:

Երրորդ գլխի երկրորդ հարցում ներկայացրել ենք բիզնեսի արժեքի աճի համտեքստում մարդկային ռեսուրսների արժեքահեն և արդյունավետ կառավարման գործիքակազմի կիրառության հեռանկարները, որի շրջանակներում մշակել ենք «աշխատակիցների հավատարմության մատրիցան»: ՄՌ-4-ն առանցքային դեր ունի բիզնեսի արժեքի, դրա ձևավորման և դինամիկայի վրա: Այդ համատեքստում կազմակերպությունների համար կարևոր է դառնում մարդկային ռեսուրսների արդյունավետ և արժեքահեն կառավարումը:

Դիտարկել ենք աշխատողների հավատարմության ցուցանիշը, իրականացնելով աշխատակիցների հավատարմության դասակարգում, որպես դասակարգման չափորոշիչ վերցնելով կազմակերպությունում աշխատելու ժամանակը և շահամիտման մակարդակը:

«Նորեկ» է համարվում ընկերությունում մինչև մեկ տարվա փորձառություն<sup>2</sup> ունեցող աշխատակիցը: Ով ունի շահամիտման բարձր մակարդակ, չի դիտարկում աշխատավայրի փոփոխության հնարավորությունը առաջիկա 1 տարում:

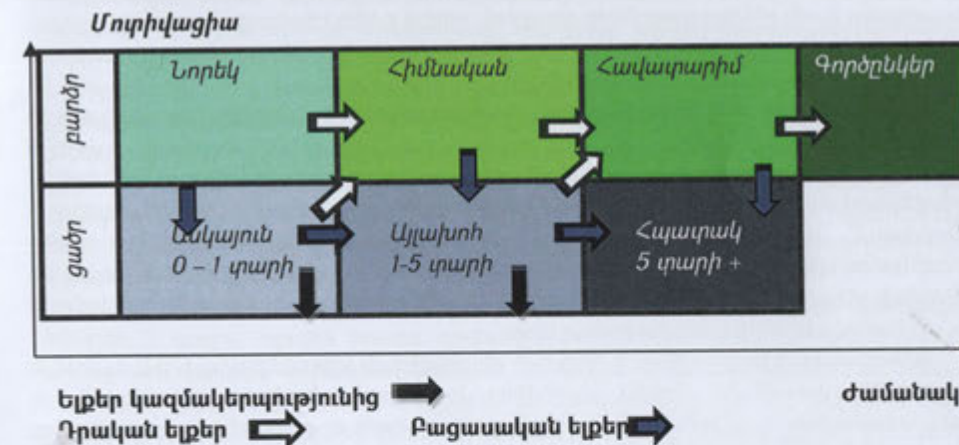
«Հիմնական» է համարվում ընկերությունում 1 - 5 տարվա փորձառություն ունեցող աշխատակիցը: Ում մոտ ևս առկա է շահամիտման բարձր մակարդակ, չի դիտարկում գործատուի փոփոխություն առաջիկա 5 տարիների ընթացքում:

«Հավատարիմ» է համարվում ընկերությունում հինգ տարի և ավելի փորձառություն ունեցող աշխատակիցը և ով ընկերության գործունեության և աճի հետ կապում է ապագայի որոշակի պլաններ, ով ենթադրում է, որ երկարաժամկետում չի փոխելու աշխատանքը և կարիերայի աճը կապում է տվյալ գործատուի հետ:

«Անկայուն» է համարվում ընկերությունում մինչև մեկ տարվա փորձառություն ունեցող այն աշխատակիցը, ով չի հարմարվում առաջադրված պահանջներին և մտադիր է փոխել աշխատանքը մինչև մեկ տարվա ընթացքում:

«Այլախոհ» է համարվում ընկերությունում 1-5 տարի աշխատող աշխատակիցը, ով չի դիտարկում գործատուի հետ երկարաժամկետ համագործակցությունը և պատեհ առիթի դեպքում պատրաստ է փոխել աշխատանքը:

«Հպատակ» է համարվում ընկերությունում հինգ տարի և ավելի փորձառություն ունեցող այն աշխատակիցը, ով շուկայում չի տեսնում աշխատանքային այլընտրանք և կամովին կամ ստիպված աշխատում է ընկերությունում, և այս կամ այն կերպ զրկված է աշխատանքը փոխելու հնարավորությունից:



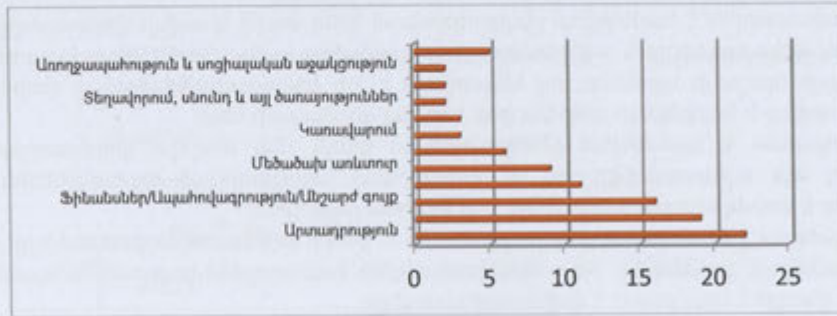
Գծապատկեր 3. Աշխատակիցների հավատարմության մատրիցան

Բիզնեսի արժեքի տեսանկյունից ընկերության համար կարևոր է հավատարիմ աշխատողների ձևավորումն ու պահպանումը, այդ պարագայում ՄՌ-4 հիմնական

<sup>2</sup> Ընկերությունում աշխատանքային փորձառության ընտրված ժամկետները պայամանական են և գործնականում կարող են փոփոխվել՝ ընկերության գործունեության բնութագրից ելնելով

խնդիրը գործընթացի այնպիսի իրականացումն է, որը կհանգեցնի ընկերության կողմից առաջադրված նպատակների ու խնդիրների իրականացմանը:

Բաժնետեր - աշխատակիցների ձևավորումը լայն տարածում ունի նաև ամբողջ աշխարհում: Ստորև ներկայացնենք ԱՄՆ աշխատակիցների սեփականության ազգային կենտրոնի /NCEO/ տվյալները բաժնետեր-աշխատակիցների վերաբերյալ



Գծապատկեր 4. Բաժնետեր - աշխատակիցների տեսակարար կշիռն ըստ ԱՄՆ տարածության հարվածների (տոկոս)<sup>3</sup>

Հայաստանյան իրականության մեջ նշված մոտեցման գործնական կիրառությունը հնարավոր է այն ընկերությունների դեպքում, որոնք ունեն հետևյալ ռազմավարական նպատակները՝ բաժնետոմսերի թողարկում, տաղանդների կառավարում և հոսունության կրճատում, քիզնեսի արժեքի աճ և այլն:

Երրորդ գլխի երրորդ հարցում ներկայացված է մեծածավալ տվյալների հավաքագրման, մշակման և կիրառության ճանապարհով քիզնեսի արժեքի մաքսիմալացման հնարավորությունների ուսումնասիրությունը: Թվային լուծումների ու տեղեկատվական տեխնոլոգիաների զարգացումը կտրուկ փոխում է խաղի կանոնները քիզնեսում՝ անընդհատ ստեղծվում ու ավելանում են տվյալները, որոնք տեղեկատվություն դառնալու իմաստով ունեն մեծ ներուժ, դրանք կարող են ազդել են քիզնեսի ընկալման, արդյունքների, արժեքի, ինչպես նաև հաճախորդների կարիքների ու պահանջումների բացահայտման վրա:

Ֆինանսական հաշվառման և քիզնեսի գնահատման տեսանկյունից ՄՏ-ն ու ԲՎԼ-ն կարող են դիտարկվել, որպես ակտիվներ, իսկ դրանց ծավալը, արագությունը և բազմազանությունը ակտիվը բնութագրող քանակական ու որակական ցուցանիշներ: Բանկային համակարգում մեծածավալ տվյալների հավաքագրումը կարող է էականորեն նպաստել քիզնեսի արժեքի աճին, հետևյալ եղանակներով. հաճախորդների սեզմենտավորում, խաչաձև վաճառք, նոր արդյունքների մշակում, ֆրոդ մոնիթորինգ (ֆմ) ու փողերի լվացման և ահաբեկչության ֆինանսավորման (փ/աֆ) դեմ պայքարի գործիքակազմ, հեռահար ծառայությունների զարգացում և քիզնես գործընթացների ավտոմատացում:

<sup>3</sup> <https://www.nceo.org/articles/employee-ownership-by-the-numbers#1>

ՀՀ բանկային համակարգում տվյալների հավաքագրման, մշակման և վճարվածները ուսումնասիրելիս պարզ է դառնում, որ ՄՏ և ԲՎԼ ուղղություններում, սակայն գտնվում է զարգացման անբավարար մակարդակ պայմավորող գործոններից առաջնայինն ու հիմնականը օրենսդրական մասնավորապես՝ բանկերը և ֆինանսական շուկայի այլ մասնամասնափակված են բանկային գաղտնիքի մասին օրենքով և ունեն կոնկրետ շրջանակ տվյալների փոխանցման համար: Մեծածավալ տեղեկատվության վերլուծական լուծումների կիրառությունը կարող է դառն զարգացման հիմնական գործոնների մեկը: Ուսումնասիրությունները ցույց առնում են, այլ ընկերություններ, որոնք պարզապես ստեղծում, տիրապետում են մեծածավալ տվյալներին, իսկ նշված ոլորտի գրավչությամբ փաստում ներդրումների ծավալները: Տվյալների կիրառությունը կարող է փոխել նաև ՀՀ բանկային համակարգը, իսկ արհեստական բանկ զարգացումը մեր պատերազումները բանկային համակարգի մասին ընդունել կարող են ձևավորել քիզնեսի արժեքի աճի նոր ուղղություններ, ծառայություններն ու դրանց որակը, վերաբերյալ կարծրացնեն նոր հարթության վրա:

Ամփոփելով կարող ենք նշել, որ քիզնեսը դիսկի պայմաններում սպառողների պահանջումների (ստեղծման) թափարարման ճանապարհ ստացմանը միտված օրինական տնտեսական գործունեություն է, որը ստացվում է քիզնեսի արժեքի գնահատումը որոշակի նպատակով կազմակերպելիս հետ կապված գործառնությունների արդյունքում ստացված արժեքափումն է՝ դրամական/արժեքային արտահայտությամբ: Բանկային արժեքի գնահատման ժամանակ հաճախ առավել արդյունավետ է կիրառել մոտեցումը, որը հիմնված է քիզնեսի ապագա դրամական հոսքերի նվազման վրա: Մասնավորապես բանկերի համար՝ մնացորդային շահույթի մոնիթորինգների դիսկոնտավորման մեթոդը, քիզնեսի արժեքի համեմատական մոտեցման մեթոդները ևս միջազգային պրակտիկայում հիմնական մեթոդներից են:

Հետազոտության շրջանակներում գնահատված Գին/շահույթ հանդես է գալիս, որպես որպես քիզնեսի արժեքի գնահատման ու մոտեցման գործիք և հնարավորություն է տալիս սեղմ ժամկետներ հետաքրքրող քիզնեսի ընդհանուր պատկերը: Կատարելով բանկային շուկայում գնահատում՝ պարզ դարձավ, որ Գին/շահույթ գործակցի միջակայքը կազմում է 14,6, որը ցույց է տալիս, որ մեկ միավոր շահույթ ստանալու համար ծախսելու է մոտավորապես 15 միավոր կապիտալ, հենց ընկերությունները, որոնք ապահովում են ավելի փոքր մեծությամբ արդյունավետ են:

Ատենախոսության մեջ կիրառված քիզնեսի արժեքի գնահատման մոտեցման մնացորդային շահույթի մեթոդով փորձ է արվել գնահատել «ՓԲԸ քիզնեսի արժեքը, որի շրջանակներում անդրադարձ է կատարվել և դիսկազերծ տոկոսադրույքի հասկացություններին, նե

տրված և ստացված մեծությունները: Հետազոտության հաջորդ ասպեկտը արժեքի գնահատման մեջ համակարգային ռիսկի գնահատականի հաշվարկն հաշվարկվել է բետա գործակցի միջոցով:

Կիրառելով կապիտալ ակտիվների գնահատման մոդելի կապիտալի արժեքի մեծությունը որպես դիսկոնտավորման դրույք կորային տեսումների արդյունքում «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ բիզնեսի գնահատման արժեքը ստացված արժեքների միջինը հավասար է 125,33 մլրդ. ՀՀ դրամի, իսկ ընդհանուրը՝ 128,78 մլրդ. ՀՀ դրամի: Հատկանշական է, որ արժեքների թե՛ միջին արժեքը, թե՛ մեդիանը դրականորեն տարբերվում են «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ շուկային արժեքի մեծությունից: Հատկանշական է, որ վերլուծության արժեքը ստացված բիզնեսի կամ բաժնետոմսերի արժեքի մեծությունները արժեքն արդեն կարող են տարբերվել ընկերության շուկայական արդարացի արժեքն այստեղ մեծություններից և հիմնվում են կանոնադրության և վերլուծության մեջ ներկայացված արժեքների վրա, կատարված տեսումները կրում են սցենարային և սուբյեկտիվ բնույթ, չեն արտացոլում իրականության բիզնես պլանն ու ապագայի տեսլականը, իսկ ստացված արդյունքները՝ հետադարձադրական վարժության արդյունքների բնույթ:

Եր կարծիքով բիզնեսի արժեքի գնահատման հիմնախնդիրների լուծման են հանդես գալ արժեքահեն աճի ռազմավարությունների կիրառությունը: Ինչպես հատկապես բիզնեսի արժեքի գնահատման հիմնախնդիրների շրջանակը է բաժանել երկու խմբի՝ բիզնեսի արժեքի գնահատման մեթոդների խմբի և պայմանավորված և կազմակերպության մակրոմիջավայրի արժեքի խմբի: Հատկանշական է, որը երկրորդը կարող է ազդեցություն մեթոդների կիրառության արդյունավետության վրա:

Հետազոտելով մեթոդների կիրառության պայմանավորված հիմնախնդիրների՝ որ բիզնեսի արժեքի գնահատման եկամտային մոտեցման կիրառության արժեքի սկսական հիմնախնդիրներն են՝ β (բետա) գործակցի հաշվարկը, որի համար արժեքը է իրականացնել պատմական շարքերի վերլուծություն կամ շահույթի մեթոդների դինամիկայի կովարացիայի և վարիացիայի հարաբերություն, և ռիսկի գնահատման հաշվարկը:

Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ Հայաստանի Հանրապետությունում β (բետա) գործակցի հաշվարկի հիմնախնդիրը պայմանավորված է առանձին մեթոդների վիճակագրության սակավությամբ կամ բացակայությամբ, ուստի, միշտ չէ, որ համարվում է իրականացնել գործակցի գնահատումը ռեգրեսիոն վերլուծության մեթոդով: Այսպիսով պատմական շարքերի բացակայության պայմաններում գնահատականները են ստացվել վերը նշված մեթոդով կամ ինդուկտիվ և դեդուկտիվ մեթոդների հիման վրա՝ համանման այլ շուկաների տվյալների վրա:

Բիզնեսի շուկայական արդարացի արժեքը որոշելու համար միշտ չէ, որ համարվում է ընկերության գնահատումը միայն արտաքին փոփոխականների միջոցով: Բացառությամբ անհրաժեշտ է ծանոթ լինել ընկերության բիզնես պլաններին, արժեքի նպատակադրումներին և երկարաժամկետ հայեցակարգերի մասին տեղեկացում ունենալ, Վինչոբո բիզնեսի արժեքի գնահատման էթիկական կողմը

ենթադրում է հրապարակային տվյալների կիրառություն սկզբունքի պահպանումը: Ռիսկի պարզագույն հաշվարկման համար ևս անհրաժեշտ է իրականացնել սպասվող եկամտաբերության հաշվարկ, որի համար պետք է տիրապետել ներքին տեղեկատվության. այն է՝ գնահատվող ընկերության բիզնես պլանին, ինչպես նաև պետք է հաշվի առնել տնտեսական սպասումները:

ՀՀ-ում բիզնեսի արժեքի գնահատման արտաքին փոփոխականներով պայմանավորված հիմնախնդիրներն են՝ օրենսդրական հիմքերը, հարկային և դրամավարկային քաղաքականությունը ինչպես նաև վերահսկող մարմնի ազդեցությունը արժեքի վրա, մասնավորապես ֆինանսական հաստատությունների արժեքի գնահատման ժամանակ հարկ է ուշադրություն դարձնել ոչ միայն պետական և հարկային քաղաքականության, այլև ԿԲ քաղաքականությանը, քանի որ այն անմիջական ազդեցություն ունի արժեքի ձևավորման, դրա դինամիկայի վրա:

Աշխատանքի երրորդ հատվածում մենք իրականացրել ենք բիզնեսի արժեքահեն աճի ռազմավարությունների ուսումնասիրություն և առաջարկել ենք գիտագործնական լուծումներ: Առենախոսության շրջանակներում կատարված վերլուծության արդյունքում եզրահանգում ենք, որ բիզնեսի արժեքի դինամիկայի վրա ազդեցության հաջորդ էական գործոնը ընկերության ռազմավարությունն է: Նկատելով, որ չքաշված շահույթի հավելվածը կարող է պայմանավորել զուտ շահույթի հավելված, որոշակի լազային ժամանակահատված հետո: Դիտարկվող ընկերության՝ «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ի ռազմավարական և մարտավարական նպատակադրումների և դրանց որոշ մասի պոստ ֆակտոմ համադրությունը հնարավորություն ընձեռեց նկատել, որ ընկերությունը աճում է առաջանցիկ տեսլանքով և կարող ենք ենթադրել, որ երկարաժամկետում այն պահպանելու է առաջատարի դիրքերը:

Միևնույն ժամանակ կարևոր է ընդգծել առաջադրված այն վարկածի ճշմարտացիությունը, որ չքաշված շահույթի մեծությունը որպես եկամտային հիմք դիսկոնտավորման մոդելներում կարող է փոխարինել դիվիդենտներին, կանխիկ հոսքերի կամ մնացորդային շահույթի ցուցանիշներին, քանի որ լինելով պաշարային ցուցանիշ կրում է հոսքային ցուցանիշների ազդեցությունը, իսկ դրա հավելված էական նշանակություն ունի հոսքային ցուցանիշների ձևավորման գործում:

Բիզնեսի արժեքի աճի ռազմավարության հաջորդ բաղադրիչը մեր հետազոտություններում մարդկային ռեսուրսների կառավարման արդյունավետության բարձրացումն է, և բիզնեսում աշխատակիցների բիզնես սեփականության ինտեգրման հնարավորության քննարկումը: Մարդկային ռեսուրսների կառավարումը կարող է ուղղակի և անուղղակի ազդեցություն ունենալ բիզնեսի արժեքի աճի վրա: Հետազոտության մեջ առաջարկված ՄՌԿ մատրիցայի (աշխատակիցների հավատարմության մատրիցա) գործնական կիրառությունը կարող է զգալի բարելավել ընկերությունների կադրային քաղաքականությունը և նպաստել բիզնեսի արժեքի աճին: Աշխատակիցների հավատարմության մատրիցայի սահմանման նպատակով մենք առանձնացրել ենք աշխատակիցների որոշակի «կատեգորիաներ»: Բիզնեսի արժեքի աճի տեսանկյունից ուշագրավ են գլխավորապես «Հավատարիմ» կատեգորիայի աշխատակիցները, ովքեր կազմակերպության համար ստեղծում են հարաբերականորեն ավելի բարձր արժեք, որը պայմանավորված է նրանց փորձառության, քանի որ նրանց իրազեկվածության բարձր մակարդակը, նրանց

առավել արտադրողական է դարձնում: Այս պարագայում, ընկերությունը կարող է կիրառել աշխատավարձը և բիզնեսի արժեքը միմյանց կապող բոնուսային համակարգ: Ինչը գործնականում «Հավատարիմ» աշխատողներից ստանում է «Գործընկեր» աշխատակիցների, ովքեր կցուցաբերեն առավել մեծ նվիրվածություն և պատասխանատվություն, մյուս կողմից տվյալ աշխատիցները առավել տեղյակ են կազմակերպական աստիճանակարգության միջին և ստորին մակարդակներում առաջացող հնարավոր խնդիրներին: «Գործընկեր» աշխատակիցները կունենան որոշակի բաժնեմաս ընկերության կապիտալում, սակայն կշարունակեն ընկերությունում աշխատել նաև պայմանագրային հիմունքներով:

Հետազոտության մեջ ներկայացված բիզնեսի արժեքին ռազմավարության հաջորդ բաղադրիչը մեծածավալ տվյալների և բիզնեսի վերլուծական լուծումների կիրառությունն է: Ֆինանսական հաշվառման և բիզնեսի գնահատման տեսանկյունից ՄՏ-ն ու ԲՎԼ-ն կարող են դիտարկվել, որպես ակտիվներ, իսկ դրանց ծավալը, արագությունը և բազմազանությունը ակտիվը բնութագրող քանակական ու որակական ցուցանիշներ: Եթե այլ հավասար պայմաններում դիտարկվի տվյալների ու շահույթի միջև կապը կարելի է զարգացնել մոդել, որի օգնությամբ հնարավոր կլինի գնահատել բիզնեսի այլընտրանքային արժեքը կամ տվյալահեն արժեքը:

Մեծածավալ տվյալների ու բիզնեսի վերլուծական լուծումների կիրառությունը կարող է դառնալ բիզնեսի զարգացման հիմնական գործոնների մեկը: Ուսումնասիրությունները ցույց տվեցին, որ աշխարհի առաջատար ընկերություններից շատերը ոչ միայն արդյունավետ բիզնես մոդելներ են կիրառում, այլ ընկերություններ են, որոնք պարզապես ստեղծում, մշակում ու տիրապետում են մեծածավալ տվյալներ, իսկ նշված ոլորտի գրավության մասին փաստում են ներդրումների ծավալները: Տվյալների կիրառությունը կարող է արմատապես փոխել նաև ՀՀ բանկային համակարգը, իսկ արհեստական բանականության զարգացումը՝ մեր պատկերացումները բանկային համակարգի մասին ընդհանրապես. դրանք կարող են ձևավորել բիզնեսի արժեքի աճի նոր ուղղություններ, որոնք կբարձրացնեն նոր հարթության վրա մրցակցությունը, ծառայությունները, դրանց որակն ու վերահսկողությունը:

Հետազոտության արդյունքների հիման վրա կարող ենք ներկայացնել հետևյալ առաջարկությունները՝

- Շուկայական բազմարկիչների հասկացության և գին/շահույթ գործակցի ուսումնասիրության արդյունքում առաջարկում ենք է մշակել նաև P/E-ի այլընտրանքային տարբերակ՝ P/D, որտեղ բազիսային ցուցանիշը կլինեն դիվիդենտների մեծությունը, որոնք ավելի մեծ հետաքրքրություն կառաջացնեն ներդրողների մոտ, ելնելով այն հանգամանքից, որ ընկերություններում մեծ շահույթները միշտ չէ, որ ենթադրում են մեծ շահաբաժիններ, արդյունքում բաժնետոմսերի գին/շահույթ և բաժնետոմսերի գին/դիվիդենտ ցուցանիշները կարող են ունենալ հակադիր ուղղություններ, որը ենթադրում է՝ ընկերության շահույթի մեծ մասը ուղղվում է ընկերության գործունեության վերաֆինանսավորմանը, ուստի երբ ընկերությունը «աճում է» և կարճաժամկետ հատվածում վճարում է դիվիդենտների փոքր գումար,

ապա երկարաժամկետում P/E-ի և P/D-ի միջև ընկած ճեղքվածքը կհասնի նվազագույնի:

- Հարկ է նշել, որ վերլուծության արդյունքում մենք առաջարկում ենք բետա գործակցի գնահատումն իրականացնել նաև եռամսկարգակ հարաբերական ցուցանիշների կիրառությամբ, որը հնարավորություն կտա գնահատականի մեջ արտացոլել մակրո, ճյուղային և միկրո մակարդակների եռամիասնությունը. ՀՆԱ-ն որպես մակրոտնտեսական ցուցանիշ, բանկային համակարգի ակտիվները՝ որպես ճյուղի, հատվածի միտումները բնորոշող ցուցանիշ, ընկերության զուտ շահույթի մեծությունը որպես աճի ուղղությունները բացահայտող գործակից, իսկ ընկերության ակտիվները, որպես հիմնական արժեստեղծ գործոն:
- Հատկանշական է, որ բետա գործակիցը մոդելում կիրառվում է, որպես ստատիկ մեծություն, մինչդեռ ներկայումս գրեթե չկան այնպիսի շուկաներ և ընկերություններ, որտեղ համակարգային ռիսկի մեծությունը լինի անփոփոխ, մոդելը էականորեն կշահի, եթե հնարավոր լինի կիրառել գործակցի կանխատեսված մեծություններ:
- Կարծում ենք, որ հարկային քաղաքականության բարելավման նպատակով անհրաժեշտ է անցում կատարել համընդհանուր հարկային ռեժիմի և այն ձեռնարկություններն ու ոլորտները, որոնք ունեն աջակցության կարիք սահմանել հարկային հետվճարների համակարգ, որը կնպաստի գործարարի հարկեր վճարելու շահամիտմանը: Հարկային հետվճարը ենթադրում է գործարարի վճարած հարկի տարեկան գումարի ինչ-որ մասի վերադարձ՝ ելնելով տվյալ բիզնեսի առանձնահատկությունից (սահմանամերձ գոտի, փոքր բիզնես, տնտեսության գերակա ուղղություն և այլն): Այսպես, ընդհանուր հարկային ռեժիմի տակ բերելով բոլոր բիզնեսները սահմանվում են խաղի հավասար կանոններ բոլորի համար, իսկ կիրառելով հետվճարի մեխանիզմը հավասարությունը վերաճում է և հասնում արդարության:
- Հատկանշական է, որ ԿԲ քաղաքականությունը մի կողմից կարող է սահմանափակել ֆինանսական հաստատությունների աճը, մյուս կողմից՝ նպաստել դրան: Ինչպես ցույց տվեցին կատարված վերլուծության արդյունքները ՀՀ ֆինանսական համակարգում ամենամեծ մասնաբաժինն ունի ՀՀ բանկային համակարգը, առաջարկվում է, որ ՀՀ ԿԲ կողմից վարվող քաղաքականության բաղադրիչներից մեկը պետք է լինի նաև գործառույթային տարանջատումը կամ գործառույթների վերաբաշխումը, օրինակ որոշ վճարահաշվարկային գործառույթներ (կոմունալ կամ պետական վճարներ, ներքին դրամական փոխանցումներ և այլն) կատարվեն բացառապես վճարահաշվարկային կազմակերպությունների միջոցով, դա հնարավորություն կտա բանկերում ակտիվների կիրառության վերաբաշխմանը, իսկ վճարահաշվարկային կազմակերպության շրջանառության ծավալների՝ հետևաբար շահույթի աճին, իսկ ընդհանուր համակարգում կնվազի կենտրոնացվածության մակարդակը:
- ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար կարևորվում է ընկերությունների շահամիտման բարձրացումը բիզնես մտածելակերպի և

միջոցների տեսանկյունից, այս համատեքստում գործարարների կողմից արժեթղթերի թողարկումը պետք է դիտարկվի միջոցներ ներգրավելու նախընտրելի ուղղություն, որը կհանգեցնի նաև արժեթղթերի երկրորդային շուկայի աշխուժացմանը, իսկ երկարաժամկետ հատվածում կնպաստի քիզնես վարկերի տոկոսների նվազմանը: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման մեջ հարկային քաղաքականության քաղադրիչը կարող է ընդգրկվել հետվճարների գործառույթի միջոցով. օրինակ այն քիզնեսները, որոնք թողարկում են արժեթղթեր ստանում են հարկային հետվճարներ կամ ստանում են հարկային պարտավորությունների հետաձգումով կատարման հնարավորություն: Այդ դեպքում ընկերությունները, ոչ միայն չեն սահմանափակի աճը մեծությունը, որ շարունակեն գործել միկրոձեռնարկատիրության կամ շրջանառության հարկի դաշտում, այլև կկատարեն քիզնեսի արժեքի գնահատում, բաժնետոմսերի թողարկման ճանապարհով կներգրավեն հավելյալ միջոցներ:

> Կարծում ենք, որ բանկային համակարգում մեծածավալ տվյալների հավաքագրում և մշակումը և կիրառությունը կարող է էականորեն նպաստել քիզնեսի արժեքի աճին, հետևյալ եղանակներով՝ հաճախորդների սեգմենտավորում, խաչաձև վաճառք, նոր արդյունքների մշակում, ֆրոդ մոնիթորինգ (ՖՄ) ու փողերի վաճառման և ահաբեկչության ֆինանսավորման (ՓԼ/ԱՖ) դեմ պայքարի գործիքակազմ, հեռահար ծառայությունների զարգացում և քիզնես գործընթացների ավտոմատացում:

#### Ատենախոսության հիմնական դրույթներն արտացոլված են հեղինակի հետևյալ գիտական հրապարակումներում

1. Ամիրյան Բ. Գ. - «Կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդելի կիրառությունը քիզնեսի արժեքի գնահատման համատեքստում» Սոցիալ-տնտեսական զարգացման հիմնախնդիրներ. որոնումներ, հեռանկարներ, լուծումներ: Գիտական հոդվածների ժողովածու – 1 (1) – Երևան Գ.Վ.Պլեխանովի անվ. ՌՏՀ Երևանի մասնաճյուղի հրատ. 2020. Կայքէջ՝ <https://www.rea.ru/ru/org/branches/erevan/Pages/%D0%A1%D0%B1%D0%BE%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA%D0%B8-%D1%82%D1%80%D1%83%D0%B4%D0%BE%D0%B2.aspx>
2. Ամիրյան Բ. Գ. - «Գին/շահույթ գործակցի կիրառությունը ՀՀ բանկային քիզնեսի արժեքի գնահատման մեջ» Սոցիալ-տնտեսական զարգացման հիմնախնդիրներ. որոնումներ, հեռանկարներ, լուծումներ: Գիտական հոդվածների ժողովածու – 1 (2) – Երևան Գ.Վ.Պլեխանովի անվ. ՌՏՀ Երևանի մասնաճյուղի հրատ. 2019. - 388 էջ: Կայքէջ՝ <https://www.rea.ru/ru/org/branches/erevan/PublishingImages/Pages/%D0%A1%D0%B1%D0%BE%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA%D0%B8-%D1%82%D1%80%D1%83%D0%B4%D0%BE%D0%B2-%D0%A1%D0%B1%D0%BE%D1%80%D0%BD%D0%B8%D0%BA%201-2.pdf>

3. Ամիրյան Բ. Գ. - «Մարդկային ռեսուրսների կառավարումը որպես քիզնեսի արժեքի գործոն», Այլընտրանք 1-2020, Կայքէջ՝ <http://alternative.am/wp-content/uploads/2020/04/%D5%84%D5%A1%D6%80%D5%BF-2020-final-2.pdf>
4. Ամիրյան Բ. Գ. - «Մեծածավալ տվյալները որպես քիզնեսի արժեքի աճի գործոն», «Այլընտրանք» գիտական հանդես 3-2019, կայքէջ՝ <http://alternative.am/wpcontent/uploads/2019/10/%D5%8D%D5%A5%D5%BA%D5%BF%D5%A5%D5%B4%D5%A2%D5%A5%D6%80..pdf>
5. Ամիրյան Բ. Գ. «Բետա գործակցի քանակական գնահատականը և դրա կիրառությունը քիզնեսի գնահատման մեջ» Բանբեր ՀՊՏՀ 2020թ., [https://asue.am/upload/files/science/banber/2020-year-1/2020\\_6.pdf](https://asue.am/upload/files/science/banber/2020-year-1/2020_6.pdf)
6. Ամիրյան Բ. Գ. «Քիզնեսի արժեքի գնահատման տնտեսագիտական հասկացությունը, նպատակները եվ մեթոդները» Բանբեր ՀՊՏՀ 2019թ., էջ 131: Կայքէջ՝ <https://asue.am/upload/files/science/banber/2019-year-3/10.pdf>
7. Գասպարյան, Գ. Ա., Եղիազարյան Ա. Ս., Ամիրյան Բ. Գ. «Փոքր քիզնեսի արժեքի գնահատման արդի խնդիրները» Հայաստանի ճարտարագիտական ակադեմիայի «Լրաբեր» Գիտատեխնիկական հոդվածների ժողովածու №2 – Երևան 2018, կայքէջ՝ [https://d4c50301-bb27-4f18-87f4-01386afa\\_4c39\\_filesusr.com/ugd/fd4391\\_6cdef08e893e4cca98900ee37e9b5d3d.pdf](https://d4c50301-bb27-4f18-87f4-01386afa_4c39_filesusr.com/ugd/fd4391_6cdef08e893e4cca98900ee37e9b5d3d.pdf)

#### БИНГЁЛ ГРУНИКОВИЧ АМИРЯН

#### “ ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ”

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02.-“Экономика, управление хозяйством и его сферами”  
Защита диссертации состоится 23 июля, в 14.00 на заседании специализированного совета 014 ВАК РА, действующего в Армянском государственном экономическом университете, по адресу:  
г.Ереван, 0025, ул. Налбандяна 128.

#### РЕЗЮМЕ

В современных экономических условиях оценка стоимости бизнеса является неотъемлемой частью бизнеса. Оценка стоимости бизнеса и мониторинг результативных показателей являются одним из основных задач предпринимателя, отражающую качество руководства, цели развития, рост стоимости, результативность предпринимательской деятельности и т. д. В данном контексте актуальное значение приобретает изучение внутренних и внешних факторов предпринимательской деятельности и определение меры влияния данных факторов на стоимость бизнеса.

Оценка стоимости бизнеса необходима для принятия инвестиционных решений, диверсификации предпринимательского портфеля, финансирования новых проектов, определения политики выплаты дивидендов, организации процессов реорганизации

бизнеса, осуществления операций с активами, повышения результативности деятельности и управления качеством, осуществления финансового управления, страхования активов и управления рисками, определения арендных и заработных плат, защиты интересов миноритарный акционеров и для осуществления других целей.

Оценка бизнеса является относительно новым явлением в Республике Армения. Она может стать направлением наблюдений и исследований, которое дополнит финансовое управление на предприятиях, упростит переходные процессы в бизнесе, поспособствует формированию корпоративной культуры на предприятиях.

Сегодня во всем мире развитию финансового сектора характерна конвергенция банковской, страховой и акционерной деятельности, что подразумевает рассмотрение возможных рисков финансового сектора, изучение продуктивности бизнеса, реализуемость и стоимость, а также их влияние на развитие финансовой системы в целом.

Учитывая показатели прибыльности и распределения активов в финансовой системе РА, можно заметить, что армянские банки представляют собой самую состоявшуюся часть финансовой системы РА, а изучение оценки ценности банков позволит сделать выводы о системе в целом, выявить актуальные проблемы, имеющиеся в системе, и представить возможные пути и подходы к их решению. Объектом исследования работы является банковский бизнес Республики Армения, его деятельность и управление стоимостью бизнеса. Предметом исследования являются методология и модели оценки бизнеса, а также вопросы оценки бизнеса в банковской системе Республики Армения. Цели исследования: расширить применение оценки стоимости бизнеса в банковской системе Республики Армения, выявить существующие проблемы в данной области и наметить возможные направления их преодоления.

Проблемы исследования: Исходя из поставленной цели, основными задачами проекта являются изучение исторического опыта, методологических основ оценки стоимости бизнеса, наблюдение за применением методов оценки стоимости бизнеса в банковском секторе Армении, расчет и применение показателей справедливой стоимости бизнеса, выявление и анализ факторов, способствующих росту стоимости бизнеса. Выдвижение возможных стратегий и инструментов.

Основные научные результаты и новации исследования. Диссертация является новым исследованием для экономики Армении, особенно для банковской системы, и результаты могут иметь научное и практическое значение. В результате исследований, проведенных в диссертации, был предложен ряд научных инноваций.

- Впервые в диссертации была сделана попытка применить трехуровневый подход к оценке коэффициента бета, который позволяет одновременно отражать тенденции предприятия, отрасли и макроэкономические факторы.
- В рамках исследования был оценен коэффициент рыночной стоимости / прибыли (P/E) стоимости бизнеса. Впервые было предложено применить коэффициент цена / дивиденды (P/D) вместе с упомянутым индексом, который даст предпринимателям возможность получить представление о цене акций и выплаченных дивидендах.

- В результате исследования был предложен экономически эффективный подход к нераспределенной прибыли организации и стратегии выплаты дивидендов, практическое применение которых на предприятиях поможет максимизировать стоимость бизнеса.
- Исходя из стратегии роста добавленной стоимости, впервые было высказано предположение, что Матрица лояльности человеческих ресурсов, разработанная нами в качестве эффективного инструмента управления персоналом, позволит сократить избыточность и максимально повысить ценность бизнеса за счет привлечения акционеров.
- Исходя из текущих темпов развития информационных технологий и тенденций их внедрения в банковской системе, было предложено применить основанный на данных рост стоимости бизнеса, который может быть реализован посредством крупномасштабного сбора, хранения, обработки и передачи данных.

BINGYOL GRUNIK AMIRYAN

#### "BUSINESS VALUATION ISSUES IN THE BANKING SYSTEM OF REPUBLIC OF ARMENIA"

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.02 - "Economics, Management of the Economy and Its Spheres". The defense of the thesis will take place on 23-th of July, at 14.00, 014 Council of Economics of SCC RA at the Armenian State University of Economics: 128 Nalbandyan str., Yerevan, 0025.

#### ABSTRACT

Business valuation is one of the main tasks of any business, which reflects the quality of business management, development trends, cost growth, business efficiency, etc. In this context, it is important to study the internal and external factors of business activity and their impact on business value. Business valuation is necessary for making investment decisions, diversifying a business portfolio, financing new projects, defining a dividend payment policy, business reorganization processes, conducting securities transactions, increasing productivity, quality management, financial management, asset insurance and risk management, determining wages fees, protection of interests of minority shareholders, etc.

Business valuation in the Republic of Armenia is a relatively new phenomenon. This may become a direction for monitoring and research, which will complement the financial management of enterprises, facilitate transition processes in business, and will contribute to the formation of a corporate culture in enterprises.

From the view point of the banking system, it should be noted that the development of the financial sector in the world is characterized by the integration of banking, insurance

and securities transactions, which is necessary to monitor the potential risks of the financial sector, study the profitability of the business, liquidity and cost trends. on the development of the financial system. Taking into account the distribution and profit indicators of assets in the financial system of the Republic of Armenia, it can be noted that Armenian banks are the most established structures of the financial system of the Republic of Armenia.

The object of research is the banking business of the Republic of Armenia, its activity and business value management.. The subject of the research is the methodology and models of business valuation, as well as issues of business valuation in the banking system of the Republic of Armenia. The objectives of the study are to expand the application of business valuation in the banking system of the Republic of Armenia, to identify existing problems in this area and outline possible ways to overcome them.

Research Issues: Based on the goal, the main objectives of the project are to study historical experience, methodological foundations for assessing business value, monitoring the application of business valuation methods in the banking sector of Armenia, calculating and applying fair business value indicators, identifying and analyzing factors that contribute to business value growth, the advancement of possible strategies and tools.

The main scientific results and innovations of the research. The dissertation is a new study for the Armenian economy, particularly for the banking system, and the results can be of scientific and practical significance. A number of scientific innovations have been proposed as a result of the research conducted in the dissertation.

- For the first time in the dissertation, an attempt has been made to apply a three-tier approach to the evaluation of the beta coefficient, which allows reflecting the tendencies of the enterprise, industry and macroeconomic factors at the same time.
- In the research, the price / earnings (P / E) ratio of business value was assessed, and for the first time it was suggested to apply the price / dividend (P / D) ratio along with the above indicator, which will give entrepreneurs the opportunity to get an idea of stock price and dividends.
- As a result of the research, a value-added growth approach to the organization's undistributed profit and dividend payment strategy has been proposed, the practical application of which in enterprises will help maximize the value of the business.
- Based on the strategy of value-added growth, it has been suggested for the first time to use the "Employee Loyalty Matrix" developed by us as an effective tool for human resource management, which will reduce HR fluency and maximize business value by attracting shareholders.
- Based on the current pace of information technology development and the introduction of them in the banking system, it has been proposed to apply data-driven growth in business value, which can be implemented through large-scale data collection, storage, processing and transmission.

