



ՀԱՅՐԱՊԵՏ ԱՐԱՋԱՆՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

ԸՆԿԵՐՈՒԹՅԱՆ ԳՈՐԾԱԿԱԼԱԿԱՆ ԾԱԽՍԵՐԻ ՀԱՎԱՍՏԱՐԱԿԵՌՄԱՆ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱԿՈՐՄԱՆ ԱՐՔՅՈՒՐՆԵՐԻ ԸՆՏՐՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

Կազմակերպությունների համար կարևոր է կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորումը: Հիմնական խնդիրը, որ առաջ է գալիս այդ գործընթացում, մեծաքանակ գործոնների ուսումնասիրությունն է: Կապիտալի կառուցվածքի տեսությունների շրջանակներում առանձնացվում է գործակալական հարաբերությունների հայեցակարգը: Հոդվածում ներկայացվում են գործակալական հարաբերությունների տեսությունների քննական վերլուծությունը, ստացված արդյունքները, որոնց հիմքի վրա դիտարկվում է գործակալական ծախսերի ռեգրեսիոն կախվածության մոդել՝ մի շարք ենթադրություններ ստուգելու նպատակով:

Հիմնաբառեր. ֆինանսական ռեսուրս, կապիտալ, արդյունավետ կառուցվածք, գործակալական ծախսեր

Յուրաքանչյուր կազմակերպություն պետք է ունենա կապիտալի նպատակային կառուցվածք, որը ենթադրում է որոշակի ժամանակահատվածի համար սեփական և փոխառու կապիտալների միջև արդյունավետ հարաբերակցության ձևավորում: Ավելի կարևոր խնդիր է կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի մշակումը, այսինքն՝ սեփական և փոխառու կապիտալների այնպիսի հարաբերակցությունը, որն առավելագույնի կհասցնի կազմակերպության շուկայական արժեքը:

Տնտեսագետների ավելի քան հիսուն տարվա ուսումնասիրությունները վկայում են, որ կապիտալի կառուցվածքը ներկայացնում է տարբեր շահերի միջև փոխզիջում և արձանագրում, որ գոյություն ունեն տարբեր իրավիճակներ, որոնց դեպքում կարելի է նախընտրել ինչպես երկարաժամկետ պարտքային գործիքների, այնպես էլ բաժնետոմսերի թողարկումը:

Ներկայումս տնտեսագիտական գրականության մեջ չի առանձնացվում մեկ ընդհանուր մոդել կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի որոշման համար, սակայն գոյություն ունեն մի շարք մասնավոր մոդելներ, որոնց միջոցով ներկայացվում են, թե կազմակերպությունները ինչ մեթոդներով պետք է առաջնորդվեն և իրականացնեն ներդրումային քաղաքականություն՝ հիմնականում կախված արտաքին միջավայրի ազդեցությունից և կազմակերպության գործունեության պայմաններից:

Կարևորագույն խնդիրը, որը առաջ է գալիս կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորման գործընթացում, մեծաքանակ գործոնների ուսումնասիրությունն է, որոնք կարող են ազդել կառուցվածքի արդյունավետության (օպտիմալության) վրա: Նույնիսկ կայուն զարգացող տնտեսության մեջ առանձին կազմակերպության գործունեության ֆինանսավորումը չի լինում մշտական՝ հատկապես ստեղծման փուլում: Այնուամենայնիվ, արտադրության ծավալների աճին զուգընթաց ձևավորվում է կապիտալի որոշակի կայուն կառուցվածք, որն արդյունավետ է տվյալ գործունեության տեսակի և որոշակի կազմակերպության դեպքում:

Կապիտալի կառուցվածքի տեսությունների շարքում առանձնացվում է Զենսենի և Մեկլինգի **գործակալական հարաբերությունների** հայեցակարգը, որը նկարագրում է գործարարության կողմերի գործակալական հարաբերությունները, դրանց հավասարակշռման հետ կապված ծախսերը, որոնք առաջանում են այն դեպքում, երբ սեփականատերերը (բաժնետերերը) կառավարչական որոշումների ընդունման և կատարման իրավունքը վստահում են վարձու մենեջերներին, և բիզնեսի կառավարման ընթացքում առաջանում է շահերի բախում¹:

Կարելի է առանձնացնել գործակալական հարաբերությունների որոշակի տեսակներ և դրանցից բխող հնարավոր տարածայնություններ կառավարիչների և բաժնետերերի, կառավարիչների և վարկատուների, ինչպես նաև բաժնետերերի և վարկատուների միջև: Այդպիսի տարածայնությունները հանգեցնում են կազմակերպության ընթացիկ շուկայական արժեքի նվազեցման: Այսպիսով՝ երբ կազմակերպությունում ծագում են գործակալական տարածայնություններ, կազմակերպության բաժնետերերի համար առաջանում են գործակալական ծախսեր²:

Գործակալական են համարվում՝

- մշտադիտարկման ծախսերը (բաժնետերերի կողմից կազմակերպության մենեջերի անմիջական հսկողության, դիտարկման և գործողությունների վերլուծությունը),
- երաշխիքային ծախսերը (որոշակի երաշխիքների ապահովում, ըստ որոնց՝ կառավարիչների գործողությունների հետևանքով բաժնետերերը չեն կրի իրական վնասներ, ինչպես նաև կառավարչի պատճառով արդեն իսկ կրած վնասի փոխհատուցման երաշխիքների ստեղծում),
- մնացորդային կորուստները (բաժնետերերի բարեկեցության կորստի դրամական արտահայտությունը, որը հետևանք է կառավարիչների կայացրած որոշումների):

¹ Տե՛ս Jensen M., Meckling W., Theory of the Form: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. Vol. 3, 1976, էջ 74–104:

² Տե՛ս Пучкова С., Шмарова Д., Грунина Н., Финансовый менеджмент (финансовый анализ). М., «Проспект», 2011, էջ 264:

Գործակալական բախումների տիպաբանության տեսանկյունից կարելի է առանձնացնել չորս հիմնական խնդիրներ, որոնք հազվադեպ են հանդիպում տնտեսավարման գործընթացում.

- բաժնետերերի կարծիքով կառավարիչներն ավելի քիչ ջանք ու եռանդ են ներդնում, քան ընդունակ են,
- ներդրումային նախագծերի ընտրության խնդիրը (այլ հավասար պայմաններում կառավարիչը գերադասում է կարճաժամկետ ներդրումային նախագիծը, քան երկարաժամկետը),
- ռիսկերի ըմբռնման խնդիրը (կառավարիչները, ի տարբերություն բաժնետերերի, խուսափում են բարձրռիսկայնությամբ ներդրումային նախագծերի իրականացումից, քանի որ իրենց բարեկեցությունը ուղղակի կախվածության մեջ է դրանց իրականացման հաջողությունից),
- ակտիվների արդյունավետ օգտագործման խնդիրը (կառավարիչները բարեկեցությունը կախված չէ ակտիվների ոչ արդյունավետ օգտագործման հետևանքով կազմակերպության ընթացիկ շուկայական արժեքի վրա դրանց ազդեցությունից):

Կառավարիչների և բաժնետերերի միջև տարաձայնությունները կարող են վերանալ կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքում փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի ավելացման շնորհիվ: Կապիտալի կառուցվածքի փոփոխությունները, որպես կանոն, մեծացնում են ոչ միայն սեփական կապիտալի եկամտաբերությունը, այլև, այլ հավասար պայմաններում, փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի մեծացման դեպքում.

- ավելանում է ծային իրավունք տվող հասարակ բաժնետոմսերի մասնաբաժինը, որոնք գտնվում են կազմակերպության կառավարիչների ձեռքում,
- կրճատվում են կազմակերպության կառավարիչների վերահսկողության տակ գտնվող դրամական միջոցների ծավալները,
- ներդրողները ստանում են կազմակերպության կառավարիչներին ճնշելու լրացուցիչ հնարավորություններ³:

Կապիտալի կառուցվածքում փոխառու կապիտալի մասնաբաժնի ավելացումը կարող է առաջ բերել հետևյալ բացասական հետևանքները.

- աճում է ներդրումների կրճատման հավանականությունը,
- մեծանում է բաժնետերերի և կրեդիտորների միջև գործակալական հակասությունների առաջացման հավանականությունը (ծագում է ակտիվների տեղաբաշխման խնդիր, երբ բաժնետերերը ձգտում են ներդրումային ծրագրերը տեղաբաշխել առավել ռիսկային նախագծերում):

Բաժնետերերի և վարկատուների միջև տարաձայնությունները կարող են լուծվել կազմակերպության՝ հուսալի փոխառուի համբավի ձեռքբերման միջոցով (երկարաժամկետ և լավ վարկային պատմություն ունեցող կազմակերպությունները կարող են ակտիվորեն օգտագործել փոխառու ֆինանսավորումը)⁴:

Ավելի ուշ՝ 1990-ական թվականներին կատարված աշխատանքներում հեղինակներն ուսումնասիրում էին այն գործոնները, որոնք կարող են ազդել

³ Տե՛ս **Рудык Н.**, Структура капитала корпораций: теория и практика. М., “Дело”, 2004, էջ 272:

⁴ Տե՛ս **Jensen G., Solberg D. and Zorn T.**, Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies, Journal of Financial and Quantitative Analysis 27, 1992, էջ 247–263:

գործակալական ծախսերի վրա: Նմանօրինակ հետազոտությունների շարքը կարելի է դասել Ջենսենի, Սուբերգի և Ջորնի աշխատությունը, որտեղ դիտարկվում է կազմակերպության աշխատակիցների տնօրինության տակ գտնվող բաժնետոմսերի փաթեթի ու շահաբաժինների (դիվիդենդ) վճարման մակարդակի միջև բացասական կախվածությունը, նաև դրական կախվածությունը, եթե կա փոխառու ֆինանսավորում:

Նման արդյունքներ են արձանագրվել նաև Մոհդի, Պերի և Ռիմբի աշխատության մեջ, ովքեր հաստատել են, որ կառավարիչների հսկողության տակ գտնվող բաժնետոմսերի մեծությունը և փոխառու ֆինանսավորման մակարդակը բացասական ազդեցություն ունեն շահաբաժինների մակարդակի վրա⁵: Ագրավալին և Կնոյեբերը ներառեցին այնպիսի գործոնների ուսումնասիրությունը, ինչպիսիք են ինսայդերներին պատկանող բաժնետիրական կապիտալի մասնաբաժինը, ինստիտուցիոնալ ներդրողները և բաժնետոմսերի վերահսկիչ փաթեթների սեփականատերերը՝ անկախ տնօրենների քանակից և կազմակերպության վարկային քաղաքականությունից⁶:

Կորպորատիվ կառավարման տարրերի (ինչպիսիք են տնօրենների խորհրդի կազմն ու կառուցվածքը) և գործակալական ծախսերի միջև փոխկապվածությունը հաճախ ուսումնասիրվում է այն հեղինակների կողմից, ովքեր հետաքրքրված են գործակալական խնդիրներով: Մասնավորապես՝ տնօրենների խորհրդի ուսումնասիրություններ կատարվել են Երմակի⁷ և Էյզենբերգի, Սանդգրենի և Վելսի աշխատություններում:

Տնօրենների խորհրդի կազմի ուսումնասիրությամբ զբաղվել են այնպիսի տնտեսագետներ, ինչպիսիք են Վեիրը, Լեյնզը և Մակնայտը⁸, Մակը և Լին⁹, Բագատը և Բլեկը¹⁰: Վեիրը, Լեյնզը և Մակնայտը պարզել են, որ անկախ տնօրենների թվի ավելացումը բացասաբար է ազդում կազմակերպության Չ գործակցի (ակտիվների շուկայական արժեքի և ակտիվների հաշվեկշռային արժեքի հարաբերակցությունը) վրա, իսկ տնօրենների ընդհանուր քանակի ավելացումը՝ դրական:

Ուսումնասիրողների մեծամասնությունն իր ուշադրությունը կենտրոնացրել է տարբեր սուբյեկտների կողմից կազմակերպության բաժնետոմսերի մասնաբաժինների քանակի և գործունեության ցուցանիշների միջև կախվածությունների բացահայտման վրա: Մորկի, Շլեյֆերի և Վիշնի¹¹, ինչպես նաև Մակկոնելի և Սերվաեսի¹² հետազոտությունները ցույց տվեցին, որ ուսում-

⁵ Տե՛ս **Moh'd M., Perry L. and Rimbey J.**, An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy, *Financial Review* 30, 1995, էջ 367–385:

⁶ Տե՛ս **Agrawal A. and Knoeber C.**, Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 31, 1996, էջ 377–397:

⁷ Տե՛ս **Yermack D.**, Higher market valuation for firms with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 1996, էջ 185–211:

⁸ Տե՛ս **Weir C., Laing D. and McKnight P.**, Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies, *Journal of Business Finance and Accounting* 29, 2002, էջ 579–611:

⁹ Տե՛ս **Mak Y. and Li Y.**, Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore, *Journal of Corporate Finance* 7, 2001, էջ 235–256:

¹⁰ Տե՛ս **Bhagat S. and Black B.**, The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporations Law* 27, 2002, էջ 231–274:

¹¹ Տե՛ս **Morck R., Shleifer A. and Vishny R.**, Managerial ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics* 20, 1998, էջ 293–315:

¹² Տե՛ս **McConnell J. and Servaes H.**, Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 1990, էջ 595–612:

նասիրվող փոփոխականների միջև գոյություն ունի ոչ գծային կախվածություն:

Որոշ աշխատանքներ նվիրված են ոչ թե առանձին գործոնների, այլ կազմակերպության ընդհանուր կառավարման որակի ուսումնասիրությանը, որը կատարվում է մոդելավորման մեջ այնպիսի փոփոխականների օգտագործմամբ, որոնք վերաբերում են բաժնետերերի իրավունքներին կամ կլանման խոցելիությանը: Այս ուղղությամբ ուսումնասիրություններ կատարվել են Բլեկի, Յանգի, Քիմի¹³ և Քրեմերսի, Նեյրի¹⁴ կողմից:

Այս ուսումնասիրությունների հեղինակները փորձում են կազմակերպության գործակալական ծախսերը ուղղակիորեն չափել, ինչպես նաև առանձնացնել գործոններ, որոնց ազդեցությունը գործակալական ծախսերի վրա էական է: Այս առումով, հատկանշական է Անգի, Քոուլի և Լինի¹⁵ աշխատությունը, որում հեղինակները հաշվել են գործակալական ծախսերը ամերիկյան ոչ այնքան մեծ կազմակերպությունների օրինակով: Նրանք օգտագործել են գծային բազմագործոն ռեգրեսիան: Նմանատիպ ուսումնասիրություն կատարվել է Ֆլեմինգի, Հինիի, Մակկոսկերի¹⁶ կողմից ավստրալիական կազմակերպությունների համար: Հեղինակներն օգտագործել են նմանատիպ մեթոդաբանություն և ավելի շատ փոփոխականներ: Ստացված և նախորդ մոդելի արդյունքները համընկել են: Սինգի և Դևիդսոնի¹⁷ աշխատության հիմքում համանման մեթոդաբանություն է, սակայն ամերիկյան խոշոր կազմակերպությունների օրինակով:

Ընդհանրացնելով գործակալական հարաբերությունների տեսությունները՝ կարելի է առանձնացնել դրանց հիմքի վրա կատարված հետազոտությունները և հեղինակների ստացած արդյունքները:

Հեղինակ	Փոփոխականներ	Ուսումնասիրվող օբյեկտ	Արդյունքներ
Ջենսեն, Մեկլինգ, 1976 ¹⁸ Ֆամա, 1980 ¹⁹	Մաթեմատիկական մոդելավորում		Բաժնետիրական կապիտալի ավելացումը առաջացնում է գործակալական ծախսերի նվազում
Գործակալական ծախսերը բնութագրող փոփոխականների միջև կախվածությունների բացահայտում			
Ջենսեն, Սոլբերգ, Ջորն, 1992 ²⁰	Շահաբաժինները, ֆինանսական լծակի մեծությունը, սեփականության կառուցվածքը	1197 ԱՄՆ կազմակերպություն	↑ Բաժնետիրական կապիտալի և ֆինանսական լծակի մակարդակ - Շահաբաժիններ
Մոհի, Պերի, Ռիմբեյ, 1995 ²¹	Շահաբաժինները, ֆինանսական լծակի մեծությունը, սեփականության կառուցվածքը	341 ԱՄՆ կազմակերպություն	↑ Բաժնետիրական կապիտալի և ֆինանսական լծակի մակարդակ - Շահաբաժիններ

¹³ Տե՛ս Black B., Jang H. and Kim W., Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea, Journal of Law, Economics and Organization 22 (2006), էջ 366–413:

¹⁴ Տե՛ս Cremers K. and Nair V., Governance mechanisms and equity prices, Journal of Finance 60, 2005, էջ 2859–2894:

¹⁵ Տե՛ս Ang J., Cole R. and Lin J. Wuh, Agency costs and ownership structure, Journal of Finance 55, 2000, էջ 81–106:

¹⁶ Տե՛ս Fleming G., Heaney R. and McCosker R., Agency costs and ownership structure in Australia, Pacific-Basin Finance Journal 13, 2005, էջ 29–52:

¹⁷ Տե՛ս Singh M. and Davidson W., Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, Journal of Banking and Finance 27, 2003:

¹⁸ Տե՛ս Jensen M. and Meckling W., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976, էջ 305–360:

¹⁹ Տե՛ս Fama E., Agency problems and the theory of firm. Journal of Political Economy:

²⁰ Տե՛ս Jensen G., Solberg D. and Zorn T., նշվ. աշխ., էջ 247–263:

²¹ Տե՛ս Moh'd M., Perry L. and Rimbey J., նշվ. աշխ., էջ 367–385:

Քրատչելի, Ջենսեն, Ջահերա, Ռայմոնդ, 1999 ²²	Շահաբաժինները, ֆինանսական լծակի մեծությունը, սեփականության կառուցվածքը	815 ԱՄՆ կազմակերպություն	↑ Ինստիտուցիոնալ սեփականատերեր - Շահաբաժիններ և ֆինանսական լծակի մակարդակ
<i>Գործակալական ծախսերը բնութագրող փոփոխականների և կազմակերպության գործունեության արդյունավետության միջև փոխկապակցվածություն</i>			
Ագրավալի, Կնոյեբեր, 1996 ²³	Սեփականության կառուցվածք, տնօրենների խորհուրդ, CEO և Q գործակից	400 ԱՄՆ խոշոր կազմակերպություն	↑ Կառավարման բաժնետիրական փաթեթ, ↑ Q գործակից, ↑ Ֆինանսական լծակի մակարդակ և խորհրդի անկախություն, ↓ Q գործակից
Երմակ, 1996 ²⁴	Սեփականության կառուցվածք, տնօրենների խորհուրդ, CEO և Q-թոքինի գործակից, ROE	452 ԱՄՆ խոշոր կազմակերպություն	↑ Տնօրենների խորհուրդ, ↑ ROA և Q գործակից, ↑ Կառավարման բաժնետիրական փաթեթ, ↑ Q գործակից
Եյզենբերգ, Սանդգրեն, Վելս, 1998 ²⁵	Տնօրենների խորհուրդ և ROE	879 մանր ֆինանսական կազմակերպություն	↑ Տնօրենների խորհուրդ, ↑ ROA
Վեյր, Լայնգ, Մակնայտ, 2002 ²⁶	Սեփականության կառուցվածք, տնօրենների խորհուրդ և Q գործակից	318 խոշոր անգլիական կազմակերպություններ	↑ Ֆինանսական լծակի մակարդակ, ↑ Q-գործակից
Մորկ, Շլեյֆեր, Վիշնի, 1988 ²⁷	Տնօրենների խորհուրդ և Q գործակից	371 ամերիկյան խոշոր կազմակերպություն	Տնօրենների բաժնետիրական կապիտալ՝ 0-5% կամ 25%-ից բարձր - Q-գործակից, ↑ 5-25% - Q-գործակից, ↑ Տնօրենների խորհրդի բաժնետիրական կապիտալ՝ 0-5% կամ 25%-ից ավելի, Q-թոքինի գործակից, ↑ 5-25% - Q-թոքինի գործակից ↑
Բլեյ, Յանգ, Քիմ, 2006 ²⁸	Ընդհանուր կառավարման որակ և Q գործակից	551 կորեական կազմակերպություն	Կորպորատիվ կառավարման որակի բարձրացումը նվազեցնում է գործակալական ծախսերը
<i>Գործակալական ծախսերի չափումը միջանկյալ փոփոխականներով</i>			
Ֆլեմինգ, Հին, Մակկոսկեր, 2005 ²⁹	Սեփականության կառուցվածք, տնօրենների խորհուրդ, գործակալական ծախսերը չափող միջանկյալ փոփոխականներ	3800 ավստրալիական կազմակերպություն	↑ Կառավարման բաժնետիրական փաթեթ և ընտանեկան սեփականություն, ↑ Գործակալական ծախսեր
Անգ, Քոսկեր, Լին, 2000 ³⁰		1708 ԱՄՆ կազմակերպություն	↑ Կառավարման բաժնետիրական փաթեթ և ֆինանսական լծակի մակարդակ, ↑ Գործակալական ծախսեր, ↑ Բաժնետերերի քանակ, ↑ Գործակալական ծախսեր

²² Տե՛ս Crutchley C., Jensen M.R.H., Jahera Jr. and Raymond J., Agency problems and the simultaneity of financial decision making: the role of institutional ownership, International Review of Financial Analysis 8, 1999, էջ 177–197:

²³ Տե՛ս Agrawal A. and Knoeber C., նշվ. աշխ., էջ 377–397:

²⁴ Տե՛ս Yermack D., նշվ. աշխ., էջ 185–211:

²⁵ Տե՛ս Eisenberg T., Sundgren S. and Wells M., Larger board size and decreasing firm value in small firms, Journal of Financial Economics 48, 1998, 35–54:

²⁶ Տե՛ս Weir C., Laing D. and McKnight P., նշվ. աշխ., էջ 579–611:

²⁷ Տե՛ս Morck R., Shleifer A. and Vishny R., նշվ. աշխ., էջ 293–315:

²⁸ Տե՛ս Black B., Jang H. and Kim W., Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea, Journal of Law, Economics and Organization 22, 2006, 366–413:

²⁹ Տե՛ս Fleming G., Heaney R. and McCosker R., նշվ. աշխ., էջ 29–52:

³⁰ Տե՛ս Ang J., Cole R. and Lin J. Wuh, նշվ. աշխ., էջ 81–106:

Ուսումնասիրված աշխատությունների մեծ մասը նվիրված է զարգացած շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրներին, թեև վերջին ժամանակներում շատ արտասահմանցի հեղինակներ սկսեցին ուշադրություն դարձնել զարգացող երկրներին:

Ընդհանրացնելով վերոնշյալ տեսությունները և ուսումնասիրությունները՝ կարելի է առանձնացել այն գործոնները, որոնց միջոցով ռեգրեսիոն և կոռելյացիոն կապերի բացահայտմամբ կարելի է գտնել գործակալական ծախսերի վրա էական ազդեցություն ունեցող գործոնները: Գործոնների բացահայտումը հնարավորություն կտա գտնելու դրանց նվազեցման ուղիները:

1. *Ակտիվների օգտագործման գործակից (ԱՕԳ)*. որոշվում է հասույթ/ընդհանուր ակտիվներ հարաբերակցությամբ և բացասական է կոռելյացված գործակալական ծախսերի նկատմամբ: Գործակից կարևորությունը փաստում է, որ կառավարիչը կայացնում է արդյունավետ ներդրումային որոշումներ, որի շնորհիվ կազմակերպության գործակալական ծախսերը նվազում են:
2. *Գործառնական ծախսերի մակարդակ (ԳԾՄ)*. որոշվում է գործառնական ծախսեր/հասույթ հարաբերակցությամբ: Գործառնական ծախսերը ուղիղ կախվածության մեջ են կազմակերպության գործակալական ծախսերի հետ:

Այս երկու փոփոխականները վերցված են Անգի, Քոուլի և Լինի աշխատությունից³¹:

3. *Պրամական հոսքերի և ընդհանուր ակտիվների գումարի հարաբերակցությունը (ՂՀ/ԸԱ)*. կազմակերպությունում ազատ դրամական հոսքերի առկայության դեպքում կառավարիչը դրանք կարող է ոչ նպատակային օգտագործել, քանի որ ազատ դրամական միջոցներ են առաջանում, երբ բոլոր շահավետ ներդրումային նախագծերն իրականացված են լինում³²:
4. *Չ գործակից*. որոշվում է ակտիվների շուկայական և հաշվեկշռային արժեքի հարաբերակցությամբ: Այն կազմակերպություններում, որտեղ այս գործակիցը փոքր է մեկից, կարելի է ենթադրել գործակալական ծախսերի առկայության մասին, քանի որ կառավարիչները փոքրացնում են բաժնետիրական կապիտալի արժեքը և հակված են լինում կազմակերպության հաշվին ստանալու սեփական օգուտներ, որը բաժնետերերի գործակալական ծախսերի առաջացման պատճառ է դառնում: ՂՀ/ԸԱ և Չ գործակիցը ներկայացված են ըստ Հենրիի³³ աշխատության:
5. *Կառավարիչ - սեփականատիրոջ մասնաբաժին՝ X_1 :*
6. *Կառավարման հսկողության տակ գտնվող բաժնետոմսերի փաթեթ՝ X_2 :*
7. *Հիմնական բաժնետիրոջ մասնաբաժին՝ X_3 :*
8. *Ղեկավարմանը չմասնակցող բաժնետերերի քանակ՝ X_4 :*
9. *Կազմակերպության մեջ պետության մասնաբաժին՝ X_5 :*
10. *Տնօրենների խորհրդի մասնակիցների թիվ՝ X_6 :*

³¹ Տե՛ս նույն տեղը, էջ 81–106:

³² Տե՛ս **Jensen M.**, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review 76, 1986, էջ 323–339:

³³ Տե՛ս **Henry Darren**, Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Structure: Evidence from Australia, working paper, 2006:

11. *Բանկային հսկողության մակարդակ*. որոշվում է պարտք/ընդհանուր ակտիվներ հարաբերակցությամբ՝ X_7 :

12. *Կազմակերպության տարիք*՝ X_8 :

Գծային ռեգրեսիոն հավասարում կազմելիս առաջին չորս գործոնները անկախ փոփոխականներ են, իսկ մնացածը՝ կախյալ: Մեր կազմած ռեգրեսիոն կախվածության ընդհանուր տեսքը հետևյալն է՝

$$Q\bar{D}_i = \alpha_i + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \varepsilon_i$$

որտեղ՝ $Q\bar{D}_i$ – ն առաջին չորս անկախ փոփոխականներից մեկն է,

α_i – ն՝ հաստատուն գործակիցը,

β_j – ն՝ անկախ փոփոխականների գործակիցը,

ε_i – ն՝ ռեգրեսիայի սխալը:

Առաջարկված մեթոդով վերլուծությունը հնարավորություն կտա ստուգելու հետևյալ ենթադրությունները.

1. Կառավարչի հսկողության տակ գտնվող բաժնետոմսերի քանակի ավելացումը հանգեցնում է կառավարիչների և սեփականատերերի շահերի հավասարեցման, որը նպաստում է գործակալական ծախսերի նվազեցմանը:
2. Երբ կազմակերպության բաժնետոմսերը պատկանում են մեկ մարդու, այդ դեպքում հսկողությունն ավելի խիստ է լինում, որի հետևանքով նվազում են գործակալական ծախսերը:
3. Սեփականության բազմատեսակ ձևերի առկայությունը պատճառ է դառնում գործակալական ծախսերի ավելացման:

АЙРАПЕТ АГАДЖАНЫАН*Аспирант кафедры "Финансов" АГЭУ****Проблемы уравнивания агентских издержек и выбора источников финансирования организации.–***

Для организации важно формировать эффективную структуру капитала. Основная проблема, возникающая в процессе формирования эффективной структуры капитала, является исследование множества факторов. В рамках теорий структуры капитала выделяется концепция агентских отношений. В статье представлены исследовательский анализ теорий агентских отношений и результаты достигнутые их авторами, на основе которых представлена модель регрессионной зависимости агентских издержек, которая даст возможность уточнить некоторые предположения.

Ключевые слова: *финансовый ресурс, капитал, эффективная структура, агентские издержки.*

HAYRAPET AGADJANYAN*Post-graduate at the Chair of "Finance" at ASUE*

The Problems of Agency Costs Equilibration and the Choice of the Companies Financial Sources.– It is important to form the companies' efficient structure of capital. The main problem that arises during the formation of the efficient structure of capital is the analysis of a lot of factors. In the scope of the theories on capital structure the conception of agency relationships is distinguished. The analysis of agency relationship theories and received results made by their authors on the base of which the model of regression dependence of agency costs is presented, which will enable to clarify a number of hypothesis are stated in the article.

Key words: *financial resource, capital, efficient structure, agency costs.*