



Կարեն Հովհաննեսի  
ՄԱՍԻԿՈՆՅԱՆ

# ՓՈՐՁԱԳԻՏՈՒԹՅՈՒՆ ԵՎ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄ

ՈՒՍՈՒՄՆԱՍԵԹՈՂԱԿԱՆ  
ՁԵՌՆԱՐԿ

2023

ԵՐԵՎԱՆ



Երաշխավորվել է հրատարակության  
ՀՀ գիտությունների ազգային ակադեմիայի  
«Փորձաքննությունների ազգային բյուրո» ՊՈԱԿ-ի  
Գիտական խորհրդի կողմից 02.11.2023 թվականին

*Կարեն Հովհաննեսի  
ՄԱՄԻԿՈՆՅԱՆ*

# ՓՈՐՁԱԳԻՏՈՒԹՅՈՒՆ ԵՎ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄ

*Ուսումնամեթոդական ձեռնարկ*

**ԵՐԵՎԱՆ 2023**  
Հեղինակային հրատարակություն

**Հեղինակ՝**

**ԿԱՐԵՆ ՀՈՎՀԱՆՆԵՍԻ ՄԱՄԻԿՈՆՅԱՆ**

*Կրթության գիտության թեկնածու, դոցենտ,*

*ՀՀ ԳԱԱ «Փորձաքննությունների ազգային բյուրո» ՊՈԱԿ-ի*

*Գիտական հետազոտությունների և տեխնիկական փորձարկումների համակարգման բաժնի պետ, դատական փորձագետ:*

**Գրախոսներ՝**

**ԼԻԱՆԱ ՀԱՅՎԱԶԻ ԳՐԻԳՈՐՅԱՆ**

*Կրթության գիտության դոկտոր, պրոֆեսոր,*

*Հայաստանի պետական կրթության գիտական համալսարանի*

*Կառավարչական հաշվառման և աուդիտի ամբիոնի վարիչ:*

**ԱՇՈՏ ՎԱՐԱԶԴԱՏԻ ՄԱԹԵՎՈՍՅԱՆ**

*Կրթության գիտության դոկտոր, Հայաստանի պետական կրթության գիտական համալսարանի*

*Ֆինանսների ամբիոնի պրոֆեսոր:*

**ԱՐՄԻՆԵ ՍՈՒՐԵՆԻ ԲԱԲՈՅԱՆ**

*Կրթության գիտության թեկնածու, Հայաստանի պետական*

*կրթության գիտական համալսարանի ֆինանսների ամբիոնի դասախոս:*

**Մ 223 Մամիկոնյան Կ.Հ., Փորձագիտություն և ակտիվների գնահատում / Ուսումնամեթոդական ձեռնարկ: Երևան - 2023. - 223 էջ:**

Ուսումնամեթոդական ձեռնարկում քննարկվել են դատափորձագիտության, դատական փորձագետի գործունեության ու դատական փորձաքննության նշանակման, ինչպես նաև աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության համեմատական վերլուծության, տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտության կիրառական հատուկ մեթոդների և տնտեսագիտական փորձաքննության շրջանակներում պետությանը պատճառված վնասի հետազոտության վերաբերյալ հարցեր: Վերլուծվել են կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների որոշման տնտեսագիտական փորձաքննության մեթոդաբանության խնդիրներ՝ զուտ ակտիվների և ընկերության շուկայական կապիտալացման արժեքի որոշման համատեքստում: Ներկայացվել են կազմակերպության գույքի, մտավոր սեփականության օբյեկտների, բաց թողնված օգուտի, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների (բաժնային, պարտքային և ածանցյալ գործիքների) արժեքային գնահատման սկզբունքներ և մոտեցումներ:

Նախատեսվում է որպես մեթոդական ուղեցույց տնտեսագիտական ոլորտի փորձագետների և հետազոտողների համար, նաև օգտակար կարող է լինել ԲՈՒՀ-երի դասախոսներին և ուսանողներին՝ «Տնտեսագիտական փորձաքննություն», «Կորպորատիվ ֆինանսներ», «Կառավարչական հաշվառում» և «Ֆինանսական մենեջմենթ» ուսումնական առարկաների առանձին թեմաներ ուսումնասիրելիս:

# Բ Ո Վ Ա Ն Դ Ա Կ ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն

Նախաբան.....	4
Գլուխ 1. ԴԱՏԱԿԱՆ ՓՈՐՁԱԳԻՏԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅՈՒՆԸ..9	
§1. Դատական փորձագիտություն հասկացությունը.....	9
§2. Դատական փորձագետի գիտական հետազոտական աշխատանք կատարելու փորձառության պահանջը հատուկ գիտելիքների կիրառման բնագավառում .....	12
§3. Դատական փորձաքննության նշանակումը և կատարումը (անցկացումը).....	21
Գլուխ 2. ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՓՈՐՁԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԵՏԱԶՈՏՈՒԹՅՈՒՆԸ .....	24
§1. Աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության համեմատական վերլուծությունը ֆինանսական վերահսկողության իրականացման համատեքստում .....	24
§2. Տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտության կիրառական հատուկ մեթոդները .....	41
§3. Պետությանը պատճառված վնասի հետազոտությունը տնտեսագիտական փորձաքննությունների շրջանակներում	46
Գլուխ 3. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ԱՆՎՃԱՐՈՒՆԱԿՈՒԹՅԱՆ ՀԱՏԿԱՆԻՇՆԵՐԻ ՈՐՈՇՈՒՄԸ .....	56
§1. Կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների որոշման տնտեսագիտական փորձաքննության մեթոդաբանության խնդիրները .....	56
§2. Ակտիվների գնահատումը կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների որոշման տնտեսագիտական փորձաքննության կիրառական մեթոդաբանության հիմքում.....	63
§3. Ընկերության զուտ ակտիվները .....	70

§4. Ընկերության բաժնետոմսերի շուկայական արժեքը.....	74
Գլուխ 4. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ԳՈՒՅՔԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ .....	80
§1. Կազմակերպության գույքի գնահատման սկզբունքները.	80
§2. Հիմնական միջոցների արժեքային գնահատումը .....	87
§3. Հիմնական միջոցների էքսպրես-վերագնահատման ինդեքսավորման համակարգը .....	92
Գլուխ 5. ԸՆԿԵՐՈՒԹՅԱՆ ՇՈՒԿԱՅԱԿԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼԱՑՄԱՆ ԱՐԺԵՔԸ .....	112
§1. Ընկերության շուկայական կապիտալացումը.....	112
§2. Մտավոր սեփականության օբյեկտների գնահատումը..	122
§3. Ապագա դրամական հոսքերի գեղջյամը ընկերության շուկայական արժեքի գնահատումը.....	133
§4. Բաց թողնված օգուտի գնահատումը .....	146
Գլուխ 6. ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԱՐԺԵՔԱՅԻՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ .....	157
§1. Ֆինանսական ակտիվների գնահատումը .....	157
§2. Բաժնային ֆինանսական գործիքների գնահատումը....	170
§3. Պարտքային ֆինանսական գործիքների գնահատումը	177
§4. Ածանցյալ ֆինանսական գործիքների արժեքը .....	181
§5. Վարկային ածանցյալների արժեքը .....	200
Ընկերության ակտիվների գնահատումը (հակիրճագրեր) .....	211
Օգտագործված գրականություն .....	220

## Նախաբան

Դատական տնտեսագիտական փորձաքննությունը (ֆինանսատնտեսագիտական և հաշվապահական) հատուկ գիտելիքների և հմտությունների վրա հիմնված տնտեսագիտական հետազոտության իրականացման և գրավոր եզրակացության ու կարծիքի վրա հիմնված գործառույթ է: «Հատուկ գիտելիք» ասելով պետք է հասկանալ մասնագիտական գիտելիքների, ունակությունների և հմտությունների ամբողջություն, որոնք ձեռք են բերվել հատուկ կրթության միջոցով կամ աշխատանքային փորձի արդյունքում, համահունչ են գիտության, տեխնիկայի, արվեստի, արհեստի կամ այլ բնագավառի զարգացվածության աստիճանին: Ի դեպ, բացի բավարար հատուկ գիտելիքների տիրապետելուց, նաև ունակությունից, հմտությունից և փորձից, որպես դատական փորձագետ՝ անձը նաև պետք է ունենա գիտական հետազոտություն կատարելու փորձառություն:

Դատական տնտեսագիտական փորձաքննությունը տնտեսական հանցագործությունների քննության ոլորտում ապացույցների հավաքման կարևորագույն միջոց է, որի կատարման ժամանակ կիրառվող հատուկ մեթոդների համալիրը թույլ է տալիս վերհանել ստուգվող կազմակերպության ֆինանսական վիճակի և ֆինանսական գործարքների ընդհանուր պատկերը և փորձագետի եզրակացությունում որպես ապացուցողական բազայի տարր ներկայացնել անհամապատասխանությունների առկայության վերաբերյալ համապատասխան հետևություններ:

Վերը նշվածի համատեքստում, մասնավորապես՝ կազմակերպության սնանկության գործընթացում իրականացվող փորձաքննության շրջանակներում անվճարունակության հատկանիշների հետազոտության ժամանակ նախընտրելի է ապահովել

ակտիվների արժեքի (վերագնահատված արժեքի) և դրամական միջոցների հոսքերի կառուցվածքի վերլուծության կիրառական մեթոդաբանությամբ ստացված անհրաժեշտ ելակետային տվյալներ՝ հետազոտությամբ իրատեսական պատկեր ակնկալելու նպատակով:

Այստեղ հարկ է մեջբերել ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտներում (Գլուխ 4, պարագրաֆներ 4.4 և 4.55) ակտիվների վերաբերյալ ներկայացված որոշ դրույթներ.

*Ակտիվը միջոց է, որը վերահսկվում է կազմակերպության կողմից՝ որպես անցյալ դեպքերի արդյունք, և որից ապագա տնտեսական օգուտները ակնկալվում է, որ կհոսեն դեպի կազմակերպություն: Պարտավորությունը կազմակերպության ներկա պարտականություն է, որն առաջանում է անցյալ դեպքերից, որի մարումն ակնկալվում է, որ կհանգեցնի կազմակերպությունից տնտեսական օգուտներ մարմնավորող միջոցների արտահոսքի: Սեփական կապիտալը կազմակերպության ակտիվների մնացորդային բաժինն է՝ բոլոր պարտավորությունները հանելուց հետո: Ակտիվի մեջ պարունակված ապագա տնտեսական օգուտը հանդիսանում է դեպի կազմակերպության դրամական միջոցների կամ դրա համարժեքների հոսքին ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն նպաստող ներուժ: Այդ ներուժը կարող է լինել արտադրական, որպես կազմակերպության գործառնական գործունեության մաս:*

Ակտիվների և պարտավորությունների գրանցման և հաշվառման գործառնությունների կատարման նպատակով ֆինանսական հաշվետվություններում օգտագործվում են.

*Սկզբնական արժեք. ակտիվները գրանցվում են դրանց ձեռքբերման պահին վճարված դրամական միջոցներով կամ դրանց համարժեքներով կամ տրված հատուցման իրական արժեքով:*

*Ընթացիկ արժեք. ակտիվները հաշվառվում են դրամական միջոցներով կամ դրանց համարժեքներով, որոնք կվճարվեին, եթե միևնույն ակտիվը կամ ակտիվի համարժեքը ձեռք բերվեր ներկա պահին:*

Իրացման (մարման) արժեք. ակտիվները հաշվառվում են դրամական միջոցներով կամ դրանց համարժեքներով, որոնք կարող էին ներկա պահին ստացվել, եթե սովորական օրարման ժամանակ ակտիվները վաճառվեին:

Ներկա արժեք. ակտիվները հաշվառվում են ապագա զուր դրամական միջոցների ներհոսքերի ներկա զեղչված արժեքով, որոնք ակտիվները պետք է ստեղծեն՝ բիզնեսի սովորական գործունեության ընթացքում:

Պարտավորությունների գրանցման և հաշվառման պարագայում վերը բերված արժեքները՝ պարտավորությունները մարելու համար վճարման ենթակա դրամական միջոցների չափերով են արտահայտվում:

Ըստ ամենայնի, կազմակերպության ակտիվներ են՝ ամբողջ գույքը (օգտագործման և վաճառքի ենթակա), ոչ նյութական ակտիվները, դեբիտորական պարտքերը և ֆինանսական ակտիվները՝ դրամական միջոցներ, դեպոզիտներ, այլ կազմակերպության բաժնային և պարտքային արժեթղթեր, պետական պարտատոմսեր, աճանցյալ գործիքներ, ինչպես նաև պայմանագրային իրավունք, իսկ ֆինանսական կազմակերպությունների դեպքում՝ նաև տրված վարկերն ու փոխառությունները, և այլն:

Սույն աշխատանքի առաջին գլխում ներկայացվել է դատական փորձագիտական գործունեության վերաբերյալ վերլուծություններ, որոնցում առանձնացվել են որոշակի սկզբունքների պահպանմանը վերաբերող դրույթներ, ինչպես նաև նույնականացվել է գիտական հետազոտության և դատական փորձագիտական հետազոտության կազմակերպման գործընթացները: Երկրորդ գլխում ներկայացվել է տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտության վերաբերյալ վերլուծություններ, մասնավորապես՝ աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության համեմատական վերլուծությունը ֆինանսական վերահսկողության իրականացման համատեքստում,

ինչն արդեն հստակորեն պատկերում է տնտեսագետ փորձագետի դատափորձագիտական գործունեության սահմանները: Ներկայացվել է պետությանը պատճառված վնասի հետազոտության համատեքստում տնտեսագիտական փորձաքննության մեթոդական սկզբունքային տարրերի շրջանակը: Երրորդ գլխում ներկայացվել է ակտիվների գնահատումների կարևորությունը և պահանջը տնտեսագիտական փորձագիտական տարբեր հետազոտությունների կիրառական մեթոդաբանությունների հիմքում:

Աշխատանքի մյուս գլուխները վերաբերում են կազմակերպության գույքի գնահատմանը, շուկայական կապիտալացմանը և նրա ֆինանսական ակտիվների արժեքային գնահատումներին: Այս համատեքստում պետությանը պատճառված վնասի, ինչպես նաև ընկերության անվճարունակության հատկանիշների որոշման փորձագիտական հետազոտությունների շրջանակներում շեշտադրում է կատարվել փորձագիտական հետազոտությունների ժամանակ կազմակերպությունների ակտիվների գնահատումների դեպքում կիրառվող մոտեցումներին և մեթոդներին, դրանց ընտրության և կիրառության վերաբերյալ վերլուծություններին, քանի որ գնահատող փորձագետ ֆինանսիստը կամ փորձագետ ապրանքագետն ինքն իր սեփական դատողությունների հիման վրա կիրառման նպատակով պետք է այդ մոտեցումների և մեթոդների ընտրությունը կատարի: Օրինակ, կազմակերպության սեփական կապիտալի իրական արժեքը ստանալու պարագայում ստուգվում է, թե ինչ միջոցներ կունենա կազմակերպությունը, եթե մարի երրորդ անձանց նկատմամբ ունեցած իր ողջ պարտավորությունները: Փաստորեն, որքան մեծ է զուտ ակտիվների ցուցանիշը, այնքան բարձր է կազմակերպության ֆինանսական կայունության մակարդակը: Այս պարագայում ակտիվների ճիշտ գնահատումը որոշիչ դեր է խաղում կազմակերպության սեփական կապիտալի

տարրերի փորձագիտական հետազոտության ժամանակ: Կազմակերպության հիմնական միջոցների արժեքային վերազնահատումների նպատակով առաջարկվել է մի մեխանիզմ, որի դեպքում դյուրինացվում է «Իրական արժեքի չափում» ՖՀՄՍ 13-ի ներկայումս ՀՀ-ում (և ոչ միայն, այսինքն՝ այն տարածաշրջաններում, որտեղ շուկաները զարգացած չեն) գործնականում խնդրահարույց որակվող կիրառությունը: Այն իրենից ներկայացնում է կազմակերպության հիմնական միջոցների (նյութական ոչ ֆինանսական ակտիվների) էքսպրես-վերազնահատման համար գործակիցներ ստանալու նպատակով որոշակի ինդեքսավորման համակարգի ներդրում, ինչը լուրջ դերակատարում կարող է ունենալ հիմնական միջոցների վերազնահատումների, ինչպես նաև փորձագիտական հետազոտությունների ժամանակ: Օրինակ, այս պարագայում ֆինանսիստ փորձագետը, հետազոտելով փորձաքննությանը ներկայացված կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվություններին կից հիմնական միջոցների հաշվառման և դրանց վերազնահատման վերաբերյալ հաշվապահական հաշվառման քաղաքականության դրույթները և փաստաթղթերը, հնարավորություն է ունենում հիմնական միջոցների շուկայական արժեքների վերաբերյալ օբյեկտիվ հիմքեր նախանշել՝ ակտիվների իրացման վերաբերյալ իրական ցուցանիշներ ունենալու և հիմնավոր եզրակացություն կազմելու նպատակով: Ներկայացվել են նաև կազմակերպության մտավոր սեփականության օբյեկտների, բաց թողնված օգուտի, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների (բաժնային, պարտքային և ածանցյալ գործիքների) արժեքային գնահատմանը վերաբերող սկզբունքներ և մոտեցումներ:

# Գլուխ 1. ԴԱՏԱԿԱՆ ՓՈՐՁԱԳԻՏԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅՈՒՆԸ

## §1. Դատական փորձագիտություն հասկացությունը

Դատական փորձագիտությունը (այսուհետ՝ նաև դատափորձագիտություն) գիտելիքի ոլորտ է, որն ուսումնասիրում է դատական փորձաքննության գիտական հիմքերի ձևավորման ու զարգացման օրինաչափությունների մեթոդաբանությունն ու գործընթացը՝ նաև հետազոտելով դրանց օբյեկտները: Ուսումնասիրության գործընթացն իրականացվում է հատուկ գիտելիքների հիման վրա, որոնք բերվում են բազային (մայրական) գիտություններից և փորձագիտական խնդիրների լուծման նպատակով փոխակերպվում են մեթոդների ու մեթոդիկաների համակարգի:

Ներկայումս արդիական է համարվում ոչ միայն հանցագործությունների հետաքննության քրեագիտամեթոդական ապահովումը, այլ նաև քրեագիտական գործունեության դատական փորձաքննությամբ ապահովման մշտական կատարելագործումը:

Դրա մասին են վկայում ոչ միայն գիտության անվանման վերաբերյալ դեռևս ընթացող գիտական քննարկումները (դատական փորձաքննության ընդհանուր տեսություն կամ դատական փորձագիտություն), այլև կատարվող ստանդարտացման աշխատանքները, դատափորձագիտական գործունեության մեջ նորարարական տեխնոլոգիաների ներդրումը, հայեցակարգային ապարատի կատարելագործումը և այլն:

Դատափորձագիտության ժամանակակից հայեցակարգային ապարատը շարունակում է ինտենսիվորեն զարգանալ, մասնավորապես՝ Տ.Վ. Ավերյանովայի, Ա.Մ. Զինինայի, Յու.Գ. Կորոխովայի, Ն.Պ. Մայիսի, Ս.Ա. Սմիրնովայի և Ե.Ռ. Ռոսսինսկայայի աշխատություններում<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup> 1) Аверьянова Т.В. Проблемы теории и практики судебной экспертизы // Дискуссионные вопросы теории и практики судебной экспертизы: материалы II междунар. науч.-практ. конф. (Москва, 26-27 окт. 2017 г.). М., 2017/. էջ 1–8, 2)

Դատափորձագիտական գործունեության վերաբերյալ գիտելիքների առարկայական ոլորտը փոխկապակցված է դատական փորձագիտության առարկա հասկացության հետ: Դատական փորձագիտության առարկային է վերաբերում ընդհանուր առմամբ դատական փորձագիտական գործունեության իրականացման տեսական, իրավական և կազմակերպչական օրինաչափությունները: Գիտական գրականության վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ «փորձագիտություն» տերմինը հաստատապես մտել է փորձագիտական քննարկումների դաշտ և ակտիվորեն օգտագործվում է դատական փորձաքննությունն ու դատական փորձագիտական գործունեությունը գիտության անվանակարգում առաջադրելու համար<sup>2</sup>:

Դատական գործունեության իրավական, կազմակերպչական և մեթոդական աջակցության տեսական հիմքերը պետք է մշակվեն ոչ թե դատական փորձաքննության տեսությամբ, այլ հենց դատական փորձագիտությամբ՝ դատական փորձաքննության մասին գիտությամբ, մինչդեռ դատավարական ասպեկտները մնում են դատավարական իրավունքի մասին գիտության իրավասության ներքո<sup>3</sup>:

---

Зинин А.М. Судебная экспертиза : учебник/ А.М. Зинин, Н.П. Майлис. М.: Право и закон, 2002. 320с., 3) Корухов Ю.Г. Словарь основных терминов судебных экспертиз. М.: СУДЭКС, 2014. 92с., 4) Майлис Н.П. Введение в судебную экспертизу: учебное пособие. М.: Юнити-Дана: Закон и право, 2012. 159с., 5) Смирнова С.А. Судебная экспертиза на рубеже XXI века. Состояние, развитие, проблемы. СПб.: Питер, 2004. 875с., 6) Россинская Е.Р. Судебная экспертиза в гражданском, арбитражном, административном и уголовном процессе. М.: Норма, 2008. 688с.

<sup>2</sup> Галяшина Е.Г., Экспертология: проблемы наименования и предметная область знаний, № 4/ 2016 Вестник экономической безопасности.

<sup>3</sup> Судебноэкспертная деятельность: правовое, теоретическое и организационное обеспечение : учебник для аспирантуры по специальности 12.00.12 «Криминалистика; судебно-экспертная деятельность; оперативно-розыскная деятельность» / под ред. Е. Р. Россинской, Е. И. Галяшиной. - М.: Норма: ИНФРА-М, 2017. – 400 с./, էջ 46:

Խոսելով ընդհանրապես դատական փորձագիտական գործունեության օրինաչափությունների ուսումնասիրության մասին, չի կարելի մի կողմ թողնել այս գործունեության միասնական իրավական և կազմակերպչական աջակցության օրինաչափությունների ուսումնասիրությունը՝ անկախ գործընթացի տեսակից: Ուստի, թվում է, թե «դատական փորձագիտություն» ընդհանուր անվանումն այս պահին ավելի համահունչ է իրերի իրական վիճակին: Փորձագիտության շրջանակներում հնարավոր է հատուկ գիտելիքների կիրառմամբ մշակել ապացուցողական տեղեկատվություն ստանալու միասնական մոտեցումներ<sup>4</sup>:

Ըստ Ե.Ռ.Ռոսսինսկայայի (համահեղինակներ՝ Գայլաշինա Ե.Ի, Ջինին Ա.Մ) դիտարկման՝ դատական փորձագիտության գործառույթների տակ պետք է հասկանալ իր կողմից լուծվող գիտական խնդիրների ընդհանուր տիպեր: Դատափորձագիտության հիմնական գործառույթներն են՝ մեթոդաբանական, սինթեզիչ, բացատրական և կանխատեսող<sup>5</sup>:

*Մեթոդաբանական գործառույթը* դրսևորվում է նրանով, որ այս գիտությունը պարզապես չի նկարագրում փորձաքննության արտաքին կողմը, այլ բացահայտում է դրա էությունը, վեր է հանում ձևավորման, գործառնական և զարգացման օրինաչափությունները՝ կազմակերպված, կանոնակարգված գիտելիքների համակարգի տեսքով, ընդլայնում է գիտելիքները՝ փոփոխելով գիտության հասկացողական բովանդակությունը. որոշ հասկացություններ ճշտվում, զարգանում են, մյուսները փոփոխվում կամ անտեսվում են, ներմուծվում են նոր տեսական հասկացություններ և սկզբունքներ:

*Սինթեզիչ գործառույթը* որոշվում է գիտական գիտելիքների սինթետիկ բնույթով: Դատական փորձագիտությունը գործիք է, որը թույլ է տալիս սինթեզել դատավարական գործընթացներում հատուկ գիտելիքների օգտագործման վերաբերյալ բոլոր

---

<sup>4</sup> Նույն աղբյուրը, էջ 50:

<sup>5</sup> Նույն աղբյուրը, էջեր 60-61:

կուտակված էմպիրիկ նյութերը, դրանք ընդհանրացնել և համակարգել: Բացի այդ, սինթեզիչ գործառույթը միավորում, սինթեզում է դատական փորձագիտական ընդհանուր տեսության մեջ ներառված բոլոր մասնավոր տեսությունները՝ բացահայտելով գոյություն ունեցողները և հայտնաբերելով դրանց միջև նոր կանոնավոր կապեր:

*Բացադրական և կանխատեսող գործառույթը* կայանում է նրանում, որ դատափորձագիտությունը կոչված է բացատրելու, թե ինչ պատճառների հետևանքով է առաջացել և գոյություն ունի հատուկ գիտելիքների օգտագործման համակարգը և դրա հիմնական դատավարական ձևը՝ դատական փորձաքննությունը, ինչ գործընթացներ են տեղի ունենում նրանում և ինչու են դրանք ընթանում այս կերպ, այլ ոչ թե հակառակ: Կանխատեսող ֆունկցիայի շնորհիվ դատափորձագիտությունը կանխատեսում և բացատրում է այն փաստերը, որոնք ապագայում իրենց տեղը կունենան: Հնարավորություն է տալիս կանխատեսել նոր մասնավոր դատական փորձագիտական տեսությունների և ուսմունքների ստեղծումը, կատարելագործում է փորձաքննությունների որոշ տեսակներ, նպաստում է դատափորձագիտական նոր տեսակների առաջացմանը. խթանում է դատական փորձաքննությունների զարգացմանը և, ընդհանուր առմամբ, հատուկ գիտելիքների կիրառմանը դատական գործընթացներում:

## **§2. Դատական փորձագետի գիտական հետազոտական աշխատանք կատարելու փորձառության պահանջը հատուկ գիտելիքների կիրառման բնագավառում**

Ներկայումս փորձագիտական հանրույթի կողմից դատական փորձագետի գիտական հետազոտական աշխատանք կատարելու փորձառության պահանջի վերաբերյալ ներկայացվող դատողությունները բավականին արդիական են դարձել, այն իմաստով, որ օրենսդրական պահանջից ելնելով փորձագետն իր

գործունեությամբ պետք է հավաստի, որ տիրապետում է կոնկրետ բնագավառի բավարար հատուկ գիտելիքների<sup>6</sup>: Որից և, ի վերջո, բխեցվում է հետևյալ հարցադրումը. փորձաքննությունը կառուցվածքային, բովանդակային և պրոֆեսիոնալիզմի դրսևորման առումներով արդյո՞ք համարվում է գիտական հետազոտության յուրահատուկ տեսակ՝ բավարարելով գիտական հետազոտությանը ներկայացվող բնորոշմանը, ինչպես պնդում են որոշ հեղինակներ, թե՛ այն փորձագետի կողմից իրականացվող զուտ մասնագիտական գործունեություն է, որն ունի ընդամենը նախաձեռնողի կողմից առաջադրված որոշակի ոլորտային հարցերին պատասխանելու նպատակ:

Այն դեպքերում, երբ պահանջվում են հատուկ գիտելիքներ գործի լուծման համար էական նշանակություն ունեցող փաստական հանգամանքները բացահայտելու համար, քրեական դատավարության, քաղաքացիական դատավարության և վարչական դատավարության օրենսգրքերի նորմերի համաձայն այդ տվյալները կարող են բացահայտվել փորձագետի եզրակացության միջոցով՝ որպես ապացույցի ինքնուրույն տեսակի: Փորձագետի եզրակացությունը՝ որպես ապացույցի առանձին տեսակ, կազմվում է հատուկ փորձագիտական հետազոտության արդյունքում, որն իրականացվում է գիտության, տեխնիկայի, գրականության, արվեստի կամ արհեստի ոլորտում հատուկ գիտելիքներ ունեցող անձանց կողմից:

Ինչպես քրեական դատավարությունում, այնպես էլ քաղաքացիական դատավարությունում դատական գործի քննության բարձր որակի ապահովման պայմաններից է հանդիսանում ապացույցների հավաքման ու գնահատման ընթացքում հատուկ գիտելիքների լայն տարածումը:

Տարբեր հեղինակների կողմից «գիտություն» հասկացության վերաբերյալ տրվել են տարբեր սահմանումներ, որոնցից առավել

---

<sup>6</sup> ՀՀ քրեական դատավարության օրենսգրքի (ընդունված է 30.06.2021թ.-ին, ուժի մեջ է 01.07.2022 թ.-ից) 59-րդ հոդվածի 1-ին և 3-րդ մասեր:

օբյեկտիվ հնչում է հետևյալ սահմանումը. «գիտությունը մարդու գործունեության ոլորտ է՝ ուղղված իրականության վերաբերյալ գիտելիքների մշակմանը: Այդ գործունեության հիմքում ընկած են տվյալների և փաստերի հավաքագրումը, վերջիններիս շարունակական նորացումը, համակարգումը, և դրանց վերլուծության հիման վրա նոր գիտելիքի ստեղծումը, ինչպես նաև՝ երևույթների պատճառահետևանքային կապերի բացահայտման և դրանց զարգացման կանխատեսումներ կատարելու հնարավորության առումով հասարակության մեջ ընթացող երևույթները նկարագրող ընդհանրացումների ձևակերպումը»<sup>7</sup>:

Նոր գիտելիքի ստեղծման արդյունավետության գնահատում իրականացնելու նպատակով անհրաժեշտ է հիմնավորել հետազոտության նորույթը՝ ներկայացնելով (հրապարակելով) այն համանման այլ խնդիրների և դրանց վերաբերյալ հայտնի լուծումների հետ համադրման միջոցով: Հարկ է նկատել, որ գիտական հետազոտության նորույթը դիտվում է որպես ստեղծագործական աշխատանքի արդյունք, միևնույն ժամանակ՝ այլ նմանատիպ գիտական աշխատանքներում ներկայացված հեղինակների դիրքորոշումները կարող են աղբյուր հանդիսանալ, օգնել կամ նպաստել նոր արդյունքի ստացմանը:

Այսպիսով, վերը ներկայացվածը հիմք է տալիս ընդունելու, որ գիտական հետազոտական աշխատանքը դիտվում է որպես անհատի կողմից իրականացվող ստեղծագործական բնույթի աշխատանք:

Փորձագետի վերաբերյալ Հայաստանի Հանրապետության քրեական դատավարության օրենսգրքի (01.07.2022 թվականից ուժի մեջ մտած) 59-րդ հոդվածով սահմանված է փորձագետի վերաբերյալ հետևյալ պահանջները.

---

<sup>7</sup> Критерии выбора показателей эффективности научной деятельности, Орлов А.И., Контроллинг, 2013- №3- С. 72 – 78.

«1. Փորձագետը վարույթի առարկայով չչահագրգռված այն անձն է, որը հատուկ գիտելիքների կամ հմտությունների օգտագործմամբ օժանդակում է վարույթին՝

1) հեղափոխություն իրականացնելով և դրա հիման վրա գրավոր եզրակացություն տալով.

2) առանց հեղափոխություն իրականացնելու գրավոր կարծիք տալով.

3) ապացուցողական կամ վարութային այլ գործողության կատարմանը մասնակցելով: ....

3. Փորձագետը պետք է տիրապետի գիտության, տեխնիկայի, արվեստի, արհեստի կամ այլ բնագավառի բավարար հատուկ գիտելիքների»:

Իսկ Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական դատավարության օրենսգրքի (ուժի մեջ է 09.04.2018 թվականից) 44-րդ հոդվածով սահմանված դրույթի համաձայն.

«1. Որպես փորձագետ կարող է հանդես գալ համապատասխան կրթություն, ունակություն, հմտություն կամ փորձ, իսկ օրենքով նախատեսված դեպքում՝ նաև որակավորում (թույլտվություն, լիցենզիա, արտոնագիր և այլն) ունեցող գործունակ ֆիզիկական անձը»:

Հանրահայտ է, որ դատական գործի քննության բարձր որակի ապահովման պայմաններից է ապացույցների հավաքման, ստացման ու գնահատման ընթացքում հատուկ գիտելիքների լայն կիրառումը:

Նախ և առաջ, պետք է նշել, որ «հատուկ գիտելիքների» բնորոշման վերաբերյալ հայտնի հեղինակների կողմից տրվել են հիմնականում հետևյալ տեսակետները.

- հատուկ գիտելիքները տեղեկությունների ամբողջություն են, որոնք ստացվել են հատուկ մասնագիտական, պրոֆեսիոնալ պատրաստության արդյունքում և հնարավորություն են տալիս տիրապետողին լուծելու այս կամ այն հարցը որոշակի ոլորտում,

- այդպիսի գիտելիքների տիրապետում են սահմանափակ թվով մասնագետներ, այսինքն դրանք չեն համարվում հանրամատչելի,

- դրանք դուրս են համընդհանուր ոլորտից և ծագում են մարդու փորձից ու հատուկ պատրաստվածությունից,

- լինելով որևէ ոլորտում տեղեկատվության ամբողջություն, մասնավորապես՝ գիտության, տեխնիկայի, արհեստի՝ կիրառվում են ապացուցողական գործունեության մեջ,

- իրազեկ անձանց կողմից գործնականում ստուգված մասնագիտական գիտելիքներ են,

- տեսության վրա հիմնված բազմակողմանի ուսումնասիրված մեթոդների և միջոցների ամբողջություն են,

- հատուկ գիտելիքները գտնվում են իրավական գիտելիքների սահմաններից դուրս,

- և վերջապես՝ այդ գիտելիքների ամենաբնորոշ և առաջնային հատկանիշը՝ նրանց կապն է գիտության հետ<sup>8</sup>:

Այսուհանդերձ, ընդունված է համարել, որ իրավագիտության բնագավառի գիտական տվյալները հատուկ գիտելիքների շրջանակի մեջ չեն մտնում, իրավունքի բնագավառում փորձաքննություն նախաձեռնել թերևս հնարավոր է միայն սահմանադրական դատարանի պրակտիկայում: Համաձայն ՀՀ օրենսդրության քրեական վարույթին Հայաստանի Հանրապետության իրավունքի կամ միջազգային իրավունքի հարցերով փորձագետ չի ներգրավվում<sup>9</sup>: Ի դեպ, հատուկ գիտելիքների կիրառմամբ ձեռք բերված փաստական տվյալները շատ դեպքերում անվանվում են նաև «գիտական փաստական տվյալներ»:

Այսպիսով, վերոնշյալն ի մի բերելու պարագայում կարելի է հետամուտ լինել այն դիտարկմանը, որ հատուկ գիտելիքները իրավագիտության բնագավառից դուրս գիտելիքներ են,

---

<sup>8</sup> Տ.Ա.Լիլուաշվիլի, Զ.Մ.Սոկոլոսկուկի, Տ.Վ. Սուխանովա, Ա.Ա.Էյսման, Գ.Գ.Ջույկով, Յու.Գ.Կորոլխով, Մ.Կ.Տրեուշնիկ, Ա.Ա.Ջատակով, Վ.Վ.Ցիրկալ, Վ.Կ.Լիսիչենսկո:

<sup>9</sup> ՀՀ քրեական դատավարության օրենսգրքի (ընդունված է 30.06.2021թ.-ին, ուժի մեջ է 01.07.2022 թ.-ից) 59-րդ հոդվածի 4-րդ մաս:

ուսումնական ծրագրային մակարդակից բարձր, որոնք կիրառվում են փորձագիտական բնագավառում քրեական և դատական վարույթների համար ապացուցողական տեղեկատվություն ստանալու նպատակով: «Հատուկ գիտելիք» ասելով պետք է հասկանալ մասնագիտական գիտելիքների, ունակությունների և հմտությունների ամբողջություն, որոնք ձեռք են բերվել հատուկ կրթության միջոցով կամ աշխատանքային փորձի արդյունքում, համահունչ են գիտության, տեխնիկայի, արվեստի, արհեստի կամ այլ բնագավառի զարգացվածության աստիճանին և գնահատվում են բավարար փորձագիտական գործունեության իրականացման համար:

Ստացվում է, որ դատական փորձագետ նշանակված անձին ոչ թե «փորձագիտություն» մասնագիտության անհրաժեշտ գիտելիքներ են պետք, այլ հետազոտություն կատարելու միջոցով որոշակի մասնագիտական ոլորտում առաջադրված հարցերի հիմնավոր պատասխաններ կամ տրված խնդիրների գիտականորեն հիմնավորված լուծումներ գտնելու ունակություններ: Այս տեսակետից, դեռևս արդիական է մնում բարձրացված այն հարցադրումը, թե՛ կարելի՞ է արդյոք պնդել, որ դատական փորձագետը նաև գիտական հետազոտական աշխատանք կատարելու փորձառություն պետք է ունենա:

Այսպես, գիտական հետազոտությունների հիմնական նպատակն է որոնել խնդիրների լուծումներ, հիմնել մեթոդներ, ստեղծել մեթոդական մոտեցումներ և սկզբունքներ, վերաձևակերպել մոտեցումներ, բացատրել երևույթներ, զարգացնել տեսություններ, ընդլայնել գիտելիքներ, հերքել արդյունքներ և այլ ստեղծագործական նույնաբնույթ գործունեություններ: Խնդիրները սովորաբար ներկայացվում են՝ ուսումնասիրել, պարզել, որոշել, բացահայտել, հաստատել, նշել, նկարագրել, սահմանել, իրականացնել, ապացուցել և այլ բառակապակցությունների միջոցով առաջադրված հարցադրումների ձևակերպմամբ:

Ըստ տեսության՝ գիտական հետազոտության կենտրոնական խնդիրը կայանում է հիպոթեզների, այն է՝ որպես ցանկացած

խնդրի հնարավոր լուծման գաղափարի առաջադրման մեջ: Հատկանշական է, որ ի սկզբանե պետք է ըմբռնել ու վերլուծել ուսումնասիրվող խնդիրը և այնուհետև փորձել կռահել լուծման հիպոթետիկ, հավանական գաղափարը: Խնդիրների լուծման հավանական գաղափարները (հիպոթեզները) առաջադրվում են երկու հիմնական փուլով՝ խնդրի վերլուծությամբ և դրան հաջորդող հիպոթեզի ավարտի փուլով՝ համադրությամբ:

Ըստ ամենայնի, գիտական հետազոտության և դատական փորձագիտական հետազոտության կազմակերպման գործընթացները կարելի է ներկայացնել հետևյալ քայլերով.

*Աղյուսակ.1*

N	<b>Գիտական հետազոտության և դատական փորձագիտական հետազոտության կազմակերպման գործընթացների համեմատականը</b>	
	<i>Գիտական հետազոտության գործընթացը</i>	<i>Դատական փորձագիտական հետազոտության գործընթացը</i>
1	<b>այժմեականության հիմնավորում</b>	առաջադրվում են ՀՀ օրենսդրության համապատասխան դրույթների խախտման հետևանքով կազմված քրեական կամ դատական վարույթների շրջանակներում հիմնավոր կերպով պարզման (ապացուցման) ենթակա հարցեր
2	<b>նպատակի, խնդրի սահմանում</b>	փորձաքննության նպատակը՝ վարույթի համար նշանակություն ունեցող հանգամանքները պարզելու համար անհրաժեշտ գիտության, տեխնիկայի, արվեստի, արհեստի կամ այլ բնագավառում, այդ թվում՝ համապատասխան հետազոտությունների մեթոդիկայի բնագավառում հատուկ գիտելիքների կիրառմամբ փորձաքննության կատարումն է: ( <i>ՀՀ քրեական դատավարության օրենսգիրք, հոդված 252</i> )
3	<b>օբյեկտը և առարկան</b>	<i>փորձաքննության օբյեկտ են՝ փորձաքննությանը ներկայացվող առարկաներ, իրեղեն ապացույցներ, փաստեր, երևույթներ, իրադարձություններ, տեխնոլոգիաներ, գործողություններ, գործունեություններ (նյութական և ոչ նյութական օբյեկտներ),</i>

		<i>փորձաքննության առարկա են՝ փորձաքննությամբ հաստատման (բացահայտման) ենթակա փաստացի տվյալները, հանգամանքները, այսինքն՝ այն բնորոշվում է որպես քննարկման՝ ուսումնասիրության՝ միտքն զբաղեցնող խնդիր՝ նյութ<sup>10</sup></i>
4	<b>կիրառվող մեթոդների ընտրություն</b>	<i>կիրառված մեթոդների նկարագրություն (ՀՀ քրեական դատավարության, ՀՀ քաղաքացիական դատավարության և ՀՀ վարչական դատավարության օրենսգրքերում նույն պահանջն է)</i>
5	<b>գործընթացի նկարագրություն</b>	<i>կատարված հետազոտությունների նկարագրություն (ՀՀ քրեական դատավարության, ՀՀ քաղաքացիական դատավարության և ՀՀ վարչական դատավարության օրենսգրքերով նույն պահանջն է)</i>
6	<b>հետևությունների ձևակերպում</b>	<i>հետազոտություններից արված հետևություններ (ՀՀ վարչական դատավարության օրենսգիրք, հոդված 40)</i>
7	<b>եզրահանգում</b>	<i>առաջադրված հարցերի հիմնավորված պատասխաններ (ՀՀ քրեական դատավարության, ՀՀ քաղաքացիական դատավարության և ՀՀ վարչական դատավարության օրենսգրքերով նույն պահանջն է)</i>

Աղյուսակի յուրաքանչյուր կետով համեմատականներ տանելու պարագայում պարզ է դառնում, որ բնորոշումները իմաստային առումով գրեթե նույնական են, այսպես.

- Առաջինի դեպքում՝ հետազոտության այժմեականությունը և նշված վարույթների շրջանակներում պարզման (ապացուցման) ենթակա հարցերը երկուսն էլ նույնականացվում են հետազոտության առարկայի էության մեջ:

- Երկրորդի դեպքում՝ իրականացվող հետազոտության կոնկրետ խնդիրներն անհրաժեշտ է լուծել ձևակերպված նպատակին համապատասխան: Այսինքն, փորձաքննության կատարման համար առաջադրված խնդիրների (բացահայտել,

<sup>10</sup> Աղայան Է.Բ., Արդի հայերենի բացատրական բառարան, Երևան 1976, հատոր 1, էջ 105:

որոշել, պարզել) լուծումները պետք է բխեն հատուկ գիտելիքների կիրառմամբ իրականացված աշխատանքի արդյունքից՝ ինչ նպատակով էլ հենց նշանակվում է փորձաքննությունը:

- Երրորդի դեպքում՝ գիտական դիտանկյունից ընդունված է համարել, որ օբյեկտն այն երևույթն է կամ գործընթացը, որը խնդրահարույց իրավիճակ առաջացնելու պատճառով ընտրվել է ուսումնասիրություն կատարելու համար: Իսկ օբյեկտի սահմաններում առանձնանում է առարկան, որը դիտվում է նույն օբյեկտի առանձին մաս, կողմ կամ հատկանիշ, ինչպես և դրանց փոխակերպումների օրինաչափություններ: Ընդհանուր մոտեցմամբ, հետազոտության առարկայից պետք է բխի հետազոտության թեմայի սահմանումը:

- Չորրորդի դեպքում՝ մեթոդները (բառարանային գիտական բնորոշումն է՝ եղանակ, կարգ, կերպ, ձև, բնության և հասարակական կյանքի երևույթների ուսումնասիրության և ճանաչման գիտական եղանակ), ընդհանուր առմամբ, այն համապատասխան գործիքակազմերն են, որոնք ծառայում են փորձաքննությունների ընթացքում փաստական նյութի ձեռքբերմանը կամ տվյալների ստացմանը: Համարվում է, որ հետազոտության մեթոդների միջոցով են հասնում առաջադրված նպատակների իրականացմանը:

- Հինգերորդի դեպքում՝ հետազոտության գործընթացի նկարագրությամբ լուսաբանվում է այն մեթոդիկան (բառարանային գիտական բնորոշումն է՝ մեթոդակարգ, գործնականորեն որևէ աշխատանք կատարելու կանոնների համակարգ, ընթացակարգ), ինչը սահմանելով, ըստ էության, փորձագետը ստեղծել է իր կողմից կատարվող աշխատանքի ճանապարհային քարտեզը:

- Վեցերորդի դեպքում՝ հետազոտություններից արված հետևությունները և դրանց ձևակերպումը կարևորվում է էականի, նորի, խնդիրների լուծման սեփական մոտեցումների հստակ մեկնաբանմամբ, ինչն, այսինքն, իրականացված փորձագիտական հետազոտության դեպքում՝ տեսական, վերլուծական և գործնական արդյունքների արձանագրումն է:

- Յոթերորդի դեպքում՝ առաջադրված հարցերի հիմնավորված պատասխանները փորձագիտական հետազոտության ժամանակ ստացված առանձին արդյունքների արձանագրումն է՝ վարույթի համար նշանակություն ունեցող կոնկրետ հանգամանքները պարզելու նկատառումից ելնելով, ինչը և գիտական հետազոտության ավարտի փուլով՝ եզրահանգմամբ տալիս է սահմանված նպատակի, խնդրի վերաբերյալ սպառիչ պատասխաններ:

Այսպիսով, ընդհանրացման արդյունքում պարզորոշ է դառնում, որ գիտական հետազոտության և դատական փորձագիտական հետազոտության գործընթացների բնորոշումներում նույն ուղենիշն է ներդրված, հիմքում՝ գիտական հետազոտության ողջ ընթացքին ներկայացվող տրամաբանական քայլերն են և ՀՀ օրենսդրությամբ դատական փորձագիտական հետազոտության մասով սահմանված առանձին դրույթների պահանջները:

Այդուհանդերձ, բացի բավարար հատուկ գիտելիքների տիրապետելուց, նաև ունակությունից, հմտությունից և փորձից, որպես դատական փորձագետ՝ անձը նաև պետք է ունենա գիտական հետազոտություն կատարելու փորձառություն: Եվ հետևաբար, հատուկ գիտելիքների կիրառման բնագավառում դատական փորձագետի գիտական հետազոտական աշխատանք կատարելու փորձառության պահանջն արդարացված է:

### **§3. Դատական փորձաքննության նշանակումը և կատարումը (անցկացումը)**

Փորձաքննություն կատարվում է, երբ վարույթի համար նշանակություն ունեցող հանգամանքները պարզելու նպատակով անհրաժեշտ են գիտության, տեխնիկայի, արվեստի, արհեստի կամ այլ բնագավառում, այդ թվում՝ համապատասխան հետազո-

տություները մեթոդիկայի բնագավառում հատուկ գիտելիքներ<sup>11</sup>: Փորձաքննությունը կատարվում է քննիչի որոշման հիման վրա: Փորձաքննություն նշանակելու մասին որոշմամբ պետք է նշվեն՝

1) այն ենթադրյալ հանցագործության համառոտ նկարագրությունը, որի առիթով պետք է կատարվի փորձաքննությունը.

2) փորձաքննություն կատարելու անհրաժեշտությունը հիմնավորող տվյալները.

3) փորձագիտական կազմակերպության անվանումը կամ այն անձի անունը և ազգանունը, որին հանձնարարվում է փորձաքննության կատարումը.

4) փորձագետին առաջադրվող հարցերը.

5) փորձաքննության համար անհրաժեշտ և փորձագետին տրամադրվող վարույթի վերաբերելի նյութերը:

Ելակետային տվյալներ ձեռք բերելու պարտականություններ և փորձաքննություն նշանակելու լիազորություն ունեցող (նախաքննության, հետաքննության) իրավասու մարմիններն են.

- ՀՀ դատախազությունը,
- ՀՀ քննչական կոմիտեն (քննչական կոմիտեի կենտրոնական մարմին, զինվորական քննչական գլխավոր վարչություն, Երևան քաղաքի քննչական վարչություն, մարզային քննչական վարչություններ),
- ՀՀ ներքին գործերի նախարարությունը (Ոստիկանություն, Փրկարար ծառայություն, Միգրացիայի և քաղաքացիության ծառայություն),
- ՀՀ ազգային անվտանգության ծառայությունը,
- ՀՀ պետական եկամուտների կոմիտեն,
- ՀՀ պաշտպանության նախարարությունը:

Առաջին ատյանի դատարաններն են՝ 1) ընդհանուր իրավա-տության դատարանները, 2) մասնագիտացված դատարանները: Մասնագիտացված դատարաններն են՝ ա) վարչական դատա-

---

<sup>11</sup> Հայաստանի Հանրապետության քրեկան դատավարության օրենսգրքի (ուժի մեջ է 01.07.2022թ.-ից) 252-րդ և 253-րդ հոդվածներ:

րանը, բ) սնանկության դատարանը, գ) հակակոռուպցիոն դատարանը:

Համաձայն Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական դատավարության օրենսգրքի (ուժի մեջ է 09.04.2018թ.-ից) 86-րդ հոդվածով սահմանված դրույթների՝ առաջին ատյանի դատարանը կարող է փորձաքննություն նշանակել գործին մասնակցող անձի միջնորդությամբ, անհրաժեշտության դեպքերում՝ իր նախաձեռնությամբ: Փորձաքննություն նշանակելու մասին միջնորդություն ներկայացնելիս դրանում նշվում է ապացուցման ենթակա այն փաստը, որը պետք է հաստատվի փորձագետի եզրակացությամբ, ինչպես նաև առաջադրվող հարցերը, որոնք պետք է պարզաբանվեն փորձաքննության ընթացքում: Գործին մասնակցող անձինք իրավունք ունեն նշելու այն մասնագիտացված փորձագիտական հաստատությունը կամ այն փորձագետին, որոնց առաջին ատյանի դատարանը կարող է հանձնարարել փորձաքննության կատարումը (անհրաժեշտության դեպքում փորձագետի կողմից ներկայացվում է այդպիսի փորձաքննություն կատարելու իրեն տրված իրավասությունը հավաստող ապացույց): Փորձաքննությունն անցկացնում են մասնագիտացված փորձագիտական հաստատությունների աշխատակիցները կամ առաջին ատյանի դատարանի որոշմամբ որպես փորձագետ նշանակված այլ մասնագետները:

Համաձայն Հայաստանի Հանրապետության վարչական դատավարության օրենսգրքի (ուժի մեջ է 07.01.2014թ.-ից) 37-րդ հոդվածով սահմանված դրույթների՝ գործի քննության ժամանակ ծագող հատուկ գիտելիքներ պահանջող հարցերի պարզաբանման նպատակով դատարանը կարող է կողմի (կողմերի) միջնորդությամբ կամ իր նախաձեռնությամբ փորձաքննություն նշանակել, որը կարող է հանձնարարվել կա՛մ մասնագիտացված փորձագիտական հաստատությանը, կա՛մ փորձագետին: Փորձաքննությունն անցկացնում են մասնագիտացված փորձագիտական հաստատությունների աշխատակիցները կամ դատարանի որոշմամբ որպես փորձագետ նշանակված այլ մասնագետներ:

## **Գլուխ 2. ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՓՈՐՁԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԵՏԱԶՈՏՈՒԹՅՈՒՆԸ**

### **§1. Աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության համեմատական վերլուծությունը ֆինանսական վերահսկողության իրականացման համատեքստում**

Միջազգային բարձրագույն վերահսկողության կազմակերպության IX համագումարում (այն տեղի է ունեցել 1977 թվականին Պերուի մայրաքաղաք Լիմայում) ընդունված վերահսկողության սկզբունքների վերաբերյալ հայտարարության առաջին հոդվածի համաձայն՝ «Վերահսկողության նպատակը, բովանդակությունը և կազմակերպումը հանդիսանում են հասարակական ֆինանսական միջավայրի կառավարման պարտադիր տարրեր, որպես այդպիսի կառավարում է ենթադրում պատասխանատվությունը հասարակության առջև: Վերահսկողություն իրականացնելն ինքնանպատակ չէ, այն համարվում է կարգավորող համակարգ, որի նպատակն է՝ բացահայտել ընդունված ստանդարտներից, օրինականության սկզբունքներից, արտադրողականությունից, արդյունավետությունից, ինչպես նաև նախորդ փուլերում ֆինանսական խնայողությունների կառավարման ընթացքում թույլ տրված շեղումները: Այն հնարավորություն է տալիս վաղ փուլերում իրականացնել համապատասխան միջոցառումներ՝ մեղավորներին պատասխանատվության ենթարկելու, ինչպես նաև վնաս կրելու համար ստանալ համապատասխան փոխհատուցում կամ ձեռնարկել միջոցառումներ՝ հետագայում կատարվող նմանաբան խախտումները կանխելու կամ նվազեցնելու նպատակով»<sup>12</sup>:

---

<sup>12</sup> Лимская декларация руководящих принципов контроля, принята IX Конгрессом Международной организации высших органов финансового контроля (ИНТОСАИ) в г. Лиме (Республика Перу) в октябре 1977г., (<https://www.eurosai.org/handle/404?exporturi=/export/sites/eurosai/.content/document/others/ISSAI/ISSAI-1-Lima-declaration-Ruso.pdf>).

«Վերահսկողություն» հասկացությունը տարբեր հեղինակների կողմից տարբեր ձևով է ներկայացվում: Օրինակ՝ Մ.Մեսկոնի, Մ.Ալբերտի և Ա.Խեդուրի կողմից վերահսկողության հասկացությունը ներկայացվում է որպես «Նպատակին հասնելու ապահովման գործընթաց»<sup>13</sup>: Է.Ա.Կոչերինի ներկայացմամբ վերահսկողությունը «Կառավարման ավարտական փուլի ընթացքում հետադարձ կապի առանցքային մեխանիզմն է», իսկ Վ.Ի.Վենեդիկտովայի ներկայացմամբ՝ «Վերահսկողությունը կազմակերպության գործունեության բազմակողմանի համապարփակ ուսումնասիրություն է, տնտեսական գործունեության արդյունավետ և օրինական իրականացում, հաշվապահական հաշվառման հաշվետվություններում ներկայացվող տնտեսական և ֆինանսական գործունեության և վերահսկվող օբյեկտի փաստացի իրավիճակի համադրման նկատմամբ տեղեկատվության հուսալիություն»<sup>14</sup>:

Պետական կառավարչական վերահսկողությունն ապահովում է օրինականության պահպանությունը պետության և հասարակության շահերից ելնելով, ստուգում է ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց կողմից պետության նկատմամբ պարտավորությունների կատարումը: Ներտնտեսական վերահսկողությունը (հաշվապահական և հանրային) պաշտպանում է ձեռնարկության և նրա անձնակազմի շահերը չարաշահումներից, գողությունից և վատ կառավարումից, ինչպես նաև ապահովում է տնտեսական գործունեության արդյունավետության բարձրացում: Տնտեսաիրավական կամ ֆինանսական վերահսկողությունն՝ ի շահ ամբողջ հասարակության, իրականացվում է տնտեսական և իրավապահ մարմինների կողմից:

---

<sup>13</sup> Основы менеджмента, пер. с англ. / М.Х. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. – М.: Дело, 1997 – 492 с./, էջ 51:

<sup>14</sup> Концептуальные основы контроля хозяйству ющего субъекта, Г.И. Сухачева, Экономический анализ: теория и практика 12 (93) – 2007., <https://cyberleninka.ru/article/n/kontseptualnye-osnovy-kontrolya-hozyaystvuyuschego-subekta>).

Ֆինանսական վերահսկողությունը թույլ է տալիս պարզել տնտեսության կառավարման ընթացքում ի հայտ եկած ֆինանսական թերությունները, ինչպես և ուղղություններ է նախանշում՝ վերջիններս ժամանակին վերացնելու և համապատասխան լուծումներ գտնելու առումով: Ֆինանսական վերահսկողությունը ոչ միայն ենթադրում է տնտեսական գործունեության վերահսկում, այլև և՛ իրավաբանական և՛ տնտեսական վերահսկողության տարատեսակ է, որոնք էլ այս պարագայում փոխլրացնում են միմյանց: Այն հետադարձ կապ է ստեղծում արդեն իսկ իրականացված և դեռևս իրականացվող ֆինանսական գործառույթների միջև, ինչի արդյունքում նվազագույնի է հասցվում ֆինանսական բնույթի խախտումները:

Ֆինանսական վերահսկողությունը կարևոր նշանակություն ունի ֆինանսական հանցագործությունների նվազեցման համատեքստում տնտեսության կայունացման գործում՝ կազմակերպությունների դեպքում՝ դրանց ֆինանսական կայունության բարձրացման, պետական և տեղական ինքնակառավարման մարմինների դեպքում՝ համապատասխանաբար բյուջետային ծախսերի նվազեցման և եկամուտների հավաքագրման արդյունավետության առումով:

Ֆինանսական վերահսկողության համակարգի տարրերից են նաև՝ ա) պետական ֆինանսական վերահսկողությունը, բ) ներքին վերահսկողությունը, գ) աուդիտը: Ներկայացվածների ֆունկցիոնալ տարբերությունների վերլուծության նպատակով հարկ է նշել, որ պետական ֆինանսական վերահսկողությունն իր հերթին բաժանվում է՝ համապետական, ներգերատեսչական և արտագերատեսչական վերահսկողության տեսակների: Իսկ ներքին վերահսկողության համակարգը բաղկացած է ա) ներքին աուդիտի և բ) կառավարչական վերահսկողության ենթահամակարգերից:

*Համապետական վերահսկողությունն* իրականացվում է պետական մարմինների կողմից և ընդգրկում ՀՀ տնտեսավարող բոլոր սուբյեկտները՝ անկախ սեփականության ձևից և գերատեսչական ենթակայությունից: Համապետական ֆինանսա-

կան վերահսկողության հիմնական խնդիրներն են՝ պետության ֆինանսական միջոցների բաշխման օրինականության և օգտագործման արդյունավետության, հարկային պարտավորությունների վիճակի, ինչպես նաև հաշվապահական հաշվառման վարման հավաստիության ստուգումը:

*Ներգերատեսչական վերահսկողությունն* անց է կացվում պետական կառավարման մարմինների կողմից, որոնք ստուգում են իրենց ենթակայության տակ գտնվող կազմակերպությունների գործունեությունը: *Արտագերատեսչական վերահսկողությունը* կատարվում է մասնավորապես ՀՀ Ֆինանսների նախարարության վերահսկողության ստորաբաժանման կողմից տարբեր կազմակերպությունների ֆինանսատնտեսական գործունեության վերստուգման միջոցով: *Ներքին աուդիտի և կառավարչական վերահսկողության* խնդիրներից են՝ կառավարման գործընթացի հստակ իրականացումը, տնտեսական գործունեության արդյունավետության բարձրացումը և այլն<sup>15</sup>:

*Պետական ֆինանսական վերահսկողությունն* իրենից ենթադրում է պետական և տեղական ինքնակառավարման մարմինների կողմից ֆինանսական ոլորտի օրենսդրությանը համապատասխանության, պետական ֆինանսների և նյութական ռեսուրսների նպատակային և արդյունավետ օգտագործման ստուգում, որն իր մեջ ներառում է բյուջետային և արտաբյուջետային միջոցների ծախսման վերահսկողությունը՝ դրամաշրջանառության կազմակերպումը, պետական վարկային ռեսուրսների օգտագործումը, պետական ներքին և արտաքին պարտքի վիճակը, պետական պահուստները, ֆինանսական և հարկային արտոնությունների տրամադրումը, բացի այդ՝ համայնքներում իրականացվում է տեղական ինքնակառավարման մարմինների և պետական մարմինների կողմից փոխանցված

---

<sup>15</sup> Սուդիտ, Լ.Հ. Գրիգորյան և ուրշներ / Ուսումնական ձեռնարկ.- Եր.: «Տնտեսագետ», 2016/, էջեր՝ 20-21:

Ֆինանսական և նյութական ռեսուրսների օգտագործման օրինականության հետ կապված վերահսկողություն:

Ստացվում է սակայն, որ մասնագիտական գրականությամբ առաջարկվող դասակարգումներից և ոչ մեկը հաշվի չի առնում վերահսկողության տեսակների ամբողջ բազմազանությունը և չի համապատասխանում համակարգային սկզբունքներին: Տարբեր հեղինակների մոտ հիմնականում ցույց են տրվում վերահսկողության տեսակների, ձևերի, մեթոդների և հիմքերի միախառնում:

Ընդհանուր առմամբ, ֆինանսական վերահսկողությունն իրականացվում է աուդիտի կամ վերստուգման, ֆինանսական կամ թեմատիկ ստուգման, ինչպես նաև տնտեսագիտական փորձաքննության միջոցով: Պետք է փաստել, որ հաճախ ֆինանսական վերահսկողության այս երեք տեսակների մեթոդները նույնականացվում են դրանց իրականացման այնպիսի իրավիճակներում, որ գրեթե նույն գործիքակազմերով են բացահայտում կամ պարզում տնտեսության կառավարման ընթացքում առաջացած ֆինանսական խախտումները, սակայն և, այստեղ անհրաժեշտ է հաշվի առնել այն հանգամանքը, որ իրենց նպատակներով և գործառույթներով տարբերվում են միմյանցից:

Ստորև փորձ է արվել ներկայացնել ֆինանսական վերահսկողության իրականացման համատեքստում աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության նպատակների և գործառույթների հիմնական տարբերությունների համեմատական վերլուծությունը:

«Աուդիտորական գործունեության մասին» ՀՀ օրենքի 10-րդ հոդվածի համաձայն *«Աուդիտն աուդիտի ենթարկվող անձի ֆինանսական հաշվետվություններում ներկայացված տեղեկատվության ստուգումն է այդ տեղեկատվության արժանահավատության վերաբերյալ անկախ կարծիք արտահայտելու նպատակով, որն իրականացվում է աուդիտորական եզրակացություն տրամադրելու միջոցով»* (ըստ կարծիք բառի բառարանային բացատրության՝ *«Կարծիքը դա որևէ բանի կամ*

որևէ մեկի գնահատականն է՝ վերաբերմունքը և արտահայտող դատողությունը, եզրակացությունը, համոզմունքը, տեսակետը»): Իսկ նույն օրենքի 9-րդ հոդվածի համաձայն «...Աուդիտը և աուդիտորական դիտարկումն աուդիտորական կազմակերպությանը հնարավորություն են ընձեռում տեղեկատվության արժանահավատության վերաբերյալ ապահովելու հավաստիացում<sup>6</sup>:

Աուդիտը փաստաթղթային հիմնավորմամբ տնտեսական և իրավական ակտերի առավելագույն լուսաբանումն ու կատարված վերլուծությունն է, դրանց գնահատումը, կարծիքի ձևավորումը, ֆինանսական կարգապահության պահպանումը, ֆինանսական գործարքների օրինականությունը, հուսալիությունը և նպատակահարմարությունը, որը և տնտեսական գործունեությունը չվերահսկող, *անկախ ստուգման* մի տեսակ է: Աուդիտի նպատակն է՝ ուսումնասիրման արդյունքում կազմակերպությունների կողմից ներկայացվող ֆինանսական հաշվետվությունների հավաստիությունն ու արժանահավատությունը պարզելը, կազմակերպության կողմից կատարված ֆինանսական սխալներն ու անհամապատասխանությունները վերլուծելը և վերհանելը, ինչպես նաև կազմակերպության ղեկավարությանը առաջարկություններ (խորհրդատվություն) ներկայացնելը՝ հայտնաբերված խախտումները վերացնելու, հետագա սխալները կանխարգելելու ուղիների վերաբերյալ:

Աուդիտի ժամանակ աուդիտորն ինքն է ընտրում այն տեղեկատվությունը, փաստաթղթերի տեսակները, որոնք անհրաժեշտ են աուդիտորական ստուգում իրականացնելու և եզրակացություն կազմելու համար: Հատկանշական է, որ պատվիրատուն կարող սահմանափակված տվյալներ տալ աուդիտորին, ինչի վերաբերյալ պետք է նշումներ կատարվեն աուդիտորական եզրակացության մեջ: Բացի այդ, աուդիտորն իր հաշվետվության մեջ նշում է նաև այն հանգամանքները, որոնք

---

<sup>6</sup> «Աուդիտորական գործունեության մասին» ՀՀ օրենքի 9-րդ և 10-րդ հոդվածներ:

կարող են էականորեն ազդել այդ հաշվետվության հավաստիության վրա: Աուդիտն իրականացվում է՝ պարտադիր, արտաքին կամավոր և ներքին կարգով:

*Պարտադիր աուդիտը* որոշակի չափորոշիչներով ընտրված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվությունների վերահսկողության համար անցկացվող տարեկան աուդիտն է: «Հաշվապահական հաշվառման» ՀՀ օրենքի 26-րդ հոդվածի համաձայն պարտադիր աուդիտի են ենթակա հանրային հետաքրքրություն ներկայացնող կազմակերպությունները, խոշոր և միջին կազմակերպությունները, խոշոր խմբերը, նաև այն խումբը, որի մայր կազմակերպությունը հանրային հետաքրքրություն ներկայացնող կազմակերպություն է, և բացի այդ, այլ օրենքով ևս կարող են սահմանվել կազմակերպությունների և խմբերի տեսակներ<sup>17</sup>:

*Արտաքին աուդիտն* իրականացվում է անկախ աուդիտորական կազմակերպությունների կողմից՝ աուդիտի ենթարկվող կազմակերպության ղեկավար մարմինների ու հիմնադիրների նախաձեռնությամբ, որպեսզի հնարավոր լինի գնահատել կազմակերպության ֆինանսական և տնտեսական գործունեությունը, բարձրացնել նրա վստահության մակարդակը, նվազեցնել հարկային ռիսկերը և այլն: Աուդիտ իրականացնելիս մշակվում են առաջարկություններ, որոնք կարող են օգտագործվել կազմակերպությունների ֆինասական միջոցների օգտագործման արդյունավետության բարձրացման համար:

*Ներքին աուդիտն* իրականացվում է կազմակերպության ներքին ուժերով՝ հաստիքային աուդիտորների միջոցով, որպեսզի կազմակերպության ղեկավարությունը տեղեկություն ստանա կազմակերպության իրական ֆինանսական պատկերի վերաբերյալ: Ներքին աուդիտը «Ներքին աուդիտի մասին» ՀՀ օրենքի 2-րդ հոդվածի համաձայն՝ «Անկախ, օբյեկտիվ հավաստիացման և խորհրդարարական գործառույթ է, որն ուղղված է կազմա-

---

<sup>17</sup> «Հաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքի 26-րդ հոդված:

կերպության գործունեության արդյունքի մեծացմանը և բարելավմանը: Այն աջակցում է կազմակերպությանը հասնել իր նպատակներին՝ կազմակերպության ռիսկերի կառավարման, հսկողության ու կառավարչական գործընթացների համակարգված և կանոնակարգված գնահատման ու բարելավման միջոցով ...»<sup>18</sup>: Ներքին աուդիտի ճիշտ կազմակերպման դեպքում այն կարող է նպաստել կազմակերպության ֆինանսական կայունության ապահովմանը, հարկային հաշվարկների և ֆինանսական հաշվետվությունների կազմման ճշտությանը և նրանց նկատմամբ վստահությանը, պետական և համայնքային բյուջեների արդյունավետ օգտագործմանը և կառավարմանը, ինչն էլ կարող է հիմք հանդիսանալ ներդրումների ներգրավման և վարկավորման համար:

Այն դեպքում, երբ ներքին աուդիտի կողմից օբյեկտիվ կամ սուբյեկտիվ պատճառներով չեն ուսումնասիրվում, չեն հատնաբերվում կամ անտեսվում են օրենսդրական ակնառու խախտումները, հետագայում պետական և համայնքային բյուջեների, ինչպես նաև կազմակերպության ֆինանսական գործառնությունների ստուգման իրականացման կամ տարբեր վարույթներով նշանակված տնտեսագիտական փորձաքննությունների անցկացման ժամանակ հայտնաբերվում կամ պարզվում է, որ բյուջեներն արդյունավետ և նպատակային չեն օգտագործվել, հարկային եկամուտները թերի են հավաքագրվել, հարկ վճարողի կողմից հարկի գումարը կամ հարկման բազան թաքցվել կամ պակաս է ցույց տրվել կամ հարկերը ճիշտ չեն հաշվարկվել, գործունեության արդյունքում կազմակերպության իրական շահույթը քողարկվել է և՛ պետությունից և՛ բաժնետերերից, նաև այլ բացահայտումներ: Արդյունքում, ֆինանսական խախտումների բացահայտման նպատակով համապատասխան մարմինների կողմից իրականացված ստուգմամբ և տնտեսագիտական

---

<sup>18</sup> «Ներքին աուդիտի մասին» ՀՀ օրենքի 2-րդ հոդված:

դատական փորձաքննությունների անցկացմամբ պարզվում է պետությանը պատճառված վնասի չափը:

Հատկանշական է, որ ներքին աուդիտը որոշ դեպքերում նաև ունենում է հակառակ ազդեցություն՝ խեղաթյուրում կամ ոչ օբյեկտիվ է ներկայացնում կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունքները, մասնավորապես՝ նման արդյունքներ հիմնականում ստացվում են այն պատճառով, որ ներքին աուդիտ իրականացնողները հանդիսանում են տվյալ կազմակերպության հաստիքային աշխատողներ, և բնականաբար, որոշ դեպքերում կարող են կատարել նաև վերադասի հրամանները, կամ էլ՝ նման աշխատանքներ կատարելու համար ունենալ մասնագիտական ոչ բավարար փորձառություն և պակաս կարողություններ:

*Ֆինանսական ստուգումն* իրակացվում է պետական վերադաս մարմնի կամ դրա իրավասությունն ունեցող կազմակերպության կողմից տրված հրամանի, պահանջի (թույլտվության) համաձայն: Ի դեպ, ստուգում կարող է իրականացվել նաև իրավապահ մարմինների պահանջով:

Ֆինանսական ստուգման նպատակն է՝ ստուգման արդյունքում տարբեր կազմակերպություններում ֆինանսական չարաշահումներ հայտնաբերելը, ֆինանսական, հարկային ու այլ հաշվետվությունների և հաշվարկների կազմման արժանահավատությունը, սահմանված ժամկետներում ներկայացնելը, ինչպես նաև հարկային, մաքսային ու այլ ոլորտներին վերաբերող իրավական ակտերին դրանց համապատասխանությունը պարզելը, իսկ պետական և համայնքային բյուջեների, արտաբյուջեների կամ պետական մասնակցությամբ բաժնետիրական ընկերությունների դեպքում՝ նաև ֆինանսական միջոցների ոչ արդյունավետ և ոչ նպատակային օգտագործումը պարզելն է:

Ֆինանսական ստուգումները, փաստորեն, ֆինանսական միջոցների շարժի, արտադրանքի, ապրանքների, ապրանքանյութական արժեքների, ծառայությունների մատուցման իրական ծավալների և ուղղությունների ուսումնասիրություն է, ինչպես նաև

ստուգվող օբյեկտի կողմից կատարած գործարքների և գործառնությունների օրինականության, արդյունավետության, արտադրողականության փաստացի ցուցանիշների պարզում:

«Հայաստանի Հանրապետությունում ստուգումների կազմակերպման և անցկացման մասին» ՀՀ օրենքի 1-ին հոդվածի համաձայն. «Ստուգումն օրենքի հիման վրա իրականացվող ընթացակարգ է, որով պարզվում է տնտեսավարող սուբյեկտի ներկայացրած հաշվետվությունների, հաշվարկների, ելակետային տվյալների, այլ փաստաթղթերի արժանահավատությունը և վերջինիս ծավալած փաստացի գործունեության համապատասխանությունն օրենքների և այլ իրավական ակտերի պահանջներին: Ստուգումները կարող են լինել թեմատիկ՝ ուղղված տնտեսավարող սուբյեկտի գործունեության հետ կապված առանձին տարրերի փաստացի իրավիճակը պարզելուն, կամ համալիր՝ ուղղված տնտեսավարող սուբյեկտի ամբողջ ֆինանսատնտեսական գործունեության փաստացի իրավիճակը պարզելուն»<sup>19</sup>:

Հատկանշական է, որ ֆինանսական ստուգման ընթացքում ստուգումն իրականացնող անձն իրավունք ունի պահանջել փաստաթղթեր, տվյալներ և այլ տեղեկություններ, բացատրություններ, տեղեկանքներ, որոնք անմիջականորեն առնչվում են իրենց իրավասության շրջանակներում իրականացվող ստուգման նպատակներին, իսկ տնտեսավարող սուբյեկտի պաշտոնատար անձը պարտավոր է ստուգումն իրականացնող պաշտոնատար անձի պահանջով ներկայացնել պահանջվող փաստաթղթերը: «Ստուգումների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքի 8-րդ հոդվածի 1-ին մասի համաձայն՝ «Ստուգումն իրականացնող անձը պարտավոր է՝ .... բ) առանց տնտեսավարող սուբյեկտի պաշտոնատար անձի գրավոր համաձայնության՝ չհրապարակել ստուգման ընթացքում իրեն

---

<sup>19</sup> Հայաստանի Հանրապետությունում ստուգումների կազմակերպման և անցկացման մասին» ՀՀ օրենքի 1-ին հոդված:

հայրնի դարձած փնտրեսավարող սուբյեկտի գործառնությունների վերաբերյալ տեղեկությունները, գործունեության մասին ցանկացած ծրագրի կամ մշակման, գյուղի, օգտակար մոդելի, արդյունաբերական նմուշի մասին տեղեկությունները և դրա վերաբերյալ ցանկացած այլ տեղեկատվություն ....»<sup>20</sup>: Ստուգման վերջնարդյունքում կազմվում է ստուգման ակտ՝ 2 օրինակից, որոնք ստորագրվում են ստուգում իրականացնող անձի (ստուգող խմբի) և ստուգվող կազմակերպության ղեկավարի, հաշվապահի կամ պատասխանատու անձանց կողմից:

Ֆինանսական ստուգման ժամկետը սահմանափակ է, քանի որ ստուգումները և ուսումնասիրությունները կարգավորող օրենսդրությամբ տնտեսավարող սուբյեկտի մոտ մեկ ստուգման ժամկետը կարող է սահմանվել ոչ ավելի, քան 15 անընդմեջ աշխատանքային օրը, միևնույն ժամանակ, ստուգման ժամկետը չպետք է գերազանցի ստուգում իրականացնելու մասին համապատասխան պետական մարմնի ղեկավարի հրամանում կամ հանձնարարագրում նշված ժամկետը:

Ըստ վերահսկողության միջոցառումների բնույթի ֆինանսական ստուգումը լինում է պլանավորված և չպլանավորված: Առաջին դեպքում վերահսկողությունը ենթակա է որոշակի պլանավորման, իսկ երկրորդում՝ այն իրականացվում է անհրաժեշտության դեպքում: Օրինակ, հարկային օրենսդրությունը չի սահմանափակում հարկային մարմիններին հանկարծակի հարկային հսկողություն իրականացնելու առումով: Այնուամենայնիվ, պլանային վերահսկողությունը կազմում է ստուգումների գերակշռող մասը: Ֆինանսական ստուգման ընթացքում կարող են կազմվել նաև միջանկյալ ակտեր: Հարկ է նշել, որ ֆինանսական ստուգման ժամանակ ստուգողն ինքն է ընտրում այն փաստաթղթերի տեսակը և քանակը, որն իրեն անհրաժեշտ է:

---

<sup>20</sup> «Հայաստանի Հանրապետությունում ստուգումների կազմակերպման և անցկացման մասին» ՀՀ օրենքի 8-րդ հոդված:

Այն փաստը, որ ֆինանսական վերահսկողությունն ունի տարբեր նպատակներ և խնդիրներ, որոշում է նաև վերջիններիս լուծման տարբերակված մոտեցումները, այսինքն՝ վերահսկվող օբյեկտների ֆինանսական վիճակի ստուգումների, գնահատման և վերլուծության որոշակի մեթոդների կիրառման անհրաժեշտությունը: Որոշակի մեթոդի կիրառումը կախված է նաև մի շարք այլ գործոններից, ի թիվս՝ կարգավորող մարմինների գործունեության իրավական կարգավիճակից և բնութագրերից, վերահսկման ձևերից և օբյեկտներից, վերահսկողության իրավահարաբերությունների առաջացման հիմքերից, հաշվապահական հաշվառման առանձնահատկություններից, վերահսկվող անձի եկամուտների և ծախսերի ֆինանսական ու իրավական ռեժիմից և այլն:

*Տնտեսագիտական փորձաքննությունը* (ֆինանսատնտեսագիտական և հաշվապահական) հատուկ գիտելիքների և հմտությունների վրա հիմնված տնտեսագիտական հետազոտության իրականացման և գրավոր եզրակացության ու կարծիքի վրա հիմնված գործառույթ է: Տնտեսագիտական փորձաքննության հիմնական խնդիրն է՝ ապահովել քրեական և դատական վարույթներով ապացույցների ստացումը մինչդատական քննության փուլում՝ լայն իմաստով ներկայացնելով որպես գործի էական հանգամանքները պարզելուն ուղղված դատավարական գործողություն: Ըստ էության, տնտեսագիտական փորձաքննության նպատակը՝ ֆինանսական հետազոտության արդյունքում հետաքննության կամ դատարանի միջոցով փորձաքննությանը տրամադրված փաստաթղթերում ամփոփված տնտեսագիտական բնույթի տեղեկատվության վերաբերյալ օրենսդրության խախտումների փաստերն ու հանգամանքները՝ տնտեսական հանցագործություններով քրեական, քաղաքացիական և վարչական դատական վարույթներով ապացույցներ ստանալու նպատակով պարզելն (բացահայտելն) է:

Հատկանշականն այն է, որ փորձագիտական եզրահանգման գալու ողջ հետազոտական գործընթացի ընթացքում միաժամանակ

օգտագործվում են տնտեսագիտության, հատկապես՝ ֆինանսների (կորպորատիվ և հանրային), ֆինանսական մենեջմենթի, հաշվապահական հաշվառման (հարկային, ֆինանսական և կառավարչական հաշվառումների) և աուդիտի, ինչպես նաև ֆինանսական իրավունքի մասնագիտական ոլորտներում հատուկ գիտելիքների ընձեռած ժամանակակից բոլոր հնարավորությունները:

Այն ապացուցողական իրավունքի ինստիտուտ է և կարող է օգնել կողմերին՝ իրավապահ մարմիններին, դատարաններին, ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց պարզելու կամ հերքելու իրավախախտումների փաստերը: Համաձայն Հայաստանի Հանրապետության քրեական դատավարության օրենսգրքի 59-րդ հոդվածի 1-ին մասով սահմանված փորձագետի վերաբերյալ ներկայացված առանձնահատկությունների. «Փորձագետը վարույթի առարկայով չչափազրգոված այն անձն է, որը հատուկ գիտելիքների կամ հմտությունների օգտագործմամբ օժանդակում է վարույթին ...»: Հարկ է նաև նշել, որ նշված հոդվածի համաձայն՝ քրեական վարույթին ՀՀ իրավունքի կամ միջազգային իրավունքի հարցերով փորձագետ չի ներգրավվում:

Ըստ Պ.Կ.Պոշյունասի՝ «Փորձաքննությունը էական հանգամանքներ հիմնավորելու նպատակով իրականացվող ինքնուրույն հետազոտություն է, որոնց պարզման համար պահանջվում են հատուկ գիտելիքներ, այլ ոչ թե վերահսկողական գործողություններ՝ կապված ստուգման եզրահանգումների հետ: Փորձաքննության միջոցով ստուգվում է հետաքննական վարկածը, այլ ոչ թե ստուգողի պնդումները որպես այդպիսին»<sup>21</sup>:

---

<sup>21</sup> Пашюнас П. К., Применение бухгалтерских познаний при расследовании и предупреждении преступлений (фрагменты), Вестник университета имени О.Е. Кутафина, 7/2018 (Пошюнас П.К., Применение бухгалтерских познаний при расследовании и предупреждении преступлений, Вильнюс: Минтис, 1977г.-60с.) <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-buhgalterskih-poznaniy-pri-rassledovanii-i-preduprezhdenii-prestuplenii-fragmenty>.

Ի լրումն վերը ներկայացվածի, հարկ է նշել, որ *փորձագետի եզրակացությունը*, *փորձագետի կարծիքը*, *փորձագետի ցուցմունքը* քրեական վարույթում ապացույցի տեսակներ են համարվում, իսկ վարչական դատավարությունում՝ փորձագետի եզրակացությունը (կարծիքը), քաղաքացիական դատավարությունում՝ փորձագետի եզրակացությունը: Եթե փորձագետի եզրակացությունը թերի կամ անորոշ է, կարող է նշանակվել լրացուցիչ փորձաքննություն: Իսկ եթե փորձագետի եզրակացությունը հիմնավորված չէ, հանձնաժողովային փորձաքննություն կատարած փորձագետները չեն հանգել միասնական հետևության, անթույլատրելի են ճանաչվել փորձաքննության ընթացքում օգտագործված ապացույցները, կամ խախտվել է փորձաքննության կատարման կարգը, դատավարական կանոնները, փորձագետի եզրակացությունն անարժանահավատ է կամ ոչ հիմնավոր, կամ առկա են հակասություններ մի քանի փորձագետների եզրակացություններում, ապա նախաձեռնողը (քննիչի կամ դատարանի որոշմամբ) նշանակում է *կրկնակի* փորձաքննություն՝ դրա կատարումը հանձնարարելով մեկ այլ փորձագետի: Հետազոտության բարդությունից ելնելով՝ նշանակվում է *հանձնաժողովային* (հանձնարարվում է նույն փորձագիտական բնագավառի փորձագետների) և *համալիր* (հանձնարարվում է տարբեր փորձագիտական բնագավառների փորձագետների) փորձաքննություններ: Անհրաժեշտ հետազոտություններ կատարելուց հետո փորձագետը կազմում է գրավոր եզրակացություն: Եթե առաջադրված հարցերը դուրս են փորձագետի հատուկ գիտելիքների և հմտությունների շրջանակներից, կամ ներկայացված նյութերը բավարար չեն այդ հարցերին պատասխանելու համար, ապա փորձագետի եզրակացությունում պետք է արտացոլվեն այդպիսի հարցերին պատասխանելու անհնարինության մասին հիմնավորումներ<sup>22</sup>:

---

<sup>22</sup> ՀՀ քրեական դատավարության օրենսգրքի 86-րդ, 257-րդ, 258-րդ և 259-րդ հոդվածներ, ՀՀ վարչական դատավարության օրենսգրքի 25-րդ, 40-րդ

Ընդհանուր առմամբ, տնտեսագիտական փորձաքննությունն առնչվում է տնտեսվարող սուբյեկտի ֆինանսական գործունեության հետ կապված խնդիրներին, բյուջեի հետ ֆինանսական հարաբերությունները կարգավորող օրենսդրության խախտումներին, պետական գնումների գործընթացի չարաշահումներին, առևտրային կազմակերպությունների բաժնետոմսերում կամ բաժնեմասերում ներդրումների հետ կապված գործարքներին, կազմակերպության կապիտալին և շահույթի բաշխմանը, պետության և տեղական ինքնակառավարման մարմինների, ինչպես նաև արտասահմանյան ընկերությունների մասնակցությամբ համատեղ կանոնադրական կապիտալով կազմակերպությունների կողմից շահաբաժինների վճարմանը և ֆինանսական տարբեր բնույթի գործարքներին, որոնց վերաբերյալ քաղաքացիական և վարչական դատավարական գործընթացներում, ինչպես նաև իրավապահ մարմինների կողմից հարուցած քրեական վարույթի շրջանակներում նախաձեռնողների կողմից տնտեսագիտական (ֆինանսատնտեսագիտական և դատահաշվապահական) փորձաքննություններ են նշանակվում:

Այդուհանդերձ, ի հավելումն վերը ներկայացվածի, հարկ է ամփոփ կերպով ներկայացնել ֆինանսական վերահսկողություն իրականացնող անձանց նպատակների հետևյալ շրջանակը.

ա) պետական մարմինների ստուգման նպատակը՝ ներկայացված հաշվարկների և հաշվետվությունների արժանահավատությունը պարզելն է,

բ) աուդիտորի ստուգման նպատակը՝ ֆինանսական հաշվետվությունների օրենսդրությանը համապատասխան կազմված լինելը պարզելն է,

գ) հետազոտողի (օրինակ՝ տնտեսագետ փորձագետի) կողմից ստուգման նպատակը՝ ապացուցողական ելակետային տվյալների հիմնավորվածությունը պարզելն է:

**Աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության համեմատական վերլուծությունը<sup>23</sup>**

<b>Գործա- նույթներ</b>	<b>Աուդիտ</b>	<b>Ֆինանսական ստուգում</b>	<b>Տնտեսագի- տական փորձաքննու- թյուն</b>
<p><b>Վերահսկողու- թյան նպա- փակը</b></p>	<p>Ուսումնասիրման արդյունքում կազմակերպությունների կողմից ներկայացվող ֆինանսական հաշվետվությունների հավաստիությունն ու արժանահավատությունը պարզելը, կատարված ֆինանսական սխալներն ու անհամապատասխանությունները վերլուծելը և վերհանելը, ինչպես նաև կազմակերպության ղեկավարությանը առաջարկություններ (խորհրդատվություն) ներկայացնելը՝ հայտնաբերված խախտումները վերացնելու, հետագա սխալները կանխարգելելու ուղիների վերաբերյալ:</p>	<p>Ստուգման արդյունքում տարբեր կազմակերպություններում ֆինանսական չարաշահումներ հայտնաբերելը, ֆինանսական, հարկային ու այլ հաշվետվությունների և հաշվարկների կազմման արժանահավատությունը, սահմանված ժամկետներում ներկայացնելը, ինչպես նաև հարկային, մաքսային ու այլ ոլորտներին վերաբերող իրավական ակտերին համապատասխանությունը, նաև ֆինանսական միջոցների ոչ արդյունավետ և ոչ նպատակային օգտագործումը պարզելն է:</p>	<p>Հետազոտության արդյունքում հետաքննության կամ դատարանի միջոցով փորձաքննությանը տրամադրված փաստաթղթերում ամփոփված տնտեսագիտակա ն բնույթի տեղեկատվության վերաբերյալ օրենսդրության խախտումների փաստերն ու հանգամանքները՝ տնտեսական հանցագործություններով քրեական, քաղաքացիական և վարչական դատական վարույթներով ապացույցներ ստանալու նպատակով պարզելն (բացահայտելն) է:</p>

<sup>23</sup> Մամիկոնյան Կարեն, Գալստյան Էդուարդ, Աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության համեմատական վերլուծությունը ֆինանսական վերահսկողության իրականացման համատեքստում. ՀՀ ԳԱԱ ՓԱԲ-ԴՓԲՀՀ 8.2022, էջեր՝ 83-97:

<b>Վերահսկողության փաստաթղթերը</b>	Աուդիտորն ինքն է ընտրում փաստաթղթերի տեսակը և քանակը, սակայն պատվիրատուն կարող է սահմանափակ քանակով տվյալներ տրամադրել:	Ստուգող անձն ինքն է ընտրում փաստաթղթերի տեսակը և քանակը, իրավունք ունի պահանջելու ցանկացած փաստաթղթեր, որոնք անմիջականորեն առնչվում են իր իրավասության շրջանակներում իրականացվող ստուգման նպատակներին, իսկ կազմակերպությունը պարտավոր է տրամադրել դրանք:	Փորձագետը հետազոտում է նախաձեռնողի կողմից տրամադրված փաստաթղթերը (կտրոններ), կարող է օգտվել նաև նախաձեռնողի կողմից տրված հետաքննությանը վերաբերող այլ նյութերից:
<b>Հրապարակայնությունը</b>	Ներքին աուդիտը պարտավոր է պահպանել եզրակացության գաղտնիությունը, իսկ պարտադիր աուդիտի պարագայում՝ հանրային հետաքրքրություն ներկայացնող կազմակերպության դեպքում հրապարակային է:	Օրենքով կարող է նախատեսվել հրապարակայնություն:	Հրապարակային չէ:
<b>Վերահսկողության իրականացման հիմքը</b>	Կատարվում է պատվիրատուի պահանջով կամ օրենքով նախատեսված դեպքերում:	Վերահաս կամ դրա իրավասությունը ունեցող կազմակերպության կողմից, պլանավորած կամ հանկարծակի:	Քրեական կամ դատական վարույթի շրջանակներում:
<b>Ստորագրությունը</b>	Ստորագրում է աուդիտի ներկայացուցիչը:	Ստորագրվում է ստուգողի և ստուգվողի ներկայացուցիչների կողմից, (ղեկավար, հաշվապահ և այլն);	Ստորագրում է փորձագետը:
<b>Վերհսկողության իրականացման ժամկետները</b>	Աուդիտի իրականացման ժամկետները որոշվում է պայմանագրով:	Ժամկետները կանոնակարգված է «Հայաստանի Հանրապետությունում ստուգումների կազմակերպման և անցկացման մասին» ՀՀ օրենքի 4-րդ հոդվածով:	Իրականացվում է որոշմիտ ժամկետներում կապված է փորձաքննությանը տրամադրված փաստաթղթերի ծավալից և առաջադրված հարցերի քանակից:

<b>Վերահսկողության արդյունքների հիմնավորումը և պատասխանատվությունը:</b>	Արտաքին աուդիտի պարագայում պատասխանատվություն կրում է պայմանագրով նախատեսված դեպքերում, իսկ ներքին աուդիտի պարագայում պատասխանատվությունը սահմանվում է ղեկավարի համապատասխան հրամանով:	«Հայաստանի Հանրապետությունում ստուգումների կազմակերպման և անցկացման մասին» ՀՀ օրենքի 11-րդ հոդվածի համաձայն կրում է պատասխանատվություն:	ՀՀ քրեական օրենսգրքի 504-րդ հոդվածի համաձայն կրում է պատասխանատվություն:
-------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------

Այսպիսով, ֆինանսական վերահսկողության նպատակն ավելի կոնկրետ արտահայտված է վերահսկողության իրականացման առումով ուսումնասիրման, ստուգման և հետազոտության կատարման առաջադրանքներում, մինչև այն ժամանակ՝ նպատակի իրագործումը կախված է վերահսկողության խնդիրների ճիշտ ձևակերպումից: Վերջիններս պետք է ընդունել որպես սահմանված իրավական նորմերի համապատասխանության համատեքստում տվյալ վերահսկվող օբյեկտի գործունեության և վարքագծի վերահսկելիություն:

## **§2. Տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտության կիրառական հատուկ մեթոդները**

Տնտեսագիտական հետազոտության մեթոդաբանության շրջանակները բավականին ընդլայնված են: Առաջադրված ֆինանսական հետազոտության կոնկրետ խնդիրների համար անհրաժեշտ է կառուցել տարբեր մեթոդների և գործիքակազմերի հաջորդական կիրառման որոշակիացված համակարգ, որն իրենից ներկայացնում է «հետազոտության մեթոդաբանությունը», և հետևաբար, գործնականում այն թույլ է տալու ապահովել միասնական մեթոդական մոտեցում՝ միատիպ խնդիրների լուծման համար<sup>24</sup>:

<sup>24</sup> Մամիկոնյան Կ.Հ., Ձեռնարկատիրական գործունեություն և ֆինանսներ: Ուսումնամեթոդական ձեռնարկ /Եր.: 2019.- 138 էջ/, էջ 77:

Համարվում է, որ տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտություններում օգտագործվում են՝ ընդհանուր գիտական, միջճյուղային և հատուկ մեթոդներ:

*Ընհանուր գիտական մեթոդներն են՝* անալիզ-սինթեզ, ինդուկցիա-դեդուկցիա, համանմանություն, մոդելավորում, վերացականություն, կոնկրետացում, համադրում, համակարգային և ֆունկցիոնալ-համակարգային վերլուծություն և այլն:

*Միջճյուղային մեթոդներն են՝* նորմատիվ-իրավական կանոնակարգում, տեղեկատվական մոդելավորում:

*Ինչ վերաբերում է հատուկ մեթոդներին,* ապա ստորև փորձ է արվել հակիրճ կերպով ներկայացնել տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտություններում գործնականում առավել հաճախ կիրառվող հատուկ մեթոդներից որոշների բնութագիրը.

1. *Փաստաթղթային ստուգման (ըստ ձևի և բովանդակության)* մեթոդը կառուցված է փաստաթղթերի տնտեսական և իրավական համալիր գնահատանի վրա: Առանձին փաստաթղթերի հետազոտման ժամանակ իրականացվում է՝ ըստ ձևի, նորմատիվային և թվաբանական հետազոտման եղանակների կիրառմամբ ստուգում: Բազմաթիվ փոխկապակցված փաստաթղթերի հետազոտման ժամանակ իրականացվում է փաստաթղթերի փոխադարձ ստուգում, փաստաթղթերով հաշվառման գրանցումների վերականգնում, գործառնությունների ժամանակագրական վերլուծություն, փաստաթղթերի համեմատական վերլուծություն, ինքնարժեքի հետ հաշվարկի եղանակ, մնացորդների համեմատական հսկողություն և այլն: Այս մեթոդն իր բնույթով փաստաթղթերի կազմման, վավերապայմանների լրացման ճշտության, հաշվապահական թղթակցությունների փաստաթղթային հիմնավորման ստուգում է: Փաստաթղթային ստուգման նպատակը տնտեսական գործառնությունների վերաբերյալ փաստաթղթերի իսկության, կազմման հիմնավորվածության և ճշտության, նաև հաշվապահական հաշվառման գրանցամատյաններում գրանցումների՝ սկզբնական փաստաթղթերի տվյալներին համապատասխանության պարզումն է:

2. *Նորմատիվային ստուգման* մեթոդի դեպքում պետք է տարբերակել երկու ուղղություններ.

1) տնտեսագիտական գործառնությունների՝ նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված դրույթներին համապատասխանության ստուգում,

2) հումքի, նյութերի նորմավորված ծախսումների, գնագոյացման մեխանիզմների կիրառության, ինչպես նաև տնտեսագիտական բնույթի առանձին գործառնությունների նորմավորման և ստանդարտացման ստուգում:

3. *Փաստացի վերստուգման մեթոդն* ուղղված է աշխատանքների կատարողականի, որակի և գույքի առկայության ստուգմանը, որոնց վերաբերում է՝ զննումը, գույքագրումը, հումքի վերահսկողական մուտքն արտադրություն, արտադրանքի քանակի հսկողական թողարկումը, հսկողական գնումը, չափումը, լաբորատոր վերլուծությունը, ուսումնասիրությունը և այլն:

3. *Տնտեսական վերլուծության* մեթոդը հիմնված է տեխնիկատնտեսական համակարգի փոխկապակցված ցուցանիշների ոչ հակասական լինելու սկզբունքի վրա (արտադրանքի ինքնարժեքի, վաճառքի գնի, շահույթի և շահութաբերության և այլն): Իր մեջ ներառում կազմակերպության հաշվետվությունների ճշմարտացիության ստուգման և վերլուծության համար կիրառվող եղանակները:

4. *Հաշվապահական վերլուծության* մեթոդը հիմնված է կազմակերպության հաշվապահական հաշվառման վարման կրկնակի գրանցման սկզբունքի, ինչպես նաև հաշվային պլանի կիրառման հրահանգով նախատեսված տնտեսական գործառնությունների համապատասխան դասկարգման տնտեսագիտական բովանդակության արտացոլման սկզբունքների կիրառման, ինչպես նաև փաստաթղթաշրջանառության, հաշվապահական հաշվեկշռի, հաշվետվողականության, գնահատման, չափման, կալկուլյացիայի վրա: Այս մեթոդի կիրառմամբ պարզվում է, թե պահպանվե՞լ են արդյոք հաշվեկշռային, եկամուտների, ծախսերի, կառավարչական և արտահաշվեկշռային

հաշվառման հաշիվների թղթակցությունների իրականացման կանոնները, այդպիսով՝ բացահայտելով աղավաղումները և այդ խախտումների հետևանքների արտացոլումը կազմակերպության հաշվեկշռում և ֆինանսական առանձին հաշվետվություններում:

5. *Մաթեմատիկական ստուգման մեթոդն* իրենից ներկայացնում է հաշվառման և հաշվետվողականության քանակագումարային տեղեկատվության տնտեսամաթեմատիկական մշակման եղանակների ամբողջություն: Առավել կիրառական է համարվում է թվաբանական ստուգումը: Այս ստուգման բնույթը տնտեսագիտական ցուցանիշների կրկնակի մաթեմատիկական մշակումն է (գումարներ, վերջնարդյունքներ, բաժանարարներ, տոկոսներ, միջին մեծություններ, բացարձակ և հարաբերական ցուցանիշներ և այլն):

6. *Հանդիպական ստուգման (ըստ փաստաթղթերի բովանդակության*. մեթոդն իրենից ներկայացնում է նույն բնույթի փաստաթղթի տարբեր նմուշների համեմատություն: Այդօրինակ նմուշներ կարող են վերցվել նույն կազմակերպության տարբեր ստորաբաժանումներից (օրինակ՝ ապրանքներն ուղեկցող թերթիկ կամ ապրանքային բեռնագիր, պահեստի ապրանքագիր և այլն) կամ պայմանադիր կազմակերպությունից (օրինակ՝ հաշվարկային փաստաթուղթ, գնորդի պատվերի ապրանքագիր, իսկ երկրորդ նմուշը՝ մատակարարից և այլն), ինչպես նաև կարող են տրամադրվել բանկի քաղվածքների, անդորրագրերի և կազմակերպության վճարման հանձնարարագրերի ու օրդերների նմուշներ: Այդպիսի համեմատության նպատակը համապատասխան փաստաթղթերի ամբողջական բովանդակության պարզումն է: Հանդիպական մեթոդի կիրառությունը թույլ է տալիս բացահայտել հաշվապահական հաշվետվողականության աղավաղումները և դրանց արտացոլումը տնտեսվարող սուբյեկտի կողմից վարվող ֆինանսական հաշվառման մեջ:

7. *Հաշվեկշռային փոխկապակցվածության (հաշվեկշռային մնացորդների կապերի հետազոտություն)* մեթոդը հիմնված է տրամաբանական սկզբունքների փոխկապակցվածությամբ, ոչ

հակասական և հաջորդականության սկզբունքով, հաշվառման և հաշվետվողականության մեջ բոլոր տնտեսական գործառնությունների ճիշտ արտացոլման վրա: Մեթոդը կիրառվում է մեկ կամ մի քանի փոխկապակցված ցուցանիշների խմբերի փոխհարաբերությունների հետազոտության դեպքում, որոնց վերջնարդյունքները պետք է միմյանց հավասար լինեն: Դիտարկվող փոխկապակցվածությունները երևում են սինթետիկ և անալիտիկ հաշվառման գրանցամատյաններում կոնկրետ առանձնացված գործառնությունների հավասար գումարներով, շրջանառության հաշիվների վերջնարդյունքների հավասար գումարով և կոնկրետ ժամանակահատվածի դրությամբ շարունակական մնացորդների մեծություններով: Ընդհանրացված է համարվում հաշվապահական հաշվեկշռի ակտիվների և պասիվների վերջնարդյունքների հավասարությունը:

8. *Հաշվեկշռի ուղղահայց վերլուծության (անուղղակի) մեթոդի* հիմքում ընկած է հարաբերական մեծությունների տեսքով հաշվապահական հաշվետվողականության գաղափարը՝ ընդհանրացված վերջնարդյունքների ցուցանիշների համակարգի բնորոշմամբ: Մեթոդի կիրառությունը առավել նպատակահարմար է տնտեսվարող սուբյեկտի շահույթի կամ վնասի (եկամուտների և ծախսերի) կառուցվածքի հետազոտության դեպքում:

9. *Հաշվեկշռի հորիզոնական վերլուծության (անուղղակի) մեթոդի* իմաստը կայանում է վերլուծական աղյուսակների կառուցման մեջ, որտեղ բացարձակ ցուցանիշները լրացնում են հարաբերականներին: Հաշվեկշռի տվյալները որևէ ժամանակահատվածի դրությամբ ընդունվում են 100 տոկոս, այնուհետև կառուցվում են հոդվածների դինամիկ շարքեր և հաշվեկշռի մի քանի հարակից ժամանակահատվածներով բաժանումներ՝ իր բազիսային նշանակության նկատմամբ տոկոսներով արտահայտված: Հաշվեկշռի ուղղահայաց և հորիզոնական վերլուծությամբ կարելի է ընդհանուր պատկեր ստանալ կազմակերպությունների ակտիվների և դրանց գոյացման աղբյուրների

կառուցվածքում որակյալ փոփոխությունների տեղայնացումների հետ կապված:

10. *Վերլուծական գործակիցների հաշվարկի համակարգի և դրա տնտեսագիտական մեկնաբանության (անուղղակի) մեթոդն* իրենից ներկայացնում է մի շարք գործակիցների հաշվարկների իրականացում, որոնք թույլ են տալիս պարզել կազմակերպության ֆինանսատնտեսագիտական գործունեության բավականին մանրամասն առանձնահատկությունները: Նման ցուցանիշների համակարգը, որպես կանոն, ներառում է իր մեջ գործակիցներ, որոնք արտացոլում են կազմակերպության գույքային պոտենցիալը, իրացվելիությունը, վճարունակությունը, ֆինանսական կայունությունը և այլն:

### **§3. Պետությանը պատճառված վնասի հետազոտությունը տնտեսագիտական փորձաքննությունների շրջանակներում**

Դատատնտեսագիտական փորձաքննությունը՝ կատարված տնտեսական գործառնությունների ստուգման տեսանկյունից, ապացուցողական ելակետային տվյալների հիմնավորվածության պարզման գործընթաց է, որն իրականացվում է առևտրային կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեության հետ կապված խնդիրների, բյուջեի հետ ֆինանսական հարաբերությունները կարգավորող օրենքների, ապրանքներ մատակարարողների և գնորդների, ծառայություններ մատուցողների, աշխատանքներ կատարողների և դրանք ստացողների (ընդունողների) միջև պայմանագրային պարտավորությունների կատարման, արժեթղթերում կամ բաժնեմասերում (փայերում) ներդրումների, շահութաբաժինների վճարումների, ինչպես նաև ոչ առևտրային կազմակերպությունների և տեղական ինքնակառավարման մարմինների ֆինանսական գործառույթները վարույթն իրականացնող մարմնի կողմից հետաքննության իրականացման և դատարանների կողմից որոշումների կայացման նպատակով:

Տնտեսական հանցագործություններ են համարվում հաշվապահական հաշվառման կազմակերպման և վարման վերաբերյալ գործող իրավական ակտերի պահանջների չպահպանմամբ կատարված տնտեսական գործառնությունների և հաշվետվողականության սկզբունքների խախտումները, որոնք արտացոլվում են տնտեսական վեճերում, հարկերի հաշվարկման և վճարման կարգերում, շահադիտորեն կատարված ֆինանսական խարդախություններում, ինչպես նաև՝ ապօրինի ձեռնարկատիրական գործունեությունը, հարկային և վարկային հանցագործությունները, կանխամտածված սնանկությունը, աշխատավարձի սխալ հաշվարկումը և անհիմն չվճարումը, ֆինանսական արդյունքների կեղծումը, ֆինանսական հաշվետվությունների սխալ կամ անփութորեն կազմումը, պաշտոնեական դիրքի չարաշահումը, գույքի հափշտակությունը և այլն:

Տնտեսական գործունեության ոլորտում հանցագործությունների առանձին տեսակների հետազոտության մեթոդիկաների զարգացման միտումները պայմանավորված են հիմնականում օրենսդրության մեջ պետության զարգացման տնտեսական հայեցակարգի և նոր տնտեսական գործիքների ձևավորմամբ<sup>25</sup>:

Դատատնտեսագիտական փորձաքննության խնդիրների շրջանակն ընդարձակ է: Հիմնական նպատակը, որպես կանոն, հետաքննությանը կամ դատարանին տնտեսական տեղեկատվության կանխամտածված խեղաթյուրման փաստերի և հանգամանքների բացահայտումներ ներկայացնելն է: Հետաքննչական իրավունքը պահանջում է նաև տնտեսագետներին լուծել հիմնականում իրավիճակային խնդիրներ, ինչը սերտորեն փոխկապակցված է սկզբնական հաշվապահական հաշվառման փաստաթղթերի հետազոտության և արտացոլված գործարքների վերաբերյալ տեղեկատվության վերլուծության հետ: Հարկ է նշել,

---

<sup>25</sup> Посельская Л. Н., Правовое и организационное обеспечение расследования преступлений в сфере экономики // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. – 2011., № 2, էջ 173:

որ ՀՀ օրենսդրությունը սահմանում է փորձաքննության արդյունքների գնահատման և կիրառման սկզբունքները, փորձագիտական եզրակացությունը որպես գործի ապացույց, ինչպես նաև հստակորեն որոշում և սահմանափակում է դատական փորձաքննության իրականացման ընթացքում դատավարության մասնակիցների իրավունքներն ու պարտականությունները:

Տնտեսագիտական փորձաքննությունը ոչ միայն տնտեսագիտության, այլ նաև գործնական ձեռքբերումների հիման վրա մշակված որոշակի հաշվարկավերլուծական մեթոդներով կատարվող փորձագիտական հետազոտություն է, որն ավարտվում է արդյունքների ամփոփմամբ և հետևություններով: Տնտեսագիտական փորձաքննությունը բացահայտում է կոնկրետ գործառնությունների և գործընթացների միջև եղած պատճառահետևանքային հարաբերությունները, որոնք դարձել են դատական կամ քննչական վարույթ իրականացնող մարմինների կողմից քննության օբյեկտներ:

Դատատնտեսագիտական փորձաքննությունների կատարման ժամանակ պետությանը (համայնքներին) պատճառված վնասի մեծության հաշվարկման համար հիմք են հանդիսանում պետական բյուջեի հետ ֆինանսական փոխհարաբերությունների կատարումը կարգավորող հարկերի, տուրքերի, վճարների մասին օրենսդրության խախտումները (ինչի հետ կապված հարկ վճարողի կողմից թաքցվել է հարկման օբյեկտը կամ հարկման բազան կամ դրանք պակաս են ցույց տրվել կամ հարկերը ճիշտ չեն հաշվարկվել կամ դրանք չեն վճարվել կամ հարկային մարմին հսկողական լիազորություններ վերապահող իրավական ակտերի այլ պահանջներ չեն կատարվել), պայմանագրային պարտավորությունների կատարումը, ներդրումների հետ կապված գործարքները, ստացված շահույթի բաշխումը, տարբեր ֆինանսական գործառնությունները, որոնց տվյալներն արտացոլվում են սկզբնական հաշվապահական հաշվառման փաստաթղթերում, ֆինանսական հաշվետվություններում, հար-

կային հաշվարկ-հաշվետվություններում և ֆինանսական գործարքները հիմնավորող այլ փաստաթղթերում, իսկ համայնքներում՝ նաև ավագանու որոշումները և համայնքի ղեկավարի հրամանները:

Թերևս պայմանավորված այն հանգամանքով, որ պետությանը պատճառված վնասը կարող է առաջանալ օրենսդրության, հաշվապահական գործող նորմերի, հարկերի հաշվարկման և վճարման կանոնների, ապօրինի ձեռնարկատիրական գործունեության, կանխամտածված սնանկության, պաշտոնեական դիրքի չարաշահումների, այլ խախտումների և անփութության հետևանքով, պետությանը պատճառված վնասի մեծության հաշվարկման համար գոյություն չունի միասնական հաշվարկման մեթոդիկա: Վնասի հաշվարկման համար անրաժեշտ է կատարել պատճառված վնասի բնույթին և տեսակին համապատասխան օրենսդրական ակտերի ամբողջական ուսումնասիրություն և վերլուծություն, ինչպես նաև դրանց կիրառմամբ հասցված վնասի չափի հիմնավորում: Հարկ է նշել, որ պետության պատճառված վնասը կարող է արձանագրվել նաև պետական բաժնեմասնակցությամբ ընկերություններում բաց թողնված օգուտի (չստացված եկամտի) պարագայում:

Պետությանը պատճառված վնասի չափի հետազոտության շրջանակներում իրականացվում է հաշվապահական հաշվառման և այլ փաստաթղթերի ուսումնասիրություն: Հաշվապահական հաշվառման փաստաթղթերը ներառում են սկզբնական հաշվապահական հաշվառման փաստաթղթերը, գրանցամատյանները, հարկային և ֆինանսական հաշվարկ-հաշվետվությունները: Սկզբունքայնորեն, սկզբնական հաշվառման փաստաթղթերում պարունակվող տեղեկատվության անհամապատասխանությունը ֆինանսական հաշվետվություններին, սինթետիկ և անալիտիկ հաշվառման առումով, թույլ է տալիս բացահայտել պատճառված վնասի ձևը, օրինակ՝ կանխամտածված, թյուրիմացաբար կամ անփութության արդյունքում:

Ինչպես նշվեց պետությանը պատճառված վնասի մեծության հաշվարկման համար գոյություն չունի միասնական հաշվարկման

մեթոդիկա, սակայն գործող օրենսդրության տեսանկյունից կարելի է առանձնացնել (խմբավորել) որոշ ոլորտներ, որտեղ պետությանը պատճառված վնասի հաշվարկման համար, ելնելով տվյալ ոլորտի առանձնահատկություններից, կան որոշակի ընդհանրություններ, մասնավորապես՝ հարկային և մաքսային, համայնքների գործունեության, շինարարության, գնումների գործընթացի, կանխամտածված սնանկության<sup>26</sup> և այլն: Ստորև ներկայացվել է տարբեր ոլորտներում պետությանը պատճառված վնասի հետազոտության մեթոդաբանական հիմնական մոտեցումները:

*Հարկային և մաքսային* օրենսդրության տեսանկյունից պետությանը պատճառված վնաս է համարվում հիմնականում հաշվարկված հարկերը պետական բյուջե չվճարելը կամ ուշացումներով վճարելը, սահմանված փաստաթղթեր չկազմելով կամ սահմանված կարգի կոպիտ խախտմամբ դրանք կազմելով կամ վարելով հարկային մարմին ներկայացրած հաշվարկներում, հայտարարագրերում ակնհայտ կեղծ տվյալներ մտցնելով և ծախսերի ուռճացմամբ հարկ վճարողների կողմից հարկային և մաքսային օրենսդրությամբ սահմանված վճարների դրույքաչափերի և հարկման շրջանառության նվազեցումը, ինչպես նաև օրենքով սահմանված կարգով պետական գրանցում չունեցող կամ հարկային մարմնում չհաշվառված անձանց կողմից ապօրինի ձեռնարկատիրական գործունեությամբ զբաղվելը, լիցենզավորման ենթակա գործունեությունն առանց լիցենզիայի իրականացնելը և այլն<sup>27</sup>:

Վեր նշված խախտումների արդյունքում պետությանը պատճառված վնասի մեծության հաշվարկման համար անհրաժեշտ է հետազոտել հարկ վճարողների կողմից իրա-

---

<sup>26</sup> Ի դեպ, ըստ ՀՀ քրեական օրենսգրքի 281-րդ հոդվածի՝ պետությանը պատճառված վնասի հաշվարկում ներառվում է նաև պետական գրանցման, ինչպես նաև հատուկ թույլտվության, լիցենզիայի, թույլտվության տրման, ծանուցման ենթակա գործունեությամբ զբաղվելու իրավունք ձեռք բերելու համար գանձման ենթակա պետական տուրքի չափը:

<sup>27</sup> ՀՀ հարկային օրենսգիրք, բաժին 18:

կանացված գործարքների հետ կապված սկզբնական հաշվապահական հաշվառման փաստաթղթերը, ներառյալ՝ բանկային փոխանցումների հիմքերը (քաղվածքները), կանխիկ դրամով գործարքները, ինչպես նաև ներկայացված հարկային հաշվարկները և ֆինանսական հաշվետվությունները: Այնուհետև, անհրաժեշտ է ստուգել, թե հետազոտվող նյութերում (փաստաթղթերում) ամփոփված տեղեկատվությունն արդյո՞ք ներկայացված է օրենսդրության պահանջներին համապատասխան, ինչպես նաև՝ իրականացնել համապատասխան հաշվարկներ, համադրել սկզբնական հաշվապահական հաշվառման փաստաթղթերում ներկայացված տեղեկատվությունը գրանցամատյաններում կամ հաշվարկ-հաշվետվություններում ամփոփված տեղեկատվության հետ:

*Համայնքների գործունեության* տեսանկյունից պատճառված վնասը հիմնականում պայմանավորված է համայնքների բյուջեներ վճարվող տեղական տուրքերի և վճարների, ինչպես նաև անշարժ գույքի հարկի և փոխադրամիջոցի գույքահարկի հավաքագրման ընթացքում դրույքաչափերի անհիմն սահմանմամբ, համայնքներում տեղական հարկեր, տուրքեր և վճարներ, անշարժ գույքի հարկ և փոխադրամիջոցի գույքահարկ վճարող կազմակերպությունների և ֆիզիկական անձանց քանակների նվազեցմամբ, համայնքին պատկանող հողատարածքների նպատակային նշանակության (կատեգորիաների) անհիմն փոփոխմամբ, հողատարածքների օտարումը և վարձակալությունը օրենսդրական խախտումներով փաստաթղթավորմամբ, համայնքի ավագանու որոշումների կայացմամբ և համայնքի ղեկավարի կողմից հրամանների ոչ օրինաչափ տրմամբ<sup>28</sup>:

Պատճառված վնասի մեծության հաշվարկման համար անհրաժեշտ է ուսումնասիրել և վերլուծել ավագանու որոշումների և համայնքի ղեկավարի հրամանների համապատասխանությունը գործող օրենսդրությանը, օտարված կամ վարձակալության տրված

---

<sup>28</sup> ՀՀ հողային օրենսգիրք, «Տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենք: «Տեղական տուրքերի և վճարների մասին» ՀՀ օրենք, բաժիններ 11 և 12, 3:

հողատարածքների գծով կադաստրային արժեքները, կատեգորիաները և մակերեսները՝ կնքված համապատասխան պայմանագրերով, ինչպես նաև գույքագրել և փաստացի քանակները համեմատել հարկեր, տեղական տուրքեր և վճարներ վճարող ֆիզիկական անձանց և կազմակերպությունների թվի հետ:

*Շինարարության ոլորտում* պետությանը պատճառված վնասը հիմնականում պայմանավորված է շինարարական աշխատանքների համար կազմված նախահաշիվներում ծավալների և նախահաշվային գների ուռճացմամբ, թերացումներով իրականացված նախագծային աշխատանքներով, տեխնիկական հսկիչների կողմից չհիմնավորված կատարողական ակտերի ընդունմամբ, շինանարարական աշխատանքներն անորակ իրականացմամբ, ինչպես նաև փաստացի կատարված շինարարական աշխատանքների՝ նախագծերից և նախահաշվից շեղումներով:

Պատճառված վնասի մեծության հաշվարկման համար անհրաժեշտ է փաստացի կատարված շինարարական աշխատանքները (թաքցված աշխատանքները) համեմատել նախագծանախահաշվային փաստաթղթերի հետ, կատարել չափագրումներ, ուսումնասիրել գործող ստանդարտների հետ օգտագործված շինանյութի որակի համապատասխանությունը, նախահաշվային գները համեմատել տվյալ ժամանակաշրջանում գործող «Շինարարական նյութերի, կոնստրուկցիաների և պատրաստվածքների կողմնորոշիչ գները» տեղեկագրում ներկայացված գների հետ, ինչը կատարվում է տնտեսագիտական, ապրանքագիտական և շինարարատեխնիկական համալիր փորձաքննությունների կատարման ընթացքում:

*Գնումների գործընթացում* պետությանը պատճառված վնասը հիմնականում պայմանավորված է այդ ոլորտում կատարված խախտումներով, մասնավորապես՝ մրցույթներում ոչ հավասար պայմաններ ստեղծելով, տեխնիկական բնութագրերը թերի և ոչ հիմնավոր կազմելով, գնման առարկայի բնութագրերը, հատկանիշները, ձեռքբերման և վճարման պայմաններն ամբողջությամբ և հստակ չնկարագրելով, գնահատող հանձնաժողովի

կողմից ոչ մասնագիտական և կողմնակալ որոշումների կայացմամբ, ինչպես նաև որակավորման չափանիշներին չհամապատասխանող կազմակերպությունների կողմից մրցույթներին մասնակցելու և մրցույթում հաղթելու հանգամանքով<sup>29</sup>: Այս իմաստով, մրցույթում խախտումներով հաղթողների կողմից մատակարարվող ապրանքները, մատուցված ծառայությունները և կատարված աշխատանքները շատ դեպքերում չեն համապատասխանում նախատեսված տեխնիկական պայմաններին, մատակարարման ժամկետներին և որակական պահանջներին: Գնումների ոլորտում պատճառված վնասի մեծության պարզման համար անրաժեշտ է ուսումնասիրել մասնակիցների համապատասխանությունը որակավորման չափանիշներին, մասնավորապես՝ աշխատակիցների մասնագիտական որակավորումները, աշխատանքային փորձը, տեխնիկական հագեցվածությունը և այլն: Մրցույթում հաղթող ճանաչված կազմակերպության գնային առաջարկը նաև պետք է համեմատել տվյալ ժամանակաշրջանում գործող գների հետ, մատակարարված ապրանքները, ինչպես նաև կատարված աշխատանքները և ծառայությունները համադրել փաստացի մատակարարված ապրանքների, կատարված աշխատանքների և ծառայությունների քանակի և որակի հետ:

*Սնանկության ոլորտում* իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց կողմից անվճարունակության պարագայում պետությանը պատճառված վնասը ներառում է հարկերի, այդ թվում՝ հարկվող օբյեկտի համար թաքցված կամ պակաս ցույց տրված, ինչպես նաև առանց լիցենզիայի օրենքով լիցենզավորման ենթակա համարվող գործունեության իրականացման դեպքում լիցենզավորման համար օրենքով սահմանված պետական տուրքի գումարների չվճարմամբ:

Ըստ «Սնանկության մասին» ՀՀ օրենքի՝ պարտապանը կարող է սնանկ ճանաչվել դատարանի վճռով՝ սեփական նախաձեռնությամբ (կամավոր սնանկության դիմում) կամ պարտատիրոջ պահանջով (հարկադրված սնանկության դիմում), եթե պարտա-

---

<sup>29</sup> «Գնումների մասին» ՀՀ օրենք:

պանն անվճարունակ է: Պետությանը պատճառված վնասի որոշման ընթացքում անհրաժեշտ է վերլուծել պարտապանին սնանկ ճանաչելու հիմքերն ու անվճարունակության հատկանիշները<sup>30</sup>: Սնանկության պատճառները և հետևանքները կարող են արտահայտվել ֆինանսական հաշվետվություններում կանխամտածված կերպով ուռճացված չհիմնավորված ծախսերի կամ պակաս ցույց տրված եկամուտների ներկայացմամբ: Այս համատեքստում պարզ է, որ վնասներն առաջանում են պետության նկատմամբ հարկային, բանկերի նկատմամբ վարկային, իսկ գործընկերների նկատմամբ՝ ֆինանսական պարտավորությունների չկատարման հետևանքով:

Այսպիսով, տնտեսագիտական փորձաքննությունը տնտեսական հանցագործությունների քննության ոլորտում ապացույցների հավաքման կարևորագույն միջոց է, որի կատարման ժամանակ կիրառվող հատուկ մեթոդների համալիրը թույլ է տալիս վերհանել ստուգվող կազմակերպության ֆինանսական վիճակի և ֆինանսական գործարքների ընդհանուր պատկերը և փորձագետի եզրակացությունում որպես ապացուցողական բազայի տարր ներկայացնել անհամապատասխանությունների առկայության վերաբերյալ համապատասխան հետևություններ: Ինչ վերաբերում է դատատնտեսագիտական փորձաքննությունների կատարման ժամանակ կիրառվող մեթոդներին ներկայացվող պահանջներին, ապա հաշվի առնելով դատավարական իրավունքի սկզբունքները, դրանց մշակման հիմքում պետք է դրվեն այնպիսի հայեցակետեր, որոնք առնվազն պետք է պարունակեն հետևյալ գիտական և մեթոդական գործիքակազմերը.

1. տեղեկատվության համեմատական վերլուծության մեխանիզմներ, որոնց նպատակն է՝ օբյեկտիվորեն վերհանել ձեռնարկատիրական գործունեության ֆինանսատնտեսագիտական իրական արդյունքների վերաբերյալ անհամապատասխանությունները, հետազոտվող կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվություններում տվյալների անճշտությունների վերհանման մեխանիզմներ,

---

<sup>30</sup> «Սնանկության մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 3:

2. որոշակի ժամանակահատվածի համար ամբողջական և օբյեկտիվ կերպով կազմակերպության եկամտի իրական տնօրինողների վերաբերյալ փաստերի վերհանման գործիքակազմեր,

3. պատճառված վնասի և հաշվապահական ու իրավաբանական փաստաթղթերում ոչ հավաստի տվյալների միջև պատճառահետևանքային տրամաբանական փոխկապակցվածությունների բացահայտման գործիքակազմեր,

4. պետության, ինչպես նաև սեփականատերերին պատճառված վնասի շրջանակներում տնտեսական հանցագործություններ բնորոշող գործողությունների բացասական հետևանքների, այն է՝ ձեռնարկատիրական շահերից ելնելով ապրանքների և սեփականության վաճառքից, կապիտալ ներդրումներից և այլ գործառնական գործունեությունից ստացված եկամտի թաքցված մասի բացահայտման գործիքակազմեր:

Պետությանը պատճառված վնասի կամ բյուջեի միջոցների յուրացման շրջանակներում տնտեսագիտական փորձաքննությունների իրականացման նպատակով առաջարկվող մեթոդական մոտեցումները գիտական գրականության և հատկապես փորձագիտական պրակտիկայի ուսումնասիրության արդյունք են, որոնք, բայց և այնպես, տեսական զարգացման հետ նաև պահանջում են գիտագործնական փորձարկումների համադրումներ: Այս ամենից զատ, հատկանշական է, որ տնտեսությունում տեխնոլոգիական զարգացումներին համընթաց՝ տնտեսական հանցագործությունների արդիականացման պարագայում այս ուղղությամբ հետազոտությունների իրականացման համար կիրառվող արդեն ժամանակավրեպ մեթոդաբանական բազան չի կարող իրեն արդարացնել, հետևաբար անհրաժեշտ է կարևորել պարբերաբար մեթոդիկաների թարմացման, համապատասխանեցման կամ նորերի մշակման առումով դատական փորձագետի գիտամեթոդական և գիտագործնական բնույթի աշխատանքներին<sup>31</sup>:

---

<sup>31</sup> Մամիկոնյան Կարեն, Գալստյան Էդուարդ, Ֆինանսատնտեսագիտական փորձաքննության շրջանակներում պետությանը պատճառված վնասի հետազոտության հարցերի շուրջ. ՀՀ ԳԱԱ ՓԱԲ-ԴՓՔՀՀ 5.2021, էջ 66-73:

### **Գլուխ 3. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ԱՆՎՃԱՐՈՒՆԱԿՈՒԹՅԱՆ ՀԱՏԿԱՆԻՇՆԵՐԻ ՈՐՈՇՈՒՄԸ**

#### **§1. Կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների որոշման տնտեսագիտական փորձաքննության մեթոդաբանության խնդիրները**

Տնտեսական բնույթի հանցագործություններով պայմանավորված քրեական, քաղաքացիական և վարչական դատական վարույթներով ապացույցներ ստանալն, ըստ էության, բովանդակում է ֆինանսական հետազոտության արդյունքում հետաքննության կամ դատարանի միջոցով փորձաքննությանը տրամադրված փաստաթղթերում ամփոփված տնտեսագիտական բնույթի տեղեկատվության վերաբերյալ օրենսդրության խախտումների կամ փաստերի ու հանգամանքների պարզման (բացահայտման) նպատակով անցկացվող տնտեսագիտական փորձաքննության նպատակը: Վերջինս ընդունված է համարել հատուկ գիտելիքների և հմտությունների օգտագործմամբ ֆինանսական հետազոտության իրականացման և գրավոր եզրակացության ու կարծիքի վրա հիմնված գործառույթ: Եվ հատկանշականն այն է, որ փորձագիտական եզրահանգման գալու ողջ հետազոտական գործընթացի ընթացքում միաժամանակ օգտագործվում են տնտեսագիտության, մասնավորապես՝ հանրային և կորպորատիվ ֆինանսների, ֆինանսական մենեջմենթի, հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի, ինչպես նաև ֆինանսական իրավունքի մասնագիտական ոլորտներում հատուկ գիտելիքների ընձեռած ժամանակակից բոլոր հնարավորությունները:

Իրավաբանական անձի անվճարունակության հատկանիշների որոշման դատաֆինանսատնտեսագիտական փորձաքննության ընթացքում ծագած արդի մեթոդական խնդիրների դիտարկումն առաջին հերթին ուղղորդում է նրա ֆինանսական հաշվետվություններում արտացոլված ցուցանիշների վերլու-

ծությանը, որոնք համակարգված կերպով ներկայացնում են կազմակերպության վրա ազդող իրադարձություններն ու նրա կողմից իրականացրած ֆինանսական գործառնությունները թվերի լեզվով:

Նախ հարկ է նշել, որ համաձայն «Հաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքի 8-րդ հոդվածի. «*Կազմակերպության ղեկավարությունը պատասխանատու է հաշվապահական հաշվառումը կարգավորող իրավական ակտերի պահանջներին համապատասխան հաշվապահական հաշվառում կազմակերպելու և ֆինանսական հաշվետվություններ ներկայացնելու համար. նաև սահմանում է կազմակերպության հաշվապահական հաշվառման քաղաքականությունը*»: Իսկ նույն օրենքի 9-րդ հոդվածի համաձայն. «*Գլխավոր հաշվապահը (հաշվապահական ծառայության ղեկավարը կամ լիազոր անձը) պատասխանատու է հաշվապահական հաշվառումն ընդհանուր վարելու և ֆինանսական հաշվետվությունները ժամանակին պատրաստելու համար՝ հաշվապահական հաշվառումը կարգավորող իրավական ակտերի պահանջներին համապատասխան*»<sup>32</sup>:

Ավելորդ է նշել, որ ընկերությունները ֆինանսական հաշվետվությունները ներկայացնում են ընկերության բաժնետերերին, պարտատերերին լրատվության միջոցներին, ինչպես նաև պետական կառավարման համակարգի մարմիններին, իսկ դրանց վիճակի, հավաստիության և ժամանակին ներկայացնելու համար պատասխանատվությունը կրում է ընկերության տնօրենը<sup>33</sup>: Ընկերությունը նաև բաժնետիրոջ պահանջով պարտավոր է վերջինիս տրամադրել ընկերության տարեկան հաշվետվությունների, տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունների և այլ փաստաթղթերի պատճենները<sup>34</sup>: Ի դեպ, հաշվապահական հաշվառման բոլոր փաստաթղթերը (նաև էլեկտրոնային տեղեկատվությունը) կազմակերպության կողմից պահ-

<sup>32</sup> «Հաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենք, 8-րդ և 9-րդ հոդվածներ:

<sup>33</sup> «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 94, 1-ին մաս:

<sup>34</sup> «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 95, 4-րդ մաս:

պանվում են օրենքով սահմանված կարգով և ժամկետներում (ոչ պակաս, քան 5 տարի):

Ընդունված է համարել, որ ֆինանսական հաշվառման նպատակը՝ ֆինանսական հաշվետվություններն օգտագործողներին կազմակերպության գործունեության ֆինանսական արդյունքների, ֆինանսական վիճակի և դրա փոփոխության վերաբերյալ անկողմնակալ տեղեկատվության ապահովումն է, իսկ հարկային հաշվառման նպատակը՝ «Հարկային օրենսգրքի համաձայն հարկերի հաշվարկումը, հարկային հաշվարկներում դրանց արտացոլումը և ամբողջական բյուջե վճարումը:

Սակայն և, ֆինանսական և հարկային հաշվառումների տարբերությունների մասին խոսելիս, անհրաժեշտ է նկատի ունենալ ՀՀ հարկային օրենսգրքով սահմանված հետևյալ դրույթը. «ՀՀ հարկային օրենսգրքի՝ առանձին հարկատեսակներին վերաբերող բաժիններով սահմանված դեպքերում հարկի կամ հարկման բազայի հաշվարկման համար հիմք հանդիսացող հաշվառումն իրականացվում է հաշվապահական հաշվառումը և ֆինանսական հաշվետվությունները կարգավորող օրենքներով և այլ իրավական ակտերով սահմանված դրույթների հիման վրա, եթե ՀՀ հարկային օրենսգրքով չեն նախատեսվում դրանց կիրառության առանձնահատկություններ»<sup>35</sup>: Այս առումով հարկ է նշել, որ ՀՀ հարկային օրենսգրքով այնուամենայնիվ սահմանված են կոնկրետ շահութահարկով հարկման բազան որոշելիս որոշ էական նշանակությամբ հաշվառման առանձնահատկություններ, որոնց դեպքում հարկային և ֆինանսական տարբերակված հաշվառման ուղղություններով ստացվում են միևնույն օբյեկտի հաշվառման վերաբերյալ տարբեր ցուցանիշներ, մասնավորապես՝ ստորև ներկայացվում է հետևյալ առանձնահատկությունները.

1. Հարկային և ֆինանսական հաշվառման առումով շահույթների ու վնասների տարբեր ցուցանիշները: Ի սկզբանե ակտիվների ու պարտավորությունների ճանաչման, չափման

---

<sup>35</sup> ՀՀ հարկային օրենսգրք, հոդված 15, 7-րդ մաս, հոդված 106:

հասկացություններն ու սահմանումները ֆինանսական և հարկային հաշվառումներում տարբերվում են, ինչն ակնհայտորեն հանգեցնում է դրանց հիման վրա հաշվարկված եկամուտների ու ծախսերի, որոնց արդյունքում էլ՝ գոյացող շահույթի ու վնասի հարկային և ֆինանսական առումով տարբեր ցուցանիշների: Ավելին, գործնականում պատահում են դեպքեր, երբ կազմակերպությունը զուտ ֆինանսական հաշվառման տեսանկյունից տարեկան արդյունքներով արձանագրում է վնաս, սակայն, միևնույն ժամանակ, հարկային հաշվառմամբ՝ արձանագրում է հարկվող շահույթ: Օրինակ, երբ կազմակերպությունն ունի արտարժույթով արտահայտված խոշոր կրեդիտորական պարտք, և դրամի նկատմամբ արտարժույթի արժեքը բարձրանալու պարագայում, կատարում է կրեդիտորական պարտքի վերագնահատում՝ տարբերության դրական արդյունքը դիտելով ֆինանսական ծախս, որը սակայն հարկային հաշվառմամբ ծախս չի համարվում, այսինքն նախատեսված չէ ՀՀ հարկային օրենսգրքով<sup>36</sup>:

2. Հիմնական միջոցների մաշվածության հաշվառման հետ կապված տարբեր ցուցանիշները:

1) Համաձայն «Հիմնական միջոցներ» հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՀՀՄՍ) 16-ի 55-րդ կետի (պարագրաֆի). *«Ակտիվի մաշվածությունը սկսում է հաշվարկվել, երբ այն մատչելի է օգտագործման համար, այսինքն՝ երբ այն գտնվում է այնպիսի վայրում և վիճակում, որն անհրաժեշտ է՝ ղեկավարության նախանշած նպատակով այն օգտագործելու համար»*<sup>37</sup>: Իսկ հարկային հաշվառման դեպքում՝ մաշվածությունը կարող է հաշվարկվել ակտիվի սեփականության իրավունքի ծագման պահից, այսինքն՝ տվյալ դեպքում համախառն եկամտից նվազեցվում են ամորտիզացիայի ենթակա, սեփականության իրավունքով պատկանող կամ ֆինանսական վարձակալությամբ

<sup>36</sup> ՀՀ հարկային օրենսգրք, հոդված 112, 1-ին մասի 7-րդ կետ:

<sup>37</sup> «Հիմնական միջոցներ» ՀՀՄՍ 16, 55-րդ կետ:

(լիզինգով) ստացված հիմնական միջոցների և ոչ նյութական ակտիվների ամորտիզացիոն մասհանումների գծով ծախսերը<sup>38</sup>:

2) Համաձայն «Հիմնական միջոցներ» ՀՀՄՍ 16-ի 6-րդ կետի, մաշվածությունը՝ ակտիվի մաշվող գումարի պարբերական բաշխումն է դրա օգտակար ծառայության ընթացքում: Մաշվող գումարն, իր հերթին, ակտիվի ինքնարժեքն է կամ դրան փոխարինող այլ գումար՝ հանած դրա մնացորդային արժեքը<sup>39</sup>: Իսկ հարկային հաշվառման դեպքում՝ մաշվածությունը հաշվարկվում է որպես սկզբնական արժեքի և հիմնական միջոցների առանձին խմբերի և ոչ նյութական ակտիվների համար սահմանված՝ ամորտիզացիոն ժամկետների հարաբերություն<sup>40</sup>:

3) Համաձայն ՀՀՄՍ 16-ի 62-րդ կետի, ակտիվի մաշվող գումարն իր օգտակար ծառայության ընթացքում պարբերական հիմունքով բաշխելու համար կարող են կիրառվել տարբեր մեթոդներ, ներառյալ՝ գծային մեթոդը, նվազող մնացորդի մեթոդը և թողարկված միավորների մեթոդը: Ընտրված մեթոդը հետևողականորեն կիրառվում է մի ժամանակաշրջանից մյուսը, քանի դեռ չկա ակտիվի տնտեսական օգուտների ստացման ակնկալվող մոդելի փոփոխություն<sup>41</sup>: Իսկ ՀՀ հարկային օրենսգրքով՝ հիմնական միջոցների խմբերի նվազագույն ժամկետները հստակ սահմանված են<sup>42</sup>:

4) Ֆինանսական հաշվառման նպատակով տրանսպորտային միջոցի (կամ հաստոցի) մաշվածությունը հաշվարկվում է նվազող մնացորդի մեթոդով՝ հաշվի առնելով այդ ակտիվի տնտեսական օգուտների փոխհատուցման մոդելը: Իսկ հարկային հաշվառման նպատակով՝ հաշվարկվում է գծային մեթոդով՝ հաշվի առած ՀՀ հարկային օրենսգրքով սահմանված պահանջները: Կամ, երբ երկու դեպքում էլ ընտրված մաշվածության մեթոդը գծայինն է,

---

<sup>38</sup> ՀՀ հարկային օրենսգրք, հոդված 121, 1-ին մաս:

<sup>39</sup> «Հիմնական միջոցներ» ՀՀՄՍ 16, 6-րդ կետ:

<sup>40</sup> ՀՀ հարկային օրենսգրք, հոդված 121, 1-ին մասի 1-ին կետ:

<sup>41</sup> «Հիմնական միջոցներ» ՀՀՄՍ 16, 62-րդ կետ:

<sup>42</sup> ՀՀ հարկային օրենսգրք, հոդված 121, 1-ին մասի 3-րդ կետ:

սակայն օգտակար ծառայության ժամկետները՝ տարբեր են: Այսպիսի դեպքերում ստեղծվում է մի այնպիսի իրավիճակ, երբ ակտիվի հաշվեկշռային արժեքը տարբերվում է այդ ակտիվի հարկային նպատակով վերագրվող մեծությունից, այսինքն՝ հարկային բազայից (այն գումարն է, որը ակտիվի հաշվեկշռային արժեքը փոխհատուցելիս, հարկային նպատակով նվազեցվելու է ցանկացած հարկվող տնտեսական օգուտներից<sup>43</sup>):

3. ՀՀ հարկային օրենսգրքով շահութահարկ վճարողի հարկման բազան որոշելիս ծախսերի առանձին տեսակների համար համախառն եկամտից չի նվազեցվում սահմանված չափերը գերազանցող ծախսերը: Մինչդեռ ֆինանսական հաշվառման դեպքում այդ նույն ծախսերը եկամտից կարող են նվազեցվել ամբողջությամբ: Եվ փաստորեն, հարկային հաշվառմամբ կարող են նախատեսված չլինել այնպիսի նվազեցումներ (ծախսեր, կորուստներ և այլ նվազեցումներ), որոնք ֆինանսական հաշվառմամբ ակնհայտորեն դիտվում են ծախս, և այլն: Ներկայացվածից ակնհայտ է դառնում, որ ֆինանսական հաշվառման տեսանկյունից ՀՀՄՍ-ներով սահմանված ծախսերը (ներառյալ կորուստները), և որպես եկամուտների (ներառյալ օգուտների) ու այդ ծախսերի տարբերություն՝ շահույթը կամ վնասը, չեն կարող համընկնել հարկային հաշվառման նույնպիսի ցուցանիշների հետ:

Ի դեպ, ֆինանսական և հարկային հաշվառման տարբերությունների վերաբերյալ հարկ է նշել նաև դրանց ժամանակավոր (որոնք կարող են առաջացնել հարկային հետևանքներ) և մշտական (որոնք հարկային հետևանքներ չեն առաջացնում) տարբերակումների մասին: Ժամանակավոր տարբերությունները ակտիվի (պարտավորության) հավեկշռային արժեքի և դրա հարկային բազայի միջև եղած տարբերություններն են, իսկ մշտական տարբերությունների առանձնահատկությունն այն է, որ հետագա ժամանակաշրջաններում հարկային հետևանքներ, այսինքն՝ հետաձգված հարկեր չեն առաջացնում: Հետաձգված

---

<sup>43</sup> «Շահութահարկեր» ՀՀՄՍ 12, 7-րդ կետ:

հարկային պարտավորությունները և հետաձգված հարկային ակտիվները ժամանակավոր տարբերությունների հետ կապված ապագա ժամանակաշրջաններում՝ մի դեպքում վճարման ենթակա, մյուս դեպքում փոխհատուցման ենթակա շահութահարկերի գումարներն են<sup>44</sup>:

Նկատի ունենալով վերոգրյալը, հարկ է նաև ընդգծել, որ գործնականում կազմակերպությունը տարեկան արդյունքներով կարող է ունենալ սեփականատերերի միջև բաշխման ենթակա ֆինանսական շահույթ, որն էապես տարբերվում է հարկային շահույթից: Հետևաբար, այն տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտությունները, որոնց իրականացման ընթացքում հիմք են ընդունվում միայն հարկային հաշվառմամբ (« հարկային օրենսգրքով նախատեսված պահանջներին համապատասխան») ստացված ակտիվների, պարտավորությունների, կապիտալի, ինչպես նաև եկամուտների, նվազեցումների (ծախսերի, կորուստների) և հարկվող շահույթի արժեքները, առանց հստակ նախանշելու, թե տվյալ ֆինանսական վերլուծությամբ հատկապես ինչ նպատակ է հետապնդվում, առնվազն ճշգրիտ եզրահանգման չեն կարող բերել:

Կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների որոշման դատաֆինանսատնտեսագիտական փորձաքննությունների կատարման ժամանակ կազմակերպության ֆինանսական վիճակի բնորոշումներում իր տեղն ունի նաև «անուղղակիությունը»: Այս առումով հարկ է ընդգծել պետությանը պատճառված վնասի պարզման շրջանակներում կապիտալի կառուցվածքի, արագ իրացվելի ակտիվների, պաշարների, գույքային դրության, ֆինանսական կայունության ու անկախության ցուցանիշների ստացման հետ կապված անուղղակի մեթոդական մոտեցումների կիրառությունը: Այդուհանդերձ, ֆինանսական միջոցների վերլուծության պարագայում տնտեսագիտական գրականության մեջ առաջարկվում է ֆինանսական վիճակը

---

<sup>44</sup> «Շահութահարկեր» ՀՀՄՍ 12, 5-րդ կետ:

գնահատել՝ օգտվելով շրջանառելիության (հաշվարկում մասնակցում է իրացումից հասույթը) և շահութաբերության (հաշվարկում մասնակցում է շահույթը) ցուցանիշներից: Հիմնականում առանձնացվում են իրացվելիության (լիկվիդայնության) և վճարունակության կատեգորիաները, որոնք իմաստային առումով տարբերվում են համապատասխանաբար՝ պարտավորությունների մարման «պոտենցիալ հնարավորության» և դրանց «ժամանակին մարման» բնորոշումներով<sup>45</sup>:

Այսպիսով, ի մի բերելով վերոգրյալը, կարելի է եզրակացնել, որ կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունների և շահութահարկի հաշվարկի պատրաստման համար սահմանված պահանջները, դրանց միջև առկա հաշվառման տարբերությունները ներկայումս միասնական և ընդհանուր ձևավորված մեթոդաբանության բացակայության պատճառով կարող են տնտեսագետ փորձագետին ուղորդել անուղղակի մեթոդական մոտեցումների կիրառության, որի դեպքում էլ ստեղծվում է ֆինանսական վերլուծության իրավիճակային մոտեցման, սահմանված պահանջների յուրովի մեկնաբանության, դրանցում հակասությունների առաջացման, հետևաբար և՛ փորձագիտական հետազոտությունների թերի կատարման խնդիր:

## **§2. Ակտիվների գնահատումը կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների որոշման տնտեսագիտական փորձաքննության կիրառական մեթոդաբանության հիմքում**

Մնանկությունն, ըստ էության, պարտքային ճգնաժամի ծայրահեղ փուլն է, երբ կազմակերպությունն ի վիճակի չէ ժամա-

---

<sup>45</sup> Կարեն Մամիկոնյան, «Կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների դատահաշվապահական փորձաքննության իրականացման կիրառական մեթոդաբանությունը», Դատական իշխանություն, հունվար-փետրվար, 2017 1-2 (211-212), էջ 93:

նակին մարելու իր պարտավորություններն ու վերականգնելու վճարունակությունը՝ ակնկալվող եկամտի սեփական աղբյուրների հաշվին: Անվճարունակության հատկանիշները երևան հանելու համար անհրաժեշտ է, ըստ էության, ժամանակագրական կարգով գնահատել կազմակերպության անընդհատ գործունեություն իրականացնելու հնարավորությունը:

Այդուհանդերձ, տնտեսագիտական փորձաքննության շրջանակներում կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների հետազոտությունը պետք է սկսել երկու ուղղություններով միաժամանակ՝ 1) կազմակերպության պարտավորությունների՝ ըստ գործընկերների կամ ուղղությունների հետազոտություն, 2) եկամտի աղբյուրների, ակտիվների (ֆինանսական հնարավորությունների) հետազոտություն: Ըստ այդմ.

- Անհրաժեշտ է իրականացնել կազմակերպության հաշվեկշռի ընթացիկ և ոչ ընթացիկ պարտավորությունների հետազոտություն՝ դիտարկվող ժամանակահատվածների համար և առանձին գործընկերների կրեդիտորական պարտքերի մնացորդների բացահայտում. ստացված կանխավճարների գծով՝ ըստ մարման, իսկ վարկերի և փոխառությունների գծով՝ վճարման ժամանակացույցերի՝ մայր գումարների, տոկոսագումարների, ժամկետանց գումարների «համադրում» ըստ կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ժամանակահատվածների: Կազմակերպության «անձնական հաշվի քարտերի» (այսուհետ՝ ԱՀՔ), հաշվարկ-հաշվետվությունների, հարկային մարմնի ստուգման ակտերի հետազոտությամբ անհրաժեշտ է դուրս բերել տնտեսվարող սուբյեկտի հարկային պարտավորությունները կոնկրետ ժամանակահատվածի դրությամբ՝ անհրաժեշտության դեպքում իրականացնելով «նորմատիվ-իրավական կանոնակարգում», որից հետո կազմակերպության պարտավորությունները «հստակեցվում» է<sup>46</sup>:

- Կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունների հետազոտման արդյունքում ժամանակագրական կարգով պետք է

---

<sup>46</sup> Шпак Н.М. "Судебная бухгалтерия": учеб. пособие / –КубГАУ, 2016г.–140с, էջ 10:

դուրս բերվեն սեփական կապիտալի տարրերի, իրացումից հասույթի բաղադրիչների, դրանց գծով համախառն մարժայի փոփոխությունների շարժը, ինչպես նաև ըստ տարիների հաշվեկշռի իրացվելիության ցուցանիշները:

- Պետք է ուսումնասիրվեն դեբիտորական և կրեդիտորական պարտքերի անհուսալի ճանաչման և հաշվարկման ուղղությամբ առկա պայմանագրերի կամ համաձայնագրերի կատարման ժամկետները, փոխադարձ նամակագրական և պաշտոնական փաստաթղթերը, պահուսաֆոնդերի ստեղծման և վարման ժամանակագրական հաշվարկները:

Արդյունքում, կառուցելով կազմակերպության համար առկա, ինչպես նաև ստանձնելիք պարտավորությունների և դրանց համապատասխան մարման հնարավորությունների պայմանական ժամանակացույց, հաշվի առնելով նաև ակտիվների վաճառքի գործարքները, նաև այն համաձայնագրերը, որոնց կատարման արդյունքում կազմակերպությունը կարող է լրացուցիչ եկամտի աղբյուրներ ունենալ, հնարավոր է գնահատել ստեղծված անվճարունակության հատկանիշները, ինչպես նաև դրանց ստեղծման նախադրյալները:

Ստեղծված անվճարունակության պայմաններում կազմակերպության ֆինանսատնտեսական իրավիճակի, ղեկավարների կամ պատասխանատու անձանց գործողությունների, ինչպես նաև պայմանադիր կողմերի իրենց պարտավորությունների չկատարման հետևանքների վերլուծությամբ պատճառահետևանքային մոտեցումները դուրս են բերվում կառավարչական հաշվառման սկզբունքների (արտադրական հնարավորությունների գնահատման, ծախսային հոսքերի դասակարգման, արտադրական ծախսումների կամ արտադրանքի ինքնարժեքի կալկուլյացիայի և մարժինալ շահույթի հաշվառման) կիրառությամբ:

Դիտարկվող ժամանակահատվածի որևէ պահի դրությամբ ֆինանսական միջոցների բավարարությունը (վճարունակությունը) վերլուծության է ենթարկվում երկու ուղղություններով. առաջին՝ դրամական միջոցների հոսքերի կառուցվածքի վերլուծություն

(ուղղակի մեթոդ) և երկրորդ՝ ֆինանսական միջոցների վերլուծություն (անուղղակի մեթոդ)<sup>47</sup>:

Դրամական միջոցների հոսքերի վերլուծության պարագայում հետազոտվում են կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունները, դուրս է բերվում դրամական միջոցների շարժը, ժամանակահատվածի պահի դրությամբ դրանց մնացորդը, ինչպես նաև՝ դրանք համադրելով դրամարկային և բանկային հաշիվներով գործառնությունների ու դրանց մնացորդների հետ, գնահատվում է կազմակերպության այդ պահին առկա պարտավորությունների մարման համար ֆինանսական միջոցների բավարարությունը կամ մարման հնարավորությունը:

Ֆինանսական միջոցների վերլուծության պարագայում՝ տնտեսագիտական գրականության մեջ առաջարկվում է ֆինանսական վիճակը գնահատել՝ օգտվելով շրջանառելիության (հաշվարկում մասնակցում է իրացումից հասույթը) և շահութաբերության (հաշվարկում մասնակցում է շահույթը) ցուցանիշներից: Հիմնականում առանձնացվում են իրացվելիության (լիկվիդայնության) և վճարունակության տնտեսագիտական կատեգորիաները, որոնք իմաստային առումով տարբերվում են համապատասխանաբար՝ պարտավորությունների մարման «պոտենցիալ հնարավորության» և դրանց «ժամանակին մարման» բնորոշումներով:

Անուղղակիությունն իր տեղն ունի նաև ֆինանսական վիճակի այլ բնորոշումներում՝ ինչպես օրինակ՝ կապիտալի կառուցվածք, գույքային դրություն, ֆինանսական անկախություն ու կայունություն և այլն:

Օրինակ, հարկային պարտավորությունների մարման հնարավորության վերլուծություն իրականացնելիս, կազմակերպության հաշվապահական հաշվեկշռի բացակայության պարագայում, դիտարկվող հարկային տարիների շահութահարկի

---

<sup>47</sup> Жулега И.А. "Методология анализа финансового состояния предприятия". (монография) 2006г., էջ 18:

հաշվարկների «Ակտիվների և պարտավորությունների հաշվապահական հաշվեկշռային արժեքները և հարկային բազաները (հաշվետու տարվա վերջում)» աղյուսակի<sup>48</sup> տվյալների համադրմամբ անհրաժեշտ է դուրս բերել ժամանակաշրջանների վերջի դրությամբ պայմանականորեն ընտրված արագ իրացվելի ակտիվների և պարտավորությունների կառուցվածքը (այս անուղղակի հաշվարկում չեն ներառվում բյուջեի գծով և շահաբաժինների գծով կրեդիտորական պարտքերը, ինչպես նաև սեփական կապիտալի տարրերը), իսկ դրանց տարբերությունը, պայմանականորեն կոչենք «ազատ ակտիվներ», իրենից ներկայացնում է այն պարտավորությունների մարման հնարավորությունը, որոնք չեն ներառվել հարկային պարտավորությունների կառուցվածքում<sup>49</sup>:

Հարկային պարտավորությունների կուտակում արձանագրող տարվանից սկսած, նաև ըստ ԱՀԲ-ի, ուսումնասիրության արդյունքում դուրս բերված հարկային պարտավորությունների ժամանակաշրջանների վերջի արժեքները համադրելով «ազատ ակտիվների» արժեքների հետ, դիտարկվում է հարկային պարտավորությունների մարման հնարավորությունը (մասնակիորեն կամ ամբողջովին): Նշված անուղղակի եղանակով եթե «ազատ ակտիվների» արժեքներ որևէ ժամանակաշրջանի համար հնարավոր չէ դուրս բերել, ապա կիրառվում է կոնկրետ ժամանակաշրջանի համար, օրինակ՝ ԱՀԲ-ից դուրս բերված վերջին ամսաթվի դրությամբ տվյալ հաշվետու տարին ընդգրկող ժամանակահատվածի իրացումից հասույթի և նախորդ ժամանակաշրջանների հաշվարկներից դուրս բերված «համախառն մարժայի»՝ իրացումից հասույթի նկատմամբ նվազագույն

---

<sup>48</sup> ՀՀ ԿԱ ՊԵԿ նախագահի 22 հունվարի 2014թ. N 18-Ն հրաման.

«Ռեզիդենտների շահութահարկի հաշվարկի ձևը և դրա լրացման կարգը հաստատելու մասին» (ՀՀ ԿԱ ՊԵԿ նախագահի 2018 թ. հունվարի 12 N 11-Ն հրամանով կատարվել են լրացումներ և փոփոխություններ):

<sup>49</sup> Жулега И.А. "Методология анализа финансового состояния предприятия". (монография) 2006г., էջ 74:

տոկոսային արժեքի արտադրյալի հաշվարկի եղանակը: Այսինքն՝ «ազատ ակտիվների» արժեքի փոխարեն վերցվում է նվազագույն համամասնությամբ հաշվարկված ակնկալվող «ֆինանսական արդյունքը» կամ, ընդհանուր առմամբ, դրամական միջոցների ներհոսք ունենալու հնարավորությունը:

Այդուամենայնիվ, «անուղղակի» եղանակներով իրականացվող հաշվարկների արդյունավետությունը կազմակերպության պարտավորությունների ըստ «ժամանակի պահին» մարման հնարավորությունների վերլուծության առումով, գործնականում բավականին ցածր է, իսկ պատճառահետևանքային իրավիճակներից կարելի է առանձնացնել հետևյալները.

1. Կազմակերպության սեփականության գույքային իրավիճակների՝ հաշվեկշռային կամ մնացորդային արժեքների ճիշտ գնահատման (վերագնահատման) կամ արժևորման սկզբունքները՝ կապված առանձին միավորների շուկայական, իրական կամ լիկվիդային արժեքներով գնահատումների հետ: Համաձայն գնահատման ստանդարտների ՀՀ-ում գույքի գնահատումն իրականացվում է երեք դասական մոտեցումների հիման վրա՝ համեմատական, եկամտային և ծախսային<sup>50</sup>:

- Համեմատական մոտեցմամբ գնահատման շրջանակներում գնահատողը անշարժ գույքը համեմատում է վաճառված կամ վաճառահանված նմանատիպ անշարժ գույքի հետ և կատարում է համապատասխան ճշգրտումներ՝ կախված գույքերի հնարավոր տարբերություններից:

- Եկամտային մոտեցմամբ գնահատման ժամանակ անշարժ գույքի արժեքը որոշվում է ելնելով նրանից թե որքան եկամուտ այն կբերի սեփականատիրոջը: Հարկ է նշել, որ անշարժ գույքից ստացվող եկամուտը հիմնականում այն վարձակալությամբ հանձնելուց ստացվող եկամուտն է, և այն չպետք է շփոթել տվյալ

---

<sup>50</sup> ՀՀ կառավարության «ՀՀ-ում գնահատման ստանդարտները, ինչպես նաև գնահատողի վարքագծին ներկայացվող պահանջները սահմանելու մասին» 24.08.2022թ. N 1355-Ն որոշում:

տարածքում իրականացվող գործունեությունից՝ բիզնեսից ստացվող եկամտի հետ:

- *Ծախսային* մոտեցմամբ գնահատման ժամանակ հաշվի է առնվում գույքի ստեղծման համար կատարված բոլոր ծախսերը, այդ թվում՝ ձեռքբերման հետ կապված ծախսերը, և նվազեցվում է մաշվածության չափով: Այս պարագայում հարկ է նշել, որ մաշվածությունը լինում է երեք տեսակի՝ ֆիզիկական, գործառնական (ֆունկցիոնալ) և արտաքին (տնտեսական): Ֆիզիկական մաշվածությունը կապված է շինության շահագործման հետ, գործառնականը՝ հիմնականում տվյալ շինության ժամանակակից պահանջներին չհամապատասխանելու (տեխնոլոգիական հնացվածության) հետ, իսկ տնտեսական, կամ որ նույնն է՝ արտաքին մաշվածությունը կապված է տվյալ տարածաշրջանի սոցիալ-տնտեսական զարգացման մակարդակի հետ:

2. Կազմակերպության հաշվետվողականության խաթարման կամ տեղեկատվության ոչ օբյեկտիվ և սխալ ներկայացման (օրինակ՝ շահութահարկի հաշվարկի «Ակտիվների և պարտավորությունների հաշվապահական հաշվեկշռային արժեքները և հարկային բազաները (հաշվետու տարվա վերջում)» աղյուսակի ցուցանիշները, որոնք կազմակերպության կողմից ներկայացվող զուտ տեղեկատվական բնույթ են կրում), ինչպես և ներկայացվող փաստաթղթերի անբավարարության արդյունքում ձևավորվող ոչ իրատեսական ելակետային տվյալների հիման վրա իրականացված տնտեսագիտական վերլուծությունը:

Բոլոր դեպքերում, կազմակերպության անվճարունակության հատկանիշների հետազոտության ժամանակ նախընտրելի է ապահովել ակտիվների արժեքի (գույքի վերագնահատված արժեքի) և դրամական միջոցների հոսքերի կառուցվածքի վերլուծության կիրառական մեթոդաբանությամբ ստացված անհրաժեշտ ելակետային տվյալներ՝ հետազոտական իրատեսական պատկեր ակնկալելու նպատակով:

### §3. Ընկերության զուտ ակտիվները

Բաժնետիրական ընկերությունների կանոնադրական կապիտալը ձևավորվում է թողարկված և տեղաբաշխված բաժնետոմսերի, իսկ սահմանափակ պատասխանատվությամբ և լրացուցիչ պատասխանատվությամբ ընկերություններում, ինչպես նաև կոոպերատիվներում ու ընկերակցություններում՝ մասնակիցների կողմից տրամադրվող բաժնեմասերի, փայաբաժինների հաշվին (բաժնեհավաք, փայահավաք, փայատիրական)<sup>51</sup>:

Բաժնետիրական ընկերությունները կարող են տեղաբաշխված բաժնետոմսերի անվանական արժեքի մեծացման միջոցով մեծացնել կանոնադրական կապիտալը շահույթի կամ պահուստային կապիտալի հաշվին՝ մինչև վերջին աուդիտի արդյունքներով սահմանված զուտ ակտիվների արժեքի չափը<sup>52</sup>: Իսկ կանոնադրական կապիտալը նվազեցումն իրականացվում է բաժնետոմսերի հետ գնման և մարման ճանապարհով, ինչի արդյունքում տեղի է ունենում կազմակերպության ակտիվների և սեփական կապիտալի կրճատում: Հետ գնված բաժնետոմսերը հաշվառվում են իրենց հետգնման գներով: Հետ գնված բաժնետոմսերը կարող են մարվել, այսինքն ընդհանրապես հանվել շրջանառությունից, որի դեպքում բաժնետոմսերը կորցնում են բոլոր իրավունքները մինչև նորից շրջանառության մեջ դնելը, կամ՝ վերավաճառվել: Բաժնետոմսերի մարման դեպքում կատարվում է կազմակերպության կանոնադրական կապիտալի նվազեցում, ընդ որում վերջինիս նվազեցումը կատարվում է մինչև մարված բաժնետոմսերի անվանական արժեքի չափը:

«Սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի (սույն պարագրաֆում այսուհետ՝ Օրենք) 18-րդ հոդվածի համաձայն. «2. Եթե ընկերության կանոնադրու-

---

<sup>51</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքը, «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, «Սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք:

<sup>52</sup> «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 35:

թյանը համապատասխան, մասնակցի բաժնեմասի (դրա մասի) օտարումը երրորդ անձանց հնարավոր չէ, իսկ ընկերության մյուս մասնակիցները հրաժարվում են այն գնելուց, ապա ընկերությունը պարտավոր է մասնակցի պահանջով ձեռք բերել մասնակցի բաժնեմասը»: Իսկ թե ի՞նչ արժեքով. Օրենքի 23-րդ հոդվածը նախատեսում է, որ բաժնեմասի արժեքը՝ «...որոշվում է ընկերությունից դուրս գալու մասին դիմումը ներկայացնելու պահին ընկերության վերջին հաշվետու ժամանակաշրջանի հաշվապահական հաշվետվությունների հիման վրա»:

Խնդիրը կայանում է նրանում, որ ընկերության կողմից բաժնեմասի հետզնման պարագայում, Օրենքով հստակ ներկայացված չեն այն պահանջները և մեխանիզմները, որոնք թույլ կտան, որպեսզի բաժնեմասի սեփականատիրոջը ընկերության կողմից վճարվի ընկերության բաժնեմասի շուկայական արժեքը:

Ստացվում է, որ մասնակցի բաժնեմասի (դրա մասի) օտարումը երրորդ անձանց եթե հնարավոր չէ, իսկ ընկերության մյուս մասնակիցները հրաժարվում են այն գնելուց, ապա, Օրենքի համաձայն, ընկերությունը ձեռք է բերելու այդ բաժնեմասը՝ մասնակցին վճարելով կազմակերպության վերջին հաշվետու ժամանակաշրջանի հաշվապահական հաշվետվություններում արտացոլված կանոնադրական (բաժնեհավաք) կապիտալի համապատասխան չափին համամասնորեն: Տնտեսագիտության տեսակետից վերը նշվածն անտրամաբանական է, քանի որ այս մեխանիզմի գործողությունը որևէ կերպ չի առնչվում ընկերության գուտ ակտիվների արժեքի հետ:

Օրենքի 33-րդ հոդվածի 1-ի մասի համաձայն՝ ընկերության մասնակիցների ձայների առնվազն 2/3-ով ապահովված քվորումով ժողովը պետք է որոշում ընդունի ավելացնելու ընկերության կանոնադրական կապիտալը՝ ընկերության մասնակիցների կողմից լրացուցիչ ավանդների ներդրման միջոցով: Այդ որոշմամբ պետք է սահմանվի լրացուցիչ ավանդների ընդհանուր արժեքը, ինչպես նաև սահմանվի լրացուցիչ ավանդի արժեքի և այն

գումարի՝ բոլոր մասնակիցների համար միասնական հարաբերակցությունը, որով ավելացնում է նրա բաժնեմասի անվանական արժեքը: Նշված հարաբերակցությունը չի կարող մեկից և ընկերության զուտ ակտիվների ու կանոնադրական կապիտալի հարաբերությունից մեծ լինել:

Փաստորեն, լրացուցիչ ավանդների ներդրմամբ կանոնադրական կապիտալի ավելացման գործընթացում նախատեսվում է, որ մասնակցի բաժնեմասի չափը, որը նա կունենա ընկերության կանոնադրական կապիտալում, կստացվի հետևյալ բանաձևով.

$$\text{Բաժնեմասի չափը} = Գ \times \text{ԼՆ} \div ԿԿ, \quad (1)$$

որտեղ՝ Գ-ն լրացուցիչ ավանդի արժեքի և այն գումարի՝ բոլոր մասնակիցների համար միասնական հարաբերակցությունն է, որով ավելացնում է նրա բաժնեմասի անվանական արժեքը (սահմանվում է ընկերության մասնակիցների կողմից),

ԼՆ-ն մասնակցի կամ երրորդ անձի կողմից կատարված լրացուցիչ ավանդի ներդրման չափն է,

ԿԿ-ն ընկերության կանոնադրական կապիտալի և լրացուցիչ ավանդների՝ բազմապատկած բանաձևի Գ բաղադրիչով հանրագումարն է<sup>53</sup>:

Ինչ վերաբերում է կազմակերպության զուտ ակտիվներին, ապա նկատենք, որ Օրենքում այս հասկացությունը որևէ կերպ սահմանված կամ պարզաբանված չէ, իսկ տնտեսագիտական գրականությամբ, ինչպես նաև «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն, կազմակերպության զուտ ակտիվները նույնականացվում է նրա սեփական կապիտալի հետ, վերջինս ՀՀ հարկային օրենսգրքով նախատեսված է որպես կազմակերպության ակտիվների և պարտավորությունների տար-

---

<sup>53</sup> Мамиконян Карен Оганесович /Сборник материалов Международной научно-практической конференции «Перспективы партнерства государств-членов Шанхайской организации сотрудничества в сфере судебной экспертизы» - Астана, 2018, 152 с. 78 էջում:

բերություն (ակտիվների հաշվեկշռային արժեքից նավագեցվում է պարտավորությունների հաշվեկշռային արժեքը): ՀՀ կառավարության 2010 թվականի մարտի 11-ի N 235-Ն որոշմամբ հաստատված «Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտները և միջազգային ստանդարտների ուղեցույցները հրապարակելու մասին» փաստաթղթում ներառված «Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ 32» 16Ա և 16Գ պարագրաֆների դրույթներում այս հասկացության վերաբերյալ տրվում է հետևյալ եզրույթը. «Կազմակերպության զուտ ակտիվներն այն ակտիվներն են, որոնք մնում են իր ակտիվների նկատմամբ բոլոր պահանջները հանելուց հետո»<sup>54</sup>: Տնտեսագիտական գրականության մեջ հանդիպում են նաև հետևյալ ձևակերպումները. «Չուտ ակտիվները սեփական կապիտալի և հերածգված եկամուտների հանրագումարն է», կամ «Չուտ ակտիվները (սեփական կապիտալ) ընկերության ակտիվների արժեքն է՝ առանց ոչ նյութական ակտիվների, բոլոր պարտքերի գումարների և արտոնյալ բաժնետոմսերի անվանական արժեքի»:

Այստեղ անհրաժեշտ է մեջ բերել նաև Ռուսաստանի Դաշնության ֆինանսների նախարարի 28.08.2014թ.-ի N 84ն հրամանով հաստատված կազմակերպությունների կողմից կիրառման նպատակով «Չուտ ակտիվների արժեքի որոշման կարգից» մի հատված. «...Չուտ ակտիվների արժեքը որոշվում է կազմակերպության հաշվապահական հաշվեկշռում արտացոլված տվյալների հիման վրա՝ որպես հաշվարկի ընդունված ակտիվների և պարտավորությունների մեծության տարբերություն: Հաշվարկի ընդունված ակտիվները ներառում են կազմակերպության բոլոր ակտիվները, բացառությամբ հիմնադիրների (մասնակիցների, բաժնետերերի) կողմից կանոնադրական կապիտալում ներդրումների կամ բաժնետոմսերի համար վճարվելիք դեբիտորական պարտքերի գումարների: Հաշվարկի ընդունված պարտավորու-

---

<sup>54</sup> «Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ 32»:

*թյունները ներառում են կազմակերպության բոլոր պարտավորությունները, բացառությամբ պետական աջակցության և անհատոյց ստացված գույքի հետ կապված ապագա ժամանակահատվածների համար ճանաչված եկամուտների ...»<sup>55</sup>:*

Ձուտ ակտիվների հաշվարկման ժամանակ ակտիվների և պարտավորությունների տարբերությունը ցույց է տալիս, թե ինչ միջոցներ կունենա կազմակերպությունը, եթե նա մարի երրորդ անձնանց նկատմամբ ունեցած բացառապես իր ամբողջ պարտավորությունները: Փաստորեն որքան մեծ է զուտ ակտիվների ցուցանիշը, այնքան բարձր է կազմակերպության ֆինանսական կայունության մակարդակը, քանի որ նրա գործունեությունը հիմնականում իրականացվում է սեփական միջոցների հաշվին, այլ ոչ թե ներգրավված միջոցների հաշվին:

#### **§4. Ընկերության բաժնետոմսերի շուկայական արժեքը**

Գործնականում ընկերության բորսայական կապիտալացումն իրենից ներկայացնում է մի մեծություն, որն ընկած է ընկերության բաժնետոմսերի փաստացի կատարված առքուվաճառքի գործարքների հիմքում: Ընկերության կապիտալացման շուկայական արժեքի որոշման դեպքում գնահատողը, որպես կանոն, պետք է նախապես որոշի բաժնետոմսի գինը: Նշված գործառույթն իրենից ենթադրում է՝ բաժնետոմսերով վերջին գործարքների միջին թվաբանական արժեքի հաշվարկի հիման վրա մեկ բաժնետոմսի գնի դուրս բերում:

Որպեսզի որոշվի մեկ բաժնետոմսի շուկայական արժեքը, պետք է իրականացնել ամբողջ բիզնեսի շուկայական արժեքի գնահատում, կիրառելով գնահատման հայտնի երեք (ծախսային, համեմատական և եկամտային) մոտեցումներից որևէ մեկը,

---

<sup>55</sup> «Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов» (Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 28.08.2014г. № 84н).

այնուհետև առանձնացնել գնահատվող բաժնետոմսի փաթեթի արժեքը ընկերության ընդհանուր արժեքից: Ամբողջական բիզնեսի արժեքի որոշումից հետո միայն որոշվում է համապատասխան բաժնետոմսերի փաթեթի կամ բաժնեմասի արժեքը՝ կիրառելով, անհրաժեշտության դեպքում, համապատասխան մեխանիզմներ, մասնավորապես՝ վերահսկողության համար հավելագին, ռիսկի հավելագին և այլն:

Շուկայական արժեքի հայեցակարգն ընկած է գնահատման ամբողջ գործունեության հիմքում: Բաժնետոմսերի գնահատման հիմքը դրանց արժեքի որոշումն է՝ որպես իր սեփականատիրոջը շահույթ բերելու կարող ֆինանսական գործիքի: Եվ, ինչպես հայտնի է, շահույթ կորզելու հիմնական եղանակներն են՝ շահութաբաժիններ ստանալը և բաժնետոմսերի արժեքի բարձրացումը՝ կապված ընկերության ֆինանսական ցուցանիշների բարելավման, բիզնեսի ընդլայնման և ակտիվների արժեքի աճի հետ:

Բաժնետոմսերի արժեքը գնահատելու առավել նշանակալի գործոնների շարքին հարկ է դասել՝

- բաժնետիրական ընկերության շահութաբերությունը և իրացվելիությունը,
- ֆոնդային շուկայի ընդհանուր կոնյուկտուրան (իրավիճակը),
- շահութաբաժինների չափը (կախված շահութաբաժնային քաղաքականության ընտրությունից),
- ճյուղային և ներդրումային ռիսկերի մեծությունը:

Բացի այդ, բաժնետոմսերի արժեքը կախված է իրավաբանական անձի տարածաշրջանային գտնվելու վայրից, արժեքի աճի տեմպերից, թողարկողի արդյունաբերական ճյուղի պատկանելությունից, ընկերության զուտ ակտիվների արժեքից, բաժնետոմսի տեսակից, շուկայում դրա գնանշումից, ներքին և միջազգային տնտեսական իրադրությունից, տիպիկ գնորդների և վաճառողների վարքագծի դրդապատճառներից և այլն:

Պետք է ընդգծել, որ բաժնետոմսերի արժեքը որոշելիս ծախսային մոտեցման կիրառումը թեև երկար և աշխատատար, բայցևայնպես ավելի հիմնավոր մոտեցում է:

Ծախսային մոտեցումը դիտարկելիս, հարկ է նշել, որ այն հաշվի է առնում ամբողջ այն ծախսերի մեծությունը, որը սեփականատերը տվյալ բիզնեսի ստեղծման համար կրել է:

Ծախսային մոտեցումում բազային հավասարումն է.

*սեփական կապիտալ = ակտիվներ – պարտավորություններ*

Այսինքն, համաձայն վերջինիս, բիզնեսի արժեքը ձևավորվում է հաշվապահական հաշվետվությունների տվյալների հիման վրա՝ իր ակտիվների հանրագումարից հանելով պարտավորությունների հանրագումարը, ստանալով ընկերության զուտ ակտիվների հաշվեկշռային արժեքը՝ սակայն և որոշակի ճշտումներ հաշվի առնելով:

Դտարկվող գնահատման ծախսային մոտեցումը ներկայացվում է երկու հիմնական մեթոդով.

1. Զուտ ակտիվների արժեքի մեթոդ (Net Asset Value – NAV):

2. Լուծարային արժեքի մեթոդ:

*Զուտ ակտիվների արժեքի մեթոդը* ծախսային մոտեցման առաջատար մեթոդն է: Այս մեթոդի հիմնական գաղափարը հաշվապահական հաշվեկշռի՝ տնտեսական գնահատման հաշվեկշռի վերակառուցման մեջ է, այսինքն՝ մեթոդը հիմնվում է կազմակերպության ակտիվների և պարտավորությունների հաշվեկշռային արժեքների և շուկայական արժեքների չհամընկնման մեջ:

Հարկ է նշել, որ զուտ ակտիվների արժեքի մեթոդն ապահովում է ընկերության արժեքի առավել ճշգրիտ գնահատական այն պարզ պատճառով, որ գնահատման ընթացակարգը ենթադրում է հաշվեկշռային ակտիվի և պարտավորության յուրաքանչյուր հոդվածի իրական շուկայական արժեքի որոշում:

Այդուհանդերձ, ընկերության զուտ արժեքը (NAV) հաշվարկվում է հետևյալ հավասարումով.

որտեղ՝ ԱՇԱ – ակտիվների շուկայական արժեքն է,

ՊԸԱ – պասիվների ընթացիկ արժեքը:

*Հիմնական միջոցների իրական շուկայական արժեքի գնահատման շրջանակներում՝* գնահատման վերջնական նպատակը օբյեկտների իրական (հիմնավորված) արժեքի հաշվարկն է որոշակի ամսաթվի դրությամբ, ինչը մեծապես կախված է շուկայական իրավիճակից:

*Ոչ նյութական ակտիվների գնահատման շրջանակներում՝* կարևոր է ընդգծել, որ ոչ նյութական ակտիվի արժեքը ածանցվում է դրա ոչ նյութական բնույթից:

*Ֆինանսական ներդրումների շուկայական արժեքի որոշման շրջանակներում՝* հարկ է նշել, որ կազմակերպությունների ամենատարածված ֆինանսական ներդրումները համարվում են արժեթղթերում ներդրումները:

*Ապրանքանյութական պաշարների ընթացիկ արժեքի որոշման շրջանակներում՝* կարևոր է ընդգծել, որ նյութական ակտիվների շուկայական արժեքի գնահատումն իրականացվում է անշարժ գույքի, սարքավորումների և այլ հիմնական միջոցների գնահատման մեթոդներով:

*Դեբիտորական պարտքերի գնահատման շրջանակներում՝* հարկ է նշել, որ այդ պարտքերի շուկայական արժեքի որոշումը այդքան էլ պարզ գործընթաց չէ, որում իրականացվող առաջին քայլը դա դեբիտորական պարտքերի կազմի վերլուծությամբ ժամկետանց պարտքերի առկայությունը պարզելն է: Պարտքերի շուկայական արժեքի վրա բոլոր գործոնների ազդեցությունը հաշվի առնելու տեսանկյունից ավելի քան ընդունելի է դիսկոնտավորման մեթոդի կիրառումը, այսինքն՝ ոչ բացարձակ, այլ հարաբերական ճշտման օգտագործումը: Փաստորեն, դեբիտորական պարտքերը գնահատելիս գոյություն ունեցող գնահատման երեք մոտեցումներից առավել կիրառելին համարվում է եկամտային մոտեցումը, որն իրականացվում է դիսկոնտավորման մեթոդի

օգնությամբ պարտքի վերադարձի հոսքի մեծության գեղջման միջոցով:

*Ապագա ժամանակաշրջանների ծախսերի գնահատման շրջանակներում՝* հիմնական խնդիրը կայանում է ծախսումներն (затраты) ապագա ժամանակաշրջանների ծախսերին (расходы) վերագրելու հիմնավորման ստուգումը և արտադրության և շրջանառության ծախքերին (издержки) դրանց վերագրման ժամկետի սահմանումը:

Կազմակերպության պարտավորություններն ընթացիկ արժեքի բերման շրջանակներում՝ հարկ է նկատի ունենալ, որ այս դեպքում հաշվի են առնվում հաշվապահական հաշվկշռի բաժիններում արտացոլված և՛ երկարաժամկետ և՛ կարճաժամկետ պարտավորությունները:

Այսպիսով, եթե ամփոփենք վերը ներկայացվածը, ապա ծախսային մոտեցման մեթոդի հիմնական առավելությունը կայանում է նրանում, որ վերջինիս կիրառմամբ ստացված գնահատականները հիմնված են օբյեկտին պատկանող իրական արժեքների վրա:

*Լուծարային արժեքի մեթոդն* իրենից ներկայացնում է՝ գնահատման օբյեկտի շուկայական արժեքից հանած դրա իրացման հետ կապված բոլոր ծախսումները, ներառյալ՝ իրացման միջնորդավճարները, գովազդի արժեքը, պահպանման ծախսումները, հարկերը և վճարները և, ընդհանուր առմամբ, կազմակերպության լուծարման հետ կապված այլ ընթացիկ ծախսումները: Տվյալ եղանակով ստացված լուծարային արժեքը ճշտվում է լուծարման ժամանակաշրջանի հիմնական արտադրական գործունեությունից ստացված շահույթի (վնասի) մեծության չափով: Այս մեթոդն առաջին հերթին հարկ է կիրառել սնանկության եզրին գտնվող կազմակերպությունը գնահատելիս:

Գնահատման օբյեկտի լուծարային արժեքը որոշելիս սահմանվում է ամենահավանական գին արտացոլող հաշվարկային մեծություն, որով տվյալ գնահատման օբյեկտը կարող է օտարվել վերջինիս բաց շուկայում ներկայացման

օրվանից մինչև գործարքի կայացման (էքսպոզիցիայի) ժամանակահատվածում (սակայն շուկայական պայմանների համար ավելի կարճ բնորոշ ժամկետով)՝ այն պայմաններում, երբ վաճառողը ստիպված է գույքի օտարման գործարքն իրականացնել:

Հեղինակների մեծամասնության մոտ էքսպոզիցիայի սահմանափակ ժամկետում ակտիվի լուծարային արժեքի հաշվարկման կախվածությունը հանգեցվում է հետևյալին.

$$L U = \bar{C} U \times \Phi, \quad (2)$$

որտեղ՝  $L U$  – օբյեկտի լուծարային արժեքն է,

$\bar{C} U$  – օբյեկտի շուկայական արժեքն է,

$\Phi$  – շուկայական արժեքից լուծարային արժեքի անցման գործակիցն է:

Որոշ հեղինակներ համամիտ են այն մտքի հետ, որ լուծարային արժեքը պետք է ցածր լինի շուկայական արժեքից, ըստ այդմ պետք է նշել, որ արժեքի նվազման հիմնական գործոնները համարվում են իրացման սահմանափակ ժամկետի և գնի պահանջարկի առաձգականության գործոնները:

## Գլուխ 4. ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ԳՈՒՅՔԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ

### §1. Կազմակերպության գույքի գնահատման սկզբունքները

«Գնահատման գործունեության մասին» ՀՀ օրենքի իմաստով՝ գնահատման օբյեկտներ են համարվում գույքը (անշարժ և շարժական), գույքի նկատմամբ սեփականության և այլ գույքային իրավունքները, ինչպես նաև քաղաքացիական իրավունքի այլ օբյեկտներ, բացառությամբ՝ մշակութային արժեքների, արժեթղթերի, ածանցյալ ֆինանսական գործիքների (գործարքների), արժույթային արժեքների, թանկարժեք մետաղների, թանկարժեք քարերի ու թանկարժեք մետաղներից և քարերից պատրաստված զարդերի գնահատման, անշարժ գույքի կադաստրային գնահատման վրա: Գնահատումը գնահատման օբյեկտի արժեքի որոշմանը նպատակաուղղված՝ օրենքով, գնահատման ստանդարտներով և այլ նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված գնահատման գործողությունների ամբողջությունն է<sup>56</sup>.

Գնահատում իրականացնելիս արժեքի որոշման նպատակով հիմնականում օգտագործվում են համեմատական, ծախսային և եկամտային դասական մոտեցումները: Սակայն, օրինակ, շուկայական արժեքի գնահատման ժամանակ կարող են կիրառվել նաև տարբեր նպատակահարմար մեթոդներ, օգտագործվել առանձին եղանակներ, ինչպես նաև դրանց համադրությունը:

Համաձայն ՀՀ-ում գործող գնահատման Ընդհանուր ստանդարտի՝ «Շուկայական արժեքը հաշվարկային դրամական մեծություն է, որով հավանաբար կիրականացվեր, գնահատման ամսաթվի դրությամբ, շահագրգիռ կողմերի միջև, բաց և մրցակցային շուկայում գնահատվող օբյեկտի փոխանակում, որի պարագայում կողմերից յուրաքանչյուրը, իրազեկված լինելով, գործում է ողջամտորեն և առանց հարկադրանքի: «Շուկայական արժեք» հասկացությունը ենթադրում է, որ գները սահմանվում են

<sup>56</sup> «Գնահատման գործունեության մասին» ՀՀ օրենքի 2-րդ, 3-րդ և 4-րդ հոդվածներ:

բաց և մրցունակ շուկայում, որտեղ մասնակիցներն օժտված են գործելու ազատությամբ»<sup>57</sup>: Ի դեպ, շուկան կարող է լինել և միջազգային և տեղական, բաղկացած լինել բազմաթիվ գնորդներից և վաճառողներից, ունենալ սահմանափակ մասնակիցներ:

Անշարժ գույքի նկատմամբ իրավունքների գնահատման համար պետք է կիրառվեն Գնահատման ընդհանուր ստանդարտով սահմանված համեմատական, եկամտային և ծախսային հիմնական մոտեցումները: Անշարժ գույքի գնահատման ժամանակ շուկայական տեղեկատվության բավարար քանակության առկայության դեպքում գնահատման համար անհրաժեշտ է կիրառել բոլոր երեք մոտեցումները: Մոտեցումներից որևէ մեկի կիրառման անհնարինությունը կամ սահմանափակումը պետք է հիմնավորվի գնահատման հաշվետվության մեջ: Շարժական գույքի (նաև պաշարների) գնահատման դեպքում, կախված դրա բնույթից, առկա տեղեկատվությունից և գնահատման հետ կապված փաստերից ու հանգամանքներից, կիրառվում են բոլոր հիմնական մոտեցումները և մեթոդները, որոնք սահմանված են Ընդհանուր ստանդարտով: Եթե անհրաժեշտ է գնահատումն իրականացնել երեք մոտեցումներից որևէ մեկի սահմանված մեթոդով, ապա գնահատողը պետք է հիմնավորի իր կայացրած որոշումը<sup>58</sup>:

«Իրական արժեքի չափում» Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 13-ի կիրառության շրջանակներում ստորև հարկ է ներկայացնել նաև ակտիվների գնահատումն իրականացնելու որոշ հիմնական սկզբունքներ.

---

<sup>57</sup> ՀՀ կառավարության «ՀՀ-ում գնահատման ստանդարտները, ինչպես նաև գնահատողի վարքագծին ներկայացվող պահանջները սահմանելու մասին» 24.08.2022թ. N 1355-Ն որոշման հավելված 1:

Ըստ նույն որոշմամբ սահմանված Գնահատման ընդհանուր ստանդարտի՝ գույքի շուկայական արժեքից տարբերվող արժեքներ են՝ շուկայական վարձավճարը, արդարացի արժեքը, ներդրումային արժեքը, վերարտադրման արժեքը, փոխարինման արժեքը, սիներգետիկ արժեքը, լիկվիդային արժեքը, այլ արժեքի տեսակներ:

<sup>58</sup> Նույն աղբյուրը՝ հավելված 2 և հավելված 3:

1. Իրական արժեքի գնահատման ընթացքում գնահատողը պետք է օգտագործի այն մեթոդը կամ մեթոդները, որոնք առավել կիրառելի են տվյալ գնահատվող ակտիվի համար՝ հաշվի առնելով դրա ընթացիկ կարգավիճակը:

2. Իրական արժեքը պետք է արտացոլի ողջամիտ գնահատումներ և ողջամիտ ենթադրություններ, ներառյալ գործոններ, որոնք ազդում են ակնկալվող ֆինանսական արդյունքների, դրամական միջոցների հոսքերի և այդ դրամական հոսքերին բնորոշ ռիսկի մակարդակի վրա:

3. Իրական արժեքը գնահատելիս պետք է հաշվի առնել գործարքի կառուցվածքը և կառուցվածքում հնարավոր փոփոխությունների ազդեցությունը: Հնարավոր փոփոխությունները կարող են դրսևորվել տարբեր ձևերով, այդ թվում՝ օպցիոնների և վարրանտների առկայություն, կապիտալի «ողողման» դեմ միջոցներ, կառավարիչներին բաժնետոմսերի փոխանցման պայմաններ, փոխարկելի պարտքային պարտավորություններ, լուծարման ընթացքում նախապատվության իրավունքներ, կապիտալ ներդրումների գծով հետագա պարտավորություններ և այլն:

4. Իրական արժեքը սահմանվում է՝ հաշվի առնելով բոլոր գործոնները, ներառյալ՝ ակտիվի հեռանկարները և շուկայական իրավիճակը չափման ամսաթվի դրությամբ:

5. Իրական արժեքը չդիտարկող ելքային տվյալների միջոցով հաշվարկելիս կիրառվում է «չափաբերման» սկզբունքը:

Ինչ վերաբերում է ոչ ֆինանսական ակտիվ հասկացության շրջանակներում իրական արժեքի չափմանը, ապա հաշվի է առնվում շուկայի մասնակցի՝ տնտեսական օգուտներ ստեղծելու կարողությունը՝ ակտիվի առավելագույն և լավագույն օգտագործումից կամ այն շուկայի մեկ այլ մասնակցի վաճառելուց, ով ակտիվը կօգտագործեր առավելագույն և լավագույն կերպով: Ոչ ֆինանսական ակտիվի առավելագույն և լավագույն օգտագործումը

սահմանում է ակտիվի իրական արժեքը չափելու համար օգտագործվող գնահատման հիմքում ընկած ենթադրությունները<sup>59</sup>:

«Իրական արժեքի չափում» Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 13-ով իրական արժեքի չափման համար օգտագործվող գնահատման մեթոդների ելակետային տվյալներն, ըստ սահմանված հիերարխիայի, դասակարգվում են երեք մակարդակի.

*1-ին մակարդակի տվյալների հետ կապված՝* դրանք նույնական ակտիվների համար ակտիվ շուկաների գնանշվող գներ են (հասանելի են չափման պահին):

Ակտիվ շուկայում գնանշվող գինը տրամադրում է իրական արժեքի ամենաարժանահավատ վկայությունը և պետք է օգտագործվի իրական արժեքի չափման համար՝ առանց ճշգրտում կատարելու, երբ հասանելի է:

1-ին մակարդակում շեշտը դրված է ստորև «ա» և «բ» կետերում նշվածների որոշման վրա.

ա) ակտիվի կամ պարտավորության հիմնական շուկա կամ, հիմնական շուկայի բացակայության դեպքում, ակտիվի կամ պարտավորության համար ամենաբարենպաստ շուկա, և

բ) արդյոք կազմակերպությունը կարող է գործարք կնքել ակտիվի կամ պարտավորության համար այդ շուկայի գնով՝ չափման ամսաթվի դրությամբ:

*2-րդ մակարդակի տվյալների հետ կապված՝* դրանք ուղղակի կամ անուղղակիորեն դիտելի են կոնկրետ ակտիվի համար:

Եթե ակտիվը կամ պարտավորությունն ունի սահմանված (պայմանագրային) ժամկետ, 2-րդ մակարդակի ելակետային տվյալը պետք է դիտելի լինի ակտիվի կամ պարտավորության ըստ էության ամբողջ ժամկետի համար: 2-րդ մակարդակի տվյալները ներառում են հետևյալը՝

---

<sup>59</sup> «Իրական արժեքի չափում» Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 13, պարագրաֆներ 27, 31:

- ա) ակտիվ շուկայում համանման ակտիվների կամ պարտավորությունների համար գնանշվող գները,
- բ) նույնական կամ համանման ակտիվների կամ պարտավորությունների համար գնանշվող գներն այն շուկաներում, որոնք ակտիվ չեն,
- գ) ելակետային տվյալները, բացառությամբ գնանշվող գների, որոնք ակտիվի կամ պարտավորության համար դիտելի են, օրինակ՝
  - (i) տոկոսադրույքները և եկամտաբերության կորերը, որոնք դիտելի են սովորաբար գնանշվող միջակայքերով,
  - (ii) ենթադրվող փոփոխականությունները, և
  - (iii) կրեդիտային սփրեղները,
- դ) շուկայի տվյալներով հաստատված (հիմնավորված) ելակետային տվյալներ:

2-րդ մակարդակի ելակետային տվյալների նկատմամբ ճշգրտումները տարբեր կլինեն՝ կախված ակտիվին կամ պարտավորությանը բնորոշ գործոններից: Այդ գործոնները ներառում են հետևյալը՝

- ա) ակտիվի վիճակը կամ գտնվելու վայրը,
- բ) այն, թե ինչ չափով են ելակետային տվյալները վերաբերում այն միավորներին, որոնք համադրելի են ակտիվի կամ պարտավորության հետ, և
- գ) գործունեության ծավալը կամ մակարդակը այն շուկաներում, որտեղ դիտվում են ելակետային տվյալները:

3-րդ մակարդակի տվյալների հետ կապված՝ դրանք կոնկրետ ակտիվի համար ոչ դիտելի տվյալներ են:

Իրական արժեքը չափելիս ոչ դիտելի տվյալները պետք է օգտագործվեն այն չափով, որով համապատասխան (տեղին) դիտելի տվյալներ առկա չեն, այդպիսով հաշվի առնելով այն իրավիճակները, երբ, չափման ամսաթվի դրությամբ, ակտիվի կամ պարտավորության համար առկա է փոքր (եթե կա) շուկայական գործունեություն: Հետևաբար, ոչ դիտելի ելակետային տվյալները պետք է արտացոլեն այն ենթադրությունները, որոնք շուկայի մասնակիցները կօգտագործեին՝ ակտիվը կամ պարտավորությունը գնորոշելիս, ներառյալ՝ ռիսկի վերաբերյալ ենթադրու-

թյունները: Կազմակերպությունը պետք է հաշվի առնի շուկայի մասնակցի ենթադրությունների մասին այն ամբողջ տեղեկատվությունը, որը խելամտորեն հասանելի է: Ոչ դիտելի ելակետային տվյալները՝ մշակված այնպես, ինչպես նկարագրված է վերը, համարվում են շուկայի մասնակիցների ենթադրություններ և բավարարում են իրական արժեքի չափման նպատակին<sup>60</sup>:

Ընկերության կյանքի ցիկլի փուլը գնահատման մոտեցումներում ու մեթոդներում համարվում է որոշիչ գործոններից մեկը: Որոշ դեպքերում ընկերության կյանքի ցիկլի փուլը որոշվում է գնահատողի փորձագիտական կարծիքի հիման վրա՝ պարտադիր հիմնավորումներով:

Գնահատողը սեփական դատողությունների հիման վրա պետք է ընտրի գույքի գնահատման հիմնական մոտեցումներից (համեմատական, եկամտային, ծախսային) մեկը և այդ մոտեցման շրջանակներում կիրառվող մեթոդը, որն, ըստ էության, առավել նպատակահարմարը պետք է լինի տվյալ ակտիվի համար: Գնահատման նպատակով յուրաքանչյուր մոտեցման շրջանակներում կարելի է ընտրել հետևյալ մեթոդներից մեկը կամ մի քանիսը.

*Աղյուսակ 3.*

<b>Մոտեցումը</b>	<b>Մոտեցման շրջանակներում կիրառելի մեթոդը</b>
1. Համեմատական մոտեցում	<p>ա) Վերջին գործարքի գնի մեթոդ (մեթոդը կիրառվում է, երբ նախկին գործարքի գնային պարամետրերը կարող են ծառայել որպես գնային ուղենիշ նոր գնահատման համար՝ սակայն հաշվի առնելով կատարված նախորդ գործարքի վաղեմությունը).</p> <p>բ) Մուլտիպլիկատորի մեթոդ (մեթոդը կարող է կիրառվել ակնկալվող հասոյթի ցուցանիշների հիման վրա՝ որպես վավերացման մեթոդ).</p> <p>գ) Յուրահատուկ ճյուղային գործակցի մեթոդ.</p>

<sup>60</sup> «Իրական արժեքի չափում» Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 13, պարագրաֆներ 72-ից 89:

	<p>(մեթոդն օգտագործվում է այլ մեթոդներով ստացված գնահատման արդյունքները ստուգելու նպատակով).</p> <p>դ) Շուկայական գնանշումների մեթոդ (մեթոդը կիրառվում է բացառապես այն ակտիվներով գործիքների գնահատման նպատակով, որոնց համար առկա է ընդունելի շուկայական գնանշում (ակտիվ շուկայի գնանշում), օրինակ՝ ընկերությունների համար IPO-ից հետո).</p> <p>դ) «Milestone approach» (մեթոդն իրենից ներկայացնում է պորտֆելային ընկերության գնահատում՝ հիմնվելով նախորդ գնահատման (կամ գործարքի) վրա և հաշվի առնելով ընկերության կայուն զարգացման հիմնական ցուցանիշները).</p>
<p>2. Եկամտային մոդելում</p>	<p>ե) Բիզնեսից կանխիկ դրամական հոսքերի զեղչման մեթոդ (DCF) (մեթոդի կիրառման պարտադիր պայման է համարվում հիմնավոր կարծիք ձևավորելու ունակությունը՝ ընկերության բիզնեսից ակնկալվող դրամական հոսքերը թվայնացնելու առումով).</p> <p>զ) Զիկագոյի առաջին մեթոդ (մեթոդը համարվում է DCF մեթոդի ձևափոխությունը և իր արդյունքները ներկայացնում է որպես ընկերության միջին կշռված արժեքի հավանական գնահատական, որը ստացվել է դրամական հոսքերի զեղչման մեթոդով փարբեր սցենարների համար).</p> <p>է) Ներկա արժեքի ճշգրտված մեթոդ (մեթոդը զեղչված դրամական հոսքերի մեթոդի ձևափոխված փարբերակն է. այն նպատակահարմար է կիրառել այն ընկերությունների համար, որոնք ձեռք են բերել խնդրահարույց ակտիվներ և վարկային գործարքների շրջանակներում).</p> <p>ը) Ներդրումներից կանխիկ դրամական հոսքերի զեղչման մեթոդ (մեթոդը գործնականում սովորաբար կիրառվում է բաժնետրոմսերից և</p>

	<p>պարտքային գործիքներից բացի այլ գործիքների գնահատման ժամանակ, սակայն որոնք ունեն պարտքային գործիքներին հատուկ բնութագրեր (օրինակ՝ «մեզոնինային» ֆինանսավորման դեպքում<sup>61</sup>).</p>
<p>3. Ծախսային մոտեցում</p>	<p>թ) Զուտ ակտիվների մեթոդ (ենթադրում է ակտիվների արժեքի որոշում՝ կապված զուտ ակտիվների արժեքի մեծությամբ: Զուտ ակտիվների մեթոդի շրջանակներում գնահատումն իրականացվում է՝ օգտագործելով մեթոդների արոջ փաթեթը, ներառյալ՝ փոխարինման արժեքի և լուծարային արժեքի մեթոդները):</p>

Ինչ վերաբերում է գնահատման մեթոդների կիրառությանը, ապա անհրաժեշտ է առնվազն հաշվի առնել՝

- գնահատման հնարավոր մոտեցումների և մեթոդների համեմատաբար ուժեղ և թույլ կողմերը,

- յուրաքանչյուր մեթոդի ընտրության նպատակահարմարությունը՝ հաշվի առնելով գնահատվող օբյեկտի բնույթը և համապատասխան շուկայի մասնակիցների գերակշռող դիրքորոշումը,

- մեթոդի (մեթոդների) կիրառման համար անհրաժեշտ հավաստի տեղեկատվության առկայությունը:

## §2. Հիմնական միջոցների արժեքային գնահատումը

Կազմակերպության հիմնական միջոցների ձևավորման աղբյուրներ, ինչպես հայտնի է, հանդես են գալիս՝ կանոնադրական կապիտալը, ամորտիզացիոն մասհանումները, չբաշխված շահույթի մասի վերաներդրումը, ֆինանսավորմանն ուղղված կապիտալ ներդրումները, անհրաժեշտության դեպքում՝

<sup>61</sup> Բիզնես նախագծում ֆինանսական ներդրում է՝ կոնկրետ արժեքով բաժնետոմսերի փաթեթի կամ բաժնեմասի ձեռք բերման որոշակի պայմանով:

նաև փոխառու միջոցները (երկարաժամկետ վարկեր, այլ փոխառություններ, կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկում, լիզինգ):

Ըստ հաշվապահական հաշվառման տեսության հիմնական միջոցների արժեքային արտահայտությամբ գնահատումը պետք է իրականացնել՝ ա) սկզբնական, բ) ընթացիկ (փոխարինման) և գ) մնացորդային արժեքներով:

Հիմնական միջոցների *սկզբնական արժեքը* որոշվում է որպես դրանց ձեռքբերման (գնման, առաքման), կառուցման (շինարարության), ստեղծման (սարքման, հավաքման) փաստացի ծախսերի ընդհանուր գումար (առանց անուղղակի հարկերի)՝ սկզբունքայնորեն այդ օբյեկտները բերելով այնպիսի իրավիճակի, որի պայմաններում դրանք դառնում են պիտանի շահագործման կամ օգտագործման համար: Ըստ հաշվապահական հաշվառման սկզբունքների, մաշվող հիմնական միջոցների սկզբնական արժեքի փոփոխությունը թույլատրվում է կառուցման, վերագինման, վերակառուցման և վերագնահատման ավարտի դեպքերում:

Այստեղ հարկ է ներկայացնել հիմնական միջոցների սկզբնական արժեքի ճանաչման որոշ առանձնահատկություններ, մասնավորապես՝

- Հիմնական միջոցների օբյեկտների անհատույց ստացման պարագայում որպես սկզբնական արժեք ճանաչվում է դրանց ընթացիկ շուկայական արժեքը.

- Կազմակերպության կողմից այլ գույքի դիմաց փոխանակմամբ ստացված հիմնական միջոցների օբյեկտների սկզբնական արժեքը համարվում է փոխանակմամբ տրված գույքի արժեքը.

- Կազմակերպության կողմից կառուցված կամ ստեղծված հիմնական միջոցի օբյեկտի սկզբնական արժեքը ճանաչվում է որպես դրա շինարարության, սարքման կամ հավաքման ժամանակահատվածում այդ նպատակով կատարված ծախսերի հանրագումար.

Ակտիվը համարվում է արժեզրկված, եթե իր հաշվեկշռային արժեքը (այն գումարը, որով ակտիվը ճանաչվում է հաշվեկշռում՝ կուտակված մաշվածությունը և արժեզրկումից կուտակված

կորուստները հանելուց հետո) գերազանցում է փոխհատուցվող գումարը, և այդ դեպքում ակտիվի արժեքը պետք է նվազեցվի մինչև փոխհատուցվող գումար: Փոխհատուցման գումարը՝ իրական արժեքից հանած օտարման ծախսումները և օգտագործման արժեքից առավելագույնն է, իսկ օգտագործման արժեքը՝ ակտիվից ակնկալվող ապագա դրամական հոսքերի ներկա արժեքն է:

Ինչ վերաբերում է գույքագրման արդյունքում հայտնաբերված չհաշվառված հիմնական միջոցներին, ապա վերջիններս հաշվառման վերցնելիս դրանց արժեքը պետք է արտացոլել շուկայական արժեքով:

Քանի որ ժամանակի ընթացքում հիմնական միջոցների օբյեկտների սկզբնական արժեքը շեղվում է համանման օբյեկտների արժեքներից, ապա նշված շեղումը վերացնելու նպատակով անհրաժեշտ է պարբերաբար իրականացնել հիմնական միջոցների տվյալ խմբի վերագնահատում և որոշել ընթացիկ (փոխարինման) արժեքը:

Հիմնական միջոցների *ընթացիկ (փոխարինման) արժեքը* որոշվում է դրանց սկզբնական արժեքից՝ հաշվի առնելով կատարված վերագնահատումները: Այսինքն, այդ արժեքը ձևավորվում է հիմնական միջոցների վերագնահատման պահի, ինչպես նաև՝ կառուցման, վերակառուցման, վերազինման և արդիականացման ավարտի դրությամբ: Հարկ է նշել, որ դրանք այն աշխատանքներն են, որոնք հանգեցնում են հիմնական միջոցների օբյեկտների, մասնավորապես՝ տեխնոլոգիական և ծառայողական նշանակության փոփոխություններին, նոր որակական հատկանիշների առաջացմանը և տեխնիկատնտեսական ցուցանիշների բարձրացմանը:

Հիմնական միջոցների *մնացորդային արժեքը* որոշվում է որպես հիմնական միջոցների սկզբնական արժեքի կամ փոխարինման արժեքի և ամբողջ շահագործման ժամանակահատվածի համար դուրս բերված մաշվածության գումարի տարբերություն: Հիմնական միջոցների մնացորդային արժեքը կիրառվում է

որոշակի ամսաթվի դրությամբ կազմակերպության հաշվապահական հաշվեկշռում դրանց փաստացի առկայությունն արտացոլելու նպատակով: Մնացորդային արժեքները պետք է վերանայվեն առնվազն յուրաքանչյուր ֆինանսական տարվա վերջում: Մնացորդային արժեքը որոշվում է այն ենթադրության հիման վրա, որ ակտիվը հասել է իր օգտակար ծառայության ավարտին և շահագործվել է դիտարկվող ակտիվի հետ համանման կերպով:

Համաձայն «Հիմնական միջոցներ» ՀՀՄՍ 16-ի՝ հիմնական միջոցի միավորը, որը կարող է ճանաչվել որպես ակտիվ, պետք է չափվի իր սկզբնական արժեքով, իսկ հիմնական միջոցի միավորի սկզբնական արժեքը ճանաչման ամսաթվի դրությամբ անհապաղ վճարման գնի՝ դրամական միջոցներով համարժեքն է:

Հիմնական միջոցների միավորի սկզբնական արժեքն ընդգրկում է՝ ա) գնման գինը, ներառյալ ներկրման տուրքերը և չփոխհատուցվող հարկերը, բ) ակտիվը համապատասխան վայր հասցնելու և ղեկավարության նախանշած նպատակներով օգտագործման համար աշխատանքային վիճակի բերելու հետ ուղղակիորեն կապված ցանկացած ծախսում, գ) հիմնական միջոցների ապատեղակայման և քանդման, ինչպես նաև իր զբաղեցրած տեղանքի վերականգնման սկզբնապես գնահատված ծախսումների գումարը:

Ուղղակիորեն վերագրելի ծախսումների օրինակներ են՝

- ա) աշխատակիցների հատուցումների գծով ծախսումները,
- բ) տեղանքի նախապատրաստման ծախսումները,
- գ) տրանսպորտային, բեռնման և բեռնաթափման սկզբնական ծախսումները,
- դ) տեղակայման և հավաքման ծախսումները,
- ե) ակտիվի անխափան աշխատանքի տեստավորման ծախսումները, և
- զ) մասնագետների վարձատրությունը:

Հիմնական միջոցի միավորի հաշվեկշռային արժեքում ծախսումների ճանաչումը դադարեցվում է, երբ միավորը գտնվում

է այն վայրում և վիճակում, որն անհրաժեշտ է, որպեսզի այն հնարավոր լինի օգտագործել ղեկավարության նախանշած նպատակներով<sup>62</sup>:

Համաձայն «Հիմնական միջոցներ» ՀՀՄՍ 16-ի՝ կազմակերպությունն իր հաշվապահական հաշվառման քաղաքականությունում պետք է ընտրի կա՛մ սկզբնական արժեքի (ինքնարժեքի) մոդելը, կա՛մ վերագնահատման մոդելը, ինչպես նաև պետք է այդ քաղաքականությունը կիրառի հիմնական միջոցների ամբողջ դասի նկատմամբ: Սկզբնական արժեքի (ինքնարժեքի) մոդելի ընտրության դեպքում՝ հիմնական միջոցի միավորը՝ որպես ակտիվ ծանաչելուց հետո, պետք է հաշվառվի իր սկզբնական արժեքով (ինքնարժեքով)՝ հանած կուտակված մաշվածությունը և արժեզրկումից կուտակված կորուստները: Վերագնահատման մոդելի ընտրության դեպքում՝ վերագնահատումները պետք է կատարվեն բավարար պարբերականությամբ, որպեսզի հաշվեկշռային արժեքը էականորեն չտարբերվի հաշվետու ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ իրական արժեքից: Եթե հիմնական միջոցների միավորը վերագնահատվում է, ապա հիմնական միջոցների ամբողջ դասը, որին պատկանում է այդ ակտիվը, նույնպես պետք է վերագնահատվի<sup>63</sup>:

Ի դեպ, այս համատեքստում պետք է ընգծել, որ կազմակերպության ակտիվների կառավարման քաղաքականությունը կարող սահմանել ակտիվների դուրսգրման ժամկետներ՝ կապված ակտիվի մեջ մարմնավորված տնտեսական օգուտների որոշակիորեն սպառման հետ: Այս իմաստով, փաստորեն, ակտիվի օգտակար ծառայության ժամկետը կարող է արձանագրվել ավելի կարճ, քան նրա տնտեսական ծառայության ժամկետն է:

---

<sup>62</sup> «Հիմնական միջոցներ» Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՀՀՄՍ) 16-ի 15-րդ, 16-րդ, 17-րդ, 20-րդ և 23-րդ պարագրաֆներ:

<sup>63</sup> «Հիմնական միջոցներ» Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՀՀՄՍ) 16, պարագրաֆներ 29, 30, 31 և 36:

### **§3. Հիմնական միջոցների էքսպրես-վերազնահատման ինդեքսավորման համակարգը**

Ցանկացած տնտեսվարող սուբյեկտ ներդրումային հարաբերություններում, բացի ներդրողների շահերի պաշտպանության և հաշվետվողական վերահսկողության տեսանկյունից, տեղեկատվությունն օգտագործում է պոտենցիալ ներդրողներին և գործընկերներին ներգրավելու կամ վարկային ֆինանսավորում ստանալու նպատակով, մասնավորապես՝ հիմնական միջոցների հետ կապված՝ օգտագործելով ընկերության ակտիվների արժեքն արտացոլող ֆինանսական հաշվետվություններում զետեղված տեղեկատվությունը: Այդուհանդերձ, հիմնական միջոցների առանձին միավորների իրական արժեքը ժամանակի հետ կարող է զգալիորեն փոփոխվել, ինչի հետևանքով անհրաժեշտություն է առաջանում իրականացնել դրանց տարեկան վերազնահատում: Վերջինիս նպատակն է ապահովել ընկերության ֆինանսական հաշվետվություններում արտացոլված հիմնական միջոցների (նյութական, ոչ ֆինանսական ակտիվների) արժեքների համապատասխանությունը վերազնահատման պահին գոյություն ունեցող իրենց իրական արժեքին:

*Ընդունված է, որ վերազնահատում իրականացնելը կազմակերպության իրավունքն է, սակայն ո՛չ պարտավորությունը. կազմակերպությունը կարող է ընդհանրապես վերազնահատում չիրականացնել, եթե դրա վերաբերյալ նշում է իր հաշվապահական հաշվառման քաղաքականության մեջ:*

Այդուհանդերձ, այս համատեքստում հարց կարող է ծագել՝ արդյո՞ք սկզբնական արժեքի (ինքնարժեքի) մոդելն ընտրելու դեպքում ընկերության ժողովը կամ խորհրդը լիովին ապահովագրված են գույքի, նաև բաժնետոմսերի և այլ արժեթղթերի շուկայական արժեքների վերաբերյալ ճշգրիտ

տեղեկություններ տրամադրելու և անհրաժեշտ ճիշտ որոշումներ կայացնելու առումով<sup>64</sup>:

Ստացվում է, որ հիմնական միջոցների վերագնահատում չիրականացնելն աննպատակահարմար է այն ընկերությունների համար, որոնք հարկման ընդհանուր համակարգում իրականացնում են հիմնական միջոցների հաշվառում՝ նկատի ունենալով այն հանգամանքը, որ հիմնական միջոցների շուկայական արժեքն իր ուղղակի ազդեցությունն ունի կազմակերպության զուտ ակտիվների արժեքի՝ հետևաբար և սեփական կապիտալի ցուցանիշի, ինչպես նաև գույքահարկի հարկային բազայի վրա: Ինչ վերաբերում է ընկերության զուտ ակտիվներին, ապա հարկ է հիշել, որ ՀՀ օրենսդրության համաձայն՝ եթե երկրորդ և յուրաքանչյուր հաջորդ ֆինանսական տարվա ավարտից հետո պարզվի, որ Ընկերության զուտ ակտիվների արժեքը պակաս է կանոնադրական կապիտալից, ապա Ընկերությունը պարտավոր է հայտարարել և սահմանված կարգով գրանցել իր կանոնադրական կապիտալի նվազումը: Իսկ եթե երկրորդ և յուրաքանչյուր հաջորդ ֆինանսական տարվա ավարտից հետո պարզվում է, որ Ընկերության զուտ ակտիվների արժեքը կազմում է բացասական մեծություն, ապա Ընկերության ժողովը պետք է որոշում կայացնի լուծարման մասին, իսկ բաժնետիրական ընկերությունների դեպքում՝ նաև որոշում կայացնի նման պայմաններում գործունեությունը շարունակելու մասին՝ որոշ հանգամանքների դեպքում վերջինիս նպատակահարմարության և հիմնավորվածության վերաբերյալ եզրակացության առկայության պարագայում<sup>65</sup>:

---

<sup>64</sup> «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 57-րդ հոդվածի 3-րդ մաս, 59-րդ հոդվածի 5-րդ մաս, «Սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 23-րդ հոդվածի 1-ին մաս:

<sup>65</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի 98-րդ և 111-րդ հոդվածներ, «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 43-րդ հոդված, «Սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 34-րդ հոդված:

Ֆինանսատնտեսագիտական փորձաքննություններ կատարելիս՝ հիմնական միջոցների արժեքի վերաբերյալ տեղեկատվության հետազոտման ընթացքում ֆինանսիստ փորձագետը պետք է համոզվի, որ անհրաժեշտ գույքի վերագնահատումն՝ առնվազն հանրային ընկերություններում (բաժնետիրական ընկերություններ, որոնց արժեթղթերը ազատ շրջանառվում են ֆոնդային շուկայում), իրականացվել է համեմատաբար վերջերս՝ հիմնվելով համապատասխան շուկայական ազդակների վրա<sup>66</sup>:

Իհարկե, գույքի կանոնավոր վերագնահատումն ունի նաև, կարելի է ասել, իր վատ կողմերը, սակայն, եթե հաշվի առնենք այն հանգամանքը, որ հատկապես հանրային ընկերություններում տարբեր իրավիճակներից ելնելով անհրաժեշտություն է առաջանում որոշել բաժնետոմսերի կամ բաժնեմասերի շուկայական արժեքը, որն, իհարկե, իր հերթին որպես ծառայություն պահանջում է որոշակի ֆինանսական ծախսեր, ապա կարելի է հստակորեն համակարգել և դասակարգել (ներդնել հաշվապահական հաշվառման քաղաքականության մեջ) կազմակերպության գույքը, օրինակ՝ ըստ ձեռքբերման, շինարարության, շահագործման, մաշվածության ժամկետների և այլն, ինչպես նաև անհրաժեշտաբար այն դեպքում, երբ ընկերության տարբեր գույքային միավորներ իրացվելիության վերագնահատման կարիք ունեն: Այդուհանդերձ, ֆինանսատնտեսագիտական փորձաքննությունների շրջանակներում կազմակերպության գույքի շուկայական արժեքը որոշելու գործընթացում խնդրահարույց հարցեր կարող են առաջանալ հիմնականում գնահատման մեթոդների ու մոտեցումների սխալ ընտրության և կիրառման հետ կապված: Շատ մասնագետներ հավատարիմ են այն կարծիքին, որ կազմակերպությունները, որոնց հաշվետվությունները համապատասխանում են միջազգային ստանդարտներին, հիմնական

---

<sup>66</sup> Мамиконян К., «К вопросу об определении рыночной стоимости акций компании в рамках финансово-экономической экспертизы», Криміналістика і судова експертиза: міжвідом. наук.-метод. зб. /Київський НДІ судових експертиз; - К., 2021. – Вип. 66, էջեր՝ 861-878:

միջոցների վերագնահատումը պետք է վստահեն միայն մասնագիտացված (լիցենզավորված) գնահատող ընկերություններին: Այդուամենայնիվ՝ արդյո՞ք դա այդպես է:

Հիմնական միջոցների վերագնահատման գործառույթը դիտարկելիս՝ առաջին հերթին անհրաժեշտ է հիմնվել այն նախադրյալի վրա, որ հիմնական միջոցների արժեքի վերագնահատումն իրականացվելու է ակտիվ շուկայում՝ նմանատիպ օբյեկտների դրանց հաշվեկշռային արժեքի և ընթացիկ (փոխարինման) արժեքի տարբերությունը համահարթելու նպատակով: «Իրական արժեքի չափում» Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 13-ը սահմանում է «իրական արժեք» հասկացությունը որպես գին, որը չափման ամսաթվի դրությամբ, շուկայի մասնակիցների միջև սովորական գործարքում (ընթացիկ շուկայական պայմաններում, հիմնական (կամ առավել շահավետ) շուկայում) կստացվեր ակտիվի վաճառից կամ կվճարվեր պարտավորության փոխանցման դիմաց<sup>67</sup>: Այսինքն, իրական արժեքի չափումը ենթադրում է, որ գործարքը տեղի է ունենում հիմնական շուկայում, կամ վերջինիս բացակայության դեպքում՝ առավել շահավետ շուկայում:

Այստեղ հարկ է մեջ բերել Ռուսաստանի Դաշնության Հիմնական միջոցների հաշվապահական հաշվառման մեթոդական ուղեցույցի 43-րդ կետի դրույթը, որը կիրառման նպատակով նախատեսում է ընտրություն կատարել երկու մեթոդների միջև, այսինքն՝ հիմնական միջոցների համանման միավորների խմբերը վերագնահատվում են ընթացիկ (փոխարինվող) արժեքով կամ ինդեքսավորման միջոցով կամ ուղղակի վերահաշվարկով՝ փաստաթղթորեն հիմնավորված շուկայական գներով: Առաջին մեթոդի ընտրության դեպքում կազմակերպությունը պետք է ինքնուրույն մշակի այդ գործընթացի համար անհրաժեշտ ինդեքսները, որն, իդեպ, բավականին աշխատատար գործընթաց է, կամ օգտագործի պետական մարմինների կողմից մշակված

---

<sup>67</sup> «Իրական արժեքի չափում» ՖՀՄՍ 13, պարագրաֆ 24:

ինդեքսները: Ճիշտ է, եթե առավել հաշվենկատորեն մոտենանք այս հարցին, ապա պետք է նկատել, որ հիշատակված ինդեքսները, կախված դրանց ստացման բարդությունների հետ, պետք է մշակվեն հիմնականում պետական վիճակագրական մարմինների կողմից, սակայն գործնականում այդ խնդիրը ոչ այդքան արդյունավետ կերպով է լուծվել:

Սակայն, օրինակ՝ Ռուսաստանի Դաշնությունում գործող նորմատիվային պահանջների համաձայն՝ 2022թ.-ի համար կազմված կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվություններում վերը ներկայացված մոտեցումներն արդեն ընդունելի չեն, և մեկ այլ՝ ՌԴ ֆինանսների նախարարության 17.09.2020թ. N 204 հրամանով սահմանված կիրառման պահանջների համաձայն.

- Հիմնական միջոցի օբյեկտը հաշվապահական հաշվառման մեջ ճանաչվելու պարագայում չափվում է սկզբնական արժեքով:

- Հիմնական միջոցի օբյեկտը հաշվապահական հաշվառման մեջ ճանաչվելուց հետո գնահատվում է հետևյալ եղանակներից մեկով.

- ա) սկզբնական արժեքով, բ) վերագնահատման արժեքով:

- Հիմնական միջոցներն իրենց սկզբնական արժեքով գնահատելիս այդպիսի ինքնարժեքը և կուտակված մաշվածության գումարը ենթակա չեն փոփոխման, բացառությամբ ստանդարտով նախատեսված դեպքերի:

- Հիմնական միջոցը վերագնահատված արժեքով չափելիս՝ այն կանոնավոր կերպով վերագնահատվում է այնպես, որ այդ արժեքը հավասար լինի կամ էապես չտարբերվի դրանց իրական արժեքից:

Մեկ դասի շրջանակներում գտնվող հիմնական միջոցները պետք է գնահատվեն միաժամանակ, որպեսզի տեղի չունենա ակտիվների ընտրովի վերագնահատում: Սակայն, ակտիվների դասը կարող է վերագնահատվել շարունակական հիմունքով, պայմանով, որ այդ վերագնահատումը կավարտվի կարճ ժամանակահատվածում, և վերագնահատումները իրականացվում են ժամանակին: Այն դեպքերում, երբ իրական արժեքները տատանվում են,

ինչպես կարող է լինել հողի և շենքերի կամ գեր-գնաճային տնտեսությունների պարագայում, կարող են պահանջվել հաճախակի վերագնահատումներ: Եթե իրական արժեքները կայուն են երկար ժամանակահատվածի ընթացքում, ինչպես կարող է լինել արտադրական սարքավորումների դեպքում, կարող են պահանջվել պակաս հաճախականությամբ վերագնահատումներ: Եթե իրական արժեքի տատանումներն աննշան են, վերագնահատումների իրականացումը, օրինակ, յուրաքանչյուր երեք կամ հինգ տարին մեկ անգամ կարող է բավարար լինել:

Վերագնահատումից հետո ակտիվի հաշվեկշռային արժեքը կարող է ճշգրտվել «համախառն» և «զուտ» մեթոդների կիրառմամբ: Համախառն մեթոդը վերահաշվարկում է ակտիվի համախառն արժեքը (մինչև մաշվածությունը) և վերաներկայացնում է նաև համապատասխան կուտակված մաշվածությունը: Զուտ մեթոդի կիրառման ժամանակ կուտակված մաշվածությունը զտվում է հաշվեկշռային արժեքի դիմաց, որից հետո վերագնահատվում է ստացված զուտ հաշվեկշռային արժեքը<sup>68</sup>:

Հարկ է նշել, որ վերագնահատման մոդելը կարող է կիրառվել ոչ նյութական ակտիվի չափման համար միայն ակտիվի՝ սկզբնական արժեքով ճանաչումից և չափումից հետո: Այս մեթոդը չի կարող օգտագործվել սկզբնական ճանաչման պահին՝ ոչ նյութական ակտիվը սկզբնական արժեքից բացի այլ արժեքով ձևակերպելու համար: Այս մեթոդը չի կարող կիրառվել այն ոչ նյութական ակտիվների նկատմամբ, որոնք նախկինում չեն ճանաչվել որպես ոչ նյութական ակտիվներ: Սկզբնական ճանաչումից հետո ոչ նյութական ակտիվները ըստ վերագնահատման մոդելի պետք է հաշվառվեն իրական արժեքով, որը որոշվում է հղում կատարելով ակտիվ շուկային:

---

<sup>68</sup> ՖՀՄՍ գործնական կիրառման ձեռնարկ

Այդ նպատակների համար իրական արժեքը որոշվում է «Իրական արժեքի չափում» ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ 13-ով սահմանված կարգով<sup>69</sup>:

«Իրական արժեքի չափում» ՖՀՄՍ 13-ում իրական արժեքի չափումն իրականացնելու նպատակով սահմանվել է իրական արժեքի «հիերարխիա» հասկացությունը, որում մակարդակներից ամենաբարձրի առաջնահերթությունը տրվում է համանման ակտիվների կամ պարտավորությունների համար ակտիվ շուկայում գնանշված (չճշգրտվող) գներին (1-ին մակարդակի տվյալներ), իսկ ամենացածրը՝ ոչ դիտելի տվյալներին (3-րդ մակարդակի տվյալներ): Հակիրճ կերպով ներկայացման դեպքում ստացվում է.

ա) *1-ին մակարդակի* ելակետային տվյալները համանման ակտիվների կամ պարտավորությունների համար ակտիվ շուկաների գնանշվող գներ են, որոնք կազմակերպության համար կարող են հասանելի լինել չափման ամսաթվի դրությամբ,

բ) *2-րդ մակարդակի* ելակետային տվյալներն այն տվյալներն են, բացառությամբ 1-ին մակարդակում ներառվող գնանշվող գներից, որոնք ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն դիտելի են ակտիվի կամ պարտավորության համար,

գ) *3-րդ մակարդակի* ելակետային տվյալներն ակտիվի կամ պարտավորության համար ոչ դիտելի տվյալներ են<sup>70</sup>:

Հաշվի առնելով վերոհիշյալ ստանդարտով կարգավորումների չկոնկրետացված լայն և բարդ շրջանակը, ինչպես և գործնական կիրառման նպատակով հաջորդական քայլերի (մեխանիզմների) բացակայությունը, անհրաժեշտ է հատուկ նշանակություն տալ համանման կարգավորումների հայրենական մշակմանը, որը կլինի ոչ միայն պարտադիր կերպով տեղայնացված, այլև նրանում կշեշտադրվեն նաև իրական արժեքի գործնական կիրառման առումով խնդրի լուծման մոտեցումները:

---

<sup>69</sup> Հաշվապահական հաշվառման դաշնային ստանդարտների հաստատման մասին ՀՀԴՍ 26/2020 «Հիմնական միջոցներ» և ՀՀԴՍ 26/2020 «Կապիտալ ներդրումներ», ՌԴ ֆինանսների նախարարության 17.09.2020թ. N 204 հրաման:

<sup>70</sup> «Իրական արժեքի չափում» ՖՀՄՍ 13, պարագրաֆներ 76-89:

Այս համատեքստում կազմակերպության հիմնական միջոցների (նյութական ոչ ֆինանսական ակտիվների) էքսպրեսվերագնահատման համար գործակիցներ ստանալու նպատակով որոշակի ինդեքսավորման համակարգի ներդրման անհրաժեշտությունը ներկայումս արդիական է՝ կապված առաջին հերթին ՖՀՄՍ 13-ի գործնականում խնդրահարույց որակվող կիրառության հետ: Ակնհայտ է, որ այս մեթոդը պահանջում է արհեստավարժ մոտեցում՝ սկսած հիմնական միջոցների ձեռքբերման (կառուցման կամ ստեղծման) սկզբնական փուլից: Ի դեպ, այս համատեքստում առաջարկվող հատուկ ինդեքսավորման համակարգը, գործակիցների ճիշտ կիրառության և արդյունավետության առումով, պետք է ներդրվի կազմակերպության հիմնական միջոցների յուրաքանչյուր միավորի (խմբի) համար, որն էլ հետագայում կարող է օգտագործվել է միջանկյալ էքսպրեսվերագնահատումների ժամանակ:

Դիտարկելով վերագնահատման կարևոր առավելություններից մեկը, օրինակ՝ ընկերության գործունեության արդյունավետությունը ֆինանսական լևերիջի պարագայում, հարկ է նշել, որ այն միանշանակորեն արդարացնում է հիմնական միջոցների վերագնահատման վերաբերյալ որոշման ընդունումը, քանի որ վերագնահատումը մեծացնում է ակտիվների արժեքը, և ընդհանուր առմամբ, կարելի է նշել, որ ամրապնդելով համապատասխան ֆինանսական գործակիցներն, այն մեծացնում է վարկատուի վստահությունը՝ անհրաժեշտության դեպքում ցանկալի կամ պահանջվող վարկունակությունն ապահովելու առումով: Տրամաբանական է, որ ցածր իրացվելիություն ունեցող ընկերությունները շահագրգռված են վերագնահատման իրականացմամբ, քանի որ այն ավելի արդիական տեղեկատվություն է տրամադրում հիմնական միջոցների վաճառքից ստացվող

դրամական միջոցների չափի մասին՝ այդպիսով նպաստելով ընկերության վարկունակության բարձրացմանը<sup>71</sup>:

Անհրաժեշտ է, որ ընկերությունը հաշվի առնի իրավիճակը այնպիսի շուկայում, որտեղ առկա է գնահատման որոշակի օբյեկտի համար պոտենցիալ ձևավորված պահանջարկ (առաջարկ), որն իր հերթին նաև պարտադիր տեղեկատվական հիմք է իրական արժեքի չափման համար: Ինչ վերաբերում է ռիսկերի գնահատմանը, ապա նման ընթացակարգ իրականացնելիս ընկերությունը կարող է գնահատել յուրաքանչյուր ռիսկի դեպքում շուկայական պայմանների ազդեցությունը ակտիվի կամ պարտավորության գնի վրա և ճշգրտել իրական արժեքը այդ ռիսկից առաջացած համապատասխան սփրեդի համար:

ՖՀՄՍ 13-ի կիրարկման առանձնահատկությունները նյութական ոչ ֆինանսական ակտիվների հետ կապված առաջարկվում է դիտարկել հետևյալ կերպ. կազմակերպությունը պետք է չափի ոչ ֆինանսական ակտիվի իրական արժեքը՝ դուրս գալով շուկայի մասնակիցների կողմից դրա լավագույնս և առավել արդյունավետ օգտագործման ենթադրությունից, ի նկատի ունենալով. ա) ակտիվի ֆիզիկական բնութագրերը, բ) ակտիվի օգտագործման իրավական սահմանափակումները, գ) ակտիվի բավարար եկամուտ կամ դրամական հոսքեր գեներացնելու կարողությունը:

Գնահատման մեթոդները, որոնց կիրառման համար հասանելի են իրական արժեքի չափման նպատակով բավարար տվյալներ, կազմակերպությունը պետք է օգտագործի գնահատելու այն գինը, որով շուկայի մասնակիցների միջև ընթացիկ շուկայական պայմաններում գնահատման ամսաթվի դրությամբ կիրականացվի ակտիվի վաճառքի կամ պարտավորության փոխանցման սովորական գործարք: ՖՀՄՍ 13-ի համաձայն հիմնական գնահատման մեթոդներն են՝ շուկայականը (համեմատականը), ծախսայինը և եկամտայինը: Իհարկե նշված

---

<sup>71</sup> Solikhah B., Akuntansi FE, Hastuti Sri, Asrori, Budiyono I. *Fixed Assets Revaluation to Increase Value Relevance of Financial Statements*. Journal of critical reviews. 2020. Vol. 7. Is. 5. Pp. 589—594. URL: <http://lib.unnes.ac.id/id/eprint/43202>.

մեթոդներից յուրաքանչյուրի կիրառումն ունի որոշակի առանձնահատկություններ.

- առաջինի համար՝ օգտագործում են գներ՝ հիմնված համանման ակտիվների կամ պարտավորությունների շուկայական գործարքների արդյունքների վրա,

- երկրորդի համար՝ արտացոլում են այն գումարը, որը կպահանջվեր ժամանակի ներկա պահին ակտիվի շահագործվող հզորությունը փոխարինելու համար.

- երրորդի համար՝ իրական արժեքի գնհատումն արտացոլում է ապագա դրամական հոսքերի կամ եկամուտների և ծախսերի վերաբերյալ շուկայի ընթացիկ ակնկալիքները.

ՖՀՄՍ 13-ի համաձայն՝ իրական արժեքը չափելու նպատակով կիրառվող մեթոդներն ու մոտեցումները պարտադիր կերպով պետք է թվարկվեն (բացահայտվեն) ֆինանսական հաշվետվություններ կազմելիս, ինչպես և պետք է ներկայացվեն շուկայական տվյալների վերաբերյալ լրացուցիչ նկարագրողական բնույթի տեղեկատվություն:

Նկատի ունենալով վերը նշվածը՝ պետք է արձանագրել, որ ՖՀՄՍ 13-ի դրույթների գործնական կիրառության հիմնական խնդիրները հետևյալն են.

- հիմնական կամ առավել շահութաբեր շուկայի սահմանների որոշումը՝ հիմնական միջոցների օբյեկտների գները դիտարկելու նպատակով,

- իրական արժեքով չափման ենթակա օբյեկտների մեծ մասի վաճառքի համար չնախատեսված լինելը,

- շուկայական մոտեցման կիրառման պարագայում համանման ակտիվների (պարտավորությունների) որոշումը այն օբյեկտների համար, որոնցով գործարկվում է իրական արժեքի չափումը,

- ՖՀՄՍ 13-ում իրական արժեքի մեծության հաշվարկման մեթոդիկանների (տեղեկատվության աղբյուրների) կիրառման հստակ կանոնների բացակայությունը,

- գնահատման ստանդարտների որոշ անհամապատասխանություններ ՖՀՄՍ 13-ի հետ, քանի որ գնահատման

ստանդարտները (ինչպես միջազգային, այնպես էլ ներքին) ոչ մի կերպ կապված չեն ֆինանսական հաշվետվությունների ստանդարտների հետ: Բացի այդ, գնահատման ստանդարտներում իրական արժեքի մեծության որոշման պահանջներ չկան, և որոշվող արժեքը համարվում է «շուկայական արժեք»:

*Ինդեքսավորման համակարգի կառուցման մեթոդաբանությունը.*

Նախ և առաջ, հարկ է արձանագրել, որ հաշվի առնելով ՖՀՄՍ 13-ի դրույթների գործնական կիրառության հետ կապված խնդիրները, հիշյալ ստանդարտի հայրենական համանմանը մշակելիս հատուկ ուշադրություն պետք է դարձնել իրական արժեքի չափման մոտեցումների կանոնակարգմանը:

Թվում է՝ հիմնական (կամ առավել շահավետ) շուկայում ոչ միայն շուկայական պահանջարկն ու առաջարկը պետք է որոշեն հիմնական միջոցների իրական արժեքը. ըստ ՖՀՄՍ 13-ի իրական արժեքը՝ շուկայական տվյալների վրա հիմնված գնահատական է, այլ ոչ թե կազմակերպությանը հատուկ գնահատական:

Այսպիսով, սեփական նախաձեռնությամբ, կամ ըստ անհրաժեշտության, կամ հերթական վերագնահատումների ժամանակ իրական արժեքը կարող է նաև չափվել որոշ գործակիցների հիման վրա, որոնք կիրառվում են հիմնական միջոցների կառուցման (շինարարության), ստեղծման (արտադրության) կամ ձեռքբերման (գնման) արժեքների նկատմամբ, այսինքն՝ այնպիսի գործակիցների օգտագործմամբ, որոնք կարող են կիրառվել արդեն իսկ ծախսային մոտեցման միջոցով դուրս բերված ընթացիկ փոխարինման արժեքի նկատմամբ:

Նշված գործակիցները կարող են հաշվարկվել վերոնշյալ հատուկ ինդեքսավորման համակարգի ներդրման միջոցով, որում հարկ է, որ հաշվի առնվեն փողի ժամանակային արժեքի հայեցակարգը, շուկայական գործոնների նախադրյալները (ազդակները), միկրո-տնտեսական գործոնները և որոշակի ռիսկերի հետ կապված հայեցակարգեր, քանի որ իրական արժեքը սահմանվում է՝ հաշվի առնելով բոլոր գործոնները՝ ներառյալ

գնահատման ամսաթվի դրությամբ շուկայի իրավիճակը, ակտիվի ներուժը և գնանկման հեռանկարները:

Միննույն ժամանակ, հարկ է ընդգծել, որ նշված հատուկ ինդեքսավորման համակարգն իր կիրառման առումով բոլոր դեպքերում պետք է «պարզունակ» լինի, ինչը կիրառման տեսակետից հնարավորություն կտա հասանելի լինել կազմակերպության գլխավոր հաշվապահին, ֆինանսիստ փորձագետին, գնահատող փորձագետին, ինչպես նաև մասնագիտացված գնահատողներին:

Ինդեքսավորման համակարգն ընդհանուր առմամբ կարելի է ներկայացնել հետևյալ կերպ.

*Աղյուսակ 4.*

**Ինդեքսավորման համակարգի հիմնական տեղեկատվական աղբյուրները**

<p><b>Անշարժ գույքի ՀՄ օբյեկտների վերաբերյալ տեղեկատվական աղբյուրներ</b></p>	<p><b>Շարժական գույքի ՀՄ օբյեկտների վերաբերյալ տեղեկատվական աղբյուրներ (տրանսպորտային միջոցներ, մեքենաներ, արտադրական հոսքագծեր, սարքավորումներ, սարքեր, համակարգչային տեխնիկա և այլն)</b></p>
<p><i>Կադաստրային գնահատման իրավական ապահովում – գոտիավորման գործակիցները, շենքի կամ հողատարածքի մեկ քառակուսի մետրի բազային արժեքը</i></p>	<p><i>Պեդական եկամուտների կոմիտե (հարկային ծառայություն) - տեղեկատվություն անշարժ կամ շարժական գույքի հարկային բազայի (հաշվարկ-հաշվետվություններում, ներմուծման մաքսային և հարկային հայտարարագրերում նշված գների, ինչպես նաև այլ ընկերությունների կողմից դուրս գրված հաշվարկային փաստաթղթերում հիմնական միջոցների գների) վերաբերյալ:</i></p>

<p><i>Անշարժ գույքի միասնական պետական ռեգիստր - քաղվածքներ գույքի կադաստրային արժեքի վերաբերյալ</i></p>	<p><i>Միջազգային կամ տարածաշրջանային առցանց առևտրային հարթակներ (Amazon, Alibaba, Ebay, TMall, Etsy, Europages, Aliexpress, BBB և այլն) - տեղեկատվություն պաշտոնական ներկայացուցիչների (վաճառողների) կողմից սահմանված գների վերաբերյալ:</i></p>
<p><i>Վիճակագրության կոմիտե (պետական վիճակագրական ծառայություն) - հրապարակումներ անշարժ գույքի գների ինդեքսների, բնակելի շենքերի, բազմաբնակարան շենքերի բնակարանների շուկայական միջին գների, տնամերձ հողատարածքների (ըստ քաղաքի և շրջանի, ըստ տարվա կամ ամսվա և այլն) վերաբերյալ:</i></p>	<p><i>Մեքենասարքավորումներ և համակարգչային տեխնիկա արտադրողներ ընկերությունների պաշտոնական տեղեկատվական կայքեր - տեղեկատվություն մեքենասարքավորումների գների, այլ արդյունաբերական և արտադրական հոսքագծերի ու սարքերի, ինչպես նաև դրանց վերագինման և վերանորոգման ծառայությունների վերաբերյալ և այլն:</i></p>

*Անշարժ գույքի շուկայի տեսանկյունից շուկայական դիտելի տվյալների վերլուծության պարագայում անշարժ գույքի օբյեկտի արժեքի վրա ազդում է այդ օբյեկտի գտնվելու վայրը (օրինակ՝ քաղաքային տարածք, լեռնային շրջան կամ քաղաքից դուրս գտնվող տարածք): Ակնհայտ է, որ անշարժ գույքի շուկան անկատար մրցակցության շուկա է, քանի որ նրանում պահանջարկը սահմանափակ է և անկանոն, գործարքի պայմաններն անհատական են, գործարքի կողմերը շահագրգռված չեն դրա մասին տեղեկատվություն տարածել, բացի այդ, շուկան բնութագրվում է ցածր իրացվելիությամբ և նրանում առավելագույնս օգտագործվում են ներդրումային գրավչության չափանիշներ:*

*Օրինակ, կոմերցիոն անշարժ գույքի գների վրա սովորաբար ազդում են ինչպես օտարման պայմանները, այնպես էլ ներքոթվարկյալ գործոնները. վաճառքի պայմանները, փոխանցվող իրավունքները, զբաղեցրած տարածքը, նպատակայնությունը*

և դասավորությունը, հիմնական կառույցի պատրաստման շինանյութը, օբյեկտի տեխնիկական վիճակը, ինչպես նաև ենթակառուցվածքը, տրանսպորտային հիմնական երթուղիներին մոտ լինելը, տրանսպորտային և հետիոտնային հասանելիությունը, մոտակայքում համանման օբյեկտների առկայությունը և այլն:

*Շարժական գույքի շուկայի* տեսանկյունից շուկայական դիտելի տվյալների վերլուծության պարագայում օբյեկտների արժեքի վրա ազդում են ինչպես օտարման պայմանները, այնպես էլ ներքոթվարկյալ գործոնները. վաճառքի պայմանները և փոխանցվող իրավունքները, անհրաժեշտ իրավունքներ հավաստող և տեխնիկական փաստաթղթերի առկայությունը, շահագործման և փոխադրման պայմանները, մեքենաների և սարքավորումների քանդումը, հավաքումը, տեղադրումը, ֆիզիկական մաշվածությունը, փաստացի վիճակի համապատասխանությունը տեխնիկական փաստաթղթերին, կառուցվածքի նյութը, ապրանքային նշանը, արտադրող ընկերությունը (հայրենական կամ օտարերկրյա), իրացվելիությունը և այլն:

*Միկրոպնդեսական* ներքոթվարկյալ գործոնները նույնպես ազդում են օբյեկտների արժեքի վրա. տարածաշրջանի ընդհանուր տնտեսական իրավիճակը, դրա զարգացման տեմպերը, ինչպես նաև արտադրության վերականգնման աստիճանը և որոշակի ոլորտներում ներդրումային ակտիվության բարձրացումը (համապատասխան գործակիցների հաշվարկմամբ):

*Որոշակի ռիսկերից* կարելի է առանձնացնել հետևյալները՝ գնային ռիսկ (շուկայում գների անկումը), ներդրումային ռիսկ (ներդրումների արժեզրկումը), արժութային ռիսկ (արտահայտվում է որպես փոխարժեքի փոփոխության հետևանքով անշարժ գույքի գնի հետ կապված ֆինանսական հավանական կորուստներ), ինչպես նաև իրացվելիության ռիսկ (որքան քիչ են պոտենցիալ գնորդներն, այնքան ցածր է օբյեկտի իրացվելիությունը):

Ընթացիկ փոխարինման արժեքի նկատմամբ, եթե այն դիտարկենք որպես վերականգնման առավելագույն արժեք, հարկ է կիրառել գործակիցներ, որոնք բազմապատկմամբ կամ

նվազեցնում են (միջակայքը [0;1]) կամ մեծացնում են (1-ից մեծ) նշված արժեքը:

Առաջարկվող ինդեքսավորման համակարգի օգնությամբ գործակիցների ստացման տեսանկյունից հարկ է ընդունել, որ նշված գործառույթը պետք է եզակի լինի յուրաքանչյուր հիմնական միջոցի օբյեկտի համար:

Ստորև բերվել է նշված առաջարկությունների կիրառման օրինակ: Կառուցվող ինդեքսավորման համակարգն ունի հետևյալ պայմանական մուտքային տվյալները. հաշվապահական փաստաթղթերի համաձայն 8 տարի առաջ կազմակերպությունը ձեռք է բերել արտադրական նոր սարքավորում, վերջինս տեղադրել է և շահագործման հանձնվել:

Հաշվետու տարվա վերջում անհրաժեշտ է կատարել օբյեկտի միջանկյալ էքսպրես-վերազնահատում, սակայն՝ առանց լիցենզավորված մասնագետի կամ փորձագետի ներգրավման:

Վերլուծելով դիտարկվող 20 պայմանական չափանիշների արժեքների ինդեքսները՝ վերջիններս կարելի է բաշխել երեք ուղղություններով.

1) օտարման պայմաններ (չափանիշների արժեքների ընդհանուր թվի 1/2-ը),

2) միկրոտնտեսական գործոններ (չափանիշների արժեքների ընդհանուր թվի 1/4-ը),

3) պայմանական (կապված) ռիսկեր (չափանիշների արժեքների ընդհանուր թվի 1/4-ը):

Այսպիսով, յուրաքանչյուր չափանիշ հավասարվում է չափանիշների ընդհանուր թվի 5 տոկոսանոց արժեքին:

Ինդեքսավորման համակարգի կառուցման մեխանիզմի գործողությունը ներկայացված է ստորև աղյուսակի տեսքով, այն իրականացվում է հետևյալ հավասարմանը համապատասխան.

$$ՎԳ = \Phi U \times (O\Gamma + UԳ + \Gamma\Gamma) / 1000, \quad (1)$$

որտեղ՝ ՎԳ – վերազնահատված արժեք.

$\Phi U$  – փոխարինման արժեք.

$O\Gamma$  – օտարման պայմաններ.

ՄԳ - միկրոտնտեսական գործոններ.

ՊՌ - պայմանական (կապված) ռիսկեր:

Աղյուսակ 5.

**Հիմնական միջոցների վերագնահատման ինդեքսավորման համակարգը**

<b>Պայամանական չափանիշ</b>	<b>Չափանիշի արժեքը</b>	<b>Գործակցի հաշվարկ</b>
<b>Գնման արժեք</b>	8000 \$	
<b>Շահագործման ժամկետ</b>	8 տարի	
<b>Կուտակված մաշվածություն</b>	6400 \$	
<b>Փոխարինման արժեք</b>	7600 \$	
<b>Օտարման պայմաններ (քանակը 10)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• մնացորդային արժեք — <b>20</b> (100 - 80) %;</li> <li>• վաճառքի պայմաններ և օբյեկտի փոխանցվող իրավունքները — <b>70</b> %;</li> <li>• անհրաժեշտ իրավունքների հաստատման և տեխնիկական փաստաթղթեր— <b>55</b> %;</li> <li>• շահագործման պայմաններ մեքենաների և սարքավորումների համար — <b>45</b> %;</li> <li>• քանդման, տեղափոխման, հավաքման պայմաններ — <b>35</b> %;</li> <li>• գործառնական հնացում (մնացորդային) — <b>55</b> (100 - 45) %;</li> <li>• օգտակարության արժեքի կորուստ (մնացորդային) — <b>65</b> (100 - 35) %;</li> <li>• փաստացի վիճակի համապատասխանությունը տեխնիկական փաստաթղթերին <b>65</b> %;</li> <li>• օբյեկտի կառուցվածքի նյութը — <b>55</b> %;</li> <li>• ապրանքանիշ-արտադրող (հայրենական կամ արտասահմանյան) — <b>45</b> %</li> </ul>	(20 + 70 + 55 + 45 + 35 + 55 + 65 + 65 + 55 + 45)

<b>Միկրոէկոնոմիկական գործոններ (քանակը 5)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• հիմնական շուկայի իրավիճակը — <b>10 %</b>;</li> <li>• տարածաշրջանի տնտեսական իրավիճակը — <b>40 %</b>;</li> <li>• տարածաշրջանի զարգացման տեմպերը — <b>30 %</b>;</li> <li>• Արտադրության վերականգնման աստիճանը — <b>20 %</b>;</li> <li>• Ներդրումային ակտիվության բարձրացումը — <b>25 %</b></li> </ul>	(10 + 40 + 30 + 20 + 25)
<b>Պայմանական (կաաված) ռիսկեր (քանակը 5)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Գնային ռիսկ — <b>70 (100 - 30) %</b>;</li> <li>• Ներդրումային ռիսկ — <b>45 (100 - 55) %</b>;</li> <li>• Արժութային ռիսկ — <b>75 (100 - 25) %</b>;</li> <li>• Իրացվելիության ռիսկ — <b>55 (100 - 45) %</b>;</li> <li>• ակտիվի հեռանկարը — <b>5 (100 - 95) %</b></li> </ul>	(70 + 45 + 75 + 55 + 5)
<b>Վերագնահատված արժեքը</b>	<b>6726 \$</b> = 7600 \$ (փոխարինման արժեք) × 0,885 (գործակից)	Գործակից <b>0,885</b> = (510 + 125 + 250) / 1000

Այսպիսով, 8 փարի առաջ 8000 ԱՄՆ դոլար գնով ձեռք բերված հիմնական միջոցի՝ 7600 ԱՄՆ դոլար փոխարինման արժեքի պարագայում վերագնահատված արժեքը տվյալ պահին կազմել է 6726 ԱՄՆ դոլար:

Որոշ չափորոշիչների արժեքների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ առաջարկվող համակարգում չափանիշների արժեքների ինդեքսներն անհրաժեշտ է յուրաքանչյուր անգամ համեմատել համակարգի նախորդ գործարկման ընթացքում գրանցված ինդեքսների հետ՝ դրանց համապատասխան աճը կամ նվազումը ամրագրելու համար:

Սկզբնական փուլում առանձին հիմնական միջոցների արժեքների որոշման ծախսային մոտեցմամբ հաշվարկների արդյունքները ստանալուց հետո հաջորդ փուլում՝ ինդեքսավորման համակարգի միջոցով ստացված գործակիցները կիրառման

ենթակա են նույն հիմնական միջոցների ընթացիկ փոխարինման արժեքների նկատմամբ: Վերջինիս նպատակը կայանում է նրանում, որ էքսպրես-վերազնահատման արդյունքում ստացված արժեքներն անհրաժեշտ է հնարավորինս ձգտել հավասարեցնելու (մոտեցնելու) հետագա վերազնահատման գործընթացում հիմնական կամ առավել շահավետ շուկայի գների հիման վրա որոշվող իրական արժեքներին: Անհրաժեշտ է հավելել նաև, որ առաջարկվող ինդեքսավորման համակարգում չափորոշիչների նշանակությունները պետք է ամեն անգամ համեմատվեն համակարգի նախորդ գործարկման արդյունքում ստացված համապատասխան չափորոշիչների նշանակությունների հետ՝ դրանց փոփոխությունների (նվազման կամ աճի) ինդեքսներն ամրագրելու նպատակով:

Վերազնահատման առավելությունները և թերությունները դիտարկելիս անրաժեշտ է նկատի ունենալ, որ թերություններն, այնուամենայնիվ, կապված են հիմնականում վերազնահատման արդյունքում կազմակերպության հիմնական միջոցների արժեքի նվազման հետ, ինչի հետևանքով՝

- խեղաթյուրվում է տնտեսվարող սուբյեկտի կապիտալի իրական արժեքը,
- ամորտիզացիոն հատկացումների ավելացման պարագայում նվազում է մեկ բաժնետոմսի դիմաց բաժին ընկնող շահույթը,
- մեծանում է ձեռնարկատիրական գործունեության արդյունքի ինքնարժեքը,
- հիմնական միջոցների արժեքի զգալի նվազման պարագայում կազմակերպությունը կարող է հայտնվել նույնիսկ սնանկության եզրին:

Միանգամայն տրամաբանական է, որ վերազնահատման արդյունքում կազմակերպության հիմնական միջոցների արժեքի ավելացման պարագայում դիտարկվում են այս գործընթացի առավելությունները, մասնավորապես՝

- սեփական կապիտալի մեծացումը,
- ֆինանսական վիճակի հուսալիությունը,

- կայունության, վարկունակության և ներդրումային հարցերում գրավչությունը,

- բաժնետոմսերի շուկայական գնի բարձրացումը և այլն:

Հատկանշական է, որ ցածր իրացվելիություն ունեցող ընկերությունները, որոնք փոխառու միջոցների կարիք են զգում, շահագրգռված պետք է լինեն հիմնական միջոցների (ակտիվների) վերագնահատման գործընթացների պարբերական իրականացմամբ, քանի որ վերագնահատումն օգնում է ավելի ճշգրիտ տեղեկատվություն ստանալ անհրաժեշտության դեպքում հիմնական միջոցների վաճառքից ստացվող դրամական միջոցների չափի վերաբերյալ՝ դրանով իսկ նպաստելով ընկերության վարկունակության բարձրացմանը:

Ակտիվների արժեքի աճը հիմնական եկամուտ է բերում կապիտալի սեփականատերերին, հետևաբար ֆինանսական շուկայում կապիտալ ներդրողները հետաքրքրված են առաջին հերթին ընկերությունների բաժնետոմսերի շուկայական գների բարձրացմամբ: Այս դիտանկյունից բաժնետոմսերի շուկայական արժեքն առավելագույնի հասցնելու (մաքսիմիլացման) հիմքում ընկած է ենթադրություն այն մասին, որ սեփականատերերի բարեկեցության բարձրացումը կախված է բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի բարձրացումից, այլ ոչ թե շահութաբաժինների տեսքով եկամուտների աճից: Այդ պատճառով մշտապես կայուն հետաքրքրություն և պահանջ է նկատվում ընկերության շուկայական արժեքի գնահատման, ինչպես նաև գործնականում նրա շուկայական արժեքի բարձրացման գործընթացի կառավարման նպատակով կիրառվող գործիքների կատարելագործման ուղղությամբ<sup>72</sup>:

Նշվածից ելնելով, հստակ տեսանելի են այն հնարավորությունները, որոնք թույլ են տալիս էքսպրես-վերագնահատման

---

<sup>72</sup> Մամիկոնյան Կ.Հ., Բաբոյան Ա.Ս., «Շահութաբաժնային քաղաքականությունը և ընկերության շուկայական կապիտալացման վրա դրա ազդեցությունը», «ԲԱՆԲԵՐ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի» 2020.1, 1(57), Երևան, էջ 67-79:

համակարգը դասել հիմնական միջոցների շուկայական արժեքների աճի նպատակով կիրառվող տնտեսական գործիքների շարքին: Նման տնտեսական գործիքն իր վիճակագրական և համեմատական չափիչ մեխանիզմների զուգորդմամբ թույլ կտա ընկերության շուկայական արժեքի բարձրացման կամ այդ արժեքի կայուն մակարդակի պահպանման առումով գործնականում կիրառելի դառնալ:

Այսուհանդերձ, հաշվապահական հաշվառման վարման սկզբունքների կիրառական մեխանիզմներում անկախ էքսպրես-վերագնահատման նպատակով ինդեքսավորման համակարգի ներդրման հնարավորությունները կարևորվում են նաև ֆինանսատնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտության իրականացման դեպքում, երբ փորձաքննություն նախաձեռնողի կողմից ֆինանսիստ փորձագետին առաջադրված ընկերության գույքի շուկայական արժեքի որոշման, բաժնետոմսերի և բաժնեմասերի շուկայական գների որոշման, «իրական անվճարու-նակության» պարզման կամ անվճարունակության հատկանիշների որոշման վերաբերյալ հարցերի շրջանակներում անհրաժեշտ է ճշտել ընկերության ֆինանսական հաշվետվություններում զուտ ակտիվների (սեփական կապիտալի) իրական արժեքով ներկայացված լինելը: Այս պարագայում ֆինանսիստ փորձագետը, հետազոտելով փորձաքննությանը ներկայացված կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվություններին կից հիմնական միջոցների հաշվառման և դրանց վերագնահատման վերաբերյալ հաշվապահական հաշվառման քաղաքականության դրույթները և փաստաթղթերը, հնարավորություն է ունենում հիմնական միջոցների շուկայական արժեքների վերաբերյալ օբյեկտիվ հիմքեր նախանշել՝ ակտիվների իրացման վերաբերյալ իրական ցուցանիշներ ունենալու և հիմնավոր եզրակացություն կազմելու նպատակով:

## **Գլուխ 5. ԸՆԿԵՐՈՒԹՅԱՆ ՇՈՒԿԱՅԱԿԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼԱՑՄԱՆ ԱՐԺԵՔԸ**

### **§1. Ընկերության շուկայական կապիտալացումը**

Հաշվարկավերլուծական եղանակների մեջ ներառված տնտեսական վերլուծությունը եղանակների համակարգ է, որի օգնությամբ գնահատվում է տնտեսվարող սուբյեկտի համապարփակ գործունեությունը. այն իրավապահ մարմինների կողմից օգտագործվում է կանխամտածված (նաև կեղծ) սնանկության դեպքերում որպես ապացուցողական բազա, ինչի հիմքում ընկած են ընկերության հաշվապահական փաստաթղթերը<sup>73</sup>:

Անվճարունակության վերլուծությունն իրականացնելիս անհրաժեշտաբար ուսումնասիրվում է տնտեսվարող սուբյեկտի կապիտալի կառուցվածքը, հետազոտվում կապիտալացման մեխանիզմները, և արդյունքում դուրս է բերվում շուկայական կապիտալացման արժեքի մեծությունը:

Այսպես. իրականում ընկերության բաժնետոմսի գինը դա եկամտի կապիտալցված մաս է, հետևաբար այն չի որոշվում որպես կազմակերպությանը կցված ամբողջ կապիտալի համապատասխան մաս և հարաբերականորեն կայուն մեծություն: Ըստ գերմանացի ականավոր քաղաքական գործիչ, ավստրո-մարքսիզմի տեսաբան Ռուդոլֆ Գիլֆերդինգի՝ բաժնետոմսը եկամտի իրավունքի իրավաբանական հիմնավորումն է, ապագա արդյունքի նկատմամբ պարտքային պահանջը, եկամտի վկայագիրը: Քանի որ այդ եկամուտը կապիտալացվում է, ապա թվում է, թե բաժնետոմսի գնի կաղապարում գոյություն ունի երկրորդ կապիտալ: Սակայն վերջինս՝ զուտ «ֆիկտիվ» կապիտալ է<sup>74</sup>:

---

<sup>73</sup> Сорокоотягин, И. Н. /Судебная бухгалтерия/: 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2015. — 284 с., ст. 22.

<sup>74</sup> Финансовый капитал /Рудольф Гильфердинг, пер. с немецкого И. Степанова, Гос. Изд., М.-1924г./, էջեր՝ 110-111:

Չնայած նրան, որ թողարկման պահին յուրաքանչյուր բաժնետոմս ունի որոշակի վաճառքի գին (տեղաբաշխման գին), բորսայում բաժնետոմսերը ձեռք են բերում ինքնուրույն գին, այսինքն «կուրս»: Բաժնետոմսի կուրսը անփոփոխ չի մնում և մի շարք գործոնների ազդեցությամբ պարբերաբար տատանվում է: Այսպիսով, բորսայում բաժնետոմսերի յուրաքանչյուր գնման-վաճառքի գործարքների իրականացման ժամանակ կարող բաժնետոմսերի արժեքը փոփոխվել: Այսինքն դիտարկվող ընկերության կապիտալացումը կապակցված է իր բաժնետոմսերի գնանշումների հետ, ինչն էլ որոշվում է բորսայական առևտրի ընթացքում:

Փաստորեն, կապիտալացումը կարող ենք ըմբռնել՝ կամ որպես գործընթաց, կամ էլ որպես վիճակագրական մեծություն, որը բնութագրում է ժամանակի կոնկրետ պահին ընկերության շուկայական արժեքը և առաջին հերթին՝ նրա զուտ ակտիվների շուկայական արժեքը: Սակայն գոյություն ունի նաև ընդհանուր հասկացություն, որը բնութագրում է ընկերության կապիտալացումը որպես իր բոլոր բաժնետոմսերի ընդհանուր արժեք: Այստեղ է, որ անհրաժեշտություն է առաջանում տարանջատել կապիտալացման փոփոխություն իրականացնող մեխանիզմները՝ կապիտալացման ցուցանիշի մեծության որոշման ֆինանսական մեխանիզմներից:

Կապիտալացման փոփոխության վրա ազդող հիմնական մեխանիզմներից կարելի է առանձնացնել, օրինակ՝ սպեկուլյատիվ, բրենդային, մարքեթինգային, էկոլոգիական, տարածաշրջանային, ինչպես նաև տեղեկատվական մեխանիզմները:

Ինչ վերաբերում է կապիտալացման մեծության որոշման մեխանիզմներին, ապա գործնականում այդ նպատակով կիրառվում են երկուսը՝

- 1) բորսայական, և
- 2) գնահատման:

*Բորսայական* մեխանիզմի դեպքում շուկայական արժեքն ընդունվում է այն գինը, որով իրականացվել է վերջին գնման կամ

վաճառքի գործարքը: Պետք է նշել, որ այս մեխանիզմն այդքան էլ տարածված չէ, քանի որ որոշ հնարավոր գործոնների ազդեցությամբ այն դառնում է ոչ նպատակահարման: Բորսայական կապիտալացումը բոլոր դեպքերում իրենից ներկայացնում է մեծություն, որը գտնվում է ընկերության բաժնետոմսերի փաստացի իրականացված գնման-վաճառքի գործարքների հիմքում: Իսկ գնահատման մեխանիզմը կապված է ձեռնարկատիրության արժեքի գնահատման գործընթացում ընդունված հաշվարկային մեթոդների հետ: Այս դեպքում կապիտալացման գնահատման կամ հաշվարկային մեծությունն այն հնարավոր գինն է, որով կարող է վաճառվել գնահատվող ընկերությունը: Ընկերության կամ նրա մասի գնման կամ վաճառքի դեպքում այդ գինը հիմնականում կողմնորոշիչ նշանակություն ունի:

Առաջին մեխանիզմի դեպքում՝ ընկերության շուկայական կապիտալացման արժեքի մեծությունը որոշելու համար գնահատողը պետք է նախապես որոշի բաժնետոմսերի շուկայական գինը: Այս գործողությունն իրենից ենթադրում է բաժնետոմսերով կատարված վերջին գործարքների գների միջին թվաբանականը՝ մեկ բաժնետոմսի հաշվարկով, նկատի ունենալով, որ, օրինակ, նույն օրվա ընթացքում հնարավոր է նույն բաժնետոմսերի տատանվող կուրսերով մի քանի գործարքներ կատարված լինեն (գործնականում նաև ընտրվում է վերջին գործարքի գինը): Այնուհետև ընկերության կապիտալացման արժեքը դուրս բերելու նպատակով շրջանառության մեջ գտնվող բաժնետոմսերի ընդհանուր քանակը բազմապատկվում է բաժնետոմսի շուկայական արժեքով: Ընկերության կապիտալացման թափանցիկության տեսակետից, գնահատող կազմակերպությունը կարող է հաշվետվության ձևաչափով հրապարակել բաժնետոմսերի կուրսը, որպեսզի բաժնետերերը տեղյալ լինեն իրենց սեփական բաժնետոմսերի արժեքի աճի կամ նվազման մասին:

Երկրորդ մեխանիզմի, այսինքն ընկերության գնահատման կամ հիմնարար կապիտալացման դեպքում՝ խնդիրն այլ է:

Ստացվում է, որ հաշվարկային մեխանիզմը թույլ է տալիս ստանալ ընկերության կապիտալացման արժեք, սակայն որը կարող է ընկերության բաժնետոմսեր ձեռք բերելու հետաքրքրություն ունեցող յուրքանջուր ներդրողի համար տարբերակված լինել:

Ավանդաբար գնահատման գործունեության մեջ գործնականում ընդունվում են գնահատման երեք մոտեցումներ՝ ծախսային, եկամտային և համեմատական, որոնք իրենց մեջ միավորում են տարբեր մեթոդներ:

Գնահատման առաջին՝ *ծախսային մոտեցումը*, որը հիմնված է ընկերության ակտիվների արժեքի դուրս բերման վրա, բավականին տարածված մոտեցում է ամբողջ աշխարհում. տվյալները վերցվում են ընկերության ֆինանսական հաշվետվություններից: Սակայն պետք է նկատել, որ այդ տվյալների օգտագործումից ծնվում են նաև բազմաթիվ ենթադրություններ, մասնավորապես՝ ակտիվների հաշվեկշռային արժեքը դուրս է բերվում դրանց սկզբնական արժեքից կուտակված մաշվածությունը և արժեզրկումից կուտակված կորուստները հանելուց հետո: Սակայն և, այդ արժեքը կարող է սկզբունքայնորեն տարբերվել ակտիվների իրական արժեքից: Ակտիվների վերագնահատումները սովորաբար պետք է իրականացվեն անկախ մասնագիտական որակավորում ստացած գնահատողների կողմից: Եթե շուկայական արժեքը հնարավոր չէ արժանահավատորեն որոշել, ապա գնահատումը կատարվում է մաշված օբյեկտի փոխհատուցվող արժեքի հիման վրա: Այս պարագայում հիմնական միջոցները հաշվառվում են վերագնահատված արժեքով:

Համաձայն ՀՀՄՍ 16 «Հիմնական միջոցներ» ստանդարտի ցուցումների՝ վերագնահատումները պետք է կատարվեն բավարար պարբերականությամբ, որպեսզի հաշվեկշռային արժեքը էականորեն չտարբերվի հաշվետու ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ իրական արժեքից: Համաձայն նույն ստանդարտի, հիմնական միջոցի որոշ միավորների իրական արժեքը կարող է

նշանակալիորեն և կամայական ձևով փոփոխվել, հետևաբար դրանց տարեկան վերագնահատումն անհրաժեշտ է<sup>75</sup>:

Այսպիսով, կազմակերպության ակտիվների հաշվեկշռային արժեքը, կախված ընկերության համապատասխան պատասխանատու անձանց կողմից ակտիվների վերագնահատումների մասով ցուցաբերած նախաձեռնությունից, կարող է սկզբունքայնորեն ձգտել դրանց իրական արժեքին: ՖՀՄՍ-երը թույլ են տալիս կամ պահանջում են, որ որոշ ակտիվներ հաշվառվեն իրական արժեքով կամ վերագնահատվեն (օրինակ՝ ՀՀՄՍ 16 «Հիմնական միջոցներ», ՀՀՄՍ 38 «Ոչ նյութական ակտիվներ», ՀՀՄՍ 40 «Ներդրումային գույք» և ՖՀՄՍ 9 «Ֆինանսական գործիքներ»):

Համաձայն ՖՀՄՍ-րի՝ «իրական արժեքն» այն գինն է, որը չափման ամսաթվի դրությամբ շուկայի մասնակիցների միջև սովորական գործարքում կստացվի ակտիվը վաճառելու կամ կվճարվի պարտավորությունը փոխանցելու դիմաց: Ի դեպ, այս պարագայում կարևորվում է մասնավորապես փոխառության ծախսումների (տոկոսների) կապիտալացումը, այսինքն դրանց ներառումը հիմնական միջոցների օբյեկտների սկզբնական արժեքի մեջ: Սակայն, ըստ ՖՀՄՍ-րի, փոխառության ծախսումները կարելի է կապիտալացնել այն դեպքում, երբ հավանական է, որ կազմակերպությունը կստանա ապագա տնտեսական օգուտներ, և ծախսումները կարող են արժանահավատորեն չափվել:

Ժամանակի կոնկրետ պահին ընկերության կապիտալացումը կամ շուկայական արժեքը որոշելու համար պետք է հաշվի առնել նաև հետևյալ մոտեցումը՝ իրականում ակտիվների ի՞նչ «իրական արժեք» կմնա ընկերությանը, եթե նա մարի երրորդ անձնանց, բացի հիմնադիր-մասնակիցների, նկատմամբ իր ունեցած բացառապես ամբողջ պարտավորությունները: Գործնականում դա

---

<sup>75</sup> «Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտները և միջազգային ստանդարտների ուղեցույցները հրապարակելու մասին» (ՖՀՄՍ) ՀՀ կառավարության 2010 թվականի մարտի 11-ի N 235-Ն որոշմամբ հաստատված՝ Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտներ» (ՀՀՄՍ):

իրականացվում է զուտ ակտիվների հաշվարկման սկզբունքով՝ դուրս բերելով կազմակերպության ակտիվների և պարտավորությունների տարբերության արժեքը, որը տնտեսագիտական գրականությամբ, ինչպես և նորմատիվ իրավական ակտերով նույնականացվում է նրա սեփական կապիտալի հետ: Մասնավորապես, «Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ 32» 16Ա և 16Գ պարագրաֆների դրույթներում այս հասկացության վերաբերյալ տրվում է հետևյալ եզրույթը. «Կազմակերպության զուտ ակտիվներն այն ակտիվներն են, որոնք մնում են իր ակտիվների նկատմամբ բոլոր պահանջները հանելուց հետո»:

Ի դեպ, ներդրումային միջնաժամկետ և երկարաժամկետ այն ռազմավարության շրջանակներում, որի դեպքում վերլուծությունները հիմնվում են ընկերության շուկայական կապիտալացման և նրա զուտ ակտիվների հարաբերակցության վրա՝ ընդունված է համարել, որ զարգացող և շահութաբեր ընկերությունը չի կարող գնահատվել իր զուտ ակտիվների արժեքից ավելի ցածր: Վերը նշվածի գնահատականը կարող է տալ Տոբինի  $Q$  գործակիցը, որը ցույց է տալիս, թե որքան է պատրաստ վճարելու ներդրողը ընկերության սեփական կապիտալի (զուտ ակտիվների) յուրաքանչյուր հաշվեկշռային միավորի համար, այն դուրս է բերվում հետևյալ հարաբերակցությամբ.

$$Q = \frac{\text{շուկայական կապիտալացում}}{\text{զուտ ակտիվներ}}$$

Եթե գործակցի նշանակությունը փոքր է 1-ից, ապա դա ցույց է տալիս, որ շուկայի կողմից առկա է ընկերության բաժնետոմսերի թերգնահատում: Եվ որքան բարձր է այդ նշանակությունը, այնքան ընկերությունը ներդրումային համայնքի կողմից հեռանկարային է համարվում<sup>76</sup>:

<sup>76</sup> Корпоративные финансы: //Под ред. М. В. Романовского, А. И.

Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. - СПб.: Питер, 2011.-592с., էջ 447:

Գնահատման երկրորդ՝ *եկամտային մոտեցումն* արևմտյան ֆինանսական գործնական հարաբերություններում համարվում է առավել ճշգրիտ, այն հիմնավորմամբ, որ ընկերության շուկայական կապիտալացման որոշման այս մոտեցումը կապված է ապագա տնտեսական օգուտների կողմնորոշվածության սկզբունքի հետ:

Ֆինանսական տեսության կենտրոնում ընկած է, մասնավորապես՝ արժեքի հիմնարար սահմանմանումը, որը ձևակերպվում է հետևյալ կերպ. «Կապիտալի ակտիվի արժեքը հավասարվում է այդ ակտիվի կողմից գեներացվող բոլոր ապագա դրամական ներհոսքերի ընթացիկ (ներկա) արժեքին»<sup>77</sup>: Սակայն պետք է նկատել, որ ակտիվի դրամական ներհոսքերի ընթացիկ արժեքի որոշման համար անհրաժեշտ է նրա յուրաքանչյուր տարրը դիսկոնտավորել:

Դրամական հոսքերի կանխատեսումը գործնականում իրականացվում է՝ հիմք ընդունելով ընկերության առկա ներդրումային նախագծերը կամ գործարար ծրագրերը՝ նախկին ժամանակահատվածների դրամական հոսքերն արտարկելով (էքստրապոլացիայի ենթարկելով) ապագայի համար: Այստեղ կարևորվում է օգտագործված դրամական հոսքերը, այլ ոչ թե ստացված շահույթի ցուցանիշը:

Վերոնշյալի շրջանակներում ընկերության կապիտալացման մեծությունը տարբեր ներդրողների համար կարող է տարբեր լինել, քանի որ ընկերության կողմից գեներացված դրամական հոսքերի արժեքի հաշվարկի իրականացման ժամանակ դիսկոնտավորման դրույքը հաշվարկին մասնակցում է՝ ելնելով արժույթի արժեզրկման տեմպերի վերաբերյալ ներդրողի անհատական պատկերացումներից, ինչպես նաև այլընտրանքային եկամտաբերության մակարդակից և այլ պայմաններից: Կարելի է և այս հանգամանքով բացատրել նաև այն իրավիճակը, երբ ներդրողներն առավել

---

<sup>77</sup> Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. //Финансовая инженерия// Уч. М. Инфра-М 1998г., 784 ст. (впервые сформулированном И. Фишером в 1896 году).

պատրաստական են ընկերության բաժնետոմսերը ձեռք բերել հենց բորսայից:

Գնահատման երրորդ՝ *համեմատական մոտեցման* էությունը կայանում է նրանում, որ գործնականում բորսայական գնանշումների կողմնորոշվածության պարագայում, երկու միատեսակ ընկերությունների արժեքները կատարյալ շուկայի պայմաններում չպետք է տարբերվեն: Փաստորեն այս մոտեցմամբ ընկերության արժեքը պարզելու համար անհրաժեշտ է նույնատիպ ընկերությունների կապիտացման վերաբերյալ տեղեկատվություն ձեռք բերել, որոնց արժեքների մեծությունները որոշվել են իրականացված բաժնետոմսերի առքուվաճառքի կամ ընկերությունների ամբողջական վաճառքի վերջին գործարքներով: Համեմատական մոտեցումը թույլ է տալիս ընկերության կապիտալացման որոշակի միջինացված մեծություն ստանալ, քանի որ, գործնականում, սպեկուլյատիվ պահանջներից ելնելով, ընկերություններից մեկի բաժնետոմսերի գինը կարող է աճել:

Վերոնշյալ ավանդական մոտեցումներից բացի կիրառվում է նաև բաժնետոմսերի «առաջնային հրապարակային առաջարկի» IPO (initial public offering) մոտեցումը, որն իր հերթին միավորում է երկու տեսակներ՝

1) լրացուցիչ թողարկված բաժնետոմսերի տեղաբաշխում բորսայում (PRO - Primary Public Offering),

2) գործող բաժնետիրոջ բաժնետոմսերի փաթեթի երկրորդային տեղաբաշխում (SPO - Secondary Public Offering)<sup>78</sup>: Հարկ է նշել, որ առաջինի դեպքում տեղի է ունենում լրացուցիչ կապիտալի ներգրավման հաշվին ընկերության կապիտալացման աճ, իսկ երկրորդի դեպքում՝ կապիտալացման արժեքի որոշման գործընթացը, որն, ի դեպ, կարող է պարունակել ընկերության նկատմամբ բաժնետերերի նեգատիվ տրամադրվածությամբ

---

<sup>78</sup> М. Ковалев, С. Снопкова /Первичное публичное размещение акции (IPO): тенденции и перспективы/ Сборник научно-практических статей N 12 (787) 30.06.2016г., Вестник ассоциаций белорусских банков.

գործողությունների արդյունք, տեղի է ունենում բացառապես բորսայական սպեկուլյատիվ մեխանիզմների միջոցով:

Ներկայումս համարվում է, որ ընկերության ստացած եկամուտը կախված է ոչ թե իր նյութական արժեքների գններացումից, այլ նաև ընկերության կորպորատիվ մշակույթից, կառավարման արդյունավետությունից, աշխատակիցների որակավորումից և այլն: Օրինակ, ոչ նյութական ակտիվներին են վերաբերում, մասնավորապես՝ «մարքեթինգային ակտիվ» համարվող ընկերության ապրանքային նշանը և ապրանքանիշը (բրենդը):

Ընկերության կապիտալացման մեծության փոփոխության ազդեցության հետ սերտորեն կապված բրենդային մեխանիզմն ի գորու է ընդլայնել ընկերության վաճառքի ծավալները: Եթե ընկերության բրենդն իրենից ներկայացնում է ոչ նյութական ակտիվ, ապա բրենդային մեխանիզմը կարող է կապվել նաև «ֆրանչայզինգ» հասկացության հետ, որը պարզ բացատրությամբ նշանակում է ապրանքային նշանի կամ բրենդի «վարձույթ»: Այս դեպքում ֆրանչայզեր համարվող ընկերությունը, ով ձեռք է բերում բրենդի օգտագործման իրավունք, ստանում է սեփական արժեքի աճ՝ համեմատած նույնատիպ ընկերությունների հետ, ովքեր չունեն հանրահայտ բրենդի օգտագործման իրավունք:

Ինչ վերաբերում է ընկերության կապիտալացման փոփոխության էկոլոգիական մեխանիզմին, ապա նշվածն ավելի շատ կապված է «տարածաշրջանի կապիտալացում» հասկացության հետ, որն էլ իր հերթին կարող է արտահայտվել, օրինակ, հետևյալում. ընդունված օրենսդրական կամ բնապահպանական նորմերի արգելքները կարող են հանգեցնել տվյալ տարածաշրջանում հանգստի, զբոսաշրջային և ժամանցային բիզնեսի զարգացման, և հետևաբար այդ ընկերությունների կապիտալների ավելացմանը: Ընկերության կապիտալացման մեծության փոփոխության ազդեցության հետ սերտորեն կապված է նաև տեղեկատվական մեխանիզմը, որի գործարկման հիմքում ընկած է ընկերության թափանցիկ գործունեության բարձրացումը: Վերջինս արտահայտվում է ներդրողների հետաքրքրության

շրջանակում հիմնականում ֆինանսական ամբողջ տեղեկատվության հրապարակայնության մեջ:

Տրամաբանական է, որ եթե ներդրողները վստահ են ընկերության կայուն զարգացման հարցում, և եթե նրանք գիտեն, թե ինչպիսի գործողություններ կարելի է սպասել ընկերության կառավարումից, ապա ընկերության արժեքը կբարձրանա կատարվող նոր ներդրումների հաշվին՝ ընդունելով առկա նվազ ռիսկայնության պարագայում նույնիսկ ցածր եկամտաբերության պայմանները: Սա իրենից ենթադրում է, որ ընկերությունը պետք է վարի հավաստի և մանրակրկիտ կերպով հաշվապահական հաշվառում, ինչի հիման վրա էլ հրապարակի իր ֆինանսական և հարկային հաշվետվությունները, պետք է նաև պարբերաբար մշակի և ներկայացնի իր մասնակիներին կամ բաժնետերերին ընկերության ռազմավարական զարգացումը կարգավորող փաստաթղթերը և այլն: Արդյունքում, նման տեղեկատվության հիման վրա ներդրողները կարող են նախօրոք կանխատեսել ընկերության զարգացման հեռանկարները, թերևս, պատրաստ կլինեն նաև ընկերության բաժնետոմսերը կամ բաժնեմասերը ձեռք բերել ավելի բարձր գնով:

Այսպիսով, տնտեսվարող սուբյեկտի կապիտալացման մեխանիզմների հետազոտությունն ու շուկայական կապիտալացման արժեքի մեծության որոշումն ուղորդում են բազմաշերտ և աշխատատար գործողությունների համակարգի կառուցման անհրաժեշտության: Առաջադրված խնդրի լուծումը ճշմարտացիորեն կարող է արտահայտվել այն դեպքում, երբ «իրական անվճարունակության» տնտեսական վերլուծության արդյունքում ընկերության շուկայական արժեքի մեծության վրա ներազդող պատճառահետևանքային հիմնական գործոնները և դրանց ազդեցության չափն առանձին է դիտարկվում: Վերջինս էլ նաև հնարավորություն է ընձեռում ունենալ կանխամտածված (նաև կեղծ) սնանկության հետևանքով պարտապանին կամ պարտատերերին պատճառված խոշոր վնասի չափերի վերաբերյալ ապացուցողական բազա:

## §2. Մտավոր սեփականության օբյեկտների գնահատումը

«Մտավոր սեփականության օբյեկտը» (ՄՍՕ) բավականին լայն հասկացություն է: համաձայն Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքի մտավոր սեփականության օբյեկտներ են մտավոր գործունեության արդյունքները և քաղաքացիական շրջանառության մասնակիցների, ապրանքների, աշխատանքների կամ ծառայությունների անհատականացման միջոցները<sup>79</sup>, մասնավորապես՝ գիտական, գեղարվեստական և գրական ստեղծագործությունները, ստեղծագործական գործունեության արդյունքները, այդ թվում՝ հայտնագործությունները, գյուտերը, արդյունաբերական նմուշները, համակարգչային ծրագրերը, տվյալների բազաները, առևտրային գաղտնիքները, ֆիրմային անվանումները և սպասարկման նշանները, պաշտպանությանը անբարեխիղճ մրցակցությունից, ինչպես նաև բոլոր այլ իրավունքները, որոնք բխում են մտավոր գործունեությունից արդյունաբերական, գիտական, գրական և գեղարվեստական բնագավառներում:

«Հեղինակային իրավունքի օբյեկտ» է գրականության, գիտության և արվեստի բնագավառներում հեղինակի ինքնուրույն կամ այլ հեղինակների հետ իրականացրած ստեղծագործական աշխատանքի յուրօրինակ արդյունքը (ստեղծագործությունը), որն արտահայտված է բանավոր, գրավոր կամ այլ օբյեկտիվ ձևով, ներառյալ՝ մշտապես կամ ժամանակավոր պահպանվող էլեկտրոնային ձևը, անկախ ստեղծագործության ծավալից, նշանակությունից, արժանիքներից ու ստեղծման նպատակից<sup>80</sup>:

Ստորև հարկ է անրադառնալ հատկապես ապրանքային նշաններին և ֆիրմային անվանումներին:

*Ապրանքային նշանը* ցանկացած նշան է, որն անհատականացնում է տվյալ ձեռնարկության ապրանքը և օգնում

<sup>79</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրք, 1100-րդ հոդված:

<sup>80</sup> «Հեղինակային իրավունքի և հարակից իրավունքների մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդված:

դա տարբերել մրցակցի արտադրանքից: Ընկերությունը համբավ է ձեռք բերում որպես տվյալ ապրանքային նշանով ապրանքներ արտադրող: Ապրանքային և սպասարկման նշանն այն նիշն է, որն օգտագործվում է մեկ անձի ապրանքները և (կամ) ծառայությունները այլ անձի ապրանքներից և (կամ) ծառայություններից տարբերելու համար<sup>81</sup>: Ապրանքային նշանի իրավատերը բացառիկ իրավունք ունի տիրապետելու, օգտագործելու և տնօրինելու ապրանքային նշանը, ինչպես նաև այլ անձանց թույլատրելու կամ արգելելու դրա օգտագործումը<sup>82</sup>:

*Ֆիրմային անվանումները* պարունակում են տերմիններ կամ անվանումներ, որոնց նշանակությունը ընկերությունը և նրա գործունեությունը այլ արտադրողներից տարբերելն է: Այն դեպքում, երբ ապրանքային նշանները տարբերում են մեկ արտադրողի ապրանքներն ու ծառայությունները մյուսից, ընկերության անվանումը մատնանշում է նրա բոլոր ձեռնարկությունները՝ անկախ դրանց կողմից շուկայում իրացվող ապրանքներից ու ծառայություններից, և այն համապատասխան ընկերության համբավի խորհրդանիշն է: Ֆիրմային անվանումն այն անվանումն է, որի ներքո առևտրային կազմակերպությունը իրականացնում է իր գործունեությունը և տարբերվում այլ իրավաբանական անձանցից<sup>83</sup>: Ֆիրմային անվանման իրավատերը բացառիկ իրավունք ունի՝ 1) օգտագործելու իր ֆիրմային անվանումը. 2) արգելելու երրորդ անձանց օգտագործել իր ֆիրմային անվանումը կամ դրան շփոթելու աստիճան նման անվանում կամ իր ֆիրմային անվանմանը շփոթելու աստիճան նման ապրանքային նշան, եթե դա կարող է սպառողին մոլորության մեջ գցել և պատճառ դառնալ դրանց միջև կապ ենթադրելու՝ հաշվի առնելով, որ դա կարող է վնաս հասցնել ֆիրմային անվանման իրավատիրոջը<sup>84</sup>:

---

<sup>81</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, 1171-րդ հոդվածի 1-ին մաս:

<sup>82</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, 1172-րդ հոդվածի 1-ին մաս:

<sup>83</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, 1166.1-րդ հոդվածի 1-ին մաս:

<sup>84</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, 1167-րդ հոդվածի 2-րդ մաս:

Մտավոր սեփականության իրավունքների պաշտպանության հետ կապված փորձաքննությունները բնութագրվում են զգալի բարդությամբ, իսկ որոշ դեպքերում՝ նաև բացառիկությամբ: Նման փորձաքննություն անցկացնելու համար անհրաժեշտ են ոչ միայն մտավոր սեփականության իրավունքի, այլ նաև գործունեության այն բնագավառի գիտելիքներ, որին պատկանում է տվյալ վիճահարույց մտավոր սեփականությունը: Մտավոր սեփականությունը հիմք է հանդիսանում կազմակերպության ոչ նյութական ակտիվների ձևավորման համար, հետևաբար մտավոր գործունեության արդյունքներն ավելի ու ավելի կարևոր դեր են խաղում երկարաժամկետ հեռանկարում շուկայում կայուն եկամուտ ստանալու համար:

Այդ իսկ պատճառով «մտավոր սեփականություն» հասկացությունը հանդես է գալիս ինչպես հաշվապահական հաշվառման, այնպես էլ կառավարման և գնահատման գործունեության մեջ: Այնուամենայնիվ, այս հայեցակարգի սահմանումը տարբեր է գործունեության տարբեր տեսակների և տարբեր երկրների հաշվապահական հաշվառման ազգային ստանդարտներում:

Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց առնչությամբ փորձագիտական հետազոտությունն անցկացնելու անհրաժեշտություն կարող է առաջանալ, երբ խախտվել են ստեղծագործական աշխատանքի այս կամ այն արդյունքը տնօրինելու նրանց իրավունքները: Մտավոր սեփականության օբյեկտների (ՄՍՕ) փորձաքննությունը հատուկ հետազոտություն է, որի ընթացքում որոշվում են տվյալ օբյեկտների բնութագրերը:

*Ոչ նյութական ակտիվներին* անդրադառնալով, հարկ է նշել, որ դրանց շարքին են դասվում տնտեսական գործունեության մեջ երկար ժամանակահատվածում օգտագործվող և եկամուտ բերող իրավունքները, որոնք բխում են՝

ա) գիտության, գրականության, արվեստի ստեղծագործությունների, համակարգչային ծրագրերի, տվյալների բազայի և հեղինակային ու այլ պայմանագրերից,

բ) հայտնագործություններից, արդյունաբերական նմուշներից, ապրանքային նշաններից, ֆիրմայի անվանման վկայագրերից և դրանց օգտագործման արտոնագրային պայմանագրերից,

գ) «նոու-հաու»-ի իրավունքից և այլն:

Ոչ նյութական ակտիվի արժեքն աժանցվում է դրա ոչ նյութական բնույթից<sup>85</sup>: Այս կանխադրյալի զարգացմանմանը կարելի է նաև վկայակոչել «Ոչ նյութական ակտիվներ» Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 38-ի 17-րդ կետը. «Ոչ նյութական ակտիվից առաջացող ապագա տնտեսական օգուտները կարող են ներառել ապրանքների կամ ծառայությունների իրացումից հասույթի, ծախսումների տնտեսման կամ այլ օգուտների տեսքով, որոնք առաջանում են կազմակերպության կողմից այդ ակտիվի օգտագործման արդյունքում: Օրինակ՝ արտադրական գործընթացում մտավոր սեփականության օգտագործումը կարող է հանգեցնել ապագա արտադրական ծախսումների կրճատմանը, այլ ոչ թե ապագա հասույթների ավելացմանը:»:

Համաձայն նույն ստանդարտի 21-րդ կետի՝ «Ոչ նյութական ակտիվը պետք է ճանաչվի միմիայն այն դեպքում, երբ՝ ա) հավանական է, որ ակտիվին վերագրելի ակնկալվող ապագա տնտեսական օգուտները կհոսեն կազմակերպություն. բ) ակտիվի արժեքը կարող է արժանահավասարեն չափվել»:

Ոչ նյութական ակտիվների շուկայական արժեքը գնահատելու համար ընդհանուր ընդունված մոտեցումներից (ծախսային, համեմատական, եկամտային) առավել հարմար է եկամտային մոտեցումը, քանի որ մտավոր սեփականության օգտագործումից ստացված եկամուտն է առավելագույն կերպով որոշում դրա արժեքը:

Օգտագործելով եկամտային մոտեցումը մտավոր սեփականության օբյեկտի շուկայական արժեքի գնահատումն

---

<sup>85</sup> Reilly R.F., Schweih R.P. Guide to Intangible Asset Valuation. 2nd Revised Edition. New York: Wiley, 2016. 784 p.

իրենից ենթադրում է դրա օգտագործումից ստացված եկամուտների որոշում՝ զեղչման (դիսկոնտավորման) կամ կապիտալիզացիայի միջոցով: Այս պարագայում շահութաբերության ցուցանիշը կարող է լինել կամ ստացվող շահույթը, կամ՝ դրամական հոսքը:

Կարևոր է ընդգծել, որ կազմակերպության ակտիվների, ներառյալ ոչ նյութական ակտիվների (մտավոր սեփականության օբյեկտների) գնահատումը որոշիչ նշանակություն ունի դրանց իրական շուկայական արժեքը և ներդրումային գրավչությունը որոշելու համար: Վերոնշյալի համատեքստում արդյունաբերական ձեռնարկությունների սեփականություն հանդիսացող ոչ նյութական ակտիվներին պետք է վերագրել ապրանքանիշեր, ապրանքային նշաններ, ֆիրմային անվանումներ, գյուտեր և օգտակար մոդելներ, լավարարական առաջարկներ, ծրագրային ապահովում, բույսերի տեսակներ և միկրոօրգանիզմների շտամներ, սելեկցիոն ձեռքբերումներ, այլ մտավոր սեփականության իրավունքներ (արտոնագրեր, լիցենզիաներ և այլն):

Մտավոր սեփականության օբյեկտը գնահատվում է եկամտային մոտեցմամբ, երբ հնարավոր է հուսալիորեն կանխատեսել այն եկամուտները, որոնք կարող են ստացվել այդ օբյեկտի օգտագործումից: Իսկ եթե մտավոր սեփականության օբյեկտը նախկինում չի օգտագործվել, ապա հնարավոր եկամտի միակ ձևը՝ այդ օբյեկտի օգտագործման իրավունքի վաճառքից միանվագ եկամուտն է:

Եկամտային մոտեցման հիմնական նշանակությունը կայանում է սեփականատիրոջ եկամուտների փաստացի տվյալների կանխատեսման կամ օգտագործման մեջ, որոնք ստացվում են գնահատման արդյունքներով իրավունքների օգտագործումից, դրանց կառուցվածքից (ծախսումներ, շահույթ) և որպես գնահատվող օբյեկտի ցանկալի արժեք ընդունվող շահույթի մասնաբաժնի գնահատումից:

Եկամտային մոտեցման շրջանակներում մտավոր սեփականության գնահատման ժամանակ լայնորեն կիրառվում են հետևյալ մեթոդները.

- ռոյալթիից ազատում (լիցենզիայի դիմաց վարձահատույցից ազատում),
- դրամական եկամուտների (հոսքերի) զեղչում (դիսկոնտավորում),
- եկամուտների ուղղակի կապիտալացում,
- ավելցուկային շահույթ,
- ինքնարժեքում շահում (երբ մտավոր սեփականության օբյեկտը թույլ է տալիս տնտեսել և շահել արտադրական ծախսերի գծով),
- առավելություն շահույթում:

Համարվում է, որ եկամտային մոտեցման բարդ մեթոդները հիմնված են դրամական հոսքերի զեղչման վրա (եկամուտների հուսալի կանխատեսման հնարավորության դեպքում), իսկ առավել պարզերը՝ շահույթի ուղղակի կապիտալացման վրա:

Դիտարկենք առաջին երկու մեթոդները.

*Ռոյալթիից ազատման մեթոդն* օգտագործվում է ընդհանուր շուկայում մտավոր սեփականության օբյեկտների արժեքը գնահատելու նպատակով, և դրա կիրառման պարագայում պահանջվում է, որ ընթացակարգերից մեկը հանդիսանա ռոյալթիի համապատասխան դրույքաչափի գնահատումը՝ օբյեկտների վերլուծության մեջ օգտագործման համար<sup>86</sup>:

Այս մեթոդն առավել հարմար է արտոնագրերի և լիցենզիաների գնահատման համար, դրանց վաճառքի դեպքում. մտավոր սեփականության օբյեկտի արժեքը հաշվարկվում է զեղչմամբ, ինչը թույլ է տալիս որոշել ռոյալթիի չափը, որը ընկերությունը պետք է վճարի, եթե տվյալ օբյեկտի սեփականատերը չէ:

---

<sup>86</sup> Nielsen J.M. //Guidance for Applying the Relief from Royalty Method to Value Trademarks and Trade Names / Insights. 2018. P. 52–58//, էջ 3:

Ռոյալթիի մեթոդի տնտեսական էությունը հիմնված է մտավոր սեփականության լիցենզիայի օգտագործումից ստացվող շահույթի բաշխման ենթադրության վրա՝ լիցենզիարի (սեփականատիրոջ) և լիցենզիատի (իրավունքը ստացողի) միջև արդար համամասնության համաձայնեցմամբ: Հիմնական ենթադրությունը ռոյալթիի դրույքաչափն է: Ռոյալթին իրենից ներկայացնում է կանոնավոր վճարումներ, որոնք հաշվարկվում են որպես լիցենզավորված արտադրանքի վաճառքից ստացված հասույթից տոկոս: Հարկ է նշել, որ արդյունաբերության տարբեր ոլորտներում ռոյալթիի ստանդարտ դրույքաչափեր հրապարակվում են մասնագիտացված գրականության միջոցով:

Ռոյալթիից ազատման մեթոդն օգտագործելիս գործում է ենթադրություն, որ արտոնագիրը (հավաստագիրը) տիրապետում է երրորդ կողմը, և, հետևաբար, իրական տիրապետողը պետք է վճարի ռոյալթիներ՝ օգտագործման իրավունքի համար: Սակայն արտոնագիրն իրականում այն տիրապետողի սեփականությունն է, և նրան պետք չէ վճարել ռոյալթիներ, այդ իսկ պատճառով մեթոդը կոչվում է «ռոյալթիից ազատում», այսինքն՝ ծախսերի խնայողություն<sup>87</sup>:

Այլ կերպ ասած, եթե գնահատման օբյեկտը պատկանում է իրական սեփականատիրոջը, որին պետք չէ վճարել ռոյալթիներ, ապա տեղի է ունենում ծախսերի կեղծ խնայողություն, այսինքն՝ «ազատում ռոյալթիից»: Ժամանակակից գիտական գրականության մեջ այս մեթոդը կոչվում է նաև արդյունաբերության ստանդարտ մեթոդ կամ արժեքի աճի մեթոդ:

Այսպիսով, դրամական հոսքերի հաշվարկման մեթոդը հիմնվում է երկու ենթադրության վրա.

- գնահատվող օբյեկտը չի պատկանում իրական սեփականատիրոջը.

---

<sup>87</sup> Леонтьев Б.Б., Мамаджанов Х.А. // Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Учеб. пособие. М.: Ринфо, 2003. 270 с.//, էջ 185:

- ժամանակավոր սեփականատերը պետք է վճարի ռոյալթիներ, քանի որ օբյեկտը նրան տրամադրվում է լիցենզիայի հիմունքներով:

Մտավոր սեփականության օբյեկտի արժեքը ռոյալթիից ազատման մեթոդի օգնությամբ հաշվարկված դրամական հոսքերի զեղչման մեթոդով որոշելու համար օգտագործվում է հետևյալ կախվածությունը.

$$C = \sum_{i=1}^N \frac{V_i C_i R}{(1+r)^i}, \quad (1)$$

որտեղ՝  $C$  – ՄՍՕ արժեքն է,

$V_i$  –  $i$  տարում ՄՍՕ-ի օգտագործմամբ արտադրված արտադրանքի ծավալը,

$C_i$  –  $i$  տարում ՄՍՕ-ի օգտագործմամբ արտադրանքի միավորի վաճառքի գինը,

$R$  –  $i$  տարում ռոյալթիի չափը,

$i$  – լիցենզիոն պայմանագրի կնքման ենթադրյալ ժակետը (ժամանակահատվածը, որի ընթացքում կպահպանվի շահույթի առավելությունը),

$r$  –  $i$  տարում դիսկոնտավորման գործակիցը:

Ի դեպ, դիսկոնտավորման գործակիցը ( $r$ -ը) հաշվարկելիս կարող է նաև օգտագործվել ընկերության կապիտալի միջին կշռված արժեքի (WACC – Weighted Average Cost of Capital) գնահատումը: WACC–ը ցույց է տալիս այն եկամտի նորման, որը պետք է վճարել ներդրումային կապիտալի (սեփական կամ փոխառու) օգտագործման դիմաց՝ ներդրումների ապագա եկամտաբերությունը գնահատելու համար՝ հաշվի առնելով ներդրումային կապիտալի եկամտաբերության նախնական պայմանները.

Մտավոր սեփականության օբյեկտի արժեքի հաշվարկման քայլ առ քայլ հաշվարկը ներառում է.

1. Մտավոր սեփականության օբյեկտի զուտ վաճառքի գնահատում առաջիկա 3-5 տարիների համար:

2. Ռոյալթիի ողջամիտ դրույքաչափի որոշում, որը երկու ոչ փոխկապակցված կողմեր կսահմանեն համադրելի մտավոր սեփականության օբյեկտի փոխանցման համար: Ռոյալթիի դրույքաչափը կախված է մտավոր սեփականության օբյեկտի համբավից (վարկանշից), պայմանագրի տևողությունից, բացառիկությունից, կողմերի բանակցային լիազորություններից, արտադրանքի կյանքի ցիկից և տեղական շուկայում ստացվող մարժայից:
3. Ռոյալթիի գնահատված տոկոսադրույքի բազմապատկում ընկերության կանխատեսվող վաճառքներին՝ տարեկան ռոյալթիի խնայողությունների նպատակով:
4. Հարկերի վճարումից հետո ռոյալթիի խնայողությունների գնահատում:
5. Մտավոր սեփականության արժեքի մշտական աճի տեմպերի, դրա օգտակար ծառայության տնտեսական ժամկետի և զեղչադրույքի, ինչպես նաև հարկումից հետո զեղչի վճարի գնահատում<sup>88</sup>:

Այսուհանդերձ, ռոյալթիի դրույքաչափը կարելի է որոշել՝ օգտագործելով հետևյալ մոտեցումները.

– *Էմպիրիկ մոտեցում* (փորձով հաստատված), որի դեպքում ռոյալթիի դրույքաչափը, պայմանական կերպով, կարելի է սահմանել որպես լիցենզիատի գործառնական շահույթի 25%-ը կամ որպես վաճառքից հասույթի 5-8%-ը: Հարկ է նշել, որ գոյություն ունեն ռոյալթիի դրույքաչափի գնահատման մի քանի տարբերակներ, օրինակ՝ մտավոր սեփականության համբավը (վարկանիշը), գործառնական մարժայի դիֆերենցիալը, կլաստերային կամ խմբային վերլուծություն, շուկայի համեմատության մեթոդ և այլ մոդելներ, որոնք պայմաններ են ստեղծում լիցենզիարի և լիցենզիատի միջև բանակցությունների համար:

---

<sup>88</sup> Bulgarelli F. /Methods of Brand Valuation: A case study on Alibaba.com. 2015/, էջ 17:

- Հաշվարկային մոդելում, որի դեպքում կարելի է օգտագործել մարգինալ ռոյալթի մեթոդը (լիցենզիատի հավելյալ շահույթի մեծության հաշվարկ) և մեթոդ, որը հիմնված է լիցենզիատի համախառն շահույթում լիցենզիարի մասնաբաժնի հաշվառման վրա:

Հիմնվելով ապագա դրամական հոսքերի զեղչման (Discounted Free Future Cash-Flows – DCF) մեթոդի վրա, գնահատողը պարտավոր է մտավոր սեփականության օբյեկտի կողմից գեներացման ենթակա կանխատեսվող եկամուտները համապատասխան դիսկոնտավորման դրույքաչափով բերել զուտ ներկա արժեքին:

Այն գնահատման օբյեկտների համար, որոնք օգտագործումից հավասար ժամանակահատվածներում անհավասար դրամական հոսքեր են բերում, դրանց արժեքների մեծությունը որոշվում է մտավոր սեփականության օբյեկտի օգտագործումից ապագա դրամական հոսքերի զեղչման ճանապարհով:

Մտավոր սեփականության օբյեկտի ընթացիկ արժեքը դրամական հոսքերի զեղչման մեթոդով որոշում են հետևյալ հաջորդականությամբ.

- գտնում են մտավոր սեփականության օբյեկտի ակնկալվող օգտակար օգտագործման մնացորդային ժամկետը, այսինքն՝ որոշվում է այն ժամանակահատվածը, որի ընթացքում անհրաժեշտ է զեղչել դրա օգտագործումից կանխատեսվող եկամուտները,

- գնահատում են ապագա դրամական հոսքերը, որոնք կազմում են մտավոր սեփականության օբյեկտի օգտագործումից զուտ եկամուտը, ինչպես նաև օբյեկտի ամորտիզացիայի մեծությունը,

- որոշում են դիսկոնտավորման դրույքաչափը,

- հաշվարկում են ապագա եկամուտների հանրագումարային ներկա արժեքը,

- ստացված արդյունքին ավելացնում են մտավոր սեփականության օբյեկտի ընթացիկ ժամանակաշրջանին բերված արժեքը<sup>89</sup>:

Մտավոր սեփականության օբյեկտի շուկայական արժեքը հաշվարկվում է որպես այդ ակտիվի մասնաբաժնին վերագրվող դիսկոնտավորված եկամուտների հանրագումարային ներկա արժեք: Նաև հարկ է նշել, որ ապագա դրամական հոսքերի գնահատումը, որն արտացոլում է ընկերության զուտ եկամտի դինամիկան ըստ կանխատեսվող ժամանակաշրջանի տարիների, պետք է հիմնված լինի շուկայավարման և ֆինանսական հետազոտությունների վրա<sup>90</sup>:

Որպես ամփոփում կարևոր է նաև նշել այն, որ մտավոր սեփականության օբյեկտների փորձաքննությունն անցկացնելու համար անհրաժեշտ են նաև գիտելիքներ այն գործունեության բնագավառում, որին պատկանում է վիճահարույց մտավոր սեփականությունը:

Նման փորձաքննությունների համար համալիր հետազոտություններում կարող են ներգրավվել տարբեր ոլորտների փորձագետներ, օրինակ՝ փորձագետ գնահատողը (ապրանքագետ) և փորձագետ տնտեսագետը: Այսպիսով, վերաբերելի բնագավառների հատուկ գիտելիքների կիրառումը հատկապես համալիր հետազոտություններում թույլ կտա ապահովել լիարժեք և բազմակողմանի մտավոր սեփականության օբյեկտի գնահատման փորձաքննության անցկացումը:

---

<sup>89</sup> Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Медведев В.М., Фадеев А.С., Шестов А.В., Дадугин М.В., Методология оценки нематериальных активов // Интернет-журнал «Науковедение». 2015. Том 7. № 1. <http://dx.doi.org/10.15862/95EVN115/>, էջ 9:

<sup>90</sup> Леонтьев Б.Б., Мамаджанов Х.А. /Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Учеб. пособие. М.: Ринфо, 2003. 270 с/, էջ 180:

### **§3. Ապագա դրամական հոսքերի զեղչմամբ ընկերության շուկայական արժեքի գնահատումը**

Անվճարունակության հատկանիշների բացահայտման ֆինանսատնտեսագիտական վերլուծություն կատարելիս անհրաժեշտ է իրականացնել ժամանակագրական կարգով ընկերության փաստացի սեփական ֆինանսական ներուժի և եկամտի հնարավոր աղբյուրների հետազոտություն՝ վերջնարդյունքում դուրս բերելով պարտավորությունների մարման հնարավորությունները: Նման վերլուծության նպատակով կորպորատիվ ֆինանսների ոլորտում օգտագործվում են ֆինանսամաթեմատիկական պարբերաբար վերազինվող գործիքակազմեր, սակայն դրանցից սակավ են այն փորձով հիմնավորված եղանակները, որոնք առաջադրված խնդրի լուծման նպատակով կարող են ծառայել:

Գործնականում միշտ էլ կարելի է զուգահեռաբար կիրառել ընկերության կապիտալացման բորսայական, զուտ ակտիվների շուկայական արժեքի գնահատման, համեմատական և ապագա եկամտային հոսքերի դիսկոնտավորման մեթոդները: Սակայն պետք է ընդունել, որ որևէ մեթոդ համապիտանի չէ, քանի որ յուրաքանչյուրը տալիս է «ի՞նչ արժեք ունի ընկերությունը ներկա պահին» հարցին մոտավոր պատասխան:

Ընկերության շուկայական կապիտալացման հիմնարար, կամ որ նույնն է՝ գնահատման մեխանիզմի դեպքում եկամտային մոտեցումը համարվում է առավել ճշգրիտ, այն հիմնավորմամբ, որ կապված լինելով ապագա տնտեսական օգուտների կողմնորոշվածության սկզբունքի հետ, եկամտային մեթոդով գնահատման ժամանակ բիզնեսն ամբողջությամբ դիտարկվում է որպես ապագայում սպասվելիք եկամուտ՝ ներկա արժեքով: Այսինքն, դրա գինն առաջիկա տարիների գործունեության ընդհանուր արդյունքում ձևավորված զուտ շահույթի հոսքն է՝ դիսկոնտավորված մեծությամբ: Ներդրումային տրամաբանու-

թյամբ՝ հավանական գնորդը չի վճարի ավելին, քան ապագայում սպասվելիք եկամուտների հոսքն է ներկա արժեքով:

Դրամական հոսքերի զեղչման (դիսկոնտավորման) մեթոդը կարող է օգտագործվել ցանկացած գործող ընկերության համար: Այդուհանդերձ, գոյություն ունեն իրավիճակներ, երբ այն օբյեկտիվորեն տալիս է ընկերության շուկայական արժեքի վերաբերյալ առավել ճշգրիտ արդյունքներ, չնայած որ այս մեթոդի կիրառումն առավել հիմնավորված կարող է լինել որոշակի տնտեսական գործունեության պատմություն ունեցող և կայուն տնտեսական զարգացման փուլում գտնվող կազմակերպությունների համար: Սակայն և, ստացվող բիզնեսի գնահատման բացասական արդյունքները կարող են կառավարչական որոշումների հիմք հանդիսանալ և բնութագրել ընկերության տնտեսապես անկայուն իրավիճակը, և հատկապես՝ անվճարունակությունը:

Այսպես, դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման գործակցի և հաշվարկի հայտնի բանաձևերն են.

$$k_d = \frac{1}{(1+r)^i} \quad (1)$$

որտեղ՝  $r$  - դիսկոնտավորման դրույքն է,  
 $i$  - ժամանակահատվածի համարը,

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (1.1)$$

որտեղ՝  $DCF$  (*Discounted cash flow*) - դիսկոնտավորված դրամական հոսքերը,

$CF$  (*Cash Flow*) -  $i$  ժամանակահատվածի դրամական հոսքը,  
 $r$  - դիսկոնտավորման դրույքը (եկամտի նորման),  
 $n$  - ժամանակահատվածների քանակը, որոնցում արտահայտվում են դրամական հոսքերը:

Ապագայում սպասվելիք դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման դրույքը սահմանվում է, կախված լինելով հիմնականում հետևյալ գործոններից՝ ներդրումային շուկայում տնտեսության

տվյալ ճյուղի եկամտաբերության նվազագույն մակարդակից՝ հաշվի առած ճյուղին բնորոշ ռիսկերը, ոչ ռիսկային ակտիվի եկամտաբերությունից, ապահովագրական փոխհատուցումների տոկոսադրույքներից, դրամի արժեզրկման և գնաճի մակարդակներից, ինչպես նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հրապարակվող վերաֆինանսավորման կամ բանկերից ներգրավվող դրամական միջոցների տոկոսադրույքներից: Այստեղ պետք է նկատի ունենալ, որ դիսկոնտավորման դրույքի և դրամական հոսքերի փոխարժեքային ընտրության անհամապատասխանությունը կարող է բերել սխալ արդյունքի:

Օրինակ, եթե ընդունենք գինեգործության ճյուղի եկամտաբերության նվազագույն մակարդակը 24%, ինչպես նաև պայմանականորեն ընդունենք՝ չապահովագրված ռիսկերը 4% (ապահովագրական փոխհատուցումների 80%-ի պայմանով՝ չապահովագրված մասի 20% ռիսկայնության հաշվարկի համաձայն), հաշվի առնենք գնաճի մակարդակի տատանումների թույլատրելի միջակայքը՝ 1.5%, ճյուղին բնորոշ շուկայական ռիսկերն ընդհանուր առմամբ 8% և արժեզրկումը 0.5%, ապա հերթականորեն նվազեցումների արդյունքում կստանանք՝ 24% - 4% - 1.5% - 8% - 0.5% = 10%: Սակայն լուրջ վերլուծությունների համեմատությամբ վերը բերվածն իհարկե անուղղակի հաշվարկ է:

Գոյություն ունեն դիսկոնտավորման դրույքի որոշման տարբեր մոդելներ, որոնցից առավել տարածվածներն են.<sup>91</sup>

1. սեփական կապիտալի դրամական հոսքերի համար՝
  - կապիտալի ակտիվների գնահատման մոդելը,
  - կումուլյատիվ կառուցման մոդելը,
2. ամբողջ ներդրումային կապիտալի դրամական հոսքերի համար՝
  - կապիտալի միջին կշռված արժեքի (WACC) մոդելը:

---

<sup>91</sup> Оценка бизнеса./ Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. И доп.. М. Финансы и статистика, 2009.. 736 с., էջ 161:

Ի դեպ, ընկերության շուկայական կապիտալացման արժեքի որոշման դեպքում միաժամանակ կիրառելի է նաև ավելացված տնտեսական արժեքի ցուցանիշի հաշվարկը՝ EVA-ն (Economical Value Added), որի գնահատումը ցույց է տալիս բիզնեսի կառավարման որակը և պատասխանում այն հարցին, թե ինչ գնով է ստացվել տվյալ տարվա շահույթը: Համաձայն այս հայեցակարգի, բիզնեսի արժեքն իրենից ներկայացնում է՝ ընկերության հաշվեկշռային արժեքին գումարած ապագա ավելացված արժեքների ընթացիկ արժեքը: Այս ցուցանիշը, կապված ընկերության գործունեության արդյունավետությունից, բնութագրում է նրա շուկայական արժեքի աճի հետևանքը.

$$\text{ՇՄ} = \text{ՉՄ} + \text{EVA} \quad (2)$$

որտեղ՝

*ՇՄ* - ընկերության շուկայական արժեքը,

*ՉՄ* - ընկերության զուտ ակտիվները,

*EVA* - ավելացված տնտեսական արժեքը:

Ընկերության շուկայական արժեքը կարող է ավելի մեծ լինել, քան զուտ ակտիվներն են, կարող է նաև հավասար կամ փոքր լինել դրա արժեքից: Սակայն ընդունված է համարել, որ վերը բերված բանաձևում եթե  $EVA < 0$ , ապա ընկերության շուկայական արժեքը նվազում է զուտ ակտիվների արժեքից, ինչը տնտեսագիտորեն ոչ իրատեսական է, քանի որ զարգացող և շահութաբեր ընկերությունը չի կարող գնահատվել իր զուտ ակտիվների արժեքից ավելի ցածր, և որի դեպքում հիմնադիրները կկորցնեն իրենց ներդրած կապիտալից ակնկալվող եկամուտը: Այս մոդելը մշակող Ստեֆեն Ստյուարտը ապացուցել է ընկերության շուկայական արժեքի և EVA-ի ցուցանիշի միջև առկա կոռելյացիան: EVA-ն ստացվում է հետևյալ կերպ<sup>92</sup>.

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT} - \text{WACC}) \cdot C \quad (3)$$

որտեղ՝

<sup>92</sup> Оценка бизнеса./ под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. И доп.. М. Финансы и статистика, 2009.. 736 с./, էջ 178:

*NOPAT* - զուտ շահույթը (հարկումից հետո):  
*WACC* - կապիտալի միջին կշռված արժեքը,  
*C* - ներդրված կապիտալը,  
 Իսկ վերամշակված տարբերակով.

$$EVA = (ROI - WACC) \cdot C \quad (4)$$

որտեղ՝ *ROI* - ներդրված կապիտալի շահութաբերությունն է (կապիտալի վերադարձելիության նորման):

Իսկ կապիտալի միջին կշռված արժեքի (*WACC*-*Weighted Average Cost of Capital*) հաշվարկման դասական բանաձևը հետևյալն է.

$$WACC = k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + k_e \times \frac{E}{E + D} \quad (5)$$

որտեղ՝ *E* - սեփական կապիտալի մեծությունը,

*D* - փոխառու միջոցների մեծությունը,

*T* - շահութահարկի դրույքաչափը (կամ արտահայտված մեկ միավորի մասով),

*k<sub>d</sub>* - փոխառու կապիտալի շուկայական արժեքը (բանկային տոկոսադրույքը) -%,

*k<sub>e</sub>* - սեփական կապիտալի շուկայական (պահանջվող) շահութաբերության դրույքաչափը (սովորաբար կիրառվում են՝ զուտ շահույթի և սեփական կապիտալի հարաբերությունը կամ բաժնետիրական կապիտալի եկամտաբերությունը) -%:

Ներդրումային նախագծերում կիրառվում է նաև բանաձևի հետևյալ տարբերակը.

$$WACC = w_d \cdot (1 - T) \cdot k_d + w_{ce} \cdot k_{ce} + w_{pe} \cdot k_{pe} \quad (5.1)$$

որտեղ՝ *w<sub>d</sub>* - փոխառու կապիտալի տեսակարար կշիռը,

*w<sub>ce</sub>* - բաժնետիրական կապիտալի տեսակարար կշիռը,

*w<sub>pe</sub>* - արտոնյալ բաժնետոմսերի տեսակարար կշիռը,

*k<sub>d</sub>* - փոխառու կապիտալի արժեքը,

*k<sub>ce</sub>* - բաժնետիրական կապիտալի արժեքը,

*k<sub>pe</sub>* - արտոնյալ բաժնետոմսերի ընդհանուր արժեքը,

*T* - շահութահարկի դրույքաչափը:

Այստեղ պետք է նկատի ունենալ, որ դասական բանաձևը կարող է փոփոխվել՝ կախված  $k_e$  կապիտալի շահութաբերության՝ «հարկումից հետո» ընդունված ցուցանիշի փոխակերպումից «մինչ հարկումն» ընդունվող ցուցանիշի:

Վերը բերված WACC-ի հաշվարկը ներկայացնում է սեփական և փոխառու կապիտալների միատարրության իրավիճակը: Այսինքն, ներդրումային կապիտալի դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման դրույքը հավասար է սեփական կապիտալի և փոխառու միջոցների դրույքների կշռված արժեքին: Եթե կապիտալում առկա են արտոնյալ բաժնետոմսերի արժեք, ապա բանաձևը պետք է ներառի նաև լրացուցիչ գումարելիներ՝ յուրաքանչյուր կապիտալի աղբյուրի համար:

Չնայած, որ WACC-ի հաշվարկման վերը նշված բանաձևը տալիս է պայմանական արդյունքներ, այն բնութագրում է ներդրումների ընդունելի նվազագույն եկամտաբերությունը: Կապիտալի միջին կշռված արժեքի այս ցուցանիշի դուրս բերումը կարևորվում է ներդրումային վերլուծությունների ժամանակ, դրա նշանակությունը օգտագործվում է հատկապես ներդրումներից սպասվող եկամտի դիսկոնտավորման, նախագծերի հատույցի կամ ծախսաձածկման, բիզնեսի գնահատման, ավելացված տնտեսական արժեքի և այլ ֆինանսական վերլուծություններում հաշվարկների ժամանակ: Բացի այդ, WACC-ը օգնում է որոշելու, թե ինչպիսի միջոցներ՝ սեփական, թե՛ փոխառու, ընկերության համար շահավետ կլինի օգտագործել այս կամ այն նախագծերի ֆինանսավորման համար: Այս չափորոշիչի կարևորությունը ընկերության շուկայական արժեքի որոշման գործում շատ մեծ է, և հարկ է նշել, որ WACC-ի հաշվարկում հիմնական բարդությունը՝ կոնկրետ դրամական միջոցների աղբյուրից ստացված կապիտալի միավորի գնի դուրսբերումն է: Մոդիլյանի-Միլլերի տեսության

շրջանակներում WACC-ի նվազումը բերում է ընկերության V միջին կշռված արժեքի աճի՝ ըստ հետևյալ բանաձևի<sup>93</sup>.

$$V_{\infty} = \frac{CF}{WACC} \quad (6)$$

որտեղ՝ CF-ը գործառնական շահույթի մեծությունն է 1 տարի ժամանակահատվածում:

Որքան մեծ է ընկերության շահութաբերության և կապիտալի միջին կշռված արժեքի մակարդակների միջև ճեղքվածքը, այնքան բարձր է նրա զարգացման ներքին ֆինանսական ներուժը: Հանդես գալով կառավարչական որոշումների ընդունման համար որպես չափորոշիչ՝ այն թույլ է տալիս գնահատել առանձին ֆինանսական գործիքների շահութաբերության մակարդակները, կամ հնարավորություն է տալիս ընտրել առավել արդյունավետ ներդրումների տեսակներ:

Կապիտալի միջին կշռված արժեքը կազմակերպությունների կողմից նաև օգտագործվում է որպես տոկոսադրույքի նորմա՝ դրամական հոսքերի արժեքի աճի կամ դիսկոնտավորման հաշվարկների դեպքում: Դիսկոնտավորման մեթոդներում բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ ֆինանսական ակտիվների, ինչպես նաև ընկերության արժեքը, համարվում է, որ հավասար է տվյալ ֆինանսական ակտիվից որոշակի վերջավոր  $n$  տարի ժամանակաշրջանում գեներացված ֆինանսական հոսքերի դիսկոնտավորված մեծությանը, գումարած տվյալ ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ այդ ակտիվի  $P$  շուկայական արժեքը՝ դիսկոնտավորված ժամանակի սկզբնական պահին<sup>94</sup>.

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+r)^i} + \frac{A}{(1+r)^n} \quad (7)$$

<sup>93</sup> Филатова Т.В., Орехова Н.П., Брусова А.П./ Средневзвешенная стоимость капитала в теории Модильяни-Миллера, модифицированной для конечного времени жизни компании / Вестник Финансовой академии.–2008–N4.

<sup>94</sup> П.Н. Брусов, Т.В. Филатова и др., Роль оценки финансовых показателей деятельности компании в снижении вероятности финансового кризиса. /Финансовый менеджмент.– 2012. – N 1 (481).

որտեղ՝  $d$ -ն վճարումներն են (ֆինասական հոսքի տարրերը)՝  
 $i$ -րդ ժամանակաշրջանի վերջում,  
 $r$ -ը դիսկոնտավորման տոկոսադրույքն է,  
 $A$ -ն ակտիվի շուկայական արժեքն է վաճառքի պահին՝  
 $n$ -րդ ժամանակահատվածի վերջում:

Անհրաժեշտ է նշել, որ գոյություն ունեն դիսկոնտավորման տարբեր մեթոդներ, որոնցից են՝ շահութաբաժինների դիսկոնտավորման մեթոդը (Dividend Discount Model, DDM), որը շահութաբաժինների ստացումն է հաշվի առնում, և դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման մեթոդը (Discounted Free Future Cash-Flows, DCF), որը հաշվի է առնում գործունեության երեք տեսակներով դրամական հոսքեր՝ արտադրական (հիմնական), ֆինանսական և ներդրումային:

Ինչպես հայտնի է, լներիջով (փոխառություն օգտագործող, ֆինանսապես կախյալ) ընկերության կապիտալացման արժեքի որոշման համար պետք է գործառնական հոսքերի մեծությունն ըստ տարվա բաժանել կապիտալի միջին կշռված արժեքին, իսկ ֆինանսապես անկախ ընկերության կապիտալացումը որոշելու համար՝ պետք է գործառնական հոսքերի մեծությունն ըստ տարվա բաժանել սեփական կապիտալի մեծությանը:

Մոդիլյանի-Միլլերի տեսության համաձայն, կապիտալի միջին կշռված արժեքը որոշվում է հետևյալ արտահայտությամբ<sup>95</sup>.

$$WACC = k_0(1 - w_d T) \quad (8)$$

որտեղ՝  $k_0$  - ֆինանսապես անկախ ընկերության սեփական կապիտալի արժեքը,

$w_d$  - ընդհանուր կապիտալի մեջ փոխառու կապիտալի մասնաբաժինը,

$T$  - շահութահարկի դրույքաչափը:

Պետք է նշել, որ այստեղ WACC-ը կախված չէ  $k_d$  փոխառու կապիտալի արժեքից: Սակայն, ըստ Պ.Ն.Բրուսովի, Տ.Վ.Ֆիլատո-

---

<sup>95</sup> Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review. 1963. Vol. 53. № 3., էջեր 147-ից 175:

վայի և Ն.Պ.Օրեխովայի (համահեղինակներ՝ Պ.Պ.Բրուսով, Ա.Պ.Բրուսովա) այս մոտեցումները ճիշտ են միայն «անսահման երկար գոյություն ունեցող» ընկերությունների համար: Այս նկատառումից ելնելով, նրանք առաջարկում են Մոդիլյանի-Միլլերի կապիտալացման բանաձևերի ձևափոխված (համարված) տարբերակները, որոնցում հաշվի է առնվում ընկերության «կյանքի վերջավոր տևողությունը»: Պետք է նկատի ունենալ, որ այս բանաձևերը հաշվի չեն առնում ընկերության մնացորդային արժեքը, այլ հաշվի են առնում միայն գործառնական հոսքերը<sup>96</sup>: Այսպես.

- Ընկերության կապիտալի միջին կշռված արժեքը (*WACC*).

$$\frac{[1 - (1 + WACC)^{-n}]}{WACC} = \frac{[1 - (1 + k_0)^{-n}]}{k_0 [1 - \omega_d T (1 + k_d)^{-n}]} \quad (9)$$

Մեկամյա ընկերության համար այս հավասարումը դառնում է ավելի պարզ.

$$WACC = k_0 - \frac{1 + k_0}{1 + k_d} k_d \omega_d T \quad (9.1)$$

- Ֆինանսապես կախյալ ընկերության (*k<sub>e</sub>*) սեփական կապիտալի արժեքը կարելի ստանալ.

$$k_e = (1 + L)WACC - Lk_d(1 - t)[1 - (1 + k_d)^{-n}] \quad (10)$$

որտեղ՝ *k<sub>0</sub>* - ֆինանսապես անկախ ընկերության սեփական կապիտալի արժեքը,

*k<sub>d</sub>* - փոխառու կապիտալի արժեքը (վարկային տոկոսադրույքը),

*L* - լևերիջի մակարդակը,

*T* - շահութահարկի դրույքաչափը,

*ω<sub>d</sub>* - փոխառու կապիտալի մասնաբաժինը,

*n* - տարիների թիվը:

---

<sup>96</sup> Брусов П.Н., Современные корпоративные финансы и инвестиции : монография /П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. –М.: КНОРУС, 2015.- 518с., էջ 166:

Վերը նշված հեղինակներն իրենց աշխատությունում պարզաբանում են, որ իրենք մոդելավորել են ֆինանսական անկայունության և սնանկության վտանգի առաջացումը՝  $k_d$  փոխառու կապիտալի արժեքի աճով արտահայտված: Արդյունքում պարզվել է, որ լներիջով  $k_d$  փոխառու կապիտալի աճը հանգեցնում է  $k_e$  լներիջով սեփական կապիտալի արժեքի նվազման՝ սկսած որոշակի  $L_0$  արժեքային նշանակությունից<sup>97</sup>: Վերոնշյալի վերաբերյալ, ինչ խոսք, Պ.Ն. Բրուսովի, Տ.Վ. Ֆիլատովայի և Ն.Պ. Օրեխովայի կողմից դիտարկվող տնտեսամաթեմատիկական արտահայտությունները մեծ միջակայքերում փորձարկումների անհրաժեշտություն ունեն, ինչի մասին նաև նշում են հեղինակներն իրենց աշխատանքներում: Հարկ է նշել, որ այս մոդելի հաջող փորձարկումների պարագայում, սկզբունքայնորեն կարող են փոխվել Մոդիլյանի-Միլլերի հայտնի մոտեցումները՝ նոր շունչ հաղորդելով ժամանակակից կորպորատիվ ֆինանսների զարգացման ուղղություններին:

Դիցուկ, առաջնորդվելով վերը բերված կապիտալի միջին կշռված արժեքի բանաձևով, կարելի է դուրս բերել խնդրի լուծումը հետևյալ մոտեցմամբ և պայմաններով. դիտարկվող ամսաթվի դրությամբ ունենք կազմակերպության համար հետևյալ սկզբնական տվյալները՝

$E$  - սեփական կապիտալի մեծությունը - 364,926,

$D$  - փոխառու միջոցների մեծությունը - 16,377,270,

$k_e$  - սեփական կապիտալի շահութաբերությունը (%) - 5.78,

$k_d$  - փոխառու միջոցների տոկոսադրույքը (%) - 13,

$T$  - շահութահարկի արդյունավետ դրույքաչափը (%) - 20:

Հաշվարկների արդյունքում՝ կապիտալի միջին կշռված WACC արժեքը = 10.3 %:

Այժմ անդրադառնանք ապագա դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման մեթոդով ընկերության շուկայական արժեքի

<sup>97</sup> Брусов П.Н., Современные корпоративные финансы и инвестиции : монография /П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. –М.: КНОРУС, 2015.— 518с./, էջ 172 և 192:

գնահատման առաջարկվող մեխանիզմի գործողության հիմնական փուլերին.

1. *Դրամական հոսքերի մոդելի ընտրություն:* Հաշվարկների արդյունքը դա ընկերության ամբողջ ներդրումային կապիտալի (սեփական և փոխառու կապիտալի, ներառյալ արտոնյալ բաժնետոմսերի արժեքի) շուկայական արժեքի որոշումն է: Այս դիտարկումից ելնելով, հաշվարկը սկսվում է ոչ թե զուտ շահույթից, այլ մինչև հարկումը և տոկոսների վճարումը դուրս բերված շահույթից:

2. *Կանխատեսվող ժամանակաշրջանի որոշում:* Առաջարկվող մեխանիզմի դեպքում կանխատեսվող ժամանակաշրջանի որոշումը մեթոդական և իրավիճակային մոտեցման խնդիր է: Ֆինանսական հետազոտություն կատարելու պարագայում կարելի է վերցնել հետահայաց՝ երեք տարի ժամանակաշրջանով վերլուծության համար, և գնահատումն իրականացնել՝ կանխատեսվող երկու տարվա համար: Կարելի է ավելի փոքր ժամանակաշրջաններ վերցնել, սակայն որոնց դեպքում անհրաժեշտ է, օրինակ՝ ավարտված արտադրական ցիկլերի առկայություն:

3. *Հետահայաց վերլուծություն և համախառն իրացումից հասույթի ու ծախսերի կանխատեսում:* Այս փուլում ընտրված հետահայաց ժամանակաշրջանի տարիների կտրվածքով վերլուծության են ենթարկվում ընկերության դասակարգված եկամտի բոլոր աղբյուրները, ինչպես նաև ապագա ժամանակաշրջանում շարունակական գործելու պարագայում կանխատեսվող եկամուտները, ներառյալ՝ ներդրումների կատարման արդյունքում նաև ակնկալվող եկամտի նոր աղբյուրները և այն ընթացիկ համաձայնագրերը, որոնք իրականացնելով կազմակերպությունը կարող է ակնկալել լրացուցիչ եկամտի աղբյուրներ: Զուգահեռաբար վերլուծության են ենթարկվում հետահայաց ժամանակաշրջանի համար ըստ տարիների եկամուտների ստացման հետ կապված ծախսերը, ինչպես նաև՝ համադրելիության սկզբունքով կանխատեսվող ժամանակաշրջանի համար անհրաժեշտ ծախսերը:

4. *Կանխատեսվող ժամանակաշրջանի յուրաքանչյուր տարվա համար դրամական հոսքերի մեծության հաշվարկ:* Նախորդ փուլի կատարման արդյունքում դուրս բերված կանխատեսվող ժամանակաշրջանի ըստ տարիների եկամուտների և համադրելի ծախսերի տարբերությամբ կանխատեսվող յուրաքանչյուր տարվա համար հաշվարկվում է այն դրամական հոսքերի մեծությունը, որն ընկերությունն ակնկալում է ստանալ: Այստեղ հարկ է նշել, որ եկամտային մեթոդով գնահատման ժամանակ, նաև ընկերության գործունեության դադարեցված իրավիճակային տարբերակի դեպքում, ընդունվում է, որ ոչ ընթացիկ ակտիվների, մասնավորապես՝ անշարժ և շարժական գույքի արժեքը որոշվում է ելնելով նրանից, թե որքան եկամուտ այն կբերի սեփականատիրոջը: Հարկ է նշել, որ գնահատման այս համատեքստում անշարժ և շարժական գույքից ստացվող եկամուտը՝ այն վարձակալությամբ հանձնելուց ստացվող եկամուտն է. և այս պարագայում՝ այն պետք է տարանջատել ձեռնարկատիրական գործունեությունից ստացվող եկամտից: Իսկ ընթացիկ ակտիվներից ստացվող եկամուտը՝ կարելի է համարել հենց դրանց ձեռքբերման գինը, այսինքն տվյալ պահին այդ ակտիվների հաշվեկշռային արժեքն ընթացիկ տարվա համար, որը և կարելի է ընդունել որպես ակնկալվող եկամուտ (այլ տարբերակում՝ ընթացիկ ակտիվները կարող են և չներառվել հաշվարկում):

5. *Դիսկոնտավորման դրույքի որոշում:* Դիսկոնտավորման դրույքի որոշման մոդելների ընտրությունը նույնպես մեթոդական և իրավիճակային մոտեցման խնդիր է: Տնտեսամաթեմատիկական տեսանկյունից՝ դիսկոնտավորման դրույքը դա այն տոկոսադրույքն է, որն օգտագործվում է ապագա եկամուտների տարբեր հոսքերի (գործառնական և ֆինանսական) վերահաշվարկման և տվյալ պահին միավորված ընթացիկ արժեքի ստացման համար, ինչն էլ համարվում է ընկերության շուկայական արժեքի որոշման հարաբերական բազային մեծություն: Եվ ինչպես վերը քննարկվեց, առաջարկվող մեթոդական ընտրությունը՝ կապիտալի միջին կշռված արժեքի WACC մոդելն է:

6. *Դրամական հոսքերի զեղչում (դիսկոնտրավորում)*: Ապագա դրամական հոսքերի զեղչման համար կարելի է օգտագործել վերոնշյալ մաթեմատիկական արտահայտությունը, որն, ինչպես նշվեց, տալիս է  $n$  տարի ժամանակային միջակայքում գեներացված ֆինանսական հոսքերի զեղչված  $P$  մեծություն: Դիսկոնտավորման DCF մեթոդի ճշգրտությունը մեծ հաշվով կախված է դրամական հոսքերի կանխատեսման արհեստավարժությունից:

7. *Վերջնարդյունքների ճշգրտում*: Ընկերության շուկայական արժեքի նախնական որոշումից հետո անհրաժեշտ է կատարել վերջնարդյունքների ճշգրտում, որն արտահայտվում է չգործող ակտիվների (երբ որևէ կերպ տնտեսական օգուտ հնարավոր չէ քաղել) արժեքի և սեփական շրջանառու կապիտալի մեծության անհրաժեշտաբար ճշտումներով:

8. *Անվճարունակության հատկանիշների գնահատում*: Կանխատեսվող ժամանակաշրջանի սկզբի կամ դիտարկվող ընթացիկ ժամանակահատվածի պահի դրությամբ կառուցելով կազմակերպության համար առկա, ինչպես նաև ստանձնելիք պարտավորությունների և դրանց համապատասխան մարման հնարավորությունների համադրելիության ժամանակացույց՝ հնարավոր է բացահայտել արդեն իսկ ստեղծված անվճարունակության հատկանիշները, կամ գնահատել ապագա ժամանակաշրջանում դրանց համար առավել արտահայտման պայմանները:

Այսպիսով, տնտեսական վերլուծության առաջարկված մեխանիզմի էությունը՝ ընկերության «իրական անվճարունակության» բացահայտումն է, որից նաև բխում է ընկերության անընդհատ գործելու իրական հնարավորության գնահատականին հանգելը: Հետազոտությունների արդյունքներով նշված բացահայտումները և գնահատականները հնարավորություն կընձեռեն կանխամտածված (նաև կեղծ) սնանկության հետևանքով պարտապանին կամ պարտատերերին պատճառված խոշոր վնասի չափերի վերաբերյալ ունենալ ապացուցողական բազա:

#### §4. Բաց թողնված օգուտի գնահատումը

Կազմակերպության բաց թողնված օգուտի (չստացված եկամտի) չափը որոշելու և դատաֆինանսատնտեսագիտական փորձաքննությամբ այդ չափն ապացուցելու խնդրի արդիակա- նությունն ուղենշվում է դրա հաշվարկման տնտեսագիտական մոտեցումներով:

Բաց թողնված օգուտի չափի հիմնավորումը համարվում է կարևոր գիտագործնական խնդիր, քանի որ տնտեսական մոդելավորումն իրականացվում է չնայած սպասված, սակայն այդպես էլ չիրականացված իրադարձության պայմաններում, այսինքն՝ խոսքը գնում է հիպոթետիկ հաշվարկների մասին: Բաց թողնված օգուտի տարբեր հաշվարկների հավանական բնույթն իրենից ենթադրում է զգալի թվով տնտեսական և մաթեմատիկական մեթոդներ և գնահատման կատեգորիաներ: Չնայած մեթոդների թվացյալ պարզությանը, շատ հեղինակներ իրենց աշխատություններում նշում են, որ այս դեպքում բացարձակ նույնական հաշվարկման մեթոդ գոյություն չունի: Եվ դա պայմանավորված է, նախ և առաջ՝ հետազոտության օբյեկտների ճյուղային պատկանելության, ինչպես նաև կազմակերպության որոշակի տնտեսական գործունեության տեսակ վարելու առանձնա- հատկություններով:

«Քաղաքացիական օրենսգրքի 17-րդ հոդվածի 2-րդ մասով ներկայացված դրույթի համաձայն. «Վնասներ են իրավունքը խախտված անձի ծախսերը, որ նա կատարել է կամ պետք է կատարի խախտված իրավունքը վերականգնելու համար, նրա գույքի կորուստը կամ վնասվածքը (իրական վնաս), չստացված եկամուտները, որոնք այդ անձը կստանար քաղաքացիական շրջանառության սովորական պայմաններում, եթե նրա իրավունքը չխախտվեր (բաց թողնված օգուտ), ինչպես նաև ոչ նյութական

վնասը»<sup>98</sup>, ինչն էլ ենթադրում է, որ խնդրի առջև դրվող պայմանները հավանական բնույթ պետք է ունենան:

Ստորև նկարագրվում են երկու գործնական օրինակներ, որոնցում էլ նշված խնդրին՝ բաց թողնված օգուտի (չստացված եկամտի) հաշվարկման վերաբերյալ առավել պարզորոշ և գործնական մոտեցում է առաջարկվում:

Բաց թողնված օգուտի հաշվարկի հետ կապված առաջին հերթին պետք է նշել Լ.Ի. Պոպովայի աշխատանքը, որում ներկայացված է հաշվարկման համար հետևյալ հավասարումը.

$$PO = h_{արդ} - ԱԻ - Հ_n, \quad (1)$$

որտեղ՝  $PO$  – բաց թողնված օգուտ,

$h_{արդ}$  – արտադրանքի հնարավոր (հավանական) իրացումից եկամուտ,

$ԱԻ$  – արտադրանքի ինքնարժեք,

$Հ_n$  – որոշակի հարկեր:

Դ.Պ.ժարսկին վերը նշված աշխատանքի վերաբերյալ առաջարկում է բաց թողնված օգուտը որոշել որպես պոտենցիալ եկամտի ( $Ե$ ) և դրա ստացման հետ կապված պոտենցիալ ծախսերի ( $Ծ$ ) տարբերություն.

$$PO = Ե - Ծ \quad (2)$$

Նրա կարծիքով՝ «Առավել հստակ բանաձև չկա, ամեն ինչ կախված է կորուստների կոնկրետ պատճառներից և կողմերի միջև նախկին հարաբերությունների բնույթից: Ուստի բաց թողնված օգուտի յուրաքանչյուր հաշվարկ իրավիճակի անհատական ֆինանսական մոդելի կառուցում է»<sup>99</sup>:

Այսպիսով, պետք է ընդունել, որ բաց թողնված օգուտն իր էությունը մշտապես ունի հիպոթետիկ բնույթ և ներառում է ապագայի հնարավոր պայմանները կամ հանգամանքները: Վերը շարադրվածը հիմնավորելով՝ պետք է նշել, որ որոշ հեղինակներ առաջարկում են վնասի ազդեցության ժամանակահատվածում

<sup>98</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի 17-րդ հոդվածի 2-րդ մաս:

<sup>99</sup> Жарский Д.П., Оценка упущенной выгоды в рамках судебной экспертизы // Вестник МГЮА имени О.Е. Кутафина, 7/2016.

կազմակերպության կողմից չստացված դրամական հոսքի ( $Q_{rh}$ ) (շահույթի) հաշվարկն իրականացնել հետևյալ բանաձևի միջոցով.

$$Q_{rh} = \mathcal{C}_{ակկր} \times U_{գրար} \times T_2, \quad (3)$$

որտեղ՝  $\mathcal{C}_{ակկր}$  – ակտիվների շահութաբերությունը,

$U_{գրար}$  – բոլոր ակտիվների միջին տարեկան հաշվեկշռային արժեքը,

$T_2$  – շահութահարկի դրույքաչափը:

Բաց թողնված օգուտի (չստացված եկամտի) հաշվարկման մեթոդաբանությունը դիտարկելիս, առաջին հերթին անհրաժեշտ է առանձնացնել երկու գործնական իրավիճակ, որոնցից յուրաքանչյուրն էլ կազմակերպչական առումով պահանջում են առանձին վերլուծություններ:

*Առաջին իրավիճակ.* կազմակերպությունն ընթացիկ պահին զրկված է որոշակի իրավունքներից (օրինակ, ինչ-որ պատրվագով զրկված է վարձակալության վճարը ստանալուց, կամ գործնականում ընթացիկ իրավիճակում խախտվել են իր հեղինակային իրավունքները՝ մտավոր սեփականության հետ կապված և այլն), որոնք՝ մոտ հեռանկարում իրականացման դեպքում (վնասի գործոնի ազդեցության ողջ ժամանակահատվածում) կազմակերպությունը կարող էր ստանալ որոշակի տնտեսական օգուտներ: Այս իրավիճակում ավելի ճիշտ է չստացված եկամուտը գնահատել, օգտագործելով ապագա դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման մեթոդը՝ հաշվի առնելով տարբեր ժամանակներում փողի տարբեր արժեքները՝ պլանավորված (կանխատեսված) դրամական հոսքերի ամբողջ արժեքը բերելով գնահատման ամսաթվի դրությամբ:

*Երկրորդ իրավիճակ.* կազմակերպության համար արդեն իսկ անցել է վնասի գործոնի ազդեցության ողջ ժամանակահատվածը, որի ընթացքում զրկվել էր այնպիսի իրավունքներից, որոնց իրացման պայմաններում կստանար որոշակի տնտեսական օգուտներ (բաց թողնված օգուտ կամ չստացված եկամուտ):

Այնուամենայնիվ, պարզելով ընկերության կապիտալի ինչ-ինչ պատճառներով սառեցման փաստը, ինչի հետևանքով նա

գործառուության իմաստով հնարավորություն չի ունեցել անհրաժեշտ չափով գործունեություն իրականացնել, այսինքն՝ եկամուտ չի գեներացրել, տրամաբանական է դառնում հաշվարկը կատարել՝ նկատի ունենալով կոնկրետ ժամանակահատվածի համար կապիտալի որոշակի մեծության նկատմամբ տոկոսային եկամուտը:

Վերլուծելով վերը նկարագրված առաջին իրավիճակը և հաշվի առնելով վնասի գործոնի ազդեցության որոշակի ժամանակահատվածը՝ կարելի է շարադրել տալ գործողությունների քայլերի հետևյալ հաջորդականությունը.

1. յուրաքանչյուր կանխատեսվող ժամանակաշրջանի համար եկամտի և համադրելի ծախսերի տարբերության հաշվարկ՝ օգտագործելով զուտ շահույթի այն չափը, որը ընկերությունն սկսնկալում է ստանալ,
2. ապագա եկամուտների կանխատեսում՝ կապված պլանավորվող ժամանակահատվածի հետ, որը պայմանավորված է տարբեր իրավիճակներով, պայմանագրով, նորմատիվ իրավական ակտով կամ այլ իրավական փաստաթղթերով, և որի ընթացքում վնասի գործոնի ազդեցությունը կշարունակվի,
3. ապագա եկամուտների դիսկոնտավորման դրույքաչափի հիմնավորում,
4. կանխատեսվող ժամանակաշրջանի համար դուրս բերված չստացված եկամտի զեղչման միջոցով ներկա արժեքի հաշվարկ:

Հարկ է նշել, որ չստացված եկամուտը ողջամիտ սահմաններում կարելի է հաշվարկել, դիտարկելով այն որպես կանխատեսվող ֆինանսական արդյունք (զուտ շահույթ)՝ որոշակի պլանային ժամանակաշրջանի համար՝ իհարկե ելնելով կազմակերպության կողմից իրականացվող տնտեսական գործունեության յուրաքանչյուր տեսակի շահութաբերության մակարդակից:

Ինչպես նշվել է զեղչման (դիսկոնտավորման) մեթոդներում համարվում է, որ բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ

Ֆինանսական ակտիվների, ինչպես նաև ընկերության  $P$  արժեքը հավասար է տվյալ ֆինանսական ակտիվից որոշակի վերջավոր  $n$  տարի ժամկետում գեներացված ֆինանսական հոսքերի դիսկոնտավորված մեծությանը, գումարած տվյալ ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ այդ ակտիվի շուկայական արժեքը՝ դիսկոնտավորված ժամանակի սկզբնական պահին:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+r)^i} + \frac{A}{(1+r)^n} \quad (4)$$

որտեղ՝  $d_i$ - վճարումներն են (ֆինանսական հոսքի տարրերը)՝  $i$ -րդ ժամանակաշրջանի վերջում,

$r$  - դիսկոնտավորման դրույքաչափն է,

$A$  - ակտիվի շուկայական արժեքն է,

$n$  - վնասի գործոնի ազդեցության ժամկետը՝ ամիս կամ օր:

Ինչ վերաբերում է դիսկոնտավորման դրույքաչափին, ապա, ինչպես հայտնի է, ներդրումային նախագծերի արդյունավետությունները համեմատելիս և ֆինանսավորման հաշվարկները կատարելիս այն սովորաբար արտացոլում է ընկերության կապիտալի կառուցվածքը և վերարտադրման հնարավորությունը: Այս դեպքում, հարկ է նշել, որ կա հետևյալ համընդհանուր ընդունված մոտեցումը. վերը նշված վերլուծության յուրաքանչյուր կոնկրետ դեպքում՝ կապիտալի ակտիվների գնահատման կամ ներդրումային նախագծման ժամանակ դիսկոնտավորման դրույքաչափը հատուկ է հաշվարկվում և վերջինիս ընտրությունը հիմնավորվում է:

Ընկերության բաժնետոմսերի (կապիտալի) ապագա եկամտաբերությունը գնահատելու համար դիսկոնտավորման ( $r$ ) դրույքաչափը կարելի է ստանալ նաև՝ օգտագործելով 1964 թվականին Ու.Շարպի կողմից առաջարկված կապիտալի ակտիվների գնահատման մոդելը (Capital Asset Pricing Model - CAPM): Այն որոշվում է հետևյալ ստանդարտ բանաձևով.

$$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f), \quad (5)$$

որում պարամետրերն են՝

- $r_f$  – եկամտաբերության ոչ ռիսկային դրույքաչափ (%),
- $r_m$  – եկամտաբերության միջին շուկայական դրույքաչափ (%),
- $\beta$  – արդյունաբերության կոնկրետ ճյուղի գործակից,
- $(r_m - r_f)$  – բեժնետոմսերում ներդրման ռիսկի դիմաց հավելավճար:

Վերը նկարագրված երկրորդ իրավիճակի վերլուծության դեպքում դիտարկենք բաց թողնված օգուտի գնահատման այլընտրանքային (անուղղակի) մեխանիզմ, որը է ներառել հետևյալ հիմնական քայլերը.

1. *Վնասի գործոնի ազդեցության ժամանակահատվածի որոշում.* պայմանականորեն կարելի է որոշել կազմակերպության խաթարված արտադրական գործընթացի ազդեցության ժամանակահատվածը կամ որոշել կազմակերպության սեփական բանկային հաշիվները կառավարելու իրավունքից զրկման ժամանակահատվածը՝ դրանք հարկադիր կատարումն ապահովող ծառայության կողմից ստեղծված լինելու պարագայում:

2. *Հետադարձ վերլուծություն.* կազմակերպության անցած ժամանակահատվածի առևտրային շրջանառությունից հասույթի կանխատեսում, որը հիմնված է դրա ստացման հետ կապված ծախսերի մասնաբաժնի նախորդ ժամանակաշրջանների աճի տեմպերի վրա: Այս վերլուծության ընթացքում սկզբունքայնորեն պետք է վերլուծել կազմակերպության եկամտի բոլոր աղբյուրները, ներառյալ՝ ակնկալվող և հավանական եկամուտները:

3. *Տոկոսադրույքի որոշում.* իրավիճակային և մեթոդաբանական մոտեցումների հիմքով օգտագործվող տոկոսադրույքին, պայմանականորեն, կարող են փոխարինել կամ ներդրումների ակնկալվող եկամտաբերությունը կամ ոչ ռիսկային եկամտաբերության տոկոսադրույքը, կամ հաշվարկված բանկային տոկոսադրույքը, կամ էլ՝ CAPM և WACC հաշվարկային մոդելներով ստացված դրույքաչափերը:

4. Դրամական միջոցների հաշվարկի իրականացում՝ բարդ տոկոսների բանաձևի օգտագործմամբ. նկարագրված մեխանիզմի

շրջանակներում հաշվարկված գործառնական շահույթի գումարը ներդրվում է օրական, ամսական, տարեկան տոկոսադրույքով:

Այսպիսով, այն դեպքերի համար, երբ հետահայաց վերլուծության ընթացքում պարզվում է, որ եկամուտների և ծախսերի տարեկան բաշխումները չեն տարբերվում ֆինանսական հաշվետվություններում ներմուծված ցուցանիշներից, ստորև ներկայացվող կոնկրետ օրինակի միջոցով ցույց է տրվում կապիտալի շահութաբերության դուրս բերման գործողության մեխանիզմն ըստ տարիների՝ օգտագործելով միայն ֆինանսական հաշվետվությունների ցուցիչների ընտրանքները:

Հետագա հաշվարկների կատարման նպատակով հարկ է նաև ներկայացնել, որ սեփական կապիտալի *ROE* եկամտաբերությունը հաշվարկելու համար, հաշվի առնելով ինչպես փոխառու միջոցների օգտագործումը, այնպես էլ սեփական և փոխառու ամբողջական կապիտալի *R* շահութաբերությունը, կիրառվում են հետևյալ հայտնի բանաձևերը<sup>100</sup>.

$$ROE = \frac{\text{Չուտ շահույթ}}{\text{Սեփական կապիտալ}} \times 100 \quad (6)$$

$$R = \frac{\text{Գործառնական շահույթ}}{\text{Ներդրված կապիտալ}} \times 100 \quad (7)$$

Հաշվարկի մեխանիզմը պատկերացնելու համար պայմանականորեն ընդունենք արտադրական ձեռնարկության հետևյալ սկզբնական տվյալները.

*E* – սեփական կապիտալի մեծությունը – 6,575,000 ՀՀ դրամ,

*D* – փոխառու կապիտալի մեծությունը – 5,000,000 ՀՀ դրամ,

*T* – շահութահարկի դրույթաչափը – 18%,

*r* – փոխառու կապիտալի տոկոսադրույքը – 11%,

ինչպես նաև արտադրական ձեռնարկության հաշվեկշռային ցուցանիշներն են.

---

<sup>100</sup> Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. — СПб.: Питер, 2011. – 592 с., էջ 384:

## Կազմակերպության հաշվեկշռային ցուցանիշները

	2016թ.	2017թ.	2018թ.	2019թ.	Մի- ջինը	2020թ., Ժամանակահատ- վածի վերջ
<b>Գործառնական շահույթ</b> (հազար ՀՀ դրամ)	2500.0	3000.0	1800.0	2200.0	2375.0	X
<b>Ամբողջ կապիտալը</b> (հազար ՀՀ դրամ)	10000.0	11000.0	12500.0	12800.0	11575.0	13000.0
<b>Շահութաբերությունը (%)</b>	25.00	27.27	14.40	17.19	20.52	20.52

Դիտարկելով բերված կոնկրետ օրինակը, հաջորդիվ առաջ քաշվում հետևյալ հարցադրումը՝ «նշված պարամետրերով ի՞նչ գործառնական շահույթ պետք է ակնկալի կազմակերպությունը 2020 թվականին վնասի գործոնի ազդեցության ժամանակահատվածում՝ հաշվի առնելով 13 միլիոն ՀՀ դրամ ընդհանուր կապիտալի հաշվեկշռային արժեքը (հարկ է նշել, որ գործողության այս մեխանիզմի դեպքում հաշվի չի առնվում ստացված զուտ շահույթի բաշխումն ըստ տարիների) և ստացված 20,52% միջին շահութաբերությունը՝ պայմանով, որ տարվա վերջը հետաձգվում (տեղափոխվում) է հաշվետու ժամանակաշրջանի ավարտին»:

Պարզ հաշվարկների արդյունքում, ակնկալվող գործառնական շահույթը 2020 թվականին կկազմի.

$X = 13,000,000 \times (2,375,000 / 11,575,000 \times 100) \% \approx 13,000,000 \times 20.5183 \% = 2,667,379$  ՀՀ դրամ, իսկ գործառնական շահույթն այդ նույն տարում վնասի գործոնի ազդեցության ժամանակահատվածի համար՝ համամասնորեն հաշվարկված 1 ամսվան ժամանակահատվածի պարագայում կազմում է.  $X \times 1/12 \approx 222,281.58$  ՀՀ դրամ:

Զուտ շահույթ ստանալու նպատակով անհրաժեշտ է գործառնական շահույթի միջին ցուցանիշից հանել վարկի տոկոսները և շահութահարկը: Այդպիսով զուտ շահույթը կկազմի.  $2,375,000 - (2,375,000 \times 18\% + 5,000,000 \times 11\%) = 1,397,000 \llcorner \llcorner$  դրամ:

Հանրահայտ է, որ «աճեցում» բառակապակցության տակ հասկացվում է բերել ապագայի կոնկրետ պահի, ինչն իրականացվում է նախորդ ժամանակաշրջանի դրամական հոսքերն աճեցման գործակցով (կամ տոկոսադրույքով) բազմապատկելով: Այստեղ անհրաժեշտ է անդրադառնալ կապիտալի միջին կշռված արժեքի (Weighted Average Cost of Capital (WACC)) գնահատման մոդելի համաձայն ստացված տոկոսադրույքին, որը կարող է օգտագործվել նաև զեղչման հաշվարկներում որպես տոկոսադրույքի նորմա՝ հետևյալ հայտնի բանաձևի միջոցով.

$$WACC = k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + k_e \times \frac{E}{E + D} \quad (8)$$

Վերը նշված բանաձևի օգնությամբ կապիտալի միջին կշռված արժեքի դուրս բերման նպատակով, հաշվի է առնելով, որ փոխառու կապիտալի տոկոսադրույքը ( $k_d$ ) կազմում է 11%, սեփական կապիտալի ( $k_e$ ) շահութաբերությունը հաշվարկվում է՝  $POE = (2375000 - (2375000 \times 18\% + 5000000 \times 11\%)) / 6575000 \times 100 = 21.25\%$ : Եվ կատարված հաշվարկների արդյունքում, հիմք ընդունելով վերը նշված տվյալները, ընկերության կապիտալի միջին կշռված արժեքը (WACC) կազմում է 15,97 (%):

Տնտեսագիտական փորձագիտական հետազոտությունների կատարման ժամանակ, հաշվի առնելով վերը նշված փուլային հաշվարկները, անհրաժեշտություն է առաջանում պատասխանել հետևյալ առաջադրված հարցին՝ որքա՞ն է կազմում ընկերության բաց թողնված օգուտը 2021 թվականի հունվարի 1-ի դրությամբ արտադրության մեկամսյա (օրինակ՝ 2020 թվականի հունվար ամսվա) խաթարման պարագայում: Այս դեպքում հաշվարկը ներառում է հետագա մեխանիզմը: Հաշվի առնելով, որ հունվարին չստացված եկամտի կամ բաց թողնված օգուտի հետ կապված

անհրաժեշտ է հաշվարկել հաջորդող 11 ամիսների ընթացքում ակնկալվող լրացուցիչ եկամուտները, ապա արդեն իսկ համամասնորեն ստացված միջին հարկվող շահույթի մեծությունը (ավելի ճիշտ՝ շահույթը մինչև վարկի տոկոսների և շահութահարկի վճարումը) պետք ներմուծել բարդ տոկոսների բանաձև՝ այս պարագայում ընդունելով WACC-ի հաշվարկից ստացված տոկոսադրույքը:

Կիրառելով բարդ տոկոսների բանաձևը՝ ենթադրվում է, որ տոկոսները վերաներդրվում են, և այսպիսով, ապագայի պահին ստացվող գումարը կազմում է  $FV_t^{101}$ :

$$FV_t = PV(1+i)^t, \quad (9)$$

որտեղ՝  $FV_t$  – ապագա արժեք,

$PV$  – գործառնական շահույթի սկզբնական արժեք,

$i$  – տարեկան տոկոսադրույք (բերված օրինակում WACC-ի հաշվարկից ստացված տարեկան դրույքն է),

$t$  – ապագա ժամանակի պահ (տարիների, ամիսների կամ օրերի քանակ):

Հաշվարկների արդյունքում ստացվում է այն ամբողջ գումարը, որը տուժված կազմակերպությունն իրավունք ունի ստանալ 11 ամիս հետո՝ ամսական բաց թողնված օգուտը վերականգնելու պարագայում.

$222,281.58 \times (1 + 15.97/100/12)^{11} \approx 257,068.99$  ՀՀ դրամ:

Վերը բերված հաշվարկներին հարկ է հավելել այն, որ կազմակերպության հաշվետվություններում այդ գումարը պետք է արտացոլվի որպես ստացված հասույթ՝ ԱԱՀ-ի հաշվարկման նպատակով, ինչպես նաև ներառվի տարեկան համախառն եկամտի կազմում՝ շահութահարկի հաշվարկման նպատակով.

Հաշվի առնելով վերը նշված մոտեցումները, պարզ և տրամաբանորեն ապացուցելի կապերի տեսանկյունից՝ առաջին և երկրորդ իրավիճակների համար գործողությունների քայլ առ քայլ

<sup>101</sup> [https://ru.wikipedia.org/wiki/Дисконтированная\\_стоимость](https://ru.wikipedia.org/wiki/Дисконтированная_стоимость).

հաջորդականությունը թույլ կտա հաշվարկել հավանական բնույթ կրող բաց թողնված օգուտը տարբեր խնդիրների իրավիճակային վերլուծության պայմաններում: Հետամուտ լինելով թվարկված պարզ առաջարկություններին՝ հնարավոր է խուսափել զգալի թվով գիտականորեն չհամակարգված և աշխատատար տնտեսամաթեմատիկական մեթոդների և գնահատման կատեգորիաների օգտագործումից՝ դրանով իսկ բացառելով վերջիններիս աննպատակային կիրառումը տնտեսագիտական փորձաքննություններում:

## **Գլուխ 6. ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԱՐԺԵՔԱՅԻՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ**

### **§1. Ֆինանսական ակտիվների գնահատումը**

Ֆինանսական շուկաները կատարում են մի շարք կարևոր գործառույթներ, որոնցից հատկանշական են.

1. Ֆինանսական ակտիվների գների ձևավորումը: Ֆինանսական շուկաների շնորհիվ գնորդների և վաճառողների մրցակցության և տեղի ունեցող սակարկությունների արդյունքում ֆինանսական ակտիվները գնանշվում են, ինչը և այդ ակտիվների գնահատման և հաշվառման համար հիմք է հանդիսանում:

2. Ֆինանսական ակտիվների իրացվելիության ապահովումը: Ֆինանսական շուկաները կազմակերպում և ապահովում են ֆինանսական գործիքների առքն ու վաճառքը:

3. Կարճաժամկետ տրամադրվող դրամական միջոցները, այսպես կոչված՝ «կարճ փողերը», որոնք ներդրումների համար ոչ զգալի նշանակություն ունեն, ֆինանսական շուկաներում ինստիտուցիոնալ կառույցների կողմից թողարկված և շրջանառվող ֆինանսական գործիքների շնորհիվ կարող են դառնալ երկարաժամկետ ներդրումներ կամ «երկար փողեր»:

4. Ֆինանսական շուկաների շնորհիվ ֆինանսական ներդրումները վերափոխվում (տրանսֆորմացվում) են իրական ներդրումների: Ֆինանսական ներդրումները ֆինանսական ակտիվներում կատարված ներդրումներն են, այդ թվում՝ բանկային ավանդային հավաստագրերում, պետական կարճաժամկետ պարտատուներում, բաժնետոմսերում, ածանցյալ արժեթղթերում և այլն:

5. Ֆինանսական շուկաները նաև բաժնետիրական (կորպորատիվ) կառավարման լրացուցիչ հիմքեր են ստեղծում:

Ֆինանսական հաշվետվությունների պատրաստումը հաճախ պահանջում է, որ ղեկավարությունը կատարի գնահատումներ: Գնահատումների համար անհրաժեշտ են դատողություններ՝ հիմնված վերջին արժանահավատ տեղեկատվության վրա,

մասնավորապես՝ խոսքը վերաբերում է ֆինանսական ակտիվներում կատարված ներդրումներին:

Ստորև հարկ է ներկայացնել «Ֆինանսական գործիքներ. ներկայացումը» հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՀՀՄՍ) 32-ի որոշ դրույթներ<sup>102</sup>:

«Ֆինանսական գործիքը» պայմանագիր է, որը մի կազմակերպությունում առաջացնում է ֆինանսական ակտիվ, իսկ մյուսում՝ ֆինանսական պարտավորություն կամ բաժնային գործիք:

*Ֆինանսական ակտիվը* ակտիվ է, որը՝

ա) դրամական միջոց է,

բ) այլ կազմակերպության բաժնային գործիք է,

գ) պայմանագրային իրավունք է՝

(i) այլ կազմակերպությունից դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ ստանալու, կամ

(ii) այլ կազմակերպության հետ, իր համար պոտենցիալ նպաստավոր պայմաններով, ֆինանսական ակտիվներ կամ ֆինանսական պարտավորություններ փոխանակելու, կամ

դ) պայմանագիր է, որը մարվելու է կամ կարող է մարվել կազմակերպության սեփական բաժնային գործիքներով և հանդիսանում է՝

(i) ոչ ածանցյալ գործիք, որի գծով կազմակերպությունը պարտավոր է կամ կարող է պարտավորվել ստանալու փոփոխական քանակությամբ իր իսկ բաժնային գործիքներ, կամ

(ii) ածանցյալ գործիք, որը մարվելու է կամ կարող է մարվել այլ կերպ, քան ֆիքսված գումարի դրամական միջոցը կամ այլ ֆինանսական ակտիվ ֆիքսված քանակությամբ կազմակերպության սեփական բաժնային գործիքների հետ փոխանակելով:

*Ֆինանսական պարտավորությունը* պարտավորություն է, որը.

ա) պայմանագրային պարտականություն է՝

---

<sup>102</sup> «Ֆինանսական գործիքներ. ներկայացումը» հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՀՀՄՍ) 32:

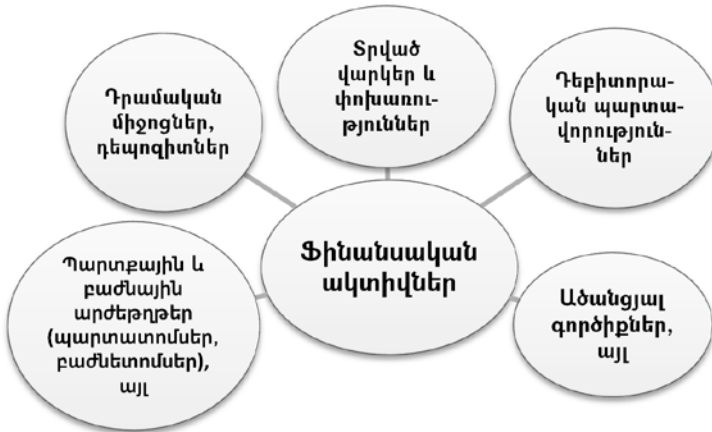
- (i) այլ կազմակերպությանը դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ տրամադրելու, կամ
- (ii) այլ կազմակերպության հետ, իր համար պոտենցիալ ոչ նպաստավոր պայմաններով, ֆինանսական ակտիվներ կամ ֆինանսական պարտավորություններ փոխանակելու, կամ
- բ) պայմանագիր է, որը մարվելու է կամ կարող է մարվել կազմակերպության սեփական բաժնային գործիքներով և հանդիսանում է՝
  - (i) ոչ ածանցյալ գործիք, որի գծով կազմակերպությունը պարտավոր է կամ կարող է պարտավորվել տրամադրելու փոփոխական քանակությամբ իր սեփական բաժնային գործիքները, կամ
  - (ii) ածանցյալ գործիք, որը մարվելու է կամ կարող է մարվել այլ կերպ, քան ֆիքսված գումարի դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ ֆիքսված քանակությամբ կազմակերպության սեփական բաժնային գործիքների հետ փոխանակելով:

*Բաժնային գործիքը* պայմանագիր է, որը հավաստում է կազմակերպության՝ բոլոր պարտավորությունները հանելուց հետո մնացած ակտիվների բաժնի նկատմամբ իրավունք: Գործիքը համարվում է բաժնային գործիք այն և միայն այն դեպքում, երբ այն բավարարում է ստորև (ա) և (բ) կետերում նշված երկու պայմաններին.

- ա) գործիքը չի պարունակում պայմանագրային պարտականություն՝
  - (i) այլ կազմակերպությանը դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ տրամադրելու, կամ
  - (ii) այլ կազմակերպության հետ, թողարկողի համար պոտենցիալ ոչ նպաստավոր պայմաններով, ֆինանսական ակտիվներ կամ ֆինանսական պարտավորություններ փոխանակելու,
- բ) եթե գործիքը մարվելու է կամ կարող է մարվել հենց թողարկողի բաժնային գործիքներով, ապա այն՝
  - (i) ոչ ածանցյալ գործիք է, որը թողարկողի համար չի պարունակում պայմանագրային պարտականություն՝ տրամադրելու փոփոխական քանակությամբ իր իսկ բաժնային գործիքները, կամ

(ii) ոչ ածանցյալ գործիք է, որը մարվելու է՝ միայն թողարկողի կողմից ֆիքսված գումարի դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ ֆիքսված քանակությամբ իր իսկ բաժնային գործիքների հետ փոխանակելով:

Գործնականում առավել հաճախ հանդիպող ֆինանսական ակտիվների օրինակներ են.



*Գծապատկեր 2. Գործնականում առավել հաճախ հանդիպող ֆինանսական ակտիվների տեսակները:*

Ֆինանսական ակտիվ է դրամական միջոցը (արժույթը) և դրամական միջոցով ավանդը ֆինանսաբանկային հաստատությունում: Պարտատոմսերը ևս ֆինանսական ակտիվներ են, որովհետև դրանք իրենցից ներկայացնում են թողարկող կառավարության՝ դրամական միջոց վճարելու պարտականությունը: Հետևաբար, մուրհակը դրա տիրապետողի ֆինանսական ակտիվն է և թողարկողի ֆինանսական պարտավորությունը: Իսկ, օրինակ, վճարված կանխավճարները, որոնց գծով ապագա տնտեսական օգուտն իրենցից ներկայացնում է ապրանքների կամ ծառայությունների ստացում, այլ ոչ թե դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ ստանալու իրավունք, ֆինանսական ակտիվներ չեն:

ՀՀ ֆինանսների նախարարի և ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 30.03.2021թ.-ի թիվ 39-Ն համատեղ որոշմամբ հաս-

տատված ՀՀ տարածքում գործող բանկերի եվ վարկային կազմակերպությունների ֆինանսական ակտիվների դասակարգման և հնարավոր կորուստների պահուստների ձևավորման կարգի համաձայն ֆինանսական ակտիվներ են՝

«ա. ֆինանսական կազմակերպության հաշվին (ռիսկով) տեղաբաշխված վարկերը (այդ թվում՝ օվերդրաֆտ, վարկային քարտեր, վարկային գծեր, բանկերում ներդրված ավանդներ (այդ թվում՝ նաև բանկային ոսկով)),

բ. որպես ակտիվ հաշվառվող ռեպո համաձայնագրերի, օվերնայթերի, ֆակտորինգի, ֆինանսական վարձակալության (ֆինանսական լիզինգ), երաշխիքների, երաշխավորությունների և ակրեդիտիվների գծով պահանջները,

գ. ֆինանսական կազմակերպության ռիսկով ակտիվային այլ գործառնությունների (արժեթղթերում ներդրումներից՝ միայն մուրհակների) գծով ստացվելիք գումարները և (կամ) երրորդ անձանց նկատմամբ այլ պահանջները (ներառյալ՝ կանխիկին հավասարեցված վճարային փաստաթղթերը, բանկերում թղթակցային և սառեցված հաշիվները, ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ հաշվարկների գծով կարճաժամկետ պահանջները, հաճախորդներին մատուցված ծառայությունների գծով ստացվելիք գումարները, ստացվելիք այլ գումարները, ֆինանսական կազմակերպության աշխատակիցներին տրված առհաշիվ գումարները, մատակարարներին տրված կանխավճարները, նախավճարները, այլ ընթացիկ ակտիվները),

դ. սույն ենթակետում նշված պահանջների գծով հաշվեգրված և չվճարված փոկոսները, փոյժերը, փուզանքները և այլ վճարները,

ե. ֆինանսական կազմակերպության համար վարկային ռիսկ պարունակող հետհաշվեկշռային հոդվածները»<sup>103</sup>:

«Ֆինանսական ակտիվների հայաստանի հանրապետության դասակարգիչ հաստատելու մասին» ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարի 13.01.2020թ.-ի N 22-Ն հրամանի համաձայն.

«1.4 Ֆինանսական ակտիվները ներառում են բոլոր ֆինանսական պահանջները, բաժնեփոմսերը կամ ընկերության կապիտալում մասնակցության մյուս ձևերը՝ գումարած ոսկու ձուլակտրոնները, որը որպես պահուստային ակտիվ տնօրինվում է դրամավարկային կարգավորման մարմինների կողմից: Ոսկու ձուլակտրոնը՝ որպես պահուստային ակտիվ, որի բաժնետերերը դրամավարկային կարգավորման մարմիններն են, դիտվում է

---

<sup>103</sup> ՀՀ ֆինանսների նախարարի և ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 30.03.2021թ.-ի թիվ 39-Ն համատեղ որոշում:

որպես ֆինանսական ակտիվ, չնայած որ դրա տնօրինողները չունեն պահանջներ այլ միավորների նկատմամբ: Արժեթղթերը դիտարկվում են որպես ֆինանսական ակտիվներ, չնայած այն հանգամանքի, որ տնօրինողների ֆինանսական պահանջները կազմակերպությունների նկատմամբ չեն դրսևորվում որոշակի կամ նախապես հաստատված գումարով (դրամով):

1.5 Ֆինանսական ակտիվներն ու պարտավորություններն առաջանում են, երբ մի միավորը ընդունում է մյուս միավորին վճարում իրականացնելու պարտավորություն: ....

3. Ֆինանսական պահանջների և պարտավորությունների համաչափության շնորհիվ, ինչպես ակտիվների, այնպես էլ պասիվների արտացոլման համար կիրառվում է միևնույն դասակարգումը: ....

4. Դասակարգիչը հիմք է հանդիսանում ֆինանսավորման աղբյուրների, օգտագործման, ինստիտուցիոնալ միավորներին պատկանող ֆինանսական ակտիվների և այդ ֆինանսական ակտիվների հետ իրականացվող գործառնությունների իրացվելիության աստիճանի գնահատման ու վերլուծության համար: ....

4.1 Դասակարգման հատկանիշներն (չափորոշիչներն) են՝ ակտիվների իրացվելիությունը (ներառյալ նրանց շրջանառելիությունը, փոխանցվելիությունը, շուկայում իրացման հնարավորությունը, փոխարկելիությունը) և իրավահարաբերությունները վարկատուի ու վարկառուի միջև»<sup>104</sup>:

Պարտավորությունները և ակտիվները, որոնք պայմանագրային չեն (ինչպիսիք են շահութահարկերը, որոնք առաջանում են օրենսդրական պահանջների արդյունքում), ֆինանսական պարտավորություններ կամ ֆինանսական ակտիվներ չեն: Կազմակերպության սեփական բաժնային գործիքները («հետգնված բաժնետոմսեր») չեն ճանաչվում որպես ֆինանսական ակտիվ՝ անկախ դրանց հետգնման պատճառներից: Իր իսկ բաժնային գործիքները հետ գնած կազմակերպությունը այդ բաժնային գործիքները պետք է նվազեցնի սեփական կապիտալից՝ շահույթում որևէ օգուտ կամ կորուստ չճանաչելով:

---

<sup>104</sup> «Ֆինանսական ակտիվների հայաստանի հանրապետության դասակարգիչ հաստատելու մասին» ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարի 13.01.2020թ.-ի N 22-Ն հրաման:

Ֆինանսական գործիքները ներառում են ինչպես հիմնական գործիքներ (ինչպիսիք են դեբիտորական կամ կրեդիտորական պարտքերն ու բաժնային գործիքները), այնպես էլ ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ (ինչպիսիք են օպցիոնները, ֆյուչերսները և ֆորվարդները, տոկոսադրույքային սվոպերը և արժույթային սվոպերը): Ածանցյալ ֆինանսական գործիքները բավարարում են ֆինանսական գործիքի սահմանմանը:

Երբ ածանցյալ ֆինանսական գործիքը մի կողմին տալիս է իրավունք ընտրելու, թե ինչպես կատարել մարումը (օրինակ՝ թողարկողը կամ տիրապետողը կարող է որոշել մարումը կատարել զուտ հիմունքով դրամական միջոցով կամ բաժնետոմսերը դրամական միջոցով փոխանակելով), ապա այն հանդիսանում է ֆինանսական ակտիվ կամ ֆինանսական պարտավորություն, բացառությամբ երբ մարման բոլոր այլընտրանքները կհանգեցնեն դրա բաժնային գործիք լինելուն: Ձեռք բերված գնման օպցիոնը կամ կազմակերպության կողմից գնված այլ նմանատիպ պայմանագիրը, որն իրեն իրավունք է տալիս հետ գնելու ֆիքսված քանակությամբ իր իսկ բաժնային գործիքները՝ դրանց դիմաց տրամադրելով ֆիքսված գումարի դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ, կազմակերպության ֆինանսական ակտիվը չէ (բացառությամբ վերադարձնելի ֆինանսական գործիքների):

Ստորև հարկ է ներկայացնել «Ֆինանսական գործիքներ» ֆինանսական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 9-ի որոշ դրույթներ:

Կազմակերպությունը ֆինանսական ակտիվը կամ ֆինանսական պարտավորությունն իր ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվությունում պետք է ճանաչի այն և միայն այն դեպքում, երբ դառնում է գործիքի պայմանագրային կողմ<sup>105</sup>:

Կազմակերպությունը պետք է ֆինանսական ակտիվները դասակարգի որպես հետագայում կա՛մ ամորտիզացված արժեքով,

---

<sup>105</sup> «Ֆինանսական գործիքներ» ֆինանսական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 9, պարագրաֆ 3.1:

կա՛մ իրական արժեքով՝ այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի միջոցով, կա՛մ էլ իրական արժեքով շահույթի կամ վնասի միջոցով չափվող՝ հիմնվելով ստորև բերվածների վրա՝

ա) ֆինանսական ակտիվների կառավարման կազմակերպության բիզնես մոդելի, և

բ) ֆինանսական ակտիվի պայմանագրային դրամական հոսքերի բնութագրերի:

Ֆինանսական ակտիվը պետք է չափվի ամորտիզացված արժեքով, եթե բավարարվում են հետևյալ երկու պայմանները՝

ա) ֆինանսական ակտիվը պահվում է բիզնես մոդելի շրջանակում, որի նպատակն է պայմանագրային դրամական հոսքերի հավաքման համար ֆինանսական ակտիվներ պահելը, և

բ) ֆինանսական ակտիվի պայմանագրային պայմանները որոշակի ամսաթվերին առաջացնում են դրամական հոսքեր, որոնք բացառապես մայր գումարի և չմարված մայր գումարի վրա հաշվարկված տոկոսների վճարումներ են:

Ֆինանսական ակտիվը պետք է չափվի իրական արժեքով՝ այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի միջոցով, եթե բավարարվում են հետևյալ երկու պայմանները՝

ա) ֆինանսական ակտիվը պահվում է բիզնես մոդելի շրջանակում, որի նպատակը իրագործվում է թե՛ պայմանագրային դրամական հոսքերի հավաքման միջոցով, թե՛ ֆինանսական ակտիվները վաճառելով, և

բ) ֆինանսական ակտիվի պայմանագրային պայմանները որոշակի ամսաթվերին առաջացնում են դրամական հոսքեր, որոնք բացառապես մայր գումարի և չմարված մայր գումարի վրա հաշվարկված տոկոսների վճարումներն են:

Տոկոսային հասույթը պետք է հաշվարկվի՝ կիրառելով արդյունքային տոկոսադրույքի մեթոդը: Այն պետք է հաշվարկվի՝ արդյունքային տոկոսադրույքը կիրառելով ֆինանսական ակտիվի համախառն հաշվեկշռային արժեքի նկատմամբ, բացառությամբ՝ գնված կամ սկզբնավորված պարտքային առումով արժեզրկված ֆինանսական ակտիվների կամ՝ չհաղիսացող, բայց հետագայում

դարձած պարտքային առումով արժեզրկված ֆինանսական ակտիվներ<sup>106</sup>:

Սկզբնական ճանաչումից հետո կազմակերպությունը պետք է ֆինանսական ակտիվը չափի՝

ա) *ամորտիզացված արժեքով*.

բ) *իրական արժեքով՝ այլ համապարփակ ֆինանսական արդյունքի միջոցով*.

գ) *իրական արժեքով՝ շահույթի կամ վնասի միջոցով*<sup>107</sup>:

Փաստորեն, ֆինանսական ակտիվները չափելիս կարելի է դրանք դասակարգել երեք խմբերում.

1. Ֆինանսական ակտիվներ, որոնք հաշվառվում են անվանական արժեքով: Այս խումբը ներառում է դրամական միջոցները, դրանք եկամուտ չեն առաջացնում, կորուստների ռիսկը դրանց համար նվազագույն է, արժեքային գնահատումը ժամանակի ընթացքում չի փոխվում:

2. Իրական արժեքով հաշվառվող ֆինանսական ակտիվներ: Այս խումբը ներառում է առևտրի համար նախատեսված ակտիվները, մասնավորապես՝

- կարճաժամկետ ներդրումների համար նախատեսված ֆինանսական գործիքներ.

- ակտիվ անհատական կառավարման ներքո գտնվող պորտֆելի մաս կազմող գործիքներ,

- ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ,

- ակտիվներ, որոնք հաշվառման ընդունման պահին ճանաչվում են կազմակերպության կողմից իրական արժեքով չափվող՝ գործառնական շահույթի կամ վնասի արժեքային գնահատականին վերագրելով (վաճառքի համար պահվող ակտիվներ):

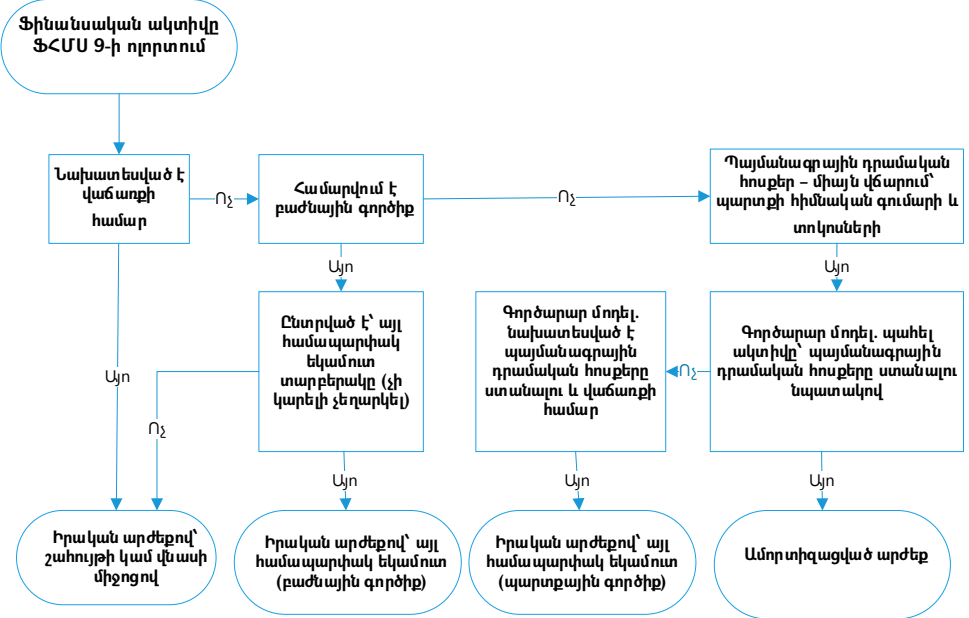
3. Ամորտիզացված արժեքով հաշվառվող ֆինանսական ակտիվներ: Այս խումբը ներառում է մինչև մարման ժամկետը պահվող ֆինանսական ակտիվները, վաճառքի համար ակտիվ-

<sup>106</sup> Նույն աղբյուրը, պարագրաֆ 5.4:

<sup>107</sup> «Ֆինանսական գործիքներ» ֆինանսական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 9, պարագրաֆ 5.2:

ները, մուրհակները, փոխառությունները և ավանդները: Մինչև մարման ժամկետը պահվող ակտիվների առանձնահատկությունն այն է, որ դրանք ունեն նախապես որոշված ժամկետ, որի ընթացքում ակտիվը տնօրինողը ստանում է ֆիքսված վճարումներ:

Ֆինանսական ակտիվները չափման նպատակով դասակարգելիս պարզեցված կարգով որոշումների կայացումը կարելի է ներկայացնել հետևյալ գծապատկերի միջոցով.



Գծապատկեր 3. Պարզեցված կարգով որոշումների կայացումը՝ Ֆինանսական ակտիվները չափման նպատակով դասակարգելիս:

Իհարկե շատ կարևոր է, որպեսզի ընկերությունը հնարավորություն ունենա որոշելու ֆինանսական ակտիվի իրական արժեքը: Կարևոր հանգամանք է նաև այն, որ կազմակերպությունը չպետք է ակտիվից ազատվելու մտադրություն ունենա մինչ նրա մարումը:

Ստորև հարկ է ներկայացնել «Իրական արժեքի չափում» ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ 13-ի որոշ դրույթներ:

Իրական արժեքի չափումներում և դրանց հետ կապված բացահայտումներում հետևողականությունն ու համադրելիությունը բարձրացնելու նպատակով, ինչպես նշվել է, ՖՀՄՍ-ով սահմանվում է իրական արժեքի հիերարխիա, որն իրական արժեքի չափման համար օգտագործվող գնահատման մեթոդների ելակետային տվյալները դասակարգում է երեք մակարդակի:

*1-ին մակարդակի* ելակետային տվյալները նույնական ակտիվների կամ պարտավորությունների համար ակտիվ շուկաների գնանշվող գներ (չճշգրտվող) են, որոնք կազմակերպության համար կարող են հասանելի լինել չափման ամսաթվի դրությամբ:

*2-րդ մակարդակի* ելակետային տվյալներն այն տվյալներն են, բացառությամբ 1-ին մակարդակում ներառվող գնորոշվող գներից, որոնք ուղղակի կամ անուղղակիորեն դիտելի են ակտիվի կամ պարտավորության համար:

*3-րդ մակարդակի* ելակետային տվյալներն ակտիվի կամ պարտավորության համար ոչ դիտելի տվյալներ են:

Իրական արժեքը չափելիս ոչ դիտելի տվյալները պետք է օգտագործվեն այն չափով, որքանով համապատասխան դիտելի տվյալներ առկա չեն, այդպիսով հաշվի առնելով այն իրավիճակները, երբ չափման ամսաթվի դրությամբ ակտիվի կամ պարտավորության համար առկա է փոքր շուկայական գործունեություն<sup>108</sup>:

Իրական արժեքով՝ շահույթի կամ վնասի միջոցով չափվող ածանցյալ գործիքը կարող է նախորոշվել որպես հեջավորման գործիք: Իրական արժեքով՝ շահույթի կամ վնասի միջոցով չափվող ոչ ածանցյալ ֆինանսական ակտիվը կարող է նախորոշվել որպես հեջավորման գործիք:

Արտարժույթային ռիսկի հեջի դեպքում ոչ ածանցյալ ֆինանսական ակտիվի արտարժույթային ռիսկի բաղադրիչը

---

<sup>108</sup> «Իրական արժեքի չափում». Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 13, պարագրաֆներ 72, 76, 81, 86, 87:

կարող է նախորոշվել որպես հեջավորման գործիք, եթե այն չի հանդիսանում բաժնային գործիքում ներդրում: Հեջի հաշվառման նպատակներով՝ որպես հեջավորման գործիքներ կարող են նախորոշվել միայն այն պայմանագրերը, որոնց մի կողմը հաշվետու կազմակերպության հանդեպ հանդիսանում է արտաքին կողմ<sup>109</sup>:

Կազմակերպությունը, որը պահում է մի խումբ ֆինանսական ակտիվներ և ֆինանսական պարտավորություններ, ենթարկված է շուկայական ռիսկերին և կոնտրագենտներից յուրաքանչյուրի պարտքային ռիսկին: Եթե կազմակերպությունը ֆինանսական ակտիվների և ֆինանսական պարտավորությունների այդ խումբը կառավարում է շուկայական ռիսկերին կամ պարտքային ռիսկին իր զուտ ենթարկվածության հիմունքով, ապա կազմակերպությունը կարող է կիրառել իրական արժեքը չափելու սույն ՖՀՄՍ-ում նշված համապատասխան բացառությունը: Այդ բացառությունը կազմակերպությանը թույլ է տալիս ֆինանսական ակտիվների և ֆինանսական պարտավորությունների խմբի իրական արժեքը չափել՝ հիմք ընդունելով այն գինը, որը կստացվեր կոնկրետ ռիսկի գծով զուտ երկար դիրքը (այսինքն՝ ակտիվը) վաճառելիս կամ կվճարվեր կոնկրետ ռիսկի գծով զուտ կարճ դիրքը (այսինքն՝ պարտավորությունը) փոխանցելու դիմաց՝ շուկայի մասնակիցների միջև սովորական գործարքում չափման ամսաթվի դրությամբ՝ ընթացիկ շուկայական պայմաններում:

Այդուհանդերձ, կազմակերպությունը ֆինանսական ակտիվների և ֆինանսական պարտավորությունների խմբի իրական արժեքը պետք է չափի՝ հաշվի առնելով, թե չափման ամսաթվի դրությամբ շուկայի մասնակիցներն ինչպես կգնորոշեին ռիսկին զուտ ենթարկվածությունը (ըստ պայմանների)<sup>110</sup>:

---

<sup>109</sup> «Ֆինանսական գործիքներ» ֆինանսական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 9, պարագրաֆ 6.2:

<sup>110</sup> «Իրական արժեքի չափում». Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ 13, պարագրաֆ 48:

Կոնկրետ շուկայական ռիսկին (ռիսկերին) կազմակերպության զուտ ենթարկվածության հիմունքով կառավարվող ֆինանսական ակտիվների և ֆինանսական պարտավորությունների խմբի իրական արժեքը չափելու նպատակով 48-րդ պարագրաֆի բացառությունը կիրառելիս՝ կազմակերպությունը պետք է կիրառի պահանջարկի և առաջարկի սփրեդի (սփռվածքի) մեջ գտնվող այն գինը, որը տվյալ հանգամանքներում այդ շուկայական ռիսկերին կազմակերպության զուտ ենթարկվածության իրական արժեքի համար ամենաներկայացուցչականն է<sup>111</sup>:

*Ֆինանսական ակտիվների գնահատումն* իրականացվում է ինչպես առաջնային, այնպես էլ երկրորդային շուկաներում:

Առաջնային շուկայում՝ այն ենթադրում է ֆինանսական ակտիվի այնպիսի եկամտաբերության դրույքաչափի սահմանում, որը կհամապատասխանի դրա ռիսկի աստիճանին, շուկայական տոկոսադրույքներին և թողարկողի վարկանիշին:

Երկրորդային շուկայում՝ այն ենթադրում է ֆինանսական ակտիվի վերագնահատում, այսինքն՝ դրա շուկայական գնի ճշգրտումն այնպես, որ ռիսկի որոշակի մակարդակի ֆինանսական ակտիվն ապահովի եկամտի որոշակի մակարդակ:

Որպես կանոն, ֆինանսական ակտիվների շուկայական արժեքի գնահատումը բաղկացած է երեք հաջորդական փուլերից.

1. հաշվարկ՝ դրամական միջոցների որոշակի ակնկալվող հոսքի և գնահատում՝ անորոշ հոսքի համար, ինչպես նաև հավանականության գնահատում՝ ներդրողի կողմից այդ դրամական հոսքերի ստացման հետ կապված,

2. ակնկալվող դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման տոկոսադրույքի որոշում,

3. դրամական հոսքի ներկա արժեքի ուղղակի հաշվարկ՝ օգտագործելով դրամական հոսքի մեծությունը և տոկոսադրույքը:

---

<sup>111</sup> Նույն աղբյուրը, պարագրաֆ 53:

## §2. Բաժնային ֆինանսական գործիքների գնահատումը

Բաժնային գործիքը ֆինանսական ակտիվ է, երբ այն այլ կազմակերպության կողմից է թողարկվել և որին տիրապետելու միջոցով կարելի է այլ կազմակերպությունից ստանալ դրամական միջոց: Բաժնային գործիքը հավաստում է կազմակերպության՝ բոլոր պարտավորությունները հանելուց հետո մնացած ակտիվների բաժնի նկատմամբ իրավունքը:

Սովորական բաժնետոմսը բաժնետիրական ընկերության բաժնային գործիքի օրինակ է: Բաժնետոմսերի ներդրումային ներուժը կախված է մի շարք բնութագրերից, որոնցից հիմնականը թողարկողի ֆինանսական վիճակն է, հուսալիությունը, իրացվելիությունը և եկամտաբերությունը:

Բաժնետոմսի շուկայական գինը (գնանշումը) սովորաբար ձևավորվում է ֆոնդային բորսայում առևտրի ժամանակ և արտացոլում է այդ բաժնետոմսերի առաջարկի և պահանջարկի մնացորդը: Ընդունված է, որ բաժնետոմսի շուկայական արժեքի ձևավորման համար կարևոր է ֆոնդային շուկայի իրացվելիության մակարդակը, ինչպես նաև բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը (վճարված շահաբաժինների չափը): Ի դեպ, բաժնետիրական ընկերություններից շատերը շահաբաժին չեն վճարում, սակայն և նրանց բաժնետոմսերի արժեքը կարող է մի քանի անգամ աճել<sup>112</sup>:

Բաժնետոմսի հաշվեկշռային արժեքը որոշվում է ընկերության զուտ ակտիվների արժեքը (ակտիվների և պարտավորությունների տարբերությունը՝ սեփական կապիտալը) հարաբերելով շրջանառության մեջ գտնվող բաժնետոմսերի թվի վրա:

Սովորական բաժնետոմսերի զուտ արժեքը հավասար է զուտ ակտիվների արժեքից հանած արտոնյալ բաժնետոմսերի լուծարային արժեքը և հարաբերած շրջանառության մեջ գտնվող սովորական բաժնետոմսերի թվի վրա: Եթե բաժնետոմսի հաշվե-

---

<sup>112</sup> <https://hy.wikipedia.org/wiki/Բաժնետոմս>

կշռային արժեքը գերազանցում է շուկայական գնին ապա, այն թերագնահատված է:

Բաժնետոմսերը երկարաժամկետ ներդրման ամենագրավիչ ակտիվներն են: Բաժնետոմսն իր շրջանառության ընթացքում ձեռք է բերում արժեքներ: Տարբերում են տեղաբաշխման (էմիսիոն), հաշվեկշռային, շուկայական, լուծարային գներ, ինչպես նաև անվանական (նոմինալ) և իրական (ներքին) արժեք հասկացությունները:

Բաժնետոմսի առաջին սեփականատիրոջ կողմից ձեռք բերման գինը (ներդրված գումարը) բաժնետոմսի տեղաբաշխման (էմիսիոն) գինն է, որը կարող է մեծ կամ փոքր (հավասար) լինել անվանական արժեքից: Այդ գինը սովորաբար ստացվում է հետևյալ հավասարումով.

$$\text{Բաժնետոմսի գինը} = \frac{\text{շահութաբաժնի չափ}}{\text{փոխառության տոկոս}} \times 100\% \quad (1)$$

Հավասարումից հետևում է, որ բաժնետոմսի գինն ուղիղ համեմատական է շահութաբաժնի չափին և հակադարձ համեմատական է տոկոսին: Տեղաբաշխման գնի և անվանական արժեքի տարբերությունը, ինչպես հայտնի է, կոչվում է «էմիսիոն եկամուտ»:

Բաժնետոմսի գնի բանաձևը կարող է փոփոխվել, եթե կանխատեսվում է շահութաբաժնի և տվյալ բաժնետոմսում ներդրման ռիսկի աճ.

$$\text{Բաժնետոմսի գինը} = \frac{D + \Delta D}{\text{տոկոս} - \text{վճար ռիսկի համար} (\%)} \times 100\% \quad (2)$$

Այս նոր հավասարումից հետևում է, որ ռիսկի համար վճարի աճը կամ տոկոսի նվազումը հանգեցնում է բաժնետոմսի գնի աճին: Հավասարումում ներկայացված գործոններից բացի բաժնետոմսի գինը կախված է նաև ընկերության շահույթի մեծությունից, այլ ակտիվների եկամտաբերությունից, շահութաբաժնային քաղաքականությունից և այլն:

Ի դեպ, հայրենական և արտասահմանյան տնտեսագիտական տարբեր գրականությամբ շահութաբաժինների վճարումների վերաբերյալ ներկայացված դրույթները հիմնականում հանգում են հետևյալ ձևակերպմանը. «*Բաժնետիրական ընկերությունն իրավասու է իր հայեցողությամբ որոշելու շահութաբաժինների վճարման հարցը, այսինքն՝ օրենսդրությունը ընկերությանը շահութաբաժինների վճարում չի պարտադրում, այլ ընդհակառակը, սահմանել է որոշակի սահմանափակումներ, որով արգելում է ընկերությանը հայտարարել (որոշում ընդունել) շահութաբաժինների վճարման մասին...*»<sup>113</sup>:

Ինչ վերաբերում է շահութաբաժնային քաղաքականությանը, ապա այդ հարցերի վերաբերյալ ընդարձակ գիտական քննարկումների առիթ է հանդիսացել Ֆ.Մոդիլյանիի և Մ.Միլերի համատեղ հոդվածը, որում հեղինակները ցույց են տվել, որ կատարյալ շուկայի պայմաններում ընկերության արժեքը կախված չէ շահութաբաժնային վճարումների ընտրությունից, այլ՝ բաժնետերերի բարեկեցությունից: Նրանց կարծիքով՝ ընկերության կողմից շահույթի գեներացման հնարավորության որոշումը ավելի շատ կախված է վերաներդրումային քաղաքականության արդյունավետությունից, այլ ոչ թե շահույթի բաշխման առանձնահատկություններից: Այլ խոսքերով, շահութաբաժնային քաղաքականությունն ընկերության շուկայական արժեքի վրա ազդող գործոն չէ, որից հետևել է, որ շահութաբաժինները պետք է հաշվարկվեն (հայտարարվեն) մնացորդային սկզբունքով՝ ընդունելի ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորումից հետո: Իսկ բաժնետերերը կարող են ստեղծել իրենց սեփական շահույթը՝ կանխիկ փողի անհրաժեշտությունից ելնելով վաճառել իրենց բաժնետոմսերը: Նշված մոտեցումը հայտնի է որպես

---

<sup>113</sup> 1) Արժեթղթերի շուկա: Ուս. ձեռնարկ./Խմբ. Ա.Բ. Սալնազարյան.-Եր.: «Զանգակ-97», 2009.-336 էջ. 52 էջում, 2) «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, 50-րդ հոդված:

շահութաբաժինների անվերաբերելիության տեսություն (Dividend Irrelevance Theory)<sup>114</sup>:

Այս համատեքստում արժանահիշատակ են Ու.Գորդոնի և Ջ.Լինտների «Շահութաբաժինների վճարման նախընտրելիության», Ռ.Լիտցենբերգի և Կ.Ռամասվամի «Հարկերի ասիմետրիկության» հակադրվող տեսությունները: Հայտնի տեսություններից են նաև՝ «Հաճախորդների», «Ազդանշանային», «Գործակալական փոխհարաբերությունների մոդելի» տեսությունները և այլն<sup>115</sup>:

Ինչ վերաբերում է շահութաբաժինների վճարումների և ընկերության շուկայական արժեքի միջև փոխադարձ կապին, ապա, օրինակ՝ Մ.Գորդոնի մոդելը ենթադրում է, որ ընկերությունն ընթացիկ պահին շահութաբաժիններ վճարելով, մեծացնում է դրանց չափն ապագայում. ի դեպ, բաժնետոմսի համար դիսկոնտավորման տոկոսադրույքը մնում է անփոփոխ: Մոդելը թույլ է տալիս շահութաբաժինների վճարումներով հաշվարկել ընկերության բոլոր բաժնետոմսերի արժեքը<sup>116</sup>.

$$P = D \cdot \frac{1+g}{k-g} \quad (3)$$

որտեղ՝  $P$ -ն ընկերության բաժնետոմսերի արժեքն է (դրամական միավորով),

$D$ -ն վճարված շահութաբաժինների ծավալը (դրամական միավորով),

$g$ -ն շահութաբաժինների վճարումների աճի տեմպը (մասնաբաժնով),

$k$ -ն դիսկոնտավորման տոկոսադրույքը (մասնաբաժնով):

---

<sup>114</sup> M.H.Miller, F.Modigliani. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961, p. 411-433.

<sup>115</sup> Այս տեսությունների վերաբերյալ նկարագրված են հետևյալ աղբյուրներում՝

1)Van Horne, James C. Fundamentals of financial management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz. - 13th ed., 2)Brealey, Richard A. Principles of corporate finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen.-10-th ed.

<sup>116</sup>

Առանձին հետազոտողներ հավաստում են, որ Մ.Գորդոնի մոդելն ապացուցում է շահութաբաժնային քաղաքականության օպտիմալացման և դրա կատարյալ մոդելի ձգտման պարագայում շահութաբաժինների վճարումների և ընկերության շուկայական արժեքի միջև փոխադարձ կապի առավել հաստատուն և ուժեղ դառնալը: Ընկերության արժեքի կառավարման նման մոտեցումը կարող է ներգրավել լրացուցիչ ներդրումներ, քանի որ ներդրողների ուշադրությանն առաջին հերթին արժանանում են ընկերության շուկայական արժեքի, շահութաբաժինների մեծությունների և ներդրումային կապիտալի շահութաբերության ցուցանիշները:

Պ.Ն. Բրուսովի, Տ.Վ. Ֆիլատովի և Ն.Պ. Օրեխովայի կողմից առաջարկվել է ընկերության շահութաբաժնային քաղաքականության վերաբերյալ նոր մոտեցում: Նրանց կարծիքով՝ ցանկացած ժամանակակից շահութաբաժնային քաղաքականության հիմքում պետք է ընկած լինի ընկերության սեփական կապիտալի իրատեսական գնահատականը՝ համապատասխան փոխառությունների ու հարկման մակարդակների դեպքում՝ համեմեմատության մեջ դնելով պլանավորվող ներդրումների շահութաբերության հետ: Այն դեպքում, երբ ստացվել է նման գնահատական, ընկերության շահութաբաժնային քաղաքականությունը կարող է մշակվել իրական հիմունքներով՝ հաշվի առնելով բաժնետերերի նախապատվությունները և ընկերության զարգացման ռազմավարությունը<sup>117</sup>:

Շահութաբաժնային քաղաքականության բովանդակությունը կայանում է բաժնետերերի ընթացիկ շահութաբաժնային եկամուտների և ձեռնարկատիրության ֆինանսական կարիքների ու զար-

---

<sup>117</sup> Какой должна быть современная дивидендная политика компании./ П.Н.Брусов, Т.В.Филатова, Н.П.Орехова. Журнал: [Финансы: Теория и Практика](#), 2012.

գացման հեռանկարների միջև ողջամիտ փոխզիջում գտնելու մեջ, ինչն էլ որոշում է բաժնետերերի ապագա բարեկեցությունը<sup>118</sup>:

Ինչ վերաբերում է բաժնետոմսերի իրական արժեքին, ապա այն բաժնետոմսի արժեքի փորձագիտական գնահատական է, որը ստացվում է ընկերության հիմնարար վերլուծության արդյունքում: Համարվում է, որ յուրաքանչյուր բաժնետոմս ունի իր ներքին արժեքը, որն արտացոլում է ընկերության կարողությունը՝ գեներացնելու ֆինանսական հոսքերը. այն կախված է բիզնեսի արժեքից և հիմնարար գործոնների ազդեցության հանդեպ շատ զգայուն է:

Շուկայական արժեքը միշտ ձգտում է դեպի ներքին արժեք. եթե շուկայական գինը ավելի բարձր է, քան ներքին արժեքը, ապա բաժնետոմսը գերազնահատված է և հարկ է այն վաճառել, եթե շուկայական գինը ցածր է ներքին արժեքից, ապա բաժնետոմսը թերազնահատված է, այս դեպքում հարկ է այն գնել: Այնուամենայնիվ, ֆունդամենտալ վերլուծությունը չի տալիս այն հարցի պատասխանը, թե կոնկրետ երբ պետք է տվյալ բաժնետոմսի հետ կապված գործարք կնքել. Այդ ժամանակ է, որ տեխնիկական վերլուծությունը գալիս է օգնության:

Մեկ բաժնետոմսի հաշվով շահույթ (EPS - Earnings per share) ցուցանիշը բնութագրում է ընկերության մնացորդային շահույթը՝ հարկերը, պարտատոմսերի տոկոսները և արտոնյալ բաժնետոմսերի շահութաբաժինները վճարելուց հետո: Այս ցուցանիշը կարելի է համեմատել մեկ բաժնետոմսին հասանելիք շահութաբաժնի հետ, երբ ամբողջ շահույթը բաշխվել է<sup>119</sup>:

$$EPS = \frac{\text{Ձուտ շահույթ} - \text{արտոնյալ բաժնետոմսերի շահութաբաժին}}{\text{սովորական բաժնետոմսերի քանակ}} \quad (4)$$

<sup>118</sup> Ըստ «Հ կորպորատիվ կառավարման կանոնագրքի» 1-ին գլխի 6-րդ կետի՝ «Ընկերությունը պետք է ընդունի շահութաբաժինների վճարման քաղաքականություն՝ ներառելով վճարվող շահութաբաժնի նվազագույն գործակիցը:

<sup>119</sup> Гусева И.А., Финансовые технологии и финансовый инжиниринг: учебник / И.А. Гусева. - Москва : КНОРУС, 2021. - 314 с./, էջ 175-176:

Երբ բաժնետոմսի շուկայական գինը սահմանվում է ֆոնդային բորսայում, գործարքների մեծ ծավալի դեպքում արտացոլում է բաժնետոմսի *իրական* ընթացիկ գինը, որը ներկայացվում է հետևյալ բանաձևով.

$$V_t = \frac{D_{iv}}{r} \cdot 100\% , \quad (5)$$

որտեղ՝  $V_t$  – բաժնետոմսի իրական գինն է,

$D_{iv}$  – շահութաբաժինը,

$r$  – ռիսկայնությունը:

Սակայն այդ գինը կարող է փոփոխվել կախված շահութաբաժնի և տվյալ բաժնետոմսերում ներդրումների ռիսկի մեծացման հետ. այս դեպքում բանաձևը կընդունի հետևյալ տեսքը.

$$V_t = \frac{D_{iv} + \Delta D_{iv}}{r + \Delta r} \cdot 100\% , \quad (6)$$

Կախված ժամանակի տվյալ պահից և վաճառողների ու գնորդների սպասումներից, կիրառվում է նաև մեկ այլ բանաձև.

$$C_k = \frac{d + \Delta d(t)}{R_c - R_p} \times 100\% , \quad (7)$$

որտեղ՝  $C_k$  - արժեթղթի շուկայական գինն է,

$d$  - շահութաբաժինը,

$\Delta d(t)$  - շահութաբաժնի հավելածը  $t$  ժամանակահատվածում,

$R_c$  - եկամտաբերությունը %-ով,

$R_p$  - ռիսկայնությունը %-ով:

Բաժնետոմսի կուրսը (ԲԿ) բաժնետոմսի շուկայական գնի և անվանական արժեքի հարաբերությունն է՝ տոկոսով արտահայտված.

$$ԲԿ = \frac{P}{N} \times 100\% , \quad (8)$$

որտեղ՝  $P$ -ն բաժնետոմսի շուկայական գինն է, իսկ  $N$ -ը անվանական (նոմինալ) արժեքը:

Իսկ շահութաբաժինների մեծության և փոխատվական տոկոսի նորմայի միջև գոյություն ունեցող կապն ուղիղ համեմատական է. որքան մեծ է դիվիդենտը, այնքան բարձր է

բաժնետոմսի կուրսը և հակառակը: Այս առումով կիրառելի է հետևյալ բանաձևը.

$$ԲԿ = \frac{Դ}{ԲՏ} \times 100\%, \quad (9)$$

որտեղ՝ Դ-ն շահութաբաժինն է, ԲՏ-ն՝ բանկային տոկոսի նորման:

### §3. Պարտքային ֆինանսական գործիքների գնահատումը

Պարտքային ֆինանսական գործիքները կարող են ներկայացվել որպես դրամական հոսքերի մոդել՝ ապագայի որոշակի վճարումներով: ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքում ներկայացված սահմանումից հետևում է, որ պարտատոմսը պարտքային պարտավորություն հավաստող փաստաթուղթ է, որը ամրագրում է պարտատոմսը տիրապետողի նկատմամբ թողարկողի պարտավորությունները<sup>120</sup>:

Ըստ եկամտի ստացման ձևի պարտատոմսերը լինում են՝

- *Արժեկտրոնային (կուպոնային)*, որոնք տեղաբաշխվում և մարվում են անվանական արժեքով, իսկ եկամուտ է հանդիսանում պարբերաբար վճարվող աննուիտետը (կուպոնը): Արժեկտրոնն իրենից ներկայացնում է առանձնացվող (կտրվող) կտրոն, որի վրա նշված է թվային արտահայտությամբ տոկոսադրույքը: Արժեկտրոնային տոկոսադրույքն արտահայտվում է տարեկան տոկոսով՝ անվանական արժեքից: Արժեկտրոնային ժամանակահատվածը կարող է լինել՝ 3-12 ամիս:

- *Ձրոյական արժեկտրոնով* պարտատոմսեր, որոնք տեղաբաշխվում են անվանական արժեքից ցածր գնով, իսկ մարումը կատարվում է անվանականով: Այս դեպքում եկամուտ է հանդիսանում դիսկոնտը (զեղչատոկոսը)՝ մարման և տեղաբաշխման գների տարբերությունը, որն էլ կազմում է ներդրողի եկամուտը:

<sup>120</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքը, 154-րդ հոդվածի 1-ի մաս:

- *Ձեռնարկության պարտավորումներ*, որոնք հանդիսանում են նշված երկու ձևերի համակցությունը:

*Արժեկտրոնային պարտավորումը* կարելի է բնութագրել մի շարք հիմնական առանձնահատկություններով.

- անվանական (նոմինալը) արժեք, որը համապատասխանում է մի կողմից՝ այն գումարին, որը կվճարվի պարտատոմսը տիրապետողին մարման դեպքում, մյուս կողմից՝ այն գումարին, որով որոշվում է տոկոսային (արժեկտրոնային) վճարման մեծությունը,

- արժեկտրոնային (կուպոնային) տոկոսադրույք, որը որոշում է պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոսագումարը, ինչը և պարբերաբար վճարվում է դրա տիրապետողին արժեկտրոնային վճարման տեսքով (տարեկան տոկոսադրույքով),

- արժեկտրոնային ժամանակահատված, որը որոշում է երկու անընդմեջ արժեկտրոնային վճարումների միջև ընկած ժամկետը,

- տարեկան արժեկտրոնային վճարումների քանակը,

- արժեկտրոնային վճարման մեծություն, որը հաշվարկվում է՝ ելնելով պարտատոմսի անվանական արժեքից, արժեկտրոնի տոկոսադրույքից և արժեկտրոնային ժամանակահատվածի տևողությունից,

- շրջանառության ժամկետ՝ ցույց է տալիս պարտատոմսի թողարկման օրվանից մինչև մարման օրն ընկած ժամանակահատվածի տևողությունը:

Ըստ թողարկողի կողմից կատարվող վճարումների պարտատոմսերը լինում են՝

- Պարտատոմսեր, որոնց դիմաց վճարվում են միայն տոկոսներ, իսկ ներդրված կապիտալը չի վերադարձվում (օրինակ՝ անգլիական «կոնսոլները» XVIII դարում),

- Պարտատոմսեր, որոնց դիմաց մինչև մարման պահը տոկոսներ չեն վճարվում, իսկ մարման պահին ներդրողին վճարվում է պարտատոմսի անվանական արժեքը և համախմբված տոկոսային եկամուտը: Այդպիսի պարտատոմսերից է ԱՄՆ-ում թողարկվող E սերիայի խնայողական հավաստագրերը:

- Պարտատոմսեր, որոնց դիմաց վերադարձվում է միայն կապիտալը՝ անվանական արժեքի չափով, սակայն տոկոսների վճարումը չի երաշխավորվում:

- Պարտատոմսեր, որոնք տիրապետողին տալիս են պարբերաբար վճարվող ամրագրված եկամուտ և ապագայում՝ մարման ժամանակ պարտատոմսի անվանական արժեքի ստացման իրավունք: Ներկայումս առավել տարածված է պարտատոմսերի հենց այս տեսակը:

*Արտարժույթային պարտատոմսերի* կամ եվրապարտատոմսերի (եվրաբոնդերի, հիմնականում 5-10 տարի մարման ժամկետով) տեսակներն են.

1. Հաստատուն տոկոսադրույքով (conventional or straight bonds).
2. Լողացող տոկոսադրույքով (floating rate bonds).
3. Փոխարկելի (Convertible bonds).
4. Հետ կանչվող (Callable bonds).
5. Ներկայացվող (Puttable bonds).
6. Զեղչատոկոսով (zero-coupon bond).
7. Ինդեքսներին ամրագրված (indexed bonds).
8. Եկամտաբեր (yield bonds):

Արտարժույթային պարտատոմսերի շուկան բաղկացած է տարբեր մասնակիցներից: Թողարկողը (բանկը, գործարարը, միջազգային կազմակերպությունը կամ կառավարությունը) նախ դիմում է որևէ ներդրումային բանկի՝ խնդրելով թողարկել իր պարտատոմսերը: Վերջինս հանդիսանում է որպես գլխավոր կառավարիչ կամ տեղաբաշխող, որը կարող է ստեղծել կառավարման խումբ (managing group)՝ առաջարկելով այլ բանկերին միավորվել այդ գործընթացին: Այնուհետև Կառավարիչների խումբը բանակցում է պարտատոմսերի և դրանց թողարկման պայմանները: Վերջիններս կազմակերպում են պարտատոմսերի վաճառքը անդերրայթերի (underwriter) միջոցով կամ կատարում են ուղիղ վաճառք՝ վաճառող խմբին (selling group): Այսինքն, առկա է 3 մակարդակ՝ կառավարիչներ, անդերրայթեր և վաճառողներ,

որն անվանվում է սինդիկատ (syndicate): Անդերրայթերները գնում են պարտատոմսերը նվազագույն գնով և հաշվարկում են ռիսկերը, երբ հնարավոր չի լինի վաճառել վերջիններս շուկայում ավելի բարձր գնով: Անդերրայթերները (կամ կառավարիչների խումբը, եթե անդերրայթեր չկան) վաճառում են պարտատոմսերը վաճառող խմբին, որը տեղաբաշխում է պարտատոմսերը ներդրողներին:

Սինդիկատային կազմակերպությունները և ներդրող հաճախորդները համարվում են եվրապարտատոմսերի շուկայի առաջնային մասնակիցներ, իսկ երբ վերջիններս վերավաճառում են հիմնական ներդրողներին, պարտատոմսերը սկսում են շրջանառվել երկրորդային շուկայում: Երբ պարտատոմսերը թողարկվում են, բանկը գործում է որպես հիմնական վճարող գործակալ, որը պատասխանատու է տոկոսավճարների և մայր գումարի հավաքագրման և համապատասխան վճարումների համար<sup>121</sup>:

Դիտարկենք  $N$  անվանական (նոմինալ) արժեքով,  $T$  տարի մարման ժամկետով,  $q$  արժեկտրոնային տոկոսադրույքով, տարեկան արժեկտրոնի (կուպոնի) վճարմամբ, լրացուցիչ ներդրումի  $r$  տոկոսադրույքով պարտատոմս: Նման պարտատոմսը ստեղծում է հետևյալ դրամական հոսքերի վճարումները՝ ա)  $q \times N$  յուրաքանչյուր տարի  $T$  տարվա ընթացքում, բ)  $T$ -րդ տարում ավելանում է  $N$  նոմինալի վճարումը: Նման պարտատոմսը կոչվում է *մշտական արժեկտրոնով պարտադրոմս*: Այս պարտատոմսի արժեքի գնահատման համար կարելի է կիրառել որոշակի դրամական հոսքերի մոդել. տեսականորեն պարտատոմսի արժեքը հավասար կլինի<sup>122</sup>.

---

<sup>121</sup> Հայեցակարգ՝ միջազգային կապիտալի շուկայում արտարժույթային պարտատոմսերի (եվրաբոնդերի) թողարկման, 2013:

<sup>122</sup> Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения.—СПб.: Питер, 2011.—592 с.: ил./, էջ 141:

$$PV = \frac{qN}{(1+r)} + \frac{qN}{(1+r)^2} + \dots + \frac{qN}{(1+r)^T} + \frac{N}{(1+r)^T} = qN \cdot \frac{(1+r)^T - 1}{(1+r)^T \cdot r} + \frac{N}{(1+r)^T} \quad (1)$$

Կարելի է խոսել նաև պարտատոմսի ընթացիկ եկամտաբերության մասին, որը հաշվարկվում է որպես տարեկան արժեկտրոնային վճարման հարաբերակցություն՝ պարտատոմսի շուկայական արժեքին: Պարտատոմսի առավել կարևոր և ճշգրիտ բնութագիրը նրա եկամտաբերությունն է մինչև մարման ժամկետը, որը հավասար է այս պարտատոմսի կողմից ստեղծված դրամական հոսքերի ներքին դրույքաչափին:

Պարտատոմսի մինչև մարման ժամկետի եկամտաբերությունը կարելի է դուրս բերել հետևյալ հավասարման միջոցով, որտեղ  $P$ -ն պարտատոմսի իրական շուկայական արժեքն է  $r$ -ի նկատմամբ.

$$P = qN \cdot \frac{(1+r)^T - 1}{(1+r)^T \cdot r} + \frac{N}{(1+r)^T} \quad (2)$$

որտեղ՝  $P$ -ն պարտատոմսի իրական շուկայական արժեքն է  $r$ -ի նկատմամբ.

$N$ -ը նոմինալ արժեքը,

$q$ -ն արժեկտրոնային տոկոսադրույքը,

$r$ -ը լրացուցիչ ներդրումի տոկոսադրույք,

$T$ -ն տարիների քանակը:

#### §4. Ածանցյալ ֆինանսական գործիքների արժեքը

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածի համաձայն. ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ (գործարքներ) են համարվում՝

- արժեթղթերի, արտարժույթի, տոկոսադրույքի, ածանցյալ ֆինանսական գործիքների, ֆինանսական ինդեքսների կամ ֆինանսատնտեսական ցուցանիշների հետ կապված օպցիոն, ֆյուչերս, սվոփ, ֆորվարդ և այլ ածանցյալ պայմանագրերը, որոնցով՝ պարտավորությունների վերջնահաշվարկը կարող է իրականացվել բնեղենով կամ դրամական միջոցներով,

- ապրանքների հետ կապված օպցիոն, ֆյուչերս, սվոփ, ֆորվարդ և այլ ածանցյալ պայմանագրերը, որոնցով պարտավորությունների վերջնահաշվարկը՝ ա) պետք է իրականացվի դրամական միջոցներով, բ) կարող է իրականացվել բնեղենով, պայմանով, որ այդ պայմանագրերը շրջանառվում են կարգավորվող շուկայում, կարող է իրականացվել բնեղենով, ինչպես նաև չեն կնքվել առևտրային նպատակներով,

- վարկային ռիսկի փոխանցման հետ կապված ածանցյալ ֆինանսական գործիքները,

- տարբերության վրա հիմնված ֆինանսական պայմանագրերը,

- կլիմայի փոփոխությունների, ֆրախտի վճարների, արտանետումների թույլատրելի չափերի, գնաճի դրույքների կամ այլ պաշտոնական տնտեսական վիճակագրական ցուցանիշների հետ կապված օպցիոն, ֆյուչերս, սվոփ, ֆորվարդ և այլ ածանցյալ պայմանագրերը ...<sup>123</sup>:

Երբ ածանցյալ ֆինանսական գործիքը մի կողմին տալիս է իրավունք ընտրելու, թե ինչպես կատարել մարումը (օրինակ՝ թողարկողը կամ տիրապետողը կարող է որոշել մարումը կատարել զուտ հիմունքով դրամական միջոցով կամ բաժնետոմսերը դրամական միջոցով փոխանակելով), ապա այն հանդիսանում է ֆինանսական ակտիվ կամ ֆինանսական պարտավորություն, բացառությամբ երբ մարման բոլոր այլընտրանքները կհանգեցնեն դրա բաժնային գործիք լինելուն:

Ածանցյալ ֆինանսական գործիքներն ավտոմատ կերպով դասակարգվում են որպես իրական արժեքով գնահատվող՝ շահույթի կամ վնասի միջոցով:

Ձեռք բերված գնման օպցիոնը կամ կազմակերպության կողմից գնված այլ նմանատիպ պայմանագիրը, որն իրեն իրավունք է տալիս հետ գնելու ֆիքսված քանակությամբ իր իսկ բաժնային գործիքները՝ դրանց դիմաց տրամադրելով ֆիքսված գումարի դրամական միջոց կամ այլ ֆինանսական ակտիվ, կազմակերպության ֆինանսական ակտիվը չէ (բացառությամբ վերադարձնելի ֆինանսական գործիքների):

*Ածանցյալ արժեթղթերը* (derivatives), մեկ այլ կերպ անվանում են նաև ժամկետային համաձայնագրեր, ժամկետային են, քանի որ դրանց դեպքում կնքվում է պայմանագիր այսօր՝ ապագայում

<sup>123</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդված:

կատարվելիք գործարքի նպատակով: Ածանցյալ արժեթղթերը ֆինանսական բարդ գործիքներ են, որոնց օգտագործման հիմքում ընկած է որոշակի ապրանքատեսակի գինը:

Ածանցյալ արժեթղթերը, որպես ժամկետային իրագործման (կատարման) իրավունք և (կամ) պարտավորություն հավաստող արժեթղթեր, ավելի ռիսկային են, քանի որ դրանց գների տատանումներն ավելի մեծ են, քան դրանց հիմքում ընկած ակտիվները: Այսինքն դրանց գնահատումն առաջին հերթին ենթադրում է ռիսկերի գնահատում:

Այս ֆինանսական գործիքների բնութագրման առումով հետաքրքիր բացատրություն է տալիս պրոֆեսոր Վ.Ա.Գալանովը, ըստ նրա մեկնաբանության՝ «Ածանցյալները արժեթղթերի դաս են, որոնց շրջանառության նպատակը եկամտի կորզումն է գոյություն ունեցող ակտիվի գնի տատանումից<sup>124</sup>...»:

Իրենց էությամբ ածանցյալ արժեթղթերի շուկան առաջացել և գործում է որպես ռիսկերի ապահովագրման մեխանիզմ: Ածանցյալ արժեթղթերով գործարքի առարկա կարող են լինել ցանկացած ակտիվներ՝ ինչպես հումքը, ապրանքները, արժեթուղթը, արտարժույթը, արժեթղթավորված վարկերը, այնպես էլ հենց իրենք՝ ժամկետային պայմանագրերը:

Որպես ածանցյալ գործիքներ՝ օպցիոնների, ֆյուչերսների, ֆորվարդների և սվոպների հիմքում կարող են մուտքագրվել ցանկացած ակտիվներ (ոսկի, նավթ, հացահատիկ, բաժնետոմսեր և այլն), ինչպես նաև դուրս գրվել ապահովագրական պոլիսներ տնտեսական հարաբերությունների, և ընդհանրապես, կյանքի ցանկացած իրադրություններում երևույթների կայանալու համար:

Կան ածանցյալ գործիքներ գյուղատնտեսական մթերքների, արժույթների, ինդեքսների, սպորտային միջոցառումների արդյունքների, էլեկտրաէներգիայի մատակարարումների հիմքով ստեղծված: Համեմատաբար վերջին նորամուծություններից են

---

<sup>124</sup> Рынок ценных бумаг /Под ред. В.А. Галанова, А.И.Басова. М.: Финансы и статистика, 2000./, էջ 207:

եղանակային պայմանագրերը, որոնց օգտագործողներն են, օրինակ՝ ջեռուցման համար վառելիքի մատակարարներն ու սպառողները. որքան ցուրտ է ձմեռը, այնքան դրա գինը բարձր է:

Այսպիսով, այսօր ածանցյալ գործիքների շուկան շոշափում է տնտեսական գործունեության բոլոր մասնակիցներին՝ կորպորացիաներին, միջին և փոքր արտադրական ձեռնարկություններին, սպասարկման ոլորտում գործող կազմակերպություններին, ֆինանսաբանակային ընկերություններին, պետական մարմիններին և այլն:

Իհարկե, նման իրավիճակներում բոլորն էլ փորձում են օգտագործել իրենց գործարքներն ապահովագրող ֆինանսական գործիքներ:

**Օպցիոնները** շատ հին ֆինանսական գործիքներ են: Նույնիսկ նրանց հիշատակել է Արիստոտելը: Ծովատառեխի համար օպցիոն պայմանագրերի գրառումներ հայտնաբերվել են 12-րդ դարի Ֆլանդրիայի վաճառականների օրագրերում: Վարրանտներ (warrants) ֆոնդային օպցիոնները 18-րդ դարից ի վեր հայտնի են ֆոնդային բորսաներում:

Օպցիոնի «կյանքի ժամկետը» սահմանափակ է՝ այն ավարտվում է պայմանագրում նշված ժամկետի ավարտին (expiration date): Նշված օրը գնորդը, օպցիոնի պայմանագրի պայմանների համաձայն, իրավունք է ստանում հիմքում ընկած ակտիվով գնման կամ վաճառքի գործարք կնքել:

Վաճառողը պարտավորություն է ստանձնում գնորդի իրավունքը բավարարելու: Գինը, որով գործարքը կարող է իրականացվել օպցիոնի գնորդի խնդրանքով ժամկետի ավարտից հետո, կոչվում է *իրագործման գին* (strike):

Ժամկետը լրանալուց գնորդը կարող է չօգտվել օպցիոնից, այդ դեպքում օպցիոնը սպառվում է: Իսկ եթե գնորդն օգտվում է օպցիոնի պայմանագրով իրեն տրված իրավունքներից, ապա նա իրագործում է այն (exercise):

Ըստ իրագործման ոճերի օպցիոնները բաժանվում են *եվրոպականի* և *ամերիկյանի*: Եվրոպական օպցիոնը կարող է

իրագործվել միայն նախորոշված ամսաթվին՝ ժամկետի ավարտի օրը: Ամերիկյան օպցիոնը կարող է իրագործվել դրա գործողության ժամկետի ընթացքում՝ ցանկացած օր:

Օպցիոնները նաև բաժանվում են՝ *պարզ*, *արգելապատնեշով*, *թվային* և *սահական* ընտանիքների: Վերջին երեքը ստացվում են առաջինից՝ լրացուցիչ պարամետրերի կամ պայմանների ներմուծմամբ, և համարվում են *էկզոտիկ* օպցիոններ:

*Պարզ* («վանիլային») *օպցիոններ*. սրանց վերաբերում են «քոլլ» և «փոթ», *առաքվող* կամ *չառաքվող* օպցիոնները: *Քոլլ* օպցիոնի վաճառողը պարտավոր է գնորդին վաճառել հիմքում ընկած ակտիվն իրագործման գնով, եթե գնորդը պահանջում է օպցիոնի իրագործում: *Փոթ* օպցիոնի վաճառողը պարտավոր է դրա տիրապետողից գնել հիմնական ակտիվը իրագործման գնով, եթե տիրապետողը պահանջում է օպցիոնի իրագործել:

*Առաքվող* օպցիոնի վաճառողը պարտավոր է օպցիոնի գնորդի հետ իրագործման գնով իրականացնել առքուվաճառքի գործարք, եթե գնորդը պահանջում է օպցիոնի իրագործում: *Չառաքվող* օպցիոնի վաճառողը առքուվաճառքի գործարքներ չի իրականացնում. օպցիոնի իրագործմամբ նա գնորդին վճարում է իրագործման գնի և *սփոթ* գնի տարբերությունը՝ *փոթ* օպցիոնի դեպքում, և *սփոթ* գնի և իրագործման գնի տարբերությունը՝ *քոլլ* օպցիոնի դեպքում:

*Արգելապատնեշով օպցիոններ*. այս ընտանիքում օպցիոններն իրագործվում են կամ չեն իրագործվում ոչ միայն իրագործման գնի և *սփոթ* գնի հարաբերակցությամբ, այլ նաև այն հանգամանքով, թե արդյո՞ք *սփոթ* գինը հատել է որոշակի արգելապատնեշ պայմանագրի գործողության ընթացքում, թե՛ ոչ: Արգելապատնեշը նշվում է պայմանագրի կնքման ժամանակ, հնարավոր են ինչպես մեկ պատնեշով, այնպես էլ երկուսով: *Արգելապատնեշով* օպցիոնների հիմնական դասերն են՝ «ներս» («*in*», երբ *սփոթ* գինը դիպչել է արգելապատնեշին (գոնե դրանցից մեկին) օպցիոնի գործողության ընթացքում) և «դուրս» («*out*», երբ *սփոթ* գինը չի դիպչել արգելապատնեշին (դրանցից և ոչ մեկին):

*Բինարային (երկուական) օպցիոններ.* Իր տեսակի մեջ համաձայնագիր է, ըստ որի օպցիոնի վաճառողը պարտավորվում է գնորդին վճարել որոշակի գումար, եթե օպցիոնի իրագործման պահին տեղի ունենա պայմանավորված իրադարձությունը: Եթե դա տեղի չի ունենում, ապա օպցիոնի վաճառողը ոչինչ չի վճարում գնորդին: Նշված իրադարձությունների շարքում կարող են հանդես գալ, օրինակ, ստորև թվարկվածները.

1) *Սփոթ* գին բինարային օպցիոնի իրագործման պահին, *քուլլը* որոշակի արժեքից բարձր է (իրագործման գնից, ինչպես վանիլային օպցիոնում, կամ ավելի ցածր՝ բինարային *փութի* դեպքում):

2) *Սփոթ* գինը դիպչել է որոշ արգելապատնեշների՝ օպցիոնի գործողության ընթացքում:

3) *Սփոթ* գինը չի դիպչել է որոշ արգելապատնեշների՝ օպցիոնի գործողության ընթացքում:

4) *Սփոթ* գինը դիպչել է երկու արգելապատնեշներից մեկին՝ օպցիոնի գործողության ընթացքում:

5) *Սփոթ* գինը չի դիպչել է երկու արգելապատնեշներից և ոչ մեկին՝ օպցիոնի գործողության ընթացքում:

Նշված օպցիոններից բոլորն էլ կարող են լինել եվրոպական, քանի որ վաճառողը վճարում է գնորդին պայմանավորված գումարը ժամկետը լրանալու օրը, սակայն ամերիկյան կարող են լինել միայն 3)-ը և 4)-ը, որտեղ վաճառողը վճարում է պայմանավորված գումարը արգելապատնեշին դիպչելու պահին՝ հիմնական ակտիվի գնով:

*Թվային (digital) օպցիոններ.* բինարային օպցիոնների մեկ այլ տիպ է: Նրանք իրենց նկարագրության մեջ միաձուլում են սովորական օպցիոնները և շաշափողները: Նրանք ունեն անվանական արժեք, իրագործման գին և վճարման չափ: Դրանք իրագործվում են, եթե օպցիոնի գործողության ժամկետը լրանալու ամսաթվի դրությամբ «գումարի մեջ» են: Այնուամենայնիվ, ի տարբերություն սովորական տարբերակների, նրանք ունեն ֆիքսված վճարում:

*Ասիական օպցիոններ.* բնորոշ առանձնահատկությունն այն է, որ գործարքի կնքման պահին իրագործման գինը հայտնի չէ: Պայմանագրում նշվում է միայն գնի որոշման եղանակը՝ ելնելով որոշակի ժամանակահատվածի համար *սփոթ* գնային արժեքներից, ի թիվս նաև ապագա արժեքներից:

- Իրագործման գինը հավասար է օպցիոնի գործողության ընթացքում *սփոթ* գնի առավելագույն, ինչպես և նվազագույն արժեքներին:

- Իրագործման գինը սահմանվում է որպես *սփոթ* գնի միջին արժեք նշված ժամկետներում. այս դեպքում նշվում են միջին արժեքի ձևավորման հետ կապված ժամկետները, ինչպես նաև միջին արժեքի հաշվարկման եղանակը:

Հնարավոր են էկզոտիկ օպցիոնների հետևյալ մասնավոր դեպքերը.

- *Ընտրության օպցիոն (choice option).* պայմանագրի կնքման պահին տեսակը նշված չէ, օպցիոնի տեսակը (քոլլ կամ փուր): Պայմանագրում նշվում է այն ամսաթիվը, երբ գնորդը կորոշի օպցիոնի տեսակը:

- *Բաղադրյալ օպցիոն (compound option).* օպցիոնի վրա օպցիոն, որի դեպքում որպես հիմքում ընկած ակտիվ օգտագործվում է մեկ օպցիոն. բաղադրյալ օպցիոնի իրագործման պահին նրա գնորդը իրավունք ունի գնել կամ վաճառել նախնական օպցիոնը (ներսում) իրագործման գնով:

- Կան նաև առավել բարդ տեսակներ՝ զեղչային օպցիոն (rebate options), անձնագրային օպցիոն (passport option), պատուհան օպցիոն (window option), երկակի արգելապատնեշով օպցիոններ:

Հետաքրքիր է պատկերացնել, որ էներգիայի պահպանման օրենքը գործում է նաև ֆինանսների վրա: *Քոլլ* և *փուր* օպցիոնների հավասարությունը դա բանաձև է, որի հիմքում իրականանում է օպցիոնի գնագոյացումը: Բանաձևը ենթադրում է, որ չպետք է լինի արբիտրաժի (ոչ ռիսկային գործարքների միաժամանակյա

կնքման) հնարավորությունն օպցիոնների որոշակի համակցությունների և հիմքում ընկած ակտիվի միջև:

Չնայած վերջնական բանաձևը պետք է ներառի շահութաբաժիններ և ֆորվարդային կուրսեր, սակայն պարզ կերպով այն ունի հետևյալ տեսքը.

$$\text{Գնված քող} + \text{վաճառված փուֆ} = \text{գնված «Spot»},$$

որտեղ  $և'$  քող օպցիոնը,  $և'$  փուֆ օպցիոնը նախատեսված են նույն հիմքում ընկած ակտիվի համար, նույն գործողության ժամկետով և իրագործման նույն գնով, իսկ հիմնական ակտիվը գնվել է իրագործման գնին հավասար գնով:

Բլեք Շոլցի մոդելը գնային տարբերակների առաջին մոդելն էր, որում որպես հիմքում ընկած ակտիվ օգտագործում է բաժնետոմսեր: Մոդելը ենթադրում է, որ օպցիոնի իրագործման պահին ակտիվի գինը լոգնորմալ պատահական մեծություն է, և ակտիվների գների հարաբերակցության լոգարիթմը ընթացիկ պահին և օպցիոնի իրագործման պահին ունի նորմալ բաշխում:

Օպցիոնի  $C$  գինը ներկա պահին որոշում են հետևյալ գործոնները.

- $T$  - ժամանակը՝ մինչև օպցիոնի իրագործման պահը (time to maturity),
- $S$  - ակտիվի սփոթ գինը ներկա պահին (spot price),
- $K$  - օպցիոնի իրագործման գինը (strike),
- $r$  - շարունակաբար հաշվեգրվող ոչ ռիսկային տոկոսադրույքը (continuously compounded risk-free rate),
- $S(T)$  - ակտիվի գինը օպցիոնի իրագործման պահին,
- $\sigma$  - ակտիվի գնի անկայունությունը (փոփոխականությունը) (volatility):

Դիտարկենք վերոնշյալ պարամետրերը.

Ժամանակի չափման միավոր ( $T$ ) համարվում է տարի: Եթե մինչև օպցիոնի իրագործումը մնացել է ( $D$ ) օր, ապա  $T=D/365$ :

Օպցիոնի իրագործման պահին հնարավոր է երկու իրավիճակ.

1)  $S(T) > K$ , այսինքն՝ հիմքում ընկած ակտիվի գինը ավելի բարձր է, քան իրագործման գինը, այս դեպքում օպցիոնի իրագործումից շահույթը հավասար է  $S(T) - K$ -ին [ակտիվը գնվում է  $K$  գնով, այնուհետև անմիջապես վաճառվում տրված է ընթացիկ գնով  $S(T)$ ]:

2)  $S(T) \leq K$ , այսինքն՝ հիմքում ընկած ակտիվի գինն ավելի ցածր է գործադրվի գնից, այս դեպքում օպցիոնն իրագործել իմաստ չունի, քանի որ շահույթը հավասար կլինի 0-ի:

Ներկա պահին օպցիոնի իրագործումից հնարավոր շահույթը կկազմի.

$$\max[0, S(T) - K] \times e^{-rT} \quad (1)$$

$e^{-rT}$  - զեղչի գործոնն է, որը ապագա արժեքը բերում է ներկա արժեքին: Հնարավոր շահույթը հավասար է՝ ներքին արժեքը բազմապատկած զեղչի գործոնով:

$S(T)$ -ի փոխարեն լոգնորմալ պատահական փոփոխականը տեղադրելու և մաթեմատիկական հաշվարկներ կատարելու արդյունքում ստացվում է Բլեք Շոլցի բանաձևը բաժնետոմսի հիմքով եվրոպական *քոլլ* օպցիոնի համար՝ առանց շաբաթիների կուտակման<sup>125</sup>:

$$C = S \times N(d1) - K \times e^{-rT} \times N(d2) \quad (2)$$

եկամոտներ                      ծախսեր

Այստեղ՝  $N(x)$ -ը ստանդարտ պատահական մեծության նորմալ բաշխման ֆունկցիան է (այն կարելի է որոշել ստանդարտ նորմալ բաշխման աղյուսակից), իսկ  $d1$  և  $d2$  արժեքները դուրս են բերվում հետևյալ հավասարություններից.

$$\begin{aligned} d1 &= \left[ \ln(S / K) + (r + \sigma^2 / 2) \times T \right] / \left[ \sigma \times \sqrt{T} \right]; \\ d2 &= \left[ \ln(S / K) + (r - \sigma^2 / 2) \times T \right] / \left[ \sigma \times \sqrt{T} \right] = d1 - \sigma \times \sqrt{T} \end{aligned} \quad (3)$$

<sup>125</sup> Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / The Journal of Political Economy. – 1973. – V. 81. – № 3 (May). – P. 637–654.

$N(d2)$  – հավանականությունն է այն բանի, որ օպցիոնը կիրագործվի, այդ դեպքում՝

$K \times e^{-rT} \times N(d2)$  – օպցիոնի իրագործման հետ կապված դիսկոնտավորված միջին սպասվող ծախսեր:

$S \times N(d1)$  – օպցիոնի իրագործման պահին բաժնետոմսի դիսկոնտավորված միջին սպասվող արժեքներ:

Այստեղ առաջին և երկրորդ բաղադրիչները դուրս են գալիս տվյալ օպցիոնն իրագործելիս միջին ակնկալվող եկամուտներից և ծախսերից:

Լրացուցիչ կարելի է դիտարկել բաժնետոմսեր, որոնց վճարվում են շահութաբաժիններ. Նոր բանաձևում  $S$  արժեքի փոխարեն տեղադրվում է՝  $S_1 \times e^{-qT}$ , որտեղ  $S_1$ -ը ընթացիկ արժեքն է,  $q$ -ն շահութաբաժի տոկոսադրույքն է: Այսիսով, շահութաբաժիններով բաժնետոմսի հիմքով *քոլլ* օպցիոնի գնի բանաձևն ունի հետևյալ տեսքը.

$$C_1 = S_1 \times e^{-qT} \times N(d1) - K \times e^{-rT} \times N(d2) \quad (4)$$

եկամուտներ                      ծախսեր

Արտարժույթի հիմքով օպցիոնների դեպքում շահութաբաժինների շարունակական կուտակման դերը կատարում է արտարժույթի եկամտաբերության տոկոսադրույքը՝  $rf$ -ը:

Արտարժույթի հիմքով օպցիոնի գնի բանաձևը բխում է շահութաբաժիններով բաժնետոմսերի հիմքով օպցիոնի գնի բանաձևից՝ պարզապես  $q$ -ն փոխարինելով  $rf$ -ով<sup>126</sup>:

$$C_2 = S_2 \times e^{-r_f T} \times N(d1) - K \times e^{-rT} \times N(d2) \quad (5)$$

եկամուտներ                      ծախսեր

Առանց շահութաբաժինների բաժնետոմսերի հիմքով *փուօ* օպցիոնի ( $P$ ) գինը հավասար է.

$$P = K \times e^{-rT} \times N(-d2) - S \times N(-d1), \quad (6)$$

որտեղ՝  $S$  – բաժնետոմսի ընթացիկ արժեքը,

<sup>126</sup> Garman M.B. and Kohlhagen S.W., Foreign currency option values. Journal of International Money and Finance, 2:-37, 1983.

$K$  – օպցիոնի իրագործման գինը,

$C$  – *քոլլ* օպցիոնի գինը:

$d1$  և  $d2$  – նույնն են ինչպես առանց շաբաթիների կուտակման *քոլլ* օպցիոնի դեպքում:

Իսկ արտարժույթի հիմքով *փուլթ* օպցիոնի ( $P_2$ ) արժեքը որոշվում է հետևյալ կերպ.

$$P_2 = K \times e^{-rT} \times N(-d2) - S_2 \times e^{-rT} \times N(-d1), \quad (7)$$

որտեղ՝  $S_2$ -ը արտարժույթի ընթացիկ կուրսն է (մյուս փոփոխականների նշանակությունը վերևում բերվել է): Իսկ  $d1$ -ն ու  $d2$ -ը որոշվում են հետևյալ կերպ.

$$d1 = \left[ \ln(S_2 / X) + (r - r_f + \sigma^2 / 2) \times T \right] / \left[ \sigma \times \sqrt{T} \right];$$
$$d2 = \left[ \ln(S_2 / X) + (r - r_f - \sigma^2 / 2) \times T \right] / \left[ \sigma \times \sqrt{T} \right] = d1 - \sigma \times \sqrt{T} \quad (8)$$

Եթե ընդունենք, որ  $\Phi$ յուզերսի հիմքով է *փուլթ* օպցիոնը, ապա այս դեպքում օգտագործվում է ոչ ռիսկային տոկոսադրույք, որը եկամտաբերության տոկոսադրույթի դեր է խաղում: Գինը դուրս է բերվում հետևյալ բանաձևով.

$$C_3 = e^{rT} \times \left[ F \times N(d1) - K \times N(d2) \right], \quad (9)$$

եկամտաներ      ծախսեր

այստեղից՝  $\Phi$ յուզերսի հիմքով է *փուլթ* օպցիոնի արժեքը.

$$P3 = e^{-rT} \times \left[ K \times N(-d2) - F \times N(-d1) \right], \quad (10)$$

որտեղ՝  $F$ -ը  $\Phi$ յուզերսի ընթացիկ գինն է, իսկ  $d1$ -ն ու  $d2$ -ը որոշվում են հետևյալ կերպ.

$$d1 = \left[ \ln(S_2 / X) + \sigma^2 / 2 \times T \right] / \left[ \sigma \times \sqrt{T} \right];$$
$$d2 = \left[ \ln(S_2 / X) + \sigma^2 / 2 \times T \right] / \left[ \sigma \times \sqrt{T} \right] = d1 - \sigma \times \sqrt{T} \quad (11)$$

**Ֆյուչերսների** բորսայական շուկան գոյություն ունի 19-րդ դարի կեսերից: Հենց այդ ժամանակ էլ ֆերմերները սկսեցին օգտագործել  $\Phi$ յուչերսները գյուղատնտեսական շուկաներում իրենց եկամուտները գների տատանումներից պաշտպանելու համար:

Ֆյուչերսները լինում են դրամական հաշվարկներով և բնեղեն վճարումներով (համապատասխանաբար՝ չառաքվող և առաքվող): Տարբերությունը կայանում է պայմանագրերի փակման ժամանակ վճարումների կարգի մեջ:

- Առաջին դեպքում՝ գնորդը դրամով ստանում (կամ վճարում) է պայմանագրում նշված գնի և այն գնի միջև, որով բորսան փակվել է պայմանագրի ավարտի օրը:

- Երկրորդի դեպքում՝ գնորդը կարող է ստանալ դրամով, կամ՝ ուղղակի բնեղենով: Եթե նա նախընտրում է ապրանքը ստանալ, ապա բորսան նրա անունով փոխանցագրում է պայմանագրում նշված ապրանքների պահեստային վկայագիրը՝ պայմանագրում նշված ապրանքը պայմանավորված քանակությամբ, և դրա դիմաց նա վճարում է բորսայական պայմանագրով ամրագրված գնման գինը:

Ֆյուչերսների առևտուրն իրականանում է միայն բորսաներում: Նրանք խիստ վերահսկում են իրենց հաճախորդների ֆինանսական վիճակը և նրանցից գրավով ապահովություն են պահանջում, ինչի պատճառով էլ բորսաներն ունեն բարձր կրեդիտային վարկանիշ: Յուրաքանչյուր բորսա ունի իր կանոնները, բայց դրանք բոլորը հստակ սահմանում են յուրաքանչյուր ապրանքի համար ֆյուչերսային պայմանագրերի չափանիշները, գների փոփոխությունների սանդղակները, պայմանագրերի ծավալները, դրանց փակման կարգը, մարժայի (վարկային լծակի) չափը և այլն: Բորսաներում հիմնականում պայմանագրերի կառուցվածքը (հումքի պահանջները) նույնն է:

Ֆյուչերսային պայմանագրերի կարևոր բնութագիրը ֆինանսական լծակների առկայությունն է: Որպես կանոն, պայմանագրի նախնական գնման համար պահանջվում է պայմանագրի գումարի որոշակի տոկոսի չափով մուծում: Պայմանագրերի գների անկման դեպքում վաճառողից և գնորդից սովորաբար պահանջվում են ներկայացնել լրացուցիչ ապահովության միջոցներ: Ֆյուչերսային պայմանագրերի գների հիմնական տարրերն են.

- ապրանքի (ակտիվի) գինը պայմանագրի կնքման օրը.

- գնման ֆինանսավորման արժեքը գնման օրվա և պայմանագրի փակման օրվա միջև.
- ապրանքի պահպանման արժեքը (հումքային ածանցյալների համար) պայմանագրի փակման ամսաթվի դրությամբ:

**Ֆորվարդները** ֆյուչերսների նման, լինելով երկվորյակ եղբայրներ, ծառայում են նույն նպատակին՝ այսօր ամրագրել գին, որով վճարումը կիրականացվի ապագայում: Հետևաբար, գների հարաբերակցությունը ժամանակաշրջանների միջև հաշվարկվում է նմանատիպ մեթոդներով, համապատասխանաբար՝ գների կորերն էլ են իրար նման: Նրանց հիմնական տարբերությունը շրջանառության կարգն է. ֆյուչերսներն օգտագործվում են բորսաներում, իսկ ֆորվարդները՝ միջբանկային շուկայում (արտաբորսայում): Կան նաև այլ տարբերություններ՝ ֆորվարդներն ավելի ճկուն գործիքներ են, կարելի է ընտրել ավարտի ամսաթվերը (ֆյուչերսների համար մեկ ավարտի ամսաթիվ է ամրագրվում ամսական), ծավալը, գնի արտահայտումը, առաքման կետերը և այլն:

Ֆյուչերսների առավելագույն ժամկետը (իրագործումը) 18 ամսից ոչ ավելի է: Ֆորվարդային պայմանագրերը կնքվում են երկու ընկերությունների միջև փոխադարձ համաձայնությամբ, ինչը նշանակում է, որ ժամկետային սահմանափակումներ չկան: Խնդիրներ կարող են առաջանալ մեկ կամ երկու գործընկերների վարկունակության հետ կապված, ինչի վերաբերյալ կասկածները կարող են սահմանափակել պայմանագրի ժամկետը: Ընդհանուր առմամբ, ֆորվարդային պայմանագրի ժամկետը կախված է կոնկրետ իրադրությունից:

Սպրեդը (տարբերությունը գնի, որով դիվերը գնում է, և գնի միջև, որով նա վաճառում է) մեծապես կախված է հաճախորդների վարկունակությունից, մինչդեռ բորսայում տվյալ պայմանագրի գինը կոնկրետ ժամանակի պահին նույնն է բոլոր հաճախորդների համար, այսինքն բորսան ապահովում է գնանշումների հավասար հասանելիություն շուկայի բոլոր մասնակիցների համար:

Ապրանքային շուկաներում ֆորվարդը առաքվող գործիք է, մինչդեռ ֆյուչերսային պայմանագիրը սովորաբար առաքման ենթակա չէ (նույնիսկ եթե բորսան թույլատրում է առաքումը ֆյուչերսային պայմանագրով):

*Արտարժույթային ֆորվարդը* իրենից ներկայացնում է հետևյալը՝ երբ որևէ մեկը գնում է արտարժույթ և դրա դիմաց նա վաճառում է ազգային կամ որևէ այլ արժույթ:

Ենթադրենք, դոլարային (USD) ավանդների բանկային տոկոսադրույքները ավելի բարձր են, քան իենային (JPY) ավանդների բանկային տոկոսադրույքները: Այդ դեպքում, իեն վերցնելով ճապոնական բանկից, փոխանակելով այն դոլարով և դոլար ներդնելով ամերիկյան բանկում, կարելի է ստանալ շահույթ՝ իենի և դոլարի ավանդների բանկային տոկոսադրույքների տարբերությանից:

Սակայն այստեղ մեկ խնդիր կա՝ վերցված վարկի ժամկետի ավարտի պահին իենի գինը կարող է բարձրանալ դոլարի նկատմամբ: Այդ դեպքում բանկային տոկոսադրույքների տարբերությունից ստացված հավելյալ եկամուտը կարող է չբավարարել դոլարի անբարենպաստ փոխարժեքով իենի հակադարձ փոխարկումից վնասը փոխհատուցելու համար:

Այս դեպքում կարելի՞ է արդյոք ապահովագրվել՝ օգտագործելով ֆորվարդ. գործիք, որն ամրագրում է դոլարի փոխարժեքը իենի նկատմամբ՝ ապագայի համար: Բայց իհարկե ֆինանսական շուկաները թույլ չեն տա գումար աշխատել. ֆորվարդը կարտացույլի տոկոսադրույքների տարբերությունը. հակառակ դեպքում բոլորն էլ հենց այդպես կվարվեի՝ արտարժույթով փոխառությունը վերցնելով ցածր բանկային տոկոսադրույքով, դրանցով գնելով բարձր տոկոսադրույքով արժույթներ և հեջավորելով դրանք ֆորվարդներով, միաժամանակ կստանային երաշխավորված շահույթ: Այսպիսով, ֆորվարդային հայեցակարգը կառուցված է արբիտրաժի բացակայության վրա՝ դիրքը վաճառելու միջև՝ այսօր և ապագայում:

Արտարժույթային ֆորվարդային պայմանագիրը երաշխավորում է, որ ապագայում որոշակի պահի տեղի կունենա մի արժույթի փոխանակումը մյուսի հետ որոշակի փոխարժեքով: Կուրսը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$\frac{\text{Forward}\left(\frac{C1}{C2}\right)}{\left(1 + R1 \times \frac{T}{360}\right)} = \frac{\text{Spot}\left(\frac{C1}{C2}\right) \times \left(1 + R2 \times \frac{T}{360}\right)}{\quad}, \quad (12)$$

որտեղ՝ Spot(C1/C2) – ընթացիկ սփոթ կուրսն է (օրինակ, USD/JPY),  
 Forward(C1/C2) – ֆորվարդային կուրս,  
 R1 – բարդ տոկոսադրույք՝ արժույթ 1-ի (USD–արտարժույթ),  
 R2 – բարդ տոկոսադրույք՝ արժույթ 2-ի (JPY–հայրենական):

**Սվոպը** վճարվում է, ի տարբերություն ֆյուչերսի, միայն դրամական արտահայտությամբ: Սվոպը ծագում է անգլերեն բառից, որը կարելի է թարգմանել որպես «փոխանակում»: Դրանք հեջերի համար ամբողջությամբ գներ չեն ամրագրում, այլ ամրագրում են սահմանված գներից շեղումը: Հեջի կառուցվածքը պահպանում է որոշակի ճկունություն և հարմարվում է ակտիվների կառավարչի շուկայական հայացքներին:

Սվոպների գործողության մեխանիզմը տարբերվում է ֆյուչերսների մեխանիզմից: Նրանք հեջավորում են (ապահովագրում են) տարբեր ժամանակահատվածներում գների հարաբերակցության փոփոխություններից: Այսինքն, եթե քիչ թե շատ կայուն գներ են ակնկալվում, բայց դրանց փոփոխությունը որոշ ժամանակահատվածներում ավելի մեծ է, քան մյուսներում, կիրառվում են սվոպներ:

Սվոպում դիրք գրավելու համար գնորդը պետք է ինչ-որ բան գնի և ինչ-որ բան վաճառի: Սվոպների պարզաբանումը որոշ չափով բարդանում է նրանով, որ այս տերմինը ենթադրում է տարբեր ապրանքների հաշվարկման տարբեր մեթոդաբանություններ: Օրինակ, արտարժույթի սվոպ հայեցակարգը տարբերվում է ապրանքային սվոպի հայեցակարգից և տոկոսադրույքի

սվոպից: Վերջիններս ունեն նմանատիպ մոտեցում, սակայն տարբերվում են հաշվարկման մեթոդաբանությունները:

Տոկոսադրույքների սվոպները, կարելի է ասել, համեմատաբար վերջերս են ի հայտ եկել և արագորեն գրավել սպառողների շուկան: Դրանք շրջանառվում են միջբանկային շուկայում և իրագործվում են միայն դրամական եղանակով:

Սվոպային պայմանագրերը բաղկացած են երկու մասից՝ ֆիքսված և լողացող: Հենց սա է արտացոլում սվոպի էությունը. երկկողմանի գործարքի ժամանակ պարտավորությունը մի կողմը ստանձնում ֆիքսված գներով, իսկ մյուսը՝ լողացող գներով: Այսինքն՝ կատարվում է ամրագրված պարտավորությունների փոխանակում լողացողների հետ: Հետևաբար, սվոպների երկու հիմնական տեսակ գոյություն ունի՝ ֆիքսված ընդդեմ լողացողի և լողացող ընդդեմ ֆիքսվածի:

Սվոպների շուկայում կարելի է ֆիքսված տոկոսադրույք ստանալ, եթե դրամ եք փոխառել բանկային վարկի միջոցով: Դրանից բխում է, որ ամրագրված մասի վաճառողը (փոխատուն) ստանում է ֆիքսված վճար, իսկ ամրագրված մասի գնորդը՝ (փոխառուն) վճարում է ֆիքսված դրույքաչափ:

**Հեջավորում** (անգլ. hedging) նշանակում է «պարսպում», այսինքն՝ դա ֆինանսական ռիսկերից «պարսպման» գործընթաց է: Ամերիկացի ֆերմերները ցանքաշրջանի սկզբում օգտագործել են «պարսպումներ»՝ բերքահավաքից հետո հացահատիկի գների տատանումների ապահովագրության համար:

Ապահովագրությունը՝ «հեջավորում» բառի ամենամոտ իմաստային համարժեքն է: Այն ծառայում է որպես գնորդների պաշտպանության միջոց անբարենպաստ հանգամանքներից: Այս տեսակի ապահովագրության գինը որոշելու համար ապահովագրական ընկերությունը վերլուծում է անցյալի վարքագծի վիճակագրությունը, ինչպես նաև ապագայի կանխատեսումներն այս ոլորտում: Որքան քիչ է հավանական որևէ խնդրահարույց իրադրության առաջացումը, այնքան ցածր է ապահովագրական

պոլիսի գինը: Վերջինս նաև փոխվում է՝ կախված տվյալ ապրանքի առաջարկի և պահանջարկի հարաբերակցությունից, ինչպես նաև այն վաճառողի հեղինակությունից, այսինքն՝ գինը որոշում են ինչպես ապրանքի էությունը բնութագրող գործոնները, այնպես էլ շուկայական գործոնները:

Այսպիսով, ակտիվների ռազմավարական հակաբևեռ կառավարման կարևորությունը նրանում է կայանում, որ արժեքի արդյունավետ կառավարումը կարող է իրականացվել միավորված իրացվելի գործիքների միջոցով<sup>127</sup>:

Օպցիոնները և այլ ածանցյալ գործիքներ ներկայացնում են եզական հնարավորություններ արտադրողների, սպառողների և ներդրողների գործունեության վրա՝ նրանց պատկանող ածանցյալ գործիքների հիմքում ընկած ակտիվների շուկայական գների տատանումների ազդեցությունը սահմանափակելու առումով: Ինչպես կյանքի այլ իրավիճակներում՝ հեջավորման արժեքը համարժեք է ծառայության արժեքին:

Հարկ է նշել, որ հեջավորման առաջնահերթությունը ռիսկի նվազեցումն է, այլ ոչ թե սպեկուլյացիան: Այստեղ կարելի է ներկայացնել օպցիոնների օգտագործմամբ հեջավորման պարզ օրինակներ են.

1. Գնում եք *քոլլ*՝ ակտիվի գնի աճից հեջավորվելու համար, այսինքն՝ նավթի ֆորվարդ գնելիս և նավթի *քոլլ* գնելիս ձեր նպատակները նույնն են՝ շուկայի աճի պարագայում չկորցնելը:

- Արտադրողը երբեք *քոլլ* չի գնի, չէ որ վերջինիս նպատակը՝ գների անկման ռիսկերից հեջավորումն է: Սակայն սպառողը (օրինակ՝ ավիաընկերությունը) *քոլլեր* կգնի՝ գների աճի ռիսկը նվազեցնելու նպատակով:

2. Գնում եք փուֆ ակտիվի գնի անկումից հեջավորվելու համար, այսինքն՝ ձեր նպատակները նավթի ֆորվարդ վաճառելիս և նավթի փուֆ գնելիս նույնն են՝ չկորցնելը, երբ շուկան անկում է:

---

<sup>127</sup> Credit risk: models, derivatives and management /editor Niklas Wagner/. Chapman & Hall/CRC financial mathematics series 2008./, էջ 40:

Տվյալ դեպքում փութերի գնորդը կլինի արտադրողը, քանի որ գների անկումը նվազեցնում է նրա եկամուտը:

- Սպառողը երբեք էլ չի գնի փութ, եթե նավթի գինը նվազի.

նա կստանա խնայողություն՝ վառելիքի ծախսերի վրա:

Օպցիոնների վաճառքը համարվում է հեջավորման ավելի թույլ ձև: Այս դեպքում վաճառքից ստացված հավելավճարն ավելի շատ նպաստում է եկամուտների ավելացմանը, քան ռիսկերի նվազեցմանը:

**Ռեպո** համաձայնագրերով գործարքների կնքումը Հայաստանում տարածում է գտնել 1990-ական թվականների կեսերից՝ հատկապես կնքված պետական պարտատոմսերի և քիչ քանակությամբ կորպորատիվ պարտատոմսերի հիմքով: Որպես այդպիսի գործարքի կողմ հիմնականում հանդես են գալիս առևտրային բանկերը և Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական Բանկը, որոնք սովորաբար դրամական միջոցներ տրամադրողի դերում են, ինչպես նաև ներդրումային ընկերությունները, որոնք վաճառում են իրենց արժեթղթերը:

Հարկ է նշել, որ ռեպո պայմանագիրը «Արժեթղթերի շուկայի մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքի իմաստով չի հանդիսանում ածանցյալ ֆինանսական գործարք:

Ռեպո գործարքի ժամանակ կողմերից մեկը՝ վաճառողը, պարտավորվում է մյուս կողմին՝ գնորդին, պայմանագրով սահմանված ժամկետում որպես սեփականություն փոխանցել արժեթղթեր, իսկ գնորդը պարտավորվում է ընդունել այդ արժեթղթերը և վճարել դրանց դիմաց պայմանագրով սահմանված որոշակի գումար, այնուհետև պայմանագրով սահմանված ժամկետում վաճառողին հետ վաճառել ձեռք բերված արժեթղթերին համարժեք արժեթղթեր, վաճառողն էլ պարտավոր է ընդունել այդ արժեթղթերը և վճարել դրանց դիմաց պայմանագրով սահմանված որոշակի գումար<sup>128</sup>:

---

<sup>128</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, հոդված 570.2

Ռեպոն իր էությունը դրամական միջոցներով ստացված փոխառություն է, կա նաև «հակադարձ ռեպո» հասկացությունը, որը համարվում է արժեթղթերով ստացված փոխառություն. երկու դեպքում էլ գործարքի կողմերից մեկին վճարվում է որոշակի գումար (ռեպոյի կամ հակադարձ ռեպոյի տոկոս): Ռեպո պայմանագիրը մի գործիք է, որի միջոցով, օգտագործելով ֆինանսական լծակի «էֆեկտը», փոքր կապիտալով կարելի ստանալ մեծ շահույթ: Ներդրումային ընկերությունը հնարավորություն ունի պարտատոմսերում ներդրումներ կատարել և որպես շահույթ ստանալ պարտատոմսի և ռեպո գործարքի եկամտաբերությունների տարբերությունը՝ գործարքներն իրականացնելով փոխառու միջոցների հաշվին: Եկամտաբերության տեսանկյունից նախընտրելի է երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի հիման վրա ռեպո գործարքների կնքումը, չնայած որ բանկերի համար ռեպո գործարքների եկամտաբերությունն այնքան էլ բարձր չէ (նվազագույնը ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք  $\pm 0.3\%$ , սակայն հիմնականում բանակցությունների միջոցով): ՀՀ-ում ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից իրականացվող գործարքներում ռեպո գործարքների գերակշիռ մասը պետական արժեթղթերի հիմքով իրականացված գործարքներն են, ինչը պայմանավորված է նաև ՀՀ ֆինանսական շուկայում ներդրումային եկամտաբեր գործիքների սղությամբ:

Ռեպո պայմանագրով կարող է նախատեսվել նաև ռեպո պայմանագրով վաճառված արժեթղթերի շուկայական գնի տատանման և հավելյալ ռիսկը ստանձնելու համար պահանջ՝ հանձնել արժեթղթեր կամ դրամական միջոցներ՝ միաժամանակ ստանձնելով դրանք կամ դրանց համարժեքը վերադարձնելու պարտականություն (մարժային փոխանցումներ)<sup>129</sup>: Յուրաքանչյուր արժեթղթի համար կարող է սահմանվել *հեյրքաթ* (կամ սկզբնական մարժայի տոկոս), որի չափով նվազեցվում է այդ արժեթղթի ընթացիկ գինը:

---

<sup>129</sup> ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, հոդված 570.3

## §5. Վարկային ածանցյալների արժեքը

Հայաստանում ֆինանսական շուկայի զարգացման, միջազգային ֆինանսական շուկաներին հետևողականորեն ինտեգրման, և բանկերի համար առավել նպաստավոր ներդրումային միջավայրի ստեղծման գործում մեծ դերակատարություն կարող են ունենալ վարկային ածանցյալ գործիքների և դրանց համակցությունների կիրառությունը, քանզի տնտեսական արդյունավետության սկզբունքով ձեռք են բերվում բավականաչափ համակարգված վարկային ռիսկեր: Այս իմաստով առաջնային քայլերում պետք է կարևորել օրենսդրական դաշտում հստակ սահմանաչափերի ներմուծումը և վերահսկողական մեխանիզմների արդյունավետ կառավարումը:

Համաշխարհային վարկային շուկաներում վերջին տարիների զարգացումները բնութագրվում են վարկային ռիսկի «կառուցվածքայինացված» նորամուծությունների «հեղեղումներով»: Ժամանակակից պորտֆելները պարունակում են ածանցյալ գործիքներ, որոնք լինում են հասարակից, ինչպիսին է, օրինակ՝ վարկային չվճարումների սվոփը (credit default swap - CDS), մինչև առաջին սերնդի ածանցյալ գործիքների ներկայացուցիչներ՝ առաջին մինչ չվճարումների զամբյուղները (first to default basket - FTD), պարտավորություններով ապահովված երկարաժամկետ արժեթղթերի տրանշները (collateralized debt obligation - CDO) և վարկային չվճարումների սվոփցիոնները, ինչպես նաև բարդ «կառուցվածքայինացված» ժամկետային համաձայնագրերը՝ բարդ կամ խճճված սպրեդ-օպցիոններ և ֆինանսական ակտիվների տարատեսակ դասեր (հիբրիդներ):

Ածանցյալ արժեթղթերի նոր սերունդը թույլ է տալիս պորտֆելային կառավարիչներին միջազգային վարկային շուկաներում իրականացնելու բազմակողմանի ռազմավարություն: Իրացվելիության մակարդակները ռազմավարական կարճաժամկետ համաձայնագրերում բանկերի ներդրումները դարձնում են բավականին եկամտաբեր և արդյունավետ: Ցանկացած դեպքում,

այս ոլորտի զարգացումները ստիպում են պորտֆելի կառավարիչներին ընդունելու ածանցյալ գործիքների օգտագործման հետ կապված ընդհանրական մոտեցումներ: Այս առումով՝ բոլոր խճճված ռիսկերի գործոնները պետք է հավաքագրել, համախմբել և ինտեգրել համապատասխան ռիսկերի ձևերում: Ամբողջական ռիսկի դիտարկման հետ կապված վարկային պորտֆելի կառավարման ինտեգրային մոտեցման առաջնային կարևորությունը դա օգտագործվող տարբեր գործիքների վճարումների յուրահատկությունն է:

Գործնականում ռիսկերի համախմբումն իրականացվում է «դելտա-գամմա-վեգա» մոտեցման (approximation) կառավարման միջոցով: Այսպիսի կառուցվածքում յուրաքանչյուր գործիք առաջին հերթին՝ պորտֆելի բոլոր գործիքների ռիսկը մոտեցնում է իրեն, և երկրորդ հերթին՝ միավորում է այդ զգայունությունը պորտֆելի ամբողջ զգայունության մակարդակին:

«Ֆինանսական ինժինիրինգը», ընդհանուր առմամբ, կարելի է ներկայացնել որպես ֆինանսական նոր արտադրանքի ստեղծման գործունեություն, որն օգտագործվելու է ֆինանսական ակտիվներից դրամական միջոցների տեղաբաշխման, իրացվելիության, միկրո-մակրոտնտեսական գործընթացների չափման, կառավարման համար, և մասնավորապես՝ ռիսկերի առք-վաճառքի համար: Վերջինս բաղկացած է երեք հիմնական տարրերից. տոկոսը՝ որպես ռիսկի փոխհատուցում, իրացվելիությունը՝ որպես ռիսկերի տեղաբաշխման դինամիկ միջոց, և ածանցյալ գործիքների տեխնիկապես օգտագործումը, որի պարագայում հնարավորություն է ստեղծվում կառավարել ռիսկերը: «Ֆինանսական ինժինիրինգի» նշանակությունը և ճիշտ կիրառումը կարևորվում է հատկապես այսօր՝ համաշխարհային ֆինանսական շուկաների կայունացմանը և զարգացմանը զուգընթաց:

Ֆինանսական ինժինիրինգի զարգացմանը զուգընթաց շուկաներում հայտնվեցին նոր գործիքներ, ինչպես օրինակ՝ «Ֆյուչերսային iTraxx»-ը, և «Ֆյուչերսային DAX»-ը, որոնք այսօր

բավականին հայտնի են միջազգային վարկային շուկաներում: Եվրոպական շատ երկրներում 1990-ականների վերջերից սկսած, հատկապես Գերմանիայում և Շվեյցարիայում, հիանալի հաջողություններ են գրանցվել կապված «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքների» թողարկումների և վաճառքների հետ:

*Վարկային ածանցյալները* հեղափոխական ազդեցություն են ունեցել ֆինանսական ինժինիրինգի՝ որպես բանկային և ֆոնդային ֆինանսական գործիքների զարգացման վրա, առաջինն այն պատճառով, որ վարկային ածանցյալները թույլ են տալիս տարանջատել («ստրիպպինգ» (stripping)) ֆինանսական կարևորագույն բաղադրատարրերից մեկը՝ վարկային ռիսկը. դա իր հերթին նշանակում է, որ շուկայում իրացվելի վարկային ածանցյալների հայտնվելուն պես պորտֆելի կառավարիչը հնարավորություն ունեցավ ստեղծելու սինթետիկ (կրկնօրինակող կամ փոխարինող) վարկային արտադրանքներ, որոնք գործնականում կրկնօրինակում կամ փոխարինում են վարկային ռիսկ պարունակող ցանկացած ֆինանսական գործիքի:

Վարկային ածանցյալները կարգավորիչ ֆինանսական գործիքներ են, որոնք թույլ են տալիս մի կողմին՝ վարկային պաշտպանություն գնողին (protection buyer) ակտիվի վարկային ռիսկը փոխանցել մյուս կողմին՝ վարկային պաշտպանություն վաճառողին (protection seller)՝ առանց տվյալ ֆինանսական ակտիվի նկատմամբ սեփականության իրավունքի փոխանցման<sup>130</sup>: Այսինքն՝ վարկային ածանցյալները թույլ են տալիս տարանջատել կոնկրետ ֆինանսական գործիքին ներհատուկ վարկային ռիսկը մյուս ռիսկերից և նման ռիսկը փոխանցել ռիսկի վաճառողից (վարկային պաշտպանություն ձեռք բերողից, գնողից) ռիսկի գնորդին (վարկային պաշտպանություն վաճառողին):

---

<sup>130</sup> Энциклопедия финансового риск-менеджмента/Под ред. А. А. Лобанова и А. В. Чугунова. -М: Альпина Паблицер, 2003.-786с./, էջ 442:

Ակատենք, որ ֆինանսական ինժինիրինգի հայեցակարգը կապված է երկու հասկացությունների հետ. առաջինի հիմքում ածանցյալ գործիքների ներմուծումն է կամ ստեղծումը, կառավարումը և օգտագործումը, երկրորդի հիմքում՝ պորտֆելի կառավարման համար ֆինանսական գործիքների և տեխնոլոգիաների նախագծումն է: Այս երկու հասկացությունների իրագործումը հիմնվում է մաթեմատիկական տարբեր մոդելների կիրառման վրա, որոնք հետզհետե կատարելագործվում են:

«*Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքներ*» (Structured Credit Products, Structured Financial Products, Structured Products) հասկացությունը տեսական և գիտական համատեքստերում բավականին լայն իմաստով է ներկայացվում<sup>131</sup>: Մի կողմից «կառուցվածքայնացված վարկային (ֆինանսական) արտադրանքների» մեջ հիշատակվում են ներդրումային բարդ գործիքներ՝ կազմված առավել պարզ ածանցյալներից, կամ որ դրանք ածանցյալների համակցություններ են<sup>132</sup>, մյուս կողմից՝ նրանց բաղադրիչներին վերաբերում են նաև այն ֆինանսական գործիքները, որոնք երկարաժամկետ գործիքների հատկանիշներին նմանություն ունեն՝ կապված բազային ակտիվի վճարումների առանձնահատկությունների հետ:

Առանձին հեղինակներ սահմանում են այս գործիքները որպես բարդ (համալիր) ֆինանսական գործիքներ, որոնց եկամտաբերությունը կապված է իրենց կազմի մեջ մտնող առավել պարզ գործիքներից, այն է՝ վարկն իր տարբեր դրսևորումներով, ինչպես նաև մեկ կամ մի քանի ածանցյալ գործիքներ,<sup>133</sup> մեկ այլ դեպքում՝ արժեթղթավորման ճանապարհով թողարկված հիփոթեքային պարտատոմսերը և այլ արժեթղթերը՝ հիմքում

---

<sup>131</sup> А.Н. Буренин, А.А. Лобанов, В.А. Галанов, А.Б. Фельдман, Я.М. Миркин, Я.Л. Шляпочник и Г.Б.Сорокопуд, John G. Hull, Andrew M. Chisholm, Frank J. Fabozzi, Erik Banks և այլ հեղինակներ:

<sup>132</sup> Рубцов Б.Б. /Современные фондовые рынки. М. 2007./, էջ 72:

<sup>133</sup> Roberto Knop. /Structured Products, A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets. - John Wiley & Sons Ltd., 2002./, էջ 2:

ունենալով ակտիվների «փուլի» (պարտքամբարի) դրամական հոսքերը<sup>134</sup>։

Այս ֆինանսական գործիքները հիմնականում թողարկվում են բանկերի և ներդրումային ընկերությունների կողմից։ Թողարկման առաջնային խնդիրը՝ թողարկողի գործունեության ֆինանսավորումն է, իսկ շուկայում շրջանառության նպատակը՝ ռիսկերի և եկամուտների վերահսկումը։ Հիմնական բաղադրիչներն են՝

ա) ամրագրված եկամտաբերությամբ գործիքներ՝ պարտատոմս (արժեկտրոնային և զրոյական արժեկտրոնային), դեպոզիտ, մուրհակ (երբ նախօրոք հայտնի են ժամկետները և վճարումները)

բ) կապիտալին կապակցված գործիքներ՝ բաժնետոմս, բաժնետոմսի ինդեքս, ածանցյալ գործիքներ՝ օպցիոններ, ֆյուչերսներ, սվոփներ, ապրանքային պայմանագրեր, տոկոսադրույքներ, արտարժույթի կուրսից կապված գործիքներ, գնաճից կապված գործիքներ, սինթետիկ և ածանցյալ արտադրանքներ (կոռեյլացիա, տատանում, սինթետիկ ինդեքսներ, զամբյուղներ, գնանշումների հարաբերական շարժ, ոչ ֆինանսական բաղադրիչներ, նույնիսկ ոչ տնտեսական հիմքով՝ եղանակային պայմաններ, քաղաքական իրադարձություններ) և այլն։

Ընդհանուր առմամբ, «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքը» կարող է բնորոշվել է հետևյալ կերպ. այն համալիր ֆինանսական գործիք է՝ նախօրոք սահմանված ռիսկի «պարամետրերով», սկզբնական ներդրումային կապիտալի վճարման և հետ վերադարձի պայմաններով։ Վճարումը կախված է բազային ակտիվի արժեքի փոփոխությունից (աճից կամ նվազումից), որի հետ այն կապակցված է, իսկ հատկանիշները և վճարումների պարբերականությունները որոշված են տվյալ ֆինանսական գործիքի բաղադրիչներով։

«Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքները», որպես սինթետիկ ֆինանսական գործիքներ, իրենց մեջ ներառում

---

<sup>134</sup> Frank J. Fabozzi. /Handbook of Structured Financial Products. – New Hope, Pennsylvania, 1998./, էջ 2:

են ներդրողի ռիսկերի ապահովածության միջոցների համակցություն (վարկ, արժեթուղթ, երաշխավորություն, անշարժ գույքի և ակտիվների «գամբյուղի» ապահովություն և այլն): Վարկային ռիսկի փոխառու (և ոչ գնորդ, այսինքն «վարկային պաշտպանություն» վաճառող) կարող է լինել այդ նպատակով ստեղծված հատուկ նշանկության ընկերությունը<sup>135</sup> (ՀՆԸ-SPV/SPE (Special Purpose Vehicle/Entity), որն ընդունում է վարկային պարտավորությունների ու այլ ֆինանսական գործիքների ապագա դրամական հոսքերով ապահովածության պորտֆելը, սակայն համաշխարհային ֆինանսական շուկայի փորձը մատնանշում է սինթետիկ արժեթղթավորման գլխավոր առավելություններից մեկը, այն է՝ ֆինանսական միջնորդությունը հետ մղելը (հրաժարումը): Այս իմաստով «օրիգինատորը» (վարկատուն, թողարկողը) հնարավորություն է ունենում միաժամանակ հեջավորելու իր վարկային ռիսկերը և շարունակելու հարաբերություններն իր հաճախորդների հետ՝ հրաժարվելով էժան ֆինանսավորումից:

Սինթետիկ արժեթղթավորումը դա կառուցվածք է, որը միավորում է սովորական արժեթղթավորման հատկությունները և վարկային աճանցյալները. կամ՝ սինթետիկ արժեթղթավորումը «կառուցվածքայնացված գործարքներ» են, որոնցում բանկերն օգտագործում են վարկային աճանցյալները այն բանի համար, որպեսզի որոշակիացված ակտիվների «փուլի» վարկային ռիսկը փոխանցեն երրորդ անձանց<sup>136</sup>:

Այդ նպատակով կարևորվում են.

- ակտիվների առանձնացումը և մեկուսացումը այլ տեսակի ռիսկերից,

---

<sup>135</sup>Սինթետիկ արժեթղթավորումը չի թույլատրում «օրիգինատորին» հանել (վաճառքի միջոցով) ակտիվները հաշվեկշռից, այս դեպքում փոխանցվում է միայն վարկային ռիսկը, իսկ կապիտալը մնում է ռիսկային ծածկույթի տակ: Սինթետիկ արժեթղթավորման ժամանակ՝ գնորդ հատուկ նշանկության ընկերության ստեղծումը պարտադիր չէ:

<sup>136</sup>Врыз Роббе, Жан Жоб де. Секьюритизация и право/ Жан Жоб де.Врыз Роббе, Пол Али: пер. с англ.-М.: Волтерс Клувер, 2008.-600[2]с./, էջ 2:

- ռիսկերի լրացուցիչ ապահովության բոլոր տեսակները,
- թողարկվող արժեթղթերի վարկանիշերի ձևավորումը,
- պորտֆելի գնահատումը «Mark-to-Model» հիմքով,
- պատասխանատվության տեղաբաշխման տրանշային համա-

կարգը (tranching), որի նպատակն է տեղաբաշխել ակտիվներն ըստ նրանց պաշտպանվածության աստիճանի: Առանձնացվում է ակտիվների խումբ, ըստ որոնց «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքների» գնորդները ստանում են ավելի ցածր եկամուտ, սակայն ներդրումների բարձր պաշտպանվածություն, իսկ մյուս տեսակները դասակարգվում են ըստ նշանակված եկամուտների մակարդակի:

«Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքների» թողարկման նպատակները կարող են պայմանավորվել որակի վատթարացման պատճառով խնդրահարույց վարկերի վերակազմավորում պորտֆելում՝ այլ պարտավորությունների ապահովվածության վերավաճառքի զուգորդմամբ: Դա նշանակում է, որ բանկի համար հնարավորություն է ընձեռնվում գոյություն ունեցող ռիսկերը նվազեցնել՝ դրանց որոշակի կշռի փոխանցման ճանապարհով: Հատկանշական է, որ այս ֆինանսական գործիքները կարող են ստեղծվել վարկերի և այլ ակտիվների համախմբի արժեթղթավորման գործընթացում և «օրիգինատորի», այլ պարագայում նաև հատուկ նշանակության ընկերության (ՀՆԸ) ջանքերի շնորհիվ դառնալ ավելի գրավիչ ներդրողների համար:

Առանձնացվում է ակտիվների խումբ, ըստ որոնց «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքների» գնորդները ստանում են ավելի ցածր եկամուտ, սակայն ներդրումների բարձր պաշտպանվածություն, իսկ մյուս տեսակները դասակարգվում են ըստ նշանակված եկամուտների մակարդակի: Այս պարագայում ներդրողը ձեռք է բերում արժեթղթեր՝ կապված բոլոր ակտիվների խմբերի (ռիսկերի խմբերի) հետ:

«Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքների» թողարկումն իրականացնելիս առավել կարևոր փուլը համարվում է

նախագծում-կառուցումը, որը կարելի է իրագործել հետևյալ հաջորդական քայլերով.

1. Հաճախորդի պահանջարկի ուսումնասիրում. այստեղ կարևորվում են՝ ֆինանսական գործիքի ժամկետը, արժեկտրոնային և ոչ արժեկտրոնային լինելը, ռիսկայնության աստիճանը, բազային փոփոխականությունը, շուկայի ուղղվածությունը (աճ, անկում, բարձր և ցածր տատանումներ).

2. Բազային ակտիվների ընտրություն (ըստ եկամտաբերության և ժամկետայնության).

3. Դրամական հոսքերի ընտրանքի նախագծում, որն իրականացվում է հետևյալ քայլերով.

ա) փոփոխականության որոշում (ակտիվների ոչ ժամանակացուցային դրամական հոսքերից կամ շուկայական գների ոչ բարենպաստ տատանումից ապահովագրման դեպքում).

բ) հիմնական ժամանակահատվածների որոշում.

գ) բազային փոփոխականության և դրամական հոսքերի կապի հաստատում.

4. Լրացուցիչ պայմանների համաձայնեցում և ավելացում.

5. Ֆինանսական գործիքի արժեքային պարամետրերի կամ ցուցանիշների գնահատում.

6. Ֆինանսական գործիքի վերջնական կարգաբերում:

Միջազգային ֆինանսական շուկայում ներկայացվող «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքները» կարելի է բաժանել երեք հիմնական խմբերի՝ կրկնող, բարձր եկամտաբերությամբ և կապիտալով պաշտպանված: Ավելի քիչ ռիսկային են համարվում կապիտալով պաշտպանվածները, հնարավոր կորուստները դրանցում տարեկան ներդրումների գումարից կազմում են 10-15%: Իսկ առավել ռիսկային են համարվում բազային ակտիվի դրամական հոսքերի շարժը կրկնողները:

*Աղյուսակ 7.*

**«Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքի» նպատակները**

<i>Թողարկողի համար</i>	<i>Ներդրողի համար</i>
Մուտք նոր շուկաներ	Ֆինանսավորման աղբյուր

Ֆինանսական լծակի օգտագործում	Աձանցյալների շուկայի իրացվելիություն
Ըստ «պատվերի» արտադրանքի ստեղծում	Վարկային պատմության զարգացում
Վարկային ռիսկի փոխանցում	
Ներդրումային սահմանաչափերի վերացում	
<b>Թողարկողի և ներդրողի համար</b>	
Ռիսկերի հեջավորում	
Արբիտրաժային գործարքների կնքում <sup>137</sup>	

Պետք է արձանագրել, որ ներկայումս «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքների» ներմուծման գործընթացը ՀՀ ֆինանսական շուկայում դեռևս գտնվում է սաղմնային վիճակում, իսկ թողարկողների և ներդրողների փոխհարաբերությունների առումով՝ նորմատիվային բազայի համապատասխան մշակումները, ինչպես և ֆինանսական գործիքների թողարկման գործընթացը, ներդրողների շահերի պաշտպանության առումով տեղեկատվության թափանցիկ լինելը և շուկայական սահմանաչափերի ճիշտ ամրագրումը պետք է դառնան առաջնային, պահանջեն հետևողական և հաշվենկատ մոտեցումներ: Հիմնական արգելքները մնում են՝ թողարկողների և ներդրողների ըմբռնելիության ապարատի բացակայությունը, աձանցյալ ֆինանսական գործիքների շուկայի ցածր մակարդակը:

Իսկ թե որքա՞ն դրամական միջոցներ կարող է կորցնել ներդրողը «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքում», առաջարկվում է հաշվարկել ֆինանսական կառավարման ոլորտում առավել տարածված ներդրումների ռիսկերի գնահատման VaR (Value-at-Risk) մեթոդի միջոցով:

Օրինակ, օգտագործելով VaR մեթոդը, պորտֆելի կառավարիչը կարող է ասել, որ  $x$  օրվա ընթացքում 95-99% հավանականությամբ նա կարող է կորցնել պորտֆելի արժեքի մինչև  $y$ %-ը:

<sup>137</sup> Ոչ ռիսկային գործարքների միաժամանակյա կնքումն է տարբեր շուկաներում՝ նույն ակտիվների գծով:

VaR-ի հաշվարկման հայտնի բանաձևը հետևյալն է<sup>138</sup>.

$$VaR = k\bar{E} \sigma \bar{E} A \quad (1)$$

որտեղ՝  $k$ -ն ընտրված վստահության մակարդակի գործակիցն է<sup>139</sup>,  
 $A$ -ն արժեքային արտահայտությամբ տրված ակտիվի ծավալը,

$\sigma$ -ն ակտիվի փոփոխականությունը հաշվարկվող ժամանակահատվածում (%):

Ստացված ռիսկի ցուցանիշը ցույց է տալիս, օրինակ՝ տրված հավանականությամբ 100 օրերից 99 օրում հետազոտվող ակտիվի գների օրական տատանումը չի բերի ավելի մեծ կորուստների, քան VaR-ի մեծությունն է: Եթե հիմնվում ենք պատմական տվյալների մեթոդի վրա, ապա պետք է ասել, որ դրանք չեն կարող ամբողջովին կանխորոշել շուկայական ռիսկը, այսինքն չեն կարող իրենց մեջ ներառել ապագայում տեղի ունեցող իրադարձությունները, սակայն դրանք համարվում են իրադարձությունների զարգացման որոշակիացված սցենարներ: Ամենակարևոր ցուցանիշներից մեկը VaR-ի հաշվարկման մոդելում համարվում է փոփոխականությունը և ժամանակը:

«Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքների» դեպքում փոփոխականությունը այդքան էլ հեշտ չէ հաշվարկել, հատկապես այն ժամանակ, երբ արտադրանքը թողարկման փուլում է: Այս պարագայում, անհրաժեշտություն է առաջացել փոփոխություն կատարել բանաձևում՝ նկատի ունենալով, որ «կառուցվածքայնացված» ֆինանսական գործիքի փոփոխականությունը համարվում է ածանցված բազային ակտիվի փոփո-

---

<sup>138</sup>Աղբյուրը բանաձևերի դուրս բերման՝ Dubofsk,y David A., Miller, Thomas Jr. Derivatives: valuation and risk management – Oxford University Press, 2003, էջ՝ 605-613:

<sup>139</sup>Առավել հաճախ օգտագործվում են՝ 1) 95% մակարդակ (գործակիցը 1.65) շուկայական ռիսկերի գնահատման համակարգի Risk Metrics ստանդարտ (մշակված է JP Morgan բանկի կողմից), 2) 97.5% մակարդակ (գործակիցը 1.96), 3) բանկային վերահսկողության Բազելյան կոմիտեի կողմից ընդունված ստանդարտ՝ 99% մակարդակ (գործակիցը 2.33):

խականությունից: «Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքի» VaR-ի ցուցանիշի հաշվարկման դեպքում կարելի է օգտագործել փոփոխականության ( $\sigma_{sp}$ -ն) ճշգրտված ցուցանիշը.

$$\sigma_{sp} = \sigma \times \Delta_{sp}, \quad (2)$$

որտեղ՝  $\sigma$ -ն բազային ակտիվի փոփոխականությունն է,  $\Delta_{sp}$ -ն «կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքի» դելտա գործակիցը (այս պարագայում պետք է դիտել որպես հավանականությունն այն բանի, որ եկամուտը կվճարվի): Այս դեպքում վերը նշված բանաձևը ընդունում է հետևյալ տեսքը.

$$VaR = k \times \sigma \times \Delta_{sp} / \times A \quad (3)$$

«Կառուցվածքայնացված վարկային արտադրանքի» դելտան միշտ կարելի է հաշվարկել թողարկման պահին: Պետք է նշել, որ որոշ ֆինանսական գործիքների համար դելտան կարող է լինել բացասական, այդ պատճառով էլ անհրաժեշտ է այդ մեծությունը վերցնել մոդուլով:

## Ընկերության ակտիվների գնահատումը (հակիրճագրեր)

1. Ֆինանսական ակտիվների բովանդակությունը, բորսայական և արտաբորսայական գնագոյացումը.

Բորսայական գնագոյացումը դա արժեթղթերի իրական շուկայական գնի ձևավորումն է: Բորսան ստեղծում է պայմաններ այդ գնի ձևավորման և հրապարակման, ինչպես նաև արժեթղթերի արդյունավետ առքուվաճառքի իրականացման համար: Շուկայական գինն այն գինն է, որով ակտիվը վաճառվում կամ գնվում է երկրորդային շուկայում: Այն կարող է ընդունել ցանկացած արժեք, որը կախված է առաջարկի և պահանջարկի փոխհարաբերություններից:

Արժեթղթերի շուկայում բաժնետոմսի իրական գինը դա ըստ գործարքների ընթացիկ գինն է՝ կախված ժամանակի տվյալ պահից և վաճառողների և գնորդների սպասումներից: Այն հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$C_k = \frac{d + \Delta d(t)}{R_c - R_p} \times 100,$$

որտեղ՝  $C_k$  - բաժնետոմսի շուկայական գինն է,

$d$  - շահութաբաժինը,

$\Delta d(t)$  - շահութաբաժնի հավելաճը  $t$  ժամանակահատվածում,

$R_c$  - եկամտաբերությունը՝ %-ով,

$R_p$  - ռիսկայնությունը՝ %-ով:

Բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի որոշման ժամանակ պետք է նկատի ունենալ ինչպես զուտ ակտիվների եկամտաբերությունը, որը համարվում է գնագոյացման հիմնական գործոն և արժեթղթերում ներդրումների գնահատման կարևոր չափանիշ, այնպես էլ՝ շահութաբաժինների վճարման և շահույթի կապիտալացման պայմաններն ու հնարավորությունները:

Այն գինը, որով գնվում և վաճառվում է բաժնետոմսը կամ բորսայում կնքվում են պայմանագրեր կոչվում է բաժնետոմսի կուրս: Բաժնետոմսի կուրսը որոշվում է՝  $FV = \Gamma / PS \times 100\%$ , որտեղ՝  $FV$ -բաժնետոմսի կուրսն է,  $\Gamma$ -բաժնետոմսից ստացված շահութաբաժինը,  $PS$ -բանկային տոկոսի նորման է:

2. *Բորսայական առևտրի (աճուրդների) իրականացման կարգը.*  
Բորսայական առևտրի (բորսայական աճուրդների) կազմակերպման ձևերն ավելի հաճախ բաժանվում են.

ա) ըստ խաղացողների հայտերի հետևանքման հնարավորության՝ բաց (շարունակական) և փակ աճուրդներ,

բ) ըստ առևտրի վրա ազդող գործարքի կողմերի տեսակի՝ պարզ (վաճառողի աճուրդ, գնորդի աճուրդ) և կրկնակի աճուրդներ:

Հաճախ օգտագործվող բորսայական աճուրդների անցկացման մեթոդներն են.

1. *կրկնակի փակ աճուրդի մեթոդ,*
2. *պարզ հեռավար աճուրդի մեթոդ,*
3. *շարունակական կրկնակի աճուրդի մեթոդ,*
4. *ամրագրում (ֆիքսինգ)*

3. *Ընկերության զուտ ակտիվների որոշման մոտեցումները.*

ՀՀՄՍ 32-ի 16Ա և 16Գ պարագրաֆների դրույթներում այս հասկացության վերաբերյալ տրվում է հետևյալ սահմանումը. «Կազմակերպության զուտ ակտիվներն այն ակտիվներն են, որոնք մնում են իր ակտիվների նկատմամբ բոլոր պահանջները հանելուց հետո»:

Օրինակ ՌԴ-ում՝ Ձուտ ակտիվների արժեքը որոշվում է կազմակերպության հաշվապահական հաշվեկշռում արտացոլված տվյալների հիման վրա՝ որպես հաշվարկի ընդունված ակտիվների և պարտավորությունների մեծության տարբերություն: Հաշվարկի ընդունված ակտիվները ներառում են կազմակերպության բոլոր ակտիվները, բացառությամբ հիմնադիրների (մասնակիցների, բաժնետերերի) կողմից կանոնադրական կապիտալում ներդրումների կամ բաժնետոմսերի համար վճարվելիք դեբիտորական պարտքերի գումարների: Հաշվարկի ընդունված պարտավորությունները ներառում են կազմակերպության բոլոր պարտավորությունները, բացառությամբ պետական աջակցության և

անհատոյց ստացված գույքի հետ կապված ապագա ժամանակահատվածների համար ճանաչված եկամուտների:

#### 4. Ընկերության կապիտալացումը.

Կապիտալացումը ցուցանիշ է, որով բնութագրվում է ընկերության բաժնետոմսերով արտահայտած կապիտալի ծավալը շուկայում: Այն որոշվում է ընկերության տեղաբաշխված բաժնետոմսերի քանակի և դրանց շուկայական գնի արտադրյալով:

Կապիտալացման փոփոխության վրա ազդող հիմնական մեխանիզմներից կարելի է առանձնացնել, օրինակ՝ սպեկուլյատիվ, բրենդային, մարքեթինգային, էկոլոգիական, տարածաշրջանային, ինչպես նաև տեղեկատվական մեխանիզմները:

Ինչ վերաբերում է կապիտալացման մեծության որոշման ֆինանսական մեխանիզմներին, ապա գործնականում այդ նպատակով կիրառվում են 2 մեխանիզմներ՝ 1) «բորսայական», 2) «գնահատման»:

Բորսայական կապիտալացումը բոլոր դեպքերում իրենից ներկայացնում է մեծություն, որը գտնվում է ընկերության բաժնետոմսերի փաստացի իրականացված գնման-վաճառքի գործարքների հիմքում:

Իսկ գնահատման մեխանիզմը կապված է ձեռնարկատիրության արժեքի գնահատման գործընթացում ընդունված հաշվարկային մեթոդների հետ:

#### 5. Գնահատման գործունեության մեթոդների բովանդակությունը.

ՀՀ-ում գնահատումն իրականացվում է՝ *համեմատական, եկամտային և ծախսային մոդելներով* (ըստ ՀՀ-ում Գնահատման ստանդարտների).

- Համեմատական մոտեցմամբ գնահատման շրջանակներում գնահատողը անշարժ գույքը համեմատում է վաճառված կամ վաճառահանված նմանատիպ անշարժ գույքի հետ և կատարում է համապատասխան ճշգրտումներ՝ կախված գույքերի հնարավոր տարբերություններից:

- *Եկամտային* մոտեցմամբ գնահատման ժամանակ անշարժ գույքի արժեքը որոշվում է ելնելով նրանից թե որքան եկամուտ այն կբերի սեփականատիրոջը: Հարկ է նշել, որ անշարժ գույքից ստացվող եկամուտը հիմնականում այն վարձակալությամբ հանձնելուց ստացվող եկամուտն է, և այն չպետք է շփոթել տվյալ տարածքում իրականացվող գործունեությունից՝ բիզնեսից ստացվող եկամտի հետ:

- *Ծախսային* մոտեցմամբ գնահատման ժամանակ հաշվի է առնվում գույքի ստեղծման համար կատարված բոլոր ծախսերը, այդ թվում՝ ձեռքբերման հետ կապված ծախսերը, և նվազեցվում է մաշվածության չափով: Այս պարագայում հարկ է նշել, որ մաշվածությունը լինում է երեք տեսակի՝ ֆիզիկական, գործառնական (ֆունկցիոնալ) և արտաքին (տնտեսական):

Ընդունված է համարել, որ զարգացող և շահութաբեր ընկերությունը չի կարող գնահատվել իր զուտ ակտիվների արժեքից ավելի ցածր: Վերը նշվածի գնահատականը կարող է տալ Տոբինի  $Q$  գործակիցը, որը ցույց է տալիս, թե որքան է պատրաստ վճարելու ներդրողը ընկերության սեփական կապիտալի (զուտ ակտիվների) յուրաքանչյուր հաշվեկշռային միավորի համար. այն դուրս է բերվում ընկերության շուկայական կապիտալացման և զուտ ակտիվների հարաբերակցությամբ:

### 6. Ապագա դրամական հոսքերի դիսկոնտավորում.

Դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման գործակիցի և հաշվարկի հայտնի բանաձևերն են.

$$k_d = \frac{1}{(1+r)^i}, \text{ որտեղ՝ } k_d - \text{դիսկոնտավորման գործակիցն է, } r$$

- դիսկոնտավորման դրույքն է,  $i$  - ժամանակահատվածի համարը, ինչպես նաև՝

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \text{ որտեղ՝ } DCF \text{ (Discounted cash flow) -}$$

դիսկոնտավորված դրամական հոսքերը,  $CF$  (Cash Flow) -  $i$  ժամանակահատվածի դրամական հոսքը,  $r$  - դիսկոնտավորման

դրույքը (եկամտի նորման),  $n$  - ժամանակահատվածների քանակը, որոնցում արտահայտվում են դրամական հոսքերը:

Այագայում սպասվելիք դրամական հոսքերի դիսկոնտավորման դրույքը սահմանվում է, կախված լինելով հիմնականում հետևյալ գործոններից՝ ներդրումային շուկայում տնտեսության տվյալ ճյուղի եկամտաբերության նվազագույն մակարդակից՝ հաշվի առած ճյուղին բնորոշ ռիսկերը, ոչ ռիսկային ակտիվի եկամտաբերությունից, ապահովագրական փոխհատուցումների տոկոսադրույքներից, դրամի արժեզրկման և գնաճի մակարդակներից, ինչպես նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հրապարակվող վերաֆինանսավորման կամ բանկերից ներգրավվող դրամական միջոցների տոկոսադրույքներից

Գոյություն ունեն դիսկոնտավորման դրույքի որոշման տարբեր մոդելներ, որոնցից առավել տարածվածներն են.

1. սեփական կապիտալի դրամական հոսքերի համար՝
  - կապիտալի ակտիվների գնահատման մոդել,
  - կումուլյատիվ կառուցման մոդել,
2. ամբողջ ներդրումային կապիտալի դրամական հոսքերի համար՝
  - կապիտալի միջին կշռված արժեքի (WACC) մոդել:

### *7. Ավելացված փոփոխական արժեքի ցուցանիշի (EVA) բովանդակությունը և հաշվարկը.*

Ընկերության շուկայական կապիտալացման արժեքի որոշման դեպքում միաժամանակ կիրառելի է նաև ավելացված տնտեսական արժեքի ցուցանիշի հաշվարկը՝ EVA-ն (Economical Value Added), որի գնահատումը ցույց է տալիս բիզնեսի կառավարման որակը և պատասխանում այն հարցին, թե ինչ գնով է ստացվել տվյալ տարվա շահույթը: Համաձայն այս հայեցակարգի՝ բիզնեսի արժեքն իրենից ներկայացնում է՝ ընկերության հաշվեկշռային արժեքին գումարած ապագա ավելացված արժեքների ընթացիկ արժեքը: Այս ցուցանիշը,

կապված ընկերության գործունեության արդյունավետությունից, բնութագրում է նրա շուկայական արժեքի աճի հետևանքը.

$$\text{ՇԱ} = \text{ՉԱ} + \text{EVA}$$

որտեղ՝ ՇԱ-ընկերության շուկայական արժեքը, ՉԱ-ընկերության զուտ ակտիվները, EVA-ավելացված տնտեսական արժեքը:

Եթե  $\text{EVA} < 0$ , ապա ընկերության շուկայական արժեքը նվազում է զուտ ակտիվների արժեքից, ինչը տնտեսագիտորեն ոչ իրատեսական է, քանի որ զարգացող և շահութաբեր ընկերությունը չի կարող գնահատվել իր զուտ ակտիվների արժեքից ավելի ցածր, և որի դեպքում հիմնադիրները կկորցնեն իրենց ներդրած կապիտալից ակնկալվող եկամուտը: Այս մոդելը մշակող Ստեռն Ստյուարտը ապացուցել է ընկերության շուկայական արժեքի և EVA-ի ցուցանիշի միջև առկա կոռելյացիան: EVA-ն ստացվում է հետևյալ կերպ.

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT} - \text{WACC}) \cdot C$$

որտեղ՝ NOPAT - զուտ շահույթը (հարկումից հետո), WACC - կապիտալի միջին կշռված արժեքը, C - ներդրված կապիտալը, իսկ վերամշակված տարբերակով՝

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \cdot C$$

որտեղ՝ ROI - ներդրված կապիտալի շահութաբերությունն է (կապիտալի վերադարձելիության նորման):

### 8. Կապիտալի միջին կշռված արժեքը (WACC)

բովանդակությունը և հաշվարկը.

WACC (Weighted Average Cost of Capital) հաշվարկման դասական բանաձևը հետևյալն է.

$$\text{WACC} = k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + k_e \times \frac{E}{E + D},$$

որտեղ՝ E - սեփական կապիտալի մեծությունը, D - փոխառու միջոցների մեծությունը, T - շահութահարկի դրույքաչափը (կամ արտահայտված մեկ միավորի մասով),  $k_d$  - փոխառու կապիտալի շուկայական արժեքը (վարկային տոկոսադրույքը) (%),  $k_e$  - սեփական կապիտալի շուկայական (պահանջվող) շահութաբերության

դրույքաչափը (սովորաբար կիրառվում են՝ զուտ շահույթի և սեփական կապիտալի հարաբերությունը կամ բաժնետիրական կապիտալի եկամտաբերությունը) (%):

*9. WACC-ի օգտագործումը ընկերության շուկայական արժեքի որոշման գործընթացում.*

WACC-ի հաշվարկում հիմնական բարդությունը՝ կոնկրետ դրամական միջոցների աղբյուրից ստացված կապիտալի միավորի գնի դուրսբերումն է:

Մոդիլյանի-Միլլերի տեսության շրջանակներում WACC-ի նվազումը բերում է ընկերության  $V$  միջին կշռված արժեքի աճի՝ ըստ հետևյալ բանաձևի.

$$V_{\infty} = \frac{CF}{WACC},$$

որտեղ՝  $CF$ -ը գործառնական շահույթի մեծությունն է 1 տարի ժամանակահատվածում:

Որքան մեծ է ընկերության շահութաբերության և կապիտալի միջին կշռված արժեքի մակարդակների միջև ճեղքվածքը, այնքան բարձր է նրա զարգացման ներքին ֆինանսական ներուժը: Այն թույլ է տալիս գնահատել առանձին ֆինանսական գործիքների շահութաբերության մակարդակները, կամ հնարավորություն է տալիս ընտրել առավել արդյունավետ ներդրումների տեսակներ:

Կապիտալի միջին կշռված արժեքը կազմակերպությունների կողմից նաև օգտագործվում է որպես տոկոսադրույքի նորմա՝ դրամական հոսքերի արժեքի աճի կամ դիսկոնտավորման հաշվարկների դեպքում:

Դիսկոնտավորման մեթոդներում համարվում է, որ բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ ֆինանսական ակտիվների, ինչպես նաև ընկերության  $P$  արժեքը հավասար է տվյալ ֆինանսական ակտիվից որոշակի վերջավոր  $n$  տարի ժամանակաշրջանում գեներացված ֆինանսական հոսքերի դիսկոնտավորված մեծությանը, զումարած տվյալ ժամանակաշրջանի վերջի

դրությամբ այդ ակտիվի շուկայական արժեքը՝ դիսկոնտավորված ժամանակի սկզբնական պահին.

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1+r)^i} + \frac{A}{(1+r)^n}$$

որտեղ՝  $d_i$ -ն վճարումներն են (ֆինասական հոսքի տարրերը)՝  $i$ -րդ ժամանակաշրջանի վերջում,  $r$ -ը դիսկոնտավորման տոկոսադրույքն է,  $A$ -ն ակտիվի շուկայական արժեքն է վաճառքի պահին՝  $n$ -րդ ժամանակահատվածի վերջում:

Մոդիլյանի-Միլլերի տեսության համաձայն, կապիտալի միջին կշռված արժեքը որոշվում է հետևյալ արտահայտությամբ.

$$WACC = k_0(1 - w_d T)$$

որտեղ՝  $k_0$  - ֆինանսապես անկախ ընկերության սեփական կապիտալի արժեքը,  $w_d$  - ընդհանուր կապիտալի մեջ փոխառու կապիտալի մասնաբաժինը,  $T$  - շահութահարկի դրույքաչափը:

### 10. Սեփական կապիտալի եկամտաբերությունը և շահութաբերությունը.

Սեփական կապիտալի *ROE* եկամտաբերությունը հաշվարկելու համար, հաշվի առնելով ինչպես փոխառու միջոցների օգտագործումը, այնպես էլ սեփական և փոխառու ամբողջական կապիտալի *R* շահութաբերությունը, կիրառվում են հետևյալ հայտնի բանաձևերը.

$$ROE = \frac{\text{Չուտ շահույթ}}{\text{Սեփական կապիտալ}} \times 100$$

$$R = \frac{\text{Գործառնական շահույթ}}{\text{Ներդրված կապիտալ}} \times 100$$

### 11. Բաժնետոմսի և պարտատոմսի գինը.

Երբ բաժնետոմսի շուկայական գինը սահմանվում է ֆոնդային բորսայում, գործարքների մեծ ծավալի դեպքում արտացոլվում է բաժնետոմսի *իրական* ընթացիկ գինը, որը ներկայացվում է հետևյալ բանաձևով.

$$V_t = \frac{D_{iv}}{r} \cdot 100\% ,$$

որտեղ՝  $V_t$  – բաժնետոմսի իրական գինն է,

$D_{iv}$  – շահույթաբաժինը,

$r$  – ռիսկայնությունը:

Սակայն այդ գինը կարող է փոփոխվել կախված շահույթաբաժնի և տվյալ բաժնետոմսերում ներդրումների ռիսկի մեծացման հետ. այս դեպքում բանաձևը կընդունի հետևյալ տեսքը.

$$V_t = \frac{D_{iv} + \Delta D_{iv}}{r + \Delta r} \cdot 100\% ,$$

Բաժնետոմսի կուրսը (ԲԿ) բաժնետոմսի շուկայական գնի և անվանական արժեքի հարաբերությունն է՝ տոկոսով արտահայտված.

$$ԲԿ = \frac{P}{N} \times 100\% ,$$

որտեղ՝  $P$ -ն բաժնետոմսի շուկայական գինն է, իսկ  $N$ -ը անվանական (նոմինալ) արժեքը:

Պարտատոմսի մինչև մարման ժամկետի եկամտաբերությունը կարելի է դուրս բերել հետևյալ հավասարման միջոցով,

$$P = qN \cdot \frac{(1+r)^T - 1}{(1+r)^T \cdot r} + \frac{N}{(1+r)^T}$$

որտեղ՝  $P$ -ն պարտատոմսի իրական շուկայական արժեքն է  $r$ -ի նկատմամբ.

$N$ -ը նոմինալ արժեքը,

$q$ -ն արժեկտրոնային տոկոսադրույքը,

$r$ -ը լրացուցիչ ներդրումի տոկոսադրույք,

$T$ -ն տարիների քանակը:

## Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք
2. ՀՀ հարկային օրենսգիրք
3. ՀՀ քրեական դատավարության օրենսգիրք:
4. ՀՀ քաղաքացիական դատավարության օրենսգիրք:
5. ՀՀ վարչական դատավարության օրենսգիրք:
6. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք:
7. «Աուդիտորական գործունեության մասին» ՀՀ օրենք:
8. «Հաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենք:
9. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք:
10. «Սահմանափակ ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք:
11. «Հայաստանի Հանրապետությունում ստուգումների կազմակերպման և անցկացման մասին» ՀՀ օրենք:
12. «Ներքին աուդիտի մասին» ՀՀ օրենք:
13. «Գնահատման գործունեության մասին» ՀՀ օրենք:
14. «Հիմնական միջոցներ» Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՀՀՄՍ) 16:
15. «Իրական արժեքի չափում» Ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային ստանդարտ (ՖՀՄՍ) 13:
16. «Ֆինանսական գործիքներ. ներկայացումը» հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ (ՀՀՄՍ) 32:
17. ՀՀ ֆինանսների նախարարի և ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 30.03.2021թ.-ի թիվ 39-Ն համատեղ որոշում:
18. «Ֆինանսական ակտիվների հայաստանի հանրապետության դասակարգիչ հաստատելու մասին» ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարի 13.01.2020թ.-ի N 22-Ն հրաման:
19. ՀՀ կառավարության «ՀՀ-ում գնահատման ստանդարտները, ինչպես նաև գնահատողի վարքագծին ներկայացվող պահանջները սահմանելու մասին» 24.08.2022թ. N 1355-Ն որոշում:
20. Հաշվապահական հաշվառման դաշնային ստանդարտների հաստատման մասին ՀՀԴՍ 26/2020 «Հիմնական միջոցներ» և ՀՀԴՍ 26/2020 «Կապիտալ ներդրումներ», ՌԴ ֆինանսների նախարարության 17.09.2020թ. N 204 հրաման:
21. Աղայան Է.Բ., Արդի հայերենի բացատրական բառարան, Երևան 1976:

22. Արժեթղթերի շուկա: Ուս. ձեռնարկ./Խմբ. Ա.Բ. Սալնազարյան.-Եր.: «Ձանգակ-97», 2009.-336 էջ:
23. «Սուդիտ», Լ.Հ. Գրիգորյան և ուրշներ / Ուսումնական ձեռնարկ.- Եր.: «Տնտեսագետ», 2016:
24. Մամիկոնյան Կ.Հ., Ձեռնարկատիրական գործունեություն և ֆինանսներ: Ուսումնամեթոդական ձեռնարկ /Եր.: 2019.- 138 էջ/:
25. Մամիկոնյան Կարեն, Գալստյան Էդուարդ,  
Ֆինանսատնտեսագիտական փորձաքննության շրջանակներում պետությանը պատճառված վնասի հետազոտության հարցերի շուրջ.  
ՀՀ ԳԱԱ ՓԱԲ-ԴՓՔՀՀ 5.2021, էջ 66-73:
26. Մամիկոնյան Կարեն, Գալստյան Էդուարդ, Աուդիտի, ֆինանսական ստուգման և տնտեսագիտական փորձաքննության համեմատական վերլուծությունը ֆինանսական վերահսկողության իրականացման համատեքստում. ՀՀ ԳԱԱ ՓԱԲ-ԴՓՔՀՀ 8.2022, էջ 83-97:
27. Մամիկոնյան Կ.Հ., «Վարկային քաղաքականության բարելավման և սինդիկացված վարկավորման ուղիները Հայաստանի Հանրապետությունում» թեկնածուական ատենախոսություն:
28. Մամիկոնյան Կ.Հ., Բաբոյան Ա.Ս., «Շահութաբաժնային քաղաքականությունը և ընկերության շուկայական կապիտալացման վրա դրա ազդեցությունը», ԲԱՆԲԵՐ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի 2020.1, 1(57), Երևան, էջ 67-79:
29. Белкин Р. С., Криминалистика, Учебный словарь-справочник, М., 1999г.
30. Быков В.М., Ситникова Т.Ю. Заключение специалиста и особенности его оценки // Вестник криминалистики / Отв. Ред. А.Г. Филиппов, Вып. 1 (9), М., 2004г.
31. Вриз Роббе, Жан Жоб де. Секьюритизация и право / Жан Жоб де.Вриз Роббе, Пол Али: пер. с англ.-М.: Волтерс Клувер, 2008.
32. Галяшина Е.Г., Экспертология: проблемы наименования и предметная область знаний, № 4/ 2016 Вестник экономической безопасности.
33. Гусева И.А., Финансовые технологии и финансовый инжиниринг: учебник / И.А. Гусева. - Москва : КНОРУС, 2021. - 314 с.,
34. Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Медведев В.М., Фадеев А.С., Шестов А.В., Дадугин М.В., Методология оценки нематериальных активов // Интернет-журнал «Науковедение». 2015. Том 7. № 1.

35. Судебноэкспертная деятельность: правовое, теоретическое и организационное обеспечение : учебник для аспирантуры по специальности 12.00.12 «Криминалистика; судебно-экспертная деятельность; оперативно-розыскная деятельность» / под ред. Е.Р. Россинской, Е. И. Галяшиной. - М.: Норма: ИНФРА-М, 2017. – 400 с.
36. Рынок ценных бумаг/Под ред. В.А. Галанова, А.И.Басова. М.: Финансы и статистика, 2000г.
37. Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М.В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения.- СПб.: Питер, 2011.-592 с.: ил.
38. Критерии выбора показателей эффективности научной деятельности, Орлов А.И., Контроллинг, 2013- №3.
39. Лимская декларация руководящих принципов контроля, принята IX Конгрессом Международной организации высших органов финансового контроля (ИНТОСАИ) в г. Лиме (Республика Перу) в октябре 1977г.
40. Леонтьев Б.Б., Мамаджанов Х.А. Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Учеб. пособие. М.: Ринфо, 2003. 270с.
41. Основы менеджмента, пер. с англ. / М.Х. Мескон, М. Альберт, Ф. Хедоури. – М.: Дело, 1997 – 492с.
42. Концептуальные основы контроля хозяйствующего субъекта, Г.И. Сухачева, Экономический анализ: теория и практика 12 (93) – 2007г.
43. Леонтьев Б.Б., Мамаджанов Х.А. Принципы и подходы к оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Учеб. пособие. М.: Ринфо, 2003. 270с.
44. Мамиконян К.О., «К вопросу об определении рыночной стоимости акций компании в рамках финансово-экономической экспертизы», Криміналістика і судова експертиза: міжвідом. наук.-метод. зб. /Київський НДІ судових експертиз;– К., 2021.
45. Мамиконян К.О. Подходы оценки рыночной стоимости компании методом дисконтирования будущих денежных потоков при проведении финансово-экономических экспертиз // Проблемы и вопросы современной науки. Тенденции развития науки и образования. Декабрь 2018 г. № 1 (1). Ч. 4. Самара: НИЦ МОАН, 2018. С. 22–29.

46. Пашюнас П.К., Применение бухгалтерских познаний при расследовании и предупреждении преступлений (фрагменты), Вестник университета имени О.Е. Кутафина, 7/2018 (Пошюнас П.К. Применение бухгалтерских познаний при расследовании и предупреждении преступлений, Вильнюс: Минтис, 1977г.-60с.).
47. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / Под ред. А.А. Лобанова и А.В. Чугунова. - М: Альпина Паблишер, 2003.
48. Bulgarelli F. Methods of Brand Valuation: A case study on Alibaba.com. 2015.
49. Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / The Journal of Political Economy. – 1973. – V. 81. – № 3 (May). – P. 637–654.
50. Credit risk: models, derivatives and management /editor Niklas Wagner/. Chapman & Hall/CRC financial mathematics series 2008.
51. Frank J. Fabozzi. Handbook of Structured Financial Products. – New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1998.
52. Garman M.B. and Kohlhagen S.W., Foreign currency option values. Journal of International Money and Finance, 2:-37, 1983.
53. Nielsen J.M. Guidance for Applying the Relief from Royalty Method to Value Trademarks and Trade Names // Insights. 2018. P.52–58.
54. Miller M.H., Modigliani F., Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journal of Business, October 1961, p. 411-433.
55. Reilly R.F., Schweihs R.P. Guide to Intangible Asset Valuation. 2nd Revised Edition. New York: Wiley, 2016. 784p.
56. Roberto Knop, Structured Products, A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets. - John Wiley & Sons Ltd., 2002.
57. Solikhah B., Akuntansi FE, Hastuti Sri, Asrori, Budiyo I. Fixed Assets Revaluation to Increase Value Relevance of Financial Statements. Journal of critical reviews. 2020. Vol. 7. Is. 5. Pp. 589-594.

**ԿԱՐԵՆ ՀՈՎՀԱՆՆԵՍԻ ՄԱՄԻԿՈՆՅԱՆ**  
տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ,  
ՀՀ ԳԱԱ «Փորձաքննությունների ազգային բյուրո» ՊՈԱԿ-ի  
գիտական հետազոտությունների և տեխնիկական փորձարկումների  
համակարգման բաժնի պետ,  
տնտեսագիտական և հաշվապահական փորձաքննությունների  
բաժնի փորձագետ:

**КАРЕН ОГАНЕСОВИЧ МАМИКОНЯН**  
кандидат экономических наук, доцент,  
*начальник отдела координации научных исследований  
и технического апробирования,  
эксперт отдела экономических и бухгалтерских экспертиз  
Национального бюро экспертиз Республики Армения.*

**KAREN H. MAMIKONYAN**  
Ph.D in Economics, Associate Professor,  
*Head of the Scientific Research and Technical Testing  
Coordination Department,  
Expert of the Department of Economic and Accounting Expertise  
of National Bureau of Expertises of the Republic of Armenia.*

**ՓՈՐՁԱԳԻՏՈՒԹՅՈՒՆ**  
**ԵՎ**  
**ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԳՆՀԱՏՈՒՄ**

**Ուսումնամեթոդական ձեռնարկ**

**ԵՐԵՎԱՆ 2023**  
**Հեղինակային հրատարակություն**

Չափսը՝ 60x84 \* 1/16:  
Ծավալը՝ 13,93 տպ. մամուլ:  
Տպաքանակը՝ 400:

Դատական փորձագիտությունը գիտելիքի ոլորտ է, որն ուսումնասիրում է դատական փորձաքննության գիտական հիմքերի ձևավորման ու զարգացման օրինաչափությունների մեթոդաբանությունն ու գործընթացը՝ նաև հետազոտելով դրանց օբյեկտները: Ուսումնասիրման գործընթացն իրականացվում է հատուկ գիտելիքների հիման վրա, որոնք բերվում են բազային (մայրական) գիտություններից և փորձագիտական խնդիրների լուծմանն նպատակով փոխակերպվում մեթոդների ու մեթոդիկաների համակարգի:



ISBN 978-9939-0-4660-0



9 789939 046600