ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՍՈՒՍԱՆ ԱԲԿԱՐԻ ԱՎԵՏԻՍՅԱՆ

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ԼՂՀ-ՈՒՄ

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

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

ԳԻՏԱԿԱՆ ՂԵԿԱՎԱՐ՝

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

ԱՇՈՏ ԲՈՐԻՍԻ ՍԱԼՆԱԶԱՐՅԱՆ

ԵՐԵՎԱՆ – 2016

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ……………………………………………………………………….............3

ԳԼՈՒԽ 1. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱՎԱՐՄԱՆ ԱՐԴԻ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐՈՒՄ…...8

1.1 Արժեթղթերի շուկայի դրսնորման առանձնահատկությունները ժամանակակից տնտեսական համակարգում……………………………..........….. 8

1.2 .Արժեթղթերի շուկայի արդի գործառույթները և դրանց իրականացման պայմանները…………………………………………….......................................23

1.3. Արժեթղթերի շուկայի օրենսդրաիրավական կարգավորումը ԼՂՀ-ում..............33

ԳԼՈՒԽ 2. ԼՂՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՁԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ԵՎ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ………………………………………………………………..40

2.1. Արժեթղթերի շուկայի կայացման նախադրյալները ԼՂՀ-ում...............................40

2.2. Արժեթղթերի շուկայի ձևավորման առանձնահատկությունները ԼՂՀ-ում........58

ԳԼՈՒԽ 3. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԱԿՏԻՎԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ԼՂՀ-ՈՒՄ………..93

3.1. ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի գործողության խթանման գործոնների վերլուծությունը ………..…………………………………………….…..............…93

3.2 Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը որպես ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման առաջնահերթ ուղղություն……………….........116

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ...……………………..........…..146

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ………………………..………………150

ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հետազոտության թեմայի արդիականությունը: Տնտեսության ֆինանսավորման արդի պայմանների ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ ԼՂՀ-ում մեծանում է դրամական ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկը, և անհրաժեշտություն է առաջանում, բացի վարկայինից, զարգացնել նաև ֆինանսավորման այլընտրանքային գործիքները: Ֆինանսական շուկան և դրա կարևորագույն հատվածը՝ արժեթղթերի շուկան հնարավորություններ են ստեղծում ֆինանսավորման առավել արդյունավետ և երկարաժամկետ եղանակներից օգտվելու համար: Արժեթղթերի շուկայի առկայությունն ու կանոնավոր գործողությունը թույլ են տալիս ձևավորել տնտեսության ֆինանսավորման ճկուն համակարգ, խթանել ներդրումները և ապահովել տնտեսական աճ:

Տնտեսական աճի խթանման գործում արժեթղթերի շուկայի դերը կարելի է գնահատել տնտեսության ֆինանսական ռեսուրսների վերաբաշխման ոլորտում արժեթղթերի ունեցած մասնակցությամբ: 2014 թվականին տնտեսական աճը ԼՂՀ-ում կազմել է 8.9%, չնայած որ արժեթղթերի շուկան էական ազդեցություն չի ունեցել նման աճի ապահովման վրա:

Համաշխարհային տնտեսությունում վերջին տարիներին գրանցվել է արժեթղթերի շուկաների զգալի աճ, ինչը չի կարելի ասել ՀՀ-ի և ԼՂՀ-ի համար: Մեր երկրում արժեթղթերի շուկան աննշան դեր է խաղում տնտեսության ֆինանսավորման գործում: Այդպիսի իրավիճակը պայմանավորված է որոշակի օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ գործոններով, որոնք բնորոշ են նաև ԱՊՀ մյուս երկրներին:

ԼՂՀ-ի տնտեսությունն արդի պայմաններում կանգնած է ֆինանսական շուկաների, մասնավորապես արժեթղթերի շուկայի կայացման հեռանկարային ռազմավարության ընտրության առջև: Ի տարբերություն ֆինանսական շուկայի այլ հատվածների՝ արժեթղթերի շուկան գրեթե բացակայում է, որի զարգացման համար էլ անհրաժեշտ են լայնածավալ բարեփոխումներ: Իսկ այն պահանջում է ներդրումային ակտիվության և ֆինանսավորման այլընտրանքների վրա ազդող գործոնների վերլուծություն, նոր մեխանիզմների ներդրում, զարգացող երկրների փորձի տեղայնացում՝ հատկապես արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների (IPO-ների) մասով:

ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում տնտեսությունը ֆինանսական միջոցները ձեռք է բերում հիմնականում բանկերի միջոցով, կապիտալի շուկան դեռևս չի գործում իր լրիվ ներուժով: Ընդհանրապես եկամտի միևնույն մակարդակն ունեցող երկրների խմբում բանկային համակարգը կազմում է ֆինանսական խորության մոտ 60%-ը, մինչդեռ ՀՀ-ում ֆինանսական խորությունը շատ սահմանափակ է՝ 39%, որտեղ ճնշող մասը բանկերի կողմից վերահսկվող ակտիվներ են[1]:

Մասնավորեցումը, որը մեծ դեր խաղաց անցումային ԱՊՀ և Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների կապիտալի շուկաների ձևավորման գործում, մինչդեռ ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում այն չօգտագործվեց՝ որպես արժեթղթերի շուկան զարգացման հնարավորություն: Մասնավորեցման գործընթացի մոդելները, երկրի փոքր չափերը, ստվերային տնտեսությունը և ինստիտուցիոնալ ներդրողների բացակայությունը Արցախի արժեթղթերի շուկայի կայացման հիմնական խոչընդոտներն են:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկան, իրեն բնորոշ առանձնահատկություններով հանդերձ, կարծես թե շարունակում է մնալ ուշադրությունից դուրս: Ավելին, արժեթղթերի շուկայի վերլուծությունը վկայում է, որ այն բնութագրող առանցքային ցուցանիշների գծով ԼՂՀ-ն դեռևս հետ է մնում ոչ միայն զարգացած, այլ նաև զարգացող, այդ թվում՝ ԱՊՀ անդամ երկրներից: Արժեթղթերի շուկայի կայացման ու զարգացման հիմնախնդիրների շարքում առանձնակի կարևորվում են պետական կարգավորման ոլորտում իրականացվող միջոցառումները, որոնց ուսումնասիրությունը և վերլուծությունը ներկայումս առավել, քան երբևէ արդիական են ԼՂՀ-ի համար՝ խոսքը վերաբերում է ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում ֆինանսական ոլորտի միասնական կարգավորման և վերահսկողության համակարգի ձևավորմանը: Ինչպես նաև այն, որ ֆինանսական շուկայում իրականացվող բարեփոխումների շրջանակներում Կենտրոնական բանկը ծրագրել է արժեթղթերի շուկան կանոնակարգող օրենսդրահիրավական դաշտը համապատասխանեցնել միջազգային կարգավորող դաշտին:

Այսօր ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտում է շուկայի ինստիտուցիոնալ համակարգի կարևորագույն ենթակառուցվածքների անկատարությունը (պարտադիր կենսաթոշակային համակարգը, ապահովագրական ընկերությունները և

[1] Հայաստանի ազգային մրցունակության զեկույցը 2013-2014թթ. «Աճի հրամայականը և խոչընդոտները», Ի-Վի Քոնսալթինգ, «Տնտեսություն և արժեքներ» հետազոտական կենտրոն, 2014, էջ 72:

այլն): Խոսքը վերաբերում է հատկապես արժեթղթերի շուկայում ներդրողների շահերի պաշտպանությանը, արժեթղթերի շուկայի իրացվելիությանը, բրոքերային, դիլերային անկատարությանը և այլն:

Վերոհիշյալ հիմնախնդիրների լուծման անհրաժեշտությամբ էլ պայմանավորված են ատենախոսության արդիականությունն ու հրատապությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպատակն է՝ հետազոտելով ֆինանսական, մասնավորապես արժեթղթերի շուկայի ոլորտում կատարվող բարեփոխումները, արդյունավետ ուղիներ մշակել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման համար: Նշված նպատակի իրականացման համար դրվել ու լուծվել են մի շարք խնդիրներ, մասնավորապես.

- ուսումնասիրել արժեթղթերի շուկայի կայացումը և դրա առանձնահատկությունները ՀՀ-ում,
- ուսումնասիրել ՀՀ-ում և ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման վերաբերյալ օրենսդրությունը,
- հետազոտել ու վերլուծել ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման քանակական ու որակական ցուցանիշները,
- բացահայտել արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրներն ու խոչընդոտները ներկա փուլում,
- հիմնավորել և բացահայտել Լեռնային Ղարաբաղում արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման արդյունավետ ուղիները,
- հիմնավորել ՀՀ պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման նպատակով պետական պարտատոմսերի համակարգի ներդրումը, ինչպես նաև գնահատել այդ պարտատոմսերի թողարկման ծավալները:

Ուսումնասիրության առական և օբյեկտը: Հետազոտության առարկան ՀՀ-ի տնտեսությունում արժեթղթերի շուկայի կայացման առանձնահատկություններն են, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրները:

Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ տնտեսությունն է, արժեթղթերի շուկան և դրա ենթակառուցվածքները:

Ատենախոսության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության համար որպես տեսական և մեթոդաբանական հիմք են ծառայել արժեթղթերի շուկայի բնագավառում հայրենական և արտասահմանյան հետազոտությունները, հրապարակումները, գիտավերլուծական նյութերը, ինչպես նաև ՀՀ և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի ոլորտին վերաբերող օրենսդրական և իրավական այլ ակտերը:

Հետազոտության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ և ԼՂՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ Կենտրոնական բանկի, ՀՀ Ֆինանսների նախարարության և ԼՂՀ ֆինանսների նախարարության հրապարակած տվյալները, տնտեսագիտական ամսագրերը և այլ նյութեր:

Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են համեմատական վերլուծությունների, տնտեսավիճակագրական, գրաֆիկական, համադրման, վերլուծությունների ու գիտական աբստրակցիայի մեթոդները:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը: Ատենախոսության գիտական նորույթը պայմանանավորված է կատարված հետազոտութան ընթացքում ստացված տեսական և գործնական նշանակություն ունեցող մի շարք արդյունքներով և հանգում է հետևյալին.

- ✓ Բացահայտվել են ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի գործողության վրա ազդող գործոնները և հարցումների մեթոդով տրվել շուկայի կայացման ու զարգացման վրա դրանց ազդեցության քանակական գնահատականները, մասնավորապես. բնակչության եկամուտների մակարդակը՝ 62.2%, ֆինանսական գրագիտության պակասը և տեղեկատվության ասիմետրիան՝ 25.0%, ներդրողների իրավունքների պաշտպանվածությունը՝ 24,7%, պետական ոչ պատշաճ աջակցությունը՝ 28.1%:
- ✓ Հիմնավորվել և առաջադրվել են ԼՂՀ-ում արժեթղթերի նախնական հրապարակային առաջարկի իրականացման հնարավորություն ունեցող ընկերությունները՝ ելնելով Արցախ ՀԷԿ ԲԲԸ փորձից, ինչպես նաև կանխատեսվել և գնահատվել են ԼՂՀ ընկերությունների կողմից

բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկների միջոցով արժեթղթերի շուկայից ներգրավվող ֆինանսական միջոցների ծավալները:

- ✓ Հիմնավորվել է ԼՂՀ պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման նպատակով պետական պարտատոմսերի թողարկման և տեղաբաշխման համակարգի ներդրումը, ինչպես նաև գնահատվել են պարտատոմսերի միջոցով ներգրավվող դրամական միջոցների ծավալները՝ հիմք ընդունելով ՀՀ-ում այդ համակարգի արդյունավետ գործողության փորձը և հաշվի առնելով ԼՂՀ-ում ներկայումս առկա դրամական միջոցները:

Ատենախոսության տեսական և գործնական նշանակությունը: Ատենախոսությունում կատարված հետազոտությունները և առաջարկությունները կարող են օգտակար լինել արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ ԼՂՀ օրենսդրության, ինչպես նաև կիրառվել ոլորտի կայացման և զարգացման քաղաքականության մշակման, բարեփոխումների իրականացման, ինչպես նաև կրթական ծրագրերի կազմման համար:

Հետազոտությունում ներկայացված վերլուծությունները և կատարված ուսումնասիրությունները կարող են օգտագործվել նաև ԼՂՀ ընկերությունների կողմից արժեթղթերի նախնական հրապարակային առաջարկների իրականացման և ֆինանսասական շուկայից դրամական միջոցների ներգրավման նպատակով:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Հետազոտության հիմնական արդյունքները քննարկվել են Արցախի պետական համալսարանի <<Ֆինանսահաշվային>> ամբիոնում կազմակերպված գիտական սեմինարների ժամանակ:

Ատենախոսության մեջ ներկայացված հիմնական մոտեցումները և հետազոտության արդյունքները հրապարակված են գիտական վեց հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը, ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացությունների բաժնից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից:

Ատենախոսությունը շարադրված է 156 էջում՝ առանց հավելվածների, այն ընդգրկում է 19 աղյուսակ, 34 գծապատկեր և թվով 4 հավելված:

ԳԼՈՒԽ 1. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱՎԱՐՄԱՆ ԱՐԴԻ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐՈՒՄ

1.1 Արժեթղթերի շուկայի դրսևորման առանձնահատկությունները ժամանակակից տնտեսական համակարգում

Համաշխարհային տնտեսությունում վերջին տարիներին ուժեղանում է արժեթղթերի շուկայի դերը և նշանակությունը, զգալի ընդլայնվում է դրա գործունեության ոլորտները, տեղի է ունենում արժեթղթերի շուկայի միջազգայնացման գործընթաց, որի հետևանքով մի շարք պետությունների արժեթղթերի շուկաները վերածվում են միջազգային ֆինանսական հոսքերի վերաբաշխման ճկուն ինստիտուտի: Ֆինանսական համակարգի գլոբալացման միտումները պահանջում են դրա պետական կարգավորման գործում որոշակի բարեփոխումների իրականացում, որն էլ կապահովի ֆինանսական համակարգի կայունություն, նվազեցնի ոլորտի ռիսկերը և տնտեսության ֆինանսական ու իրական հատվածների միջև հաստատի երկարաժամկետ զարգացման հարաբերություններ[2]:

Ցանկացած շուկայական տնտեսություն անհնար է պատկերացնել առանց ֆինանսական շուկայի առկայության: Ֆինանսական շուկան ապահովում է տնտեսության մեջ ժամանակավորապես ազատ ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ վերաբաշխումը տնտեսության տարբեր ճյուղերում: Ֆինանսական միջոցների վերաբաշխման գլխավոր գործիք են արժեթղթերը, որոնք ուղղակի կապ են ստեղծում ներդրողի և դրամական ազատ միջոցների կարիք ունեցող տնտեսավարող սուբյեկտների միջև[3]:

Ֆինանսական շուկան ստորաբաժանվում է փոխատվական կապիտալի շուկայի և արժեթղթերի շուկայի[4]: Ֆինանսական շուկայի գլխավոր հատվածը՝ արժեթղթերի շուկան, կարևոր դեր է խաղում տնտեսությունում կապիտալի վերաբաշխման ճկուն մեխանիզմների ապահովման գործում: Դրամական միջոցների վերաբաշխումը

---

[2] Խալաթյան Ն. Արժեթղթերի շուկայի ձևավորումը Հայաստանի Հանրապետությունում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա #10-11սեպտեմբեր-հոկտեմբեր 2004, էջ 75:

[3] Скрипниченко М. В. Мальцев Д. М. Голубев А. А. Фондовые рынки и фондовые операции Учебное пособие Санкт-Петербург 2014, ст.14.

[4] Սալնազարյան Ա. Բ., Ֆինանսական շուկան և դրա զարգացման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում, Բանբեր ԵՊՏՀ <<Տնտեսագետ>>հրատարակչություն, Եր., 2004, (1) էջ 67:

այսպիսի եղանակով մեծ զարգացում ունեցավ հատկապես 20-րդ դարի կեսերին, երբ զարգացած շուկայական տնտեսությունում նկատվեց բանկային կապիտալի գերակայությունից անցում բաժնետիրական կապիտալի շուկա:

Վերջին տարիներին ինչպես ՀՀ-ում, այնպես էլ ԼՂՀ-ում նկատվում է արժեթղթերի թողարկում ու տեղաբաշխում իրականացվող գործընթացների ակտիվացում: 2014թ.-ին բաժնետոմսերի գործարքներով ծավալը կազմեց 28.7մլրդ ՀՀ դրամ, որը ի համեմատ 2013թ-ի նույն ժամանակաշրջանի ցուցանիշի հետ գերազանցեց 19,2 անգամ[5]: Բաժնետոմսերով գործարքները կնքվել են հիմնականում յոթ թողարկող ընկերության բաժնետոմսերով, որի քանակը կազմել է 215: Շուկայի կապիտալացումը տարվա վերջին կազմեց 73.0մլրդ ՀՀ դրամ, որը18.3%-ով գերազանցեց 2013թ-ի նույն ժամանակաշրջանի ցուցանիշը, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերով շուկայում կնքվեցին 325 գործարք 4.8 մլրդ ՀՀ դրամ արժողությամբ, իսկ պետական պարտատոմսերի շուկայում իրականացված առևտրի ծավալը կազմեց 33.7 մլրդ ՀՀ դրամ, որը 2.2 անգամ գերազանցում է 2013 տարվա ցուցանիշը: Ընդ որում, պետական պարտատոմսերի շուկայում առևտրի 53.1%-ը կազմել է միջնաժամկետ պետական պարտատոմսերը, 43.9%-ը՝ երկարաժամկետը, 2.9%-ը՝ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերը :

Դրանց հետագա կայացման համար անհրաժեշտություն է առաջանում խորությամբ ուսումնասիրելու արժեթղթերի շուկայի տարբեր տեսակի արժեթղթերի էությունը, առանձնահատկությունները և ներդրումային հնարավորությունները:

Ցանկացած երկրի տնտեսությունում դրամական միջոցների վերաբաշխումը ֆինանսական համակարգի միջոցով վաճառողներից գնորդներին իրականացվում են ուղղակի և անուղակի եղանակով[6]:

Ի տարբերություն ֆինանսական միջոցների վերաբաշխման այլ մեթոդների (բանկային ներդրումներ, ապահովագրական հիմնադրամներ և այլն)՝ արժեթղթերը ներդրողների և կապիտալի շուկայի միջև ուղղակի կապի ստեղծման միջոցով, ներդրումային գործընթացին հաղորդում են զանգվածային բնույթ:

---

[5] Այս և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ մյուս տվյալները բերվում են http://nasdaqomx.am պաշտոնական կայքից:

[6] Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебное пособие для вузов // Пер. с англ. Аспект Пресс, (1999), стр. 34-37.

Տնտեսագիտական գրականության մեջ չկա միասնական ձևավորված կարծիք ֆոնդային շուկայի հիմնական գործիքի՝ արժեթղթերի սահմանման վերաբերյալ: Արևմտյան որոշ հեղինակներ, մասնավորապես անգլո-ամերիկյան դպրոցի հետևորդները, գտնում են, որ արժեթղթերի թվին կարող են դասվել ցանկացած փաստաթուղթ հավաստելով որոշակի գույքային և ոչ գույքային իրավունքներն ու որը հնարավոր է վաճառել[7]:

Օրինակ, Ու. Շարպը, Գ. Ալեքսանդրը և Ջ. Բեյլին նշում են, որ արժեթուղթը սեփականության իրավունքը հավաստող փաստաթուղթ է, որը կարող է փոխանցվել մեկ ուրիշին, ով այդ դեպքում ստանում է դրանից բխող բոլոր իրավունքներն ու պարտականությունները[8]:

Արժեթղթերի շուկան սերտ կապված է ինչպես վարկային, այնպես էլ տիրապետման հարաբերությունների հետ, որոնք ընթանում են հատուկ փաստաթղթերի՝ արժեթղթերի թողարկմամբ: Վերջիններն ունեն իրենց արժեքը և կարող են վաճառվել, գնվել և մարվել[9]:

Հետևաբար, ցանկացած փաստաթուղթ՝ սկսած գրավային անդորրագրից, վերջացրած բաժնետոմսերով, արժեթուղթ են: Այն վերաբերում է նաև օրենսդրությամբ ճանաչված ցանկացած հավաստագրի և վկայում է ապագայում եկամտի ստացված իրավունքը[10]:

Արժեթղթերի և արժեթղթերի շուկայի մասին նույնպիսի մոտեցում արձանագրված է նաև Արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպության՝ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ընդհանուր սկզբունքներին նվիրված փաստաթղթում[11]: Այս մոտեցումը մասամբ պայմանավորված է անգլո-ամերիկյան մոդելի տնտեսությամբ երկրների ֆինանսական շուկայի առանձնահատկություններով:

Ըստ ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի՝ <<Արժեթուղթը, սահմանված ձևի և պարտադիր վավերապայմանների պահպանմամբ, գույքային իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ է, որի իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն այն

---

[7] Բաղդասարյան Ա.Մ.,Արժեթղթերի շուկայի զարգացման և կարգավորման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում: Եր, Նաիրի, 2010թ., էջ 10:

[8]Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В.,Инвестиции, Пер. с англ., М.: Инфра-М, 2004г., с. 3.

[9]Алексеев М.Ю.Рынок ценных бумаг.- М.: Финансы и статистика, 1992.

[10]Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В.,Инвестиции, Пер. с англ., М.: Инфра-М, 2004г, с. 3.

[11] Рубцов Б.Б., Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития, М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2000, с. 312.

ներկայացնելիս>>[12]:

Քաղաքացիական օրենսգրքում տրված սահմանումը վերաբերում է միայն արժեթղթի թղթային ձևին:

Արժեթղթերի թվին են դասվում ՀՀ-ան Քաղաքացիական օրենսգրքով և մի շարք օրենքներով սահմանված արժեթղթերը (անկախ ձևից՝ թղթային կամ ոչ թղթային), ինչպես նաև՝ բաժնետոմսերը, բաժնետոմսերով ամրագրված իրավունքներին համարժեք իրավունքներ տվող այլ արժեթղթերը, պարտատոմսերը և պարտքային այլ արժեթղթերը, բացառությամբ դրամական շուկայի գործիքների, դեպոզիտար ստացականները, սույն կետի <<ա>> և <<բ>> ենթակետերում նշված արժեթղթերի բաժանորդագրման կամ ձեռքբերման իրավունքը հավաստող փաստաթղթերը, ներդրումային հիմնադրամների փայերը կամ դրանցում մասնակցությունը հավաստող նման այլ փաստաթղթերը, շահույթի բաշխման համաձայնությունը, նման համաձայնությանը մասնակցությունը վկայող փաստաթուղթը, դրամական շուկայի գործիքները, ածանցյալ գործիքները, կապիտալի (միջոցների) ներգրավման նպատակով օգտագործվող ցանկացած այլ ներդրումային համաձայնությունը, որը ներառում է վերը նշված արժեթղթերի հատկանիշներն ամբողջությամբ կամ դրանց մի մասը[13]:

Ընդհանրացնելով այս բոլորը արժեթղթի վերաբերյալ կարելի է տալ հետևյալ բնութագրերը՝

- արժեթուղթը յուրահատուկ ապրանք է, որը միաժամանակ հանդիսանում է և սեփականության տիտղոս, և պարտային պարտավորություն, եկամուտ ստանալու իրավունք, և այն վճարելու պարտավորություն.
- արժեթուղթը իրենից ներկայացնում է՝ սահմանված ձևով և պարտադիր վավերապայմաններով փաստաթուղթ, այն վկայում է թողարկողի նկատմամբ դրա սեփականատիրոջ գույքային ու ոչ գույքային իրավունքների մասին.
- այն ունի դրամային արտահայտությամբ որոշակի արժեք.
- արժեթղթով ամրագրված իրավունքներն արժեթղթի սեփականատերն օտարման ցանկացած գործարքով կարող է փոխանցել երրորդ անձի տվյալ արժեթղթի փոխանցման միջոցով:

[12]ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգիրք, Գլուխ 8, հոդված 146, 1998թ.:
[13]<<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենք, ՀՕ-195-Ն, 11.10.2007, ՀՀ ՊՏ 31.10.07, Հոդված 3, մաս 1:

Արժեթղթերի ըստ տնտեսական նշանակության ընդհանրացվում են հետևյալ գործառույթներում՝

- վերաբաշխման գործառույթ. արժեթղթերով իրականացնում են ֆինանսական միջոցների վերաբաշխում տնտեսության ճյուղերի և ոլորտների, բնակչության խմբերի, բնակչության և տնտեսության ոլորտների, բնակչության և տնտեսության միջև,
- կապիտալի տիրապետման և կառավարման իրավունքի գործառույթ. արժեթղթերն իրենց սեփականատերերին տալիս են լրացուցիչ իրավունքներ՝ կապիտալի նկատմամբ իրավունքի հետ մեկտեղ (օրինակ՝ կառավարմանը մասնակցելու իրավունք).
- եկամտի ստացում. արժեթղթերը ապահովում են կապիտալից եկամտի ստացում և այդ կապիտալի վերադարձ[14]:

Գործնականում հայտնի են արժեթղթերի բազմաթիվ տեսակներ, որոնց ցանկը, գնալով ընդլայնվում է: Ստեղծվում են արժեթղթերի նոր տեսակներ, որոնց նպատակն են բավարարելու ֆինանսական շուկայի մասնակիցների պահանջմունքները:

Համաձայն 2000-2007թթ.–ին ընդունված <<Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին>> ՀՀ օրենքի՝ արժեթուղթ էր համարվում ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքով ու արժեթղթերի մասին այլ օրենքներով սահմանված ցանկացած ներդրումային, վճարային կամ տիտղոսային արժեթուղթը, այդ թվում շահույթի բաշխման համաձայնությունը, նման համաձայնության մասնակցությունը կամ մասնակցությունը վկայող փաստաթուղթը, օպցիոնը, ֆյուչերսը կամ ածանցյալ այլ արժեթուղթը, արժեթղթի ձեռքբերման նախապատվության իրավունքը, դեպոզիտային հավաստագիրը կամ ստացականը՝ անկախ դրանց ձևից, ինչպես նաև ցանկացած ներդրումային համաձայնությունը, որը ներառում է վերը նշված արժեթղթերի հատկանիշներն ամբողջությամբ կամ դրանց մի մասը, կապիտալի ներգրավման նպատակով օգտագործվող ցանկացած այլ փաստաթուղթ՝ անկախ նրա ձևից, ինչպես նաև արժեթղթի նկատմամբ իրավունքը կամ նման իրավունքի, կամ դրանում բաժնի կամ մասնակցության վկայականը, հավաստագիրը,

[14] Рынок ценных бумаг,Под ред. Галанова В.А., Басова А.И.,Москва: Финансы и статистика, 1998, с.10.

ստացականը կամ նման այլ փաստաթուղթը, անկախ դրա ձևից, որն այդպիսին էր համարվում գործարար շրջանառության սովորույթների համաձայն[15]:

Իսկ 2007թ-ին ընդունվեց<<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենքը, որի համաձայն՝ արժեթղթեր են համարվում ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքով և այլ օրենքներով սահմանված արժեթղթերը, դրանք են.

ա) բաժնետոմսերը, բաժնետոմսերով ամրագրված իրավունքներին համարժեք իրավունքներ տվող այլ արժեթղթերը,

բ) պարտատոմսերը և պարտքային այլ արժեթղթերը, բացառությամբ դրամական շուկայի գործիքները,

գ) դեպոզիտար ստացականները, սույն կետի ա) և բ) ենթակետերում նշված արժեթղթերի բաժանորդագրման կամ ձեռքբերման իրավունքը հավաստող փաստաթղթերը,

դ) ներդրումային հիմնադրամների փայերը կամ դրանցում մասնակցությունը հավաստող նման այլ փատաթղթերը,

ե) շահույթի բաշխման համաձայնությունը, նման համաձայնության մասնակցությունը վկայող փաստաթուղթը,

զ) դրամական շուկայի գործիքները,

է) ածանցյալ գործիքները,

ը) կապիտալի ներգրավման նպատակով օգտագործվող ցանկացած այլ ներդրումային համաձայնությունը, որը ներառում է վերը նշված արժեթղթերի հատկանիշներն ամբողջությամբ կամ դրանց մի մասը[16]:

Ինչպես նկատում ենք, նշված օրենքում վճարային գործիքներն արժեթուղթ չեն համարվում: Միայն ձևակերպումից կարող ենք հանգել, որ նշված դրույթը կիրառվում է տվյալ օրենքի շրջանակներում: Այդ պատճառով էլ <<արժեթուղթ>> հասկացությունը ՀՀ օրենսդրության մեջ կիրառվում է ամենալայն իմաստով: Այնուամենայնիվ, հայաստանյան տնտեսագիտական գրականության մեջ ևս չկա միանշանակ մոտեցում տվյալ հասկացության սահմանման վերաբերյալ[17]:

---

[15]<<Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին>>ՀՀ օրենք, ՀՕ-82, 06.07.2000, ՀՀ ՊՏ 01.08.2000:

[16]<<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենք, ՀՕ-195-Ն, 11.10.2007, ՀՀ ՊՏ 31.10.07 (փոփոխություններով եւ լրացումներով առ 01.07.2012), Գլուխ 1, Հոդված 3:

[17]Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթները և արդյունավետությունը (ՀՀ օրինակով): Տնտ. գիտ. դոկտ. ատեն. սեղմ.- Եր., 2003.- էջ 38:

Որոշ տնտեսագետներ նշում են, որ արժեթուղթը որոշակի իրավունքներ տվող կամայական փաստաթուղթ է, որը հնարավոր է վաճառել և գնել համապատասխան գնով[18]:Այս մոտեցման դեպքում շեշտվում է արժեթղթերի շրջանառելիությունը:Շատ տնտեսագետներ գերադասում են արժեթղթերի վերը նշված իրավաբանական սահմանումը[19]:

Հաշվի առնելով արժեթղթերի շուկայում գործող բազմաքանակ գործիքների, որպես ներդրումային միջոցների հավաքագրման առավել տարածված գործիքներից կարող ենք առանձնացնել բաժնետոմսերն և պարտատոմսերը: Այդ պատճառով ուսումնասիրության հիմնական օբյեկտ ընտրել ենք երկու արժեթղթերի դասերը:

Բաժնետոմսերը՝ որպես ներդրումների ներգրավման գործիք, ունեն մի շարք առավելություններ և թողարկողների, և ներդրումներ իրականացնող անձանց համար[20]:

Թողարկողի տեսանկյունից բաժնետոմսերի հիմնական առավելություններն են համարվում այն ,որ ընկերության պարտավորությունները չեն փոխվում, կարող են հավաքագրել մեծածավալ միջոցներ համեմատաբար մանր ներդրողներից,ընդ որում հավաքագրվող միջոցներն անվճար են, քանի որ, թողարկող ընկերությունը շահաբաժիններ վճարելու պարտավորություն չի ստանձնում և բաժնետոմսերի հրապարակային թողարկումը բարձրացնում է ընկերությունների վարկանիշը:

Իսկ ներդրողների տեսանկյունից բաժնետոմսերի ձեռքբերումն ունի մի շարք առավելություններ՝ ընկերությունում կառավարման մասնակցման իրավունքը, բարձր եկամուտ ստանալու հնարավորություն (շահութաբաժինների տեսքով և բաժնետոմսի արժեքի աճի), լրացուցիչ թողարկման ժամանակ բաժնետոմսեր ձեռք բերելու նախապատվության իրավունքը, ինչպես նաև ընկերությունը լուծարելու ժամանակ և դրանից հետո ընկերության գույքից մասնաբաժին ստանալու իրավունքը, ինչպես նաև կազմակերպության կանոնադրությունում նշված իրավունքները:

Այնուամենայնիվ, բաժնետոմսերը բացի դրական կողմերից ունեն նաև մի շարք թերություններ:Դրանք են՝ ընկերության կապիտալում սեփականության վերաբաշխման վտանգը, թողարկման և տեղաբաշխման հետ կապված զգալի ծախսերը, պետության

[18]Ասատրյան Բ., Բանկային գործ,-Եր: Սարվարդ Հրատ. 2004.:
[19]Բայադյան Ա. Հ., Ֆինանսական բացատրական բառարան. Եր. Աստղիկ, 2004, էջ 334:
[20]Արժեթղթերի շուկա: Ուս. ձեռնարկ./Խմբ. Ա.Բ. Սալնազարյան.- Եր.: <<Զանգակ-97>>, 2009, էջ 41:

կողմից օրենքով և ենթաօրենսդրական ակտերով սահմանված խիստ պահանջները կապված տեղեկատվության բացահայտման և թողարկման կազմակերպման հետ և այլն: Իսկ ներդրողների համար առկա են՝ներդրումային բարձր ռիսկը և ստացվելիք եկամուտների մակարդակի անորոշությունը:

Պարտատոմսերը ի տարբերություն բաժնետոմսերի ունեն փոխառության բնույթ, վերադարձման ժամկետ ու որոշակի եկամտաբերություն: Պարտատոմսերը թողարկվում են պետության (պետական պարտատոմսեր), իրավաբանական անձանց կողմից (կորպորատիվ պարտատոմսեր):

Ըստ <<Բաժնետիրական ընկերությունների մասին>> ՀՀ օրենքի ընկերությունները կարող են թողարկել ինչպես ընկերության գույքի գրավով ապահովված պարտատոմսեր, այնպես էլ երրորդ անձի կողմից տրամադրված երաշխավորությամբ ապահովված պարտատոմսերի թողարկումը և առանց ապահովման պարտատոմսեր[21]:

Պարտատոմսերը ևս ունեն մի շարք առավելություններ ներդրումային այլ գործիքների նկատմամբ: Ըստ թողարկողի՝ պարտատոմսերի առավելություններն են .

- փոխառուի և փոխատուի միջև կապը, ի տարբերություն բանկային վարկի, կատարվում է առանց միջնորդի,
- պարտատոմսերով իրականացնում են փոխառության արժեթղթավորում, որն էլ ընկերության համար ավելի մատչելի է դարձնում փոխառություններ ներգրավելիս,
- առանց վտանգելով ընկերության բաժնետոմսերի վերաբաշխումը, ընկերությունը պարտատոմսերի թողարկման միջոցով ներգրավում է մեծ քանակի դրամական միջոցներ,
- հնարավորություն ներգրավելու երկարաժամկետ ներդրումներ, ի համեմատ բանկային փոխառությունների, որոնք ունեն ժամկետային սահմանափակումներ:

Բացի դրական կողմերից պարտատոմսերը, ունեն մի շարք թերություններ: Պարտատոմսերի թողարկումը կապված է մեծ ծախսերի և օրենքով սահմանված

[21]<<Բաժնետիրական ընկերությունների մասին>> ՀՀ օրենք, Ընդունված 2001 թվականի սեպտեմբերի 25-ին, Հոդված 40, մաս 2:

նախապատրաստական ժամանակատար բազմաթիվ աշխատանքներ, ինչպես նաև ժամկետային և ծավալային որոշակի սահմանափակումների հետ:

Այսպիսով՝ արժեթղթերն իրենից ներկայացնում են յուրահատուկ ֆինանսական կարևոր գործիք, որոնց միջոցով իրականացնում են.

- ներդրումային, վճարային, հաշվարկային, կազմակերպչական և այլ հարցեր ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին հնարավորություն են տալիս դրանց առքուվաճառքի միջոցով առավելագույն ճկունություն հաղորդել միջոցների տեղաշարժին,
- անմիջական կապ հաստատել ներդրողների և դրամական ազատ միջոցների կարիք ունեցող անձանց միջև:

Որպես ֆինանսական գործիք արժեթղթերը օգտագործվում են նաև ներդրումների ներգրավման և ֆինանսական ռեսուրսների ներդրման, վճարների կատարման, գրավի, վարկի և դրա ապահովման, ունեցվածքի փոխակերպման համար[22]:

Ամփոփելով՝ կարելի է ներկայացնել արժեթղթերին բնորոշ հետևյալ գործառույթները: Դրանք են.

- կազմակերպությունների, բնակչության ժամանակավոր ազատ ֆինանսական միջոցների հավաքագրում,
- ֆինանսական միջոցների վերաբաշխում տնտեսության ճյուղերի և դրանց կարիքը զգացողների միջև,
- դրամաշրջանառության կարգավորում,
- նորաստեղծ կազմակերպությունների և գործողների ընդլայնման համար ներդրումների աղբյուր,
- վարկահաշվարկային գործիք,
- միջոցների ներդրումը վկայող փաստաթուղթ,
- կապիտալի իրավունք,
- կապիտալից եկամտի ստացման ապահովում[23]:

Այսպիսով, արժեթղթերի շուկան ինչպես դրամական, այնպես էլ կապիտալի շուկայի կարևորագույն բաղկացուցիչն է: Արժեթղթերի շուկան ինվեստիցիոն հոսքերի

[22] Боровкова В.А., Боровкова В.А., Рынок ценных бумаг, 2-е изд, Питер, 2008,с.7.
[23] Галанова В.А Рынок ценных бумаг, М:ИНФРА-М, 2007, с.30.

կարգավորիչի դեր է խաղում, որն ապահովում է հասարակության համար ռեսուրսների օգտագործման օպտիմալ կառուցվածք:

Արժեթղթերի շուկայի բնութագրման մասին նույնպես չկա միանշանակ մոտեցում ոչ արտասահմանյան և ոչ էլ հայրենական գրականությունում:

Տնտեսագիտական գրականությունում և, օրենսդրությունում արժեթղթերի շուկայի մասին կան բազմաթիվ տեսակետներ:

Ինչպես գտնում է ռուս տնտեսագետ Տորկանովսկին՝ արժեթղթերի շուկան իրենից ներկայացնում է իրական գոյություն ունեցող կապիտալի շուկա:

Արժեթղթերի շուկան կարելի է ներկայացնել ինչպես տնտեսական կատեգորիայով և այնպես էլ դրսևորման ձևով[24]:

Որպես տնտեսական կատեգորիա արժեթղթերի շուկան արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության հետ կապված հարաբերությունների ամբողջությունն են, իսկ որպես արժեթղթերի շուկայի դրսևորման կոնկրետ ձև այն իրենից ներկայացնում է մեխանիզմների ամբողջություն, դրանց օգնությամբ իրականացվում են արժեթղթերի թողարկման ժամանակ առաջացած հարաբերությունները, այսինքն՝ այն արժեթղթերի շուկայի դրսևորման կոնկրետ ձև է, որը կարող է հանդես գալ բորսաների, բորսայականից շուկայի, կազմակերպված և անկազմակերպ շուկայի ձևով[25]:

Ըստ տնտեսագիտական գիտությունների դոկտոր պրոֆեսոր Ա.Բ. Սալազարյանի՝ որպես ֆինանսական շուկայի հատված, արժեթղթերի շուկան ընդգրկում է փողը վաճառողներից գնորդներին անցնելու անմիջական, առանց ֆինանսական միջնորդների (ֆինանսական ինստիտուտների) մասնակցության հարաբերությունները: Արժեթղթերի շուկայի առաքելությունը կայանում նրանում, որ վերջինի միջոցով տնտեսավարող անձինք, թողարկելով արժեթղթեր, հատկապես՝ բաժնետոմսեր և պարտատոմսեր, կազմավորում են իրենց սեփական և փոխառու կապիտալը (այդ պատճառով հաճախ նաև արժեթղթերի շուկան անվանում են ֆոնդային շուկա) [26]:

Արտասահմանյան և հայկական տնտեսագիտական գրականության մեջ նույնպես

---

[24] Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը.,Եր.: Մակմիլան-Արմենիա, 2002, էջ17:

[25] Рынок ценных бумаг, Под ред. Галанова В.А,Басова А.И., 2-е изд.,М.: Финансы и статистика, 2004.

[26] Արժեթղթերի շուկա: Ուս. ձեռնարկ./Խմբ. Ա.Բ. Սալնազարյան.- Եր.:<<Զանգակ-97>>, 2009, էջ 9:

կարող ենք հանդիպել արժեթղթերի շուկայի տարբեր սահմանումների: Ըստ ռուս մի շարք տնտեսագետների արժեթղթերի շուկան սահմանափակվում է բաժնետոմսերի շուկայով[27]:

Ըստ Կոլիեսնիկովի և Տորկանովսկու՝ ֆինանսական շուկան բաղկացած է փոխկապակցված և փոխլրացնող երեք շուկաներից՝ կանխիկ դրամի և կարճաժամկետ միջոցների շուկա, փոխառու կապիտալի շուկա, արժեթղթերի շուկա[28]:

Ըստ ռուս տնտեսագետ Միրկինի՝ արժեթղթերի շուկան մի կողմից հանդիսանում է փոխանակության առնչությամբ տնտեսական հարաբերությունների համակարգ, որի կենտրոնում ընկած է արժեթուղթ ապրանքը, իսկ մյուս կողմից՝ մի շարք ինստիտուտների ամբողջություն (թողարկողներ, ներդրողներ, ֆինանսական միջնորդներ, բորսայական և արտաբորսայական առևտրային համակարգեր, դեպոզիտարիաներ, հաշվարկային և քլիրինգային կազմակերպություններ և այլն):

Խիստ պարզ ու միաժամանակ ընդգրկուն սահմանում է առաջարկում Մարկ Մակ Կրաքենը. <<Վայր կամ վայրեր>>, որտեղ տեղի է ունենում արժեթղթերի առք ու վաճառք, ենթակառուցվածքներ և մարդիկ, որոնք ներգրավված են այդ գործընթացում, արժեթղթերի առկայություն և դրանց նկատմամբ համապատասխան պահանջարկ, ինչպես նաև գնորդների և վաճառողների գնային համաձայնության գալու պատրաստակամությունը[29]:

Նշված տարբեր մեկնաբանություններից կարող ենք տալ արժեթղթերի շուկայի այսպիսի սահմանումն՝ արժեթղթերի շուկան միջնորդավորում է արժեթղթերով արտահայտվող վարկային և տիրապետման հարաբերությունները: Արժեթղթերի շուկան միջնորդավորում է կապիտալի տեղաշարժի գործընթացը: Արժեթղթերի միջոցով հավաքագրվում են տնտեսության մեջ եղած <<փոշիացած>> ֆինանսական ռեսուրսները և տեղաբաշխվում այն ոլորտները, որոնք դրանց կարիքն ունեն:

Արժեթղթերի շուկան տնտեսական աճի կարևոր գործոններից մեկն է:

Արժեթղթերի շուկայի ազդեցությունը դրսևորվում է և ուղղակիորեն, և անուղղակիորեն: Ուղղակի ազդեցությունը պայմանավորված է արժեթղթերի շուկայի՝

[27]Евстигнеев В.Р., Финансовый рынок в переходной экономике, Москва: Эдиториал УРСС, 2000, с. 5.
[28]Ценные бумаги, Учебник, Под ред. В.И. Колиесникова, В.С. Торкановского, 802-е издание, Москва: Финансы и статистика, 2001, с. 72-73.
[29]www.teachmefinance.com, dictionary under the redaction of Mark McCracken.

տնտեսության ներդրումային ռեսուրսների արագ և նպատակային շրջանառության վրա ունեցած դրական ազդեցությամբ, իսկ անուղղակի ազդեցությունն՝ առանձին թողարկողների մոտ ձևավորվող կորպորատիվ կառավարման, գործունեության թափանցիկության բարձրացման, ֆինանսական արդյունավետվության և հուսալիության բարձրացման գործոնները:

Արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը տնտեսական աճում կարելի է գնահատել տնտեսության ֆինանսական ռեսուրսների վերաբաշխման գործում արժեթղթերի շուկայի ունեցած մասնակցությամբ: 2014 թվականին տնտեսական աճը ՀՀ-ում կազմել է 8.9 %, չնայած արժեթղթերի շուկան էական ազդեցություն չունեցավ տնտեսական աճի վրա:

Արժեթղթերի շուկայի մասին նույնպես չկար միանշանակ մոտեցում: Եթե անգլոսաքսոնական տնտեսական մոդելով գործող երկրներում արժեթղթերի շուկան համարվում է տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժ, ապա մայրցամաքային տնտեսական մոդելի տնտեսություններում (Ֆրանսիա, Գերմանիա և այլն) որպես տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր համարվում է բանկային կապիտալը[30]:

Զարգացած արժեթղթերի շուկայի ստեղծումը շուկայական ցանկացած տնտեսության գործունեության նախապայման է:

Ընդհանրապես ֆինանսական շուկայի կազմում ընդգրկված տարրերն են համարվում՝

- շուկայի սուբյեկտները,
- բորսային ու արտաբորսային շուկաները,
- պետական կարգավորման մարմինները,
- ինքնակարգավորվող կազմակերպությունները
- շուկայի ենթակառուցվածքները:

Արժեթղթերի շուկայի կարևոր առանձնահատկություններից է իրացվելիությունը[31]:

[30] Ֆահրադյան Կ., Արժեթղթերի շուկան ժամանակակից շուկայական տնտեսական համակարգում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա #1-2 հունվար-փետրվար, 2010, էջ 98:

[31] Рамзаева Е.П. Рынок ценных бумаг - составная часть финансового рынка, Экономические Науки, 2011, 4(77) ст. 49.

Կայացած արժեթղթերի շուկան հնարավորություն է տալիս էմիտենտներին ստանալու ֆինանսական միջոցներ ներդրումներ իրականացնելու համար: Ներդրողներն՝էլ կարող են կատարել ավելի կարճաժամկետ ներդրումներ, քանի որ նրանք հնարավորություն ունեն արժեթղթերը վաճառելու գործողության ողջ ժամանակահատվածում: Կազմակերպություններն էլ որպես պարտառու այդ միջոցները կարող են կառավարել ողջ ժամանակաընթացքում: Իրացվելիությունը շուկայում սահմանում է նաև ներդրումների կառուցվածքը[32]:

XXI դարի սկզբին արժեթղթերի շուկայի սահմաններն ընդլայնվում են, որի արդյունքում այլ երկրների ներդրողները հնարավորություն ունեն իրենց ազատ դրամական միջոցները ներդրնել արտասահմանյան երկրներում շրջանառվող արժեթղթերում:

Այսպիսով՝ արժեթղթերի շուկան՝ արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման և շրջանառության առնչությամբ առաջացող տնտեսական փոխհարաբերությունների համակարգ է:

Ըստ առևտրի կազմակերպման ձևի՝ առանձնացնում են արժեթղթերի հետևյալ շուկաները

1. առաջնային և երկրորդային,
2. կարգավորվող և չկարգավորվող,
3. բորսայական և արտաբորսայական,
4. կանխիկ և ժամկետային[33]:

Արժեթղթերի առաջնային շուկաներում թողարկողի արժեթղթերը տեղաբաշխվում են առաջին ձեռք գնողների շրջանակում, իսկ ներգրավված ֆինանսական միջոցները փոխանցվում են թողարկողների հաշվին:

Այսպիսով, արժեթղթերի առաջնային շուկան իրենից ներկայացնում է ներդրողների միջև արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխում, որոնց միջոցով էմիտենտները ձեռք են բերում դրամական միջոցներ: Արժեթղթերի առաջնային շուկան համարվում է իրացման գործընթացի նախնական փուլը: Առաջնային շուկայի

[32] Криничанский К.В. Фондовый рынок и экономическое развитие: каналы взаимосвязи/ Современный финансовый рынок Российской Федерации. – Пермь: Изд-во Пермского ун-та, Изд. дом «Пресстайм», 2007. ст. 151.

[33] Դավթյան Տ., Արժեթղթերով գործառնություններ, Ֆինանսաբանկային քոլեջ, Երևան, 2003, էջ 8:

կարևորագույն գործառույթներից է՝ ապահովել լիարժեք տեղեկություններ ներդրողներին ներդրումային հնարավորությունների մասին, արդյունքում ապահովելով դրամական կապիտալի ներհոսքը դեպի տնտեսության մյուս ոլորտները:

Առաջնային շուկայում արժեթղթերի տեղաբաշխումը իրականցվում են փակ և բաց բաժանորդագրությամբ:

Փակ տեղաբաշխումը բնութագրվում է նախօրոք որոշված թվաքանակով ներդրողներին արժեթղթերի վաճառքով՝ բացառելով հրապարակային առաջարկն ու վաճառքը,իսկ հրապարակային առաջարկը նախկինում թողարկված արժեթղթերի տեղաբաշխումն է բաց բաժանորդագրությամբ:

Արժեթղթերի երկրորդային շուկան իրենից ներկայացնում է առաջնային շուկայում գնված արժեթղթերի վերավաճառք: Արժեթղթերի երկրորդային շուկայի գլխավոր էությունը կայանում է իրացվելի արժեթղթերի շուկայի պահպանումը: որն էլ հնարավորություն է տալիս պահպանելու ներդրողների շահերը: Երկրորդային շուկայում տեղի է ունենում արժեթղթերի շրջանառություն, դրանց տերերի մշտական փոփոխում[34]:

Այսպիսով, կարող ենք եզրահանգել, որ առաջնային շուկան առանցքային նշանակություն ունի պետության ֆինանսական կարիքների բավարարման և երկրորդային շուկայի հաստատման գործընթացներում:

Արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքը բաղկացած է ֆոնդային բորսայից, ռեեստրավարից, դեպոզիտարիայից, հաշվարկա-քլինինգային կազմակերպությունից, որոնք արժեթղթերի շուկայում իրականացնում են մասնագիտացված գործունեություն:

Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներից է համարվում նաև ֆոնդային միջնորդները, դիլերային, բրոքերային ընկերությունները, ներդրումային հիմնադրամները և այլ միջնորդներ:

Ֆոնդային շուկաները տարբերվում են իրենց զարգացման աստիճանով: Տարբերում ենք «զարգացած», «ձևավորվող» և «սաղմնային»: Ռուս հայտնի տնտեսագետ Բ.Բ. Ռուբցովը նշում է, որ տարբեր հեղինակներ «ձևավորվող շուկային» տալիս են տարբեր մեկնաբանություններ: Նպատակահարմար է առաջնորդվել միջազգային

[34] Едронова В.Н., Новожилова Т.Н., Рынок ценных бумаг: учеб.пособие, М.: Магистр, 2007, с. 47.

կազմակերպությունների դասակարգումից[35]: Այս մոտեցումը ընդունելի է համաշխարհային ֆոնդային շուկայի առանձին հատվածների վերլուծության ժամանակ, որը ներկայումս է ձևավորվել: Միջազգային ֆինանսական կառույցների՝ երկրները դասակարգում են «զարգացած» և «ձևավորվող»:

Սովորաբար, որպես զարգացման չափանիշ վերցնում են՝

- բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման մակարդակով,
- մեկ շնչին ընկնող համախառն ներքին արդյունքով,
- տնտեսական ազատականության ինդեքսով[36]:

2014թ.-ին ԼՂՀ-ում ՀՆԱ-ն կազմել է 188,8մլրդ դրամ՝ 2013թ. 168.6մլրդ դրամի փոխարեն: ՀՆԱ-ի ի հավելաճի տեմպը կազմել է 8.9 տոկոս, համախառն ներքին արդյունքի ինդեքս-դեֆլյատորը՝ 2,9 տոկոս: ՀՆԱ-ի արձանագրված 8.9 տոկոս հավելաճի տեմպի 2,4-ական տոկոսային կետն ապահովել է արդյունաբերությունը, կառավարում և պաշտպանությունը, 1,1 տոկոսային կետը շինարարությունը: 2014թ. մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ն, ընթացիկ գներով, կազմել է 1268.1հազ. դրամ, 3048.9ԱՄՆ դոլար կամ 2296.8Եվրո[37]:

Չևավորվող արժեթղթերի շուկան բաժանվում է «զարգացող» և «սաղմնային»: Չնայած մեր տեսանկյունից դրանք տարբերվում են միայն հասունության աստիճանով և համարվում են զարգացած արժեթղթերի շուկայի ձևավորման փուլերը:

ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկան կարելի է համարել «սաղմնային», որն անկյունաքար է հանդիսանում դրա հետագա զարգացման համար

[35] Рубцов Б.Б., Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002, стр. 14.

[36] Բաղդասարյան Ա.Մ., Արժեթղթերի շուկայի զարգացման և կարգավորման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում: - Եր.: Նաիրի, 2010թ., էջ 20:

[37] <<ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014 թվականի հունվար-դեկտեմբերին>> տեղեկատվական եռամսյակային զեկույց, ԼՂՀ ԱՎԾ:

1.2 Արժեթղթերի շուկայի արդի գործառույթները և դրանց իրականացման պայմանները

Ֆինանսական շուկայի և հատկապես դրա կարևորագույն հատվածի արժեթղթերի շուկայի զարգացումը տնտեսավարման արդի պայմաններում դարձել է տնտեսական աճի ապահովման ուղղություններից մեկը:

Ներկա պայմաններում արժեթղթերի շուկայի ուսումնասիրությունը դասվում է տնտեսական հիմնարար կատեգորիաների հետազոտությունների շարքին, և այն անհնար է առանց շուկայի գործառույթների բացահայտման ու գնահատման չափանիշների մոտեցումների մշակման ու հիմնավորման[38]:

Արժեթղթերի շուկան շուկայական տնտեսության բաղկացուցիչ մասն է, որի դրսևորման ձևերի և գործառույթների կառավարումը տնտեսական քաղաքականության մեջ կարևոր նշանակություն ունեն:

Շուկայական տնտեսությունում արժեթղթերի շուկան ապահովում է խնայողությունների վերածումը ներդրումների և ռեսուրսների վերաբաշխումը ամբողջ տնտեսության մասշտաբով, արտացոլում է ֆինանսական գործիքների շուկայական արժեքը և ապահովում դրանց վերաբերվող տեղեկատվության մատչելիությունն ու հրապարակայնությունը, ու հանդես գալիս որպես տնտեսական աճը խթանող կարևորագույն գործոն: Արժեթղթերի շուկան և տնտեսական աճը գտնվում են փոխադարձ կախվածության մեջ: Այդ աճը պայմանավորված է ներդրումային ֆինանսական ռեսուրսները տնտեսության իրական հատված տեղաբաշխելու և դրանց արդյունավետ օգտագործման մեխանիզմները կազմակերպելու միջոցով:

ԼՂՀ-ում ներկայիս կայուն և զարգացած տնտեսությունը կարող է հիմք դառնալ գործունակ արժեթղթերի շուկա ստեղծելու համար:

Արժեթղթերի շուկան, որպես տնտեսության աճի գործոն, իրականացնում է երկակի գործառույթ. մեկը որպես տնտեսական աճի անմիջական խթան, մյուսը որպես միջնորդավորողի դեր, ապահովելով աճ՝ դրամական խնայողությունները ներդրումների ձևափոխելու և դրանք վերաբաշխելու ճանապարհով[39]:

---

[38] Балабанов В.С. Рынок ценных бумаг, М., 1994.

[39] Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах: Москва, 2002, с.10.

Տնտեսագիտական գրականության մեջ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների մասին միանշանակ մոտեցում չկա: Տարբեր հեղինակներ արժեթղթերի շուկայի արդի գործառույթները տարբեր կերպ են դասակարգում:

Այսպես՝ ըստ Վ.Ա. Գալանովի՝ արժեթղթերի շուկան կատարում է հետևյալ գործառույթներն, որոնք կարելի է բաժանել երկու խմբի՝ ընդհանուր շուկայական, որոնք սովորաբար բնորոշ են յուրաքանչյուր շուկայի, և յուրահատուկ, որոնք վերաբերում են միայն տվյալ շուկային[40].

Ընդհանուր շուկայական գործառույթներն են՝

- առևտրային,
- գնագոյացման,
- տեղեկատվական,
- կարգավորող,

Իսկ արժեթղթերի շուկային յուրահատուկ գործառույթները ներառում են՝

- վերաբաշխման,
- գնային,
- ֆինանսական ռիսկերից ապահովագրման:

Իսկ ըստ Վ.Ի. Կոլեստնիկովայի և Վ.Ս. Տորկանովսկու՝ առանձնացվում են արժեթղթերի շուկայի հետևյալ գործառույթները ա)ներդրումային, բ)սեփականության վերաբաժանման, գ)ռիսկերի վերաբաշխման, դ)պարտքի իրացվելիության բարձրացման[41]:

Տնտեսագետ Բ. Ռայզբերգը՝ արժեթղթերի շուկայի գործառույթները դասակարգել է հետևյալ կերպ՝

- ներդրումային հոսքերի կարգավորում և ռեսուրսների օգտագործման օպտիմալ կառուցվածքի ապահովում,
- քաղաքական, սոցիալ-տնտեսական, արտաքին տնտեսական և հասարակական կյանքի այլ ոլորտներում տեղի ունեցող և սպասվող փոփոխություններին արձագանքում,

[40] Рынок ценных бумаг, Учебник, Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., 2-ое издание, Москва: Финансы и статистика, 2006, с. 195-196.

[41] Ценные бумаги: Учебник: Под ред. Колестникова В.И., Торкановского В.С., Финансы и Статистика, 1998, с. 72.

- միկրոմակարդակում տնտեսության մեջ կառավարման դեմոկրատական սկզբունքների իրացման ապահովում՝ շնորհիվ կորպորատիվ կառավարման,
- առանձին ընկերությունների արժեթղթերի գնման միջոցով հասարակության համար անհրաժեշտ ոլորտներում ներդրումների կատարում,
- ներդրումային գործընթացի զանգվածայնության ապահովում,
- պետական ֆինանսական քաղաքականության իրականացման գործում կարգավորիչի դերի կատարում՝ իրականացնելով բյուջետային պակասուրդի, կոնկրետ նախագծերի ֆինանսավորում, դրամական զանգվածի կարգավորում, ֆինանսական համակարգի իրացվելիության ապահովում և այլն [42]:

Ֆ. Ֆաբոցցին ֆինանսական շուկայի, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի գործառույթները դասակարգում է հետևյալ կերպ.

- ֆինանսական ակտիվների գնի որոշում,
- ֆինանսական ակտիվներով գործարքների իրականացման մեխանիզմի ապահովում,
- շուկայի մասնակիցների գործարքային ծախսերի նվազեցման գործառույթ[43]:

Հայկական տնտեսագիտական գրականության մեջ նույնպես կան տարբեր մոտեցումներ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների վերաբերյալ:

Օրինակ՝ տնտեսագիտական գիտությունների դոկտոր պրոֆեսոր Ա.Բ. Սալնազարյանը առանձնացնում է արժեթղթերի շուկայի հետևյալ գործառույթները, որոնք ապահովում են շուկայի գործունեության ընդհանուր օրինաչափությունները՝

- արժեթղթերի առանձին տեսակների կենսագործունեության ոլորտների և պայմանների ապահովման գործառույթը,
- արժեթղթերի վաճառքի և գնման գործառույթը,
- արժեթղթերի ներդրումային ներուժի ձևավորման գործառույթը,
- արժեթղթերի ընդհանուր ֆինանսական ներուժի ձևավորման գործառույթը,
- արժեթղթերի կենսագործունեության մոդելավորման գործառույթը,
- սեփական կապիտալի ծավալի ավելացման և կանխավճարվող կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության գործառույթը,

[42] Курс Экономики, Учебник,.Под ред. Б.А. Райзберга, Москва: Инфра-М, 2000, с. 369-370.
[43]Фабоцци Ф., Управление инвестицями, Москва: Инфра-М, 2000, с. 16-17.

- ֆինանսական շուկայի կազմավորման գործառույթը,
- արժեթղթերի գնահատման և բազմատեսականացման գործառույթը, որի գործունեությունը կապված է մասնավորեցման (սեփականաշնորհման) և շուկայի պետական կարգավորման խնդիրների լուծման հետ,
- արժեթղթերի կուրսի, շուկայական գների և շահութաբերության միջին նորմայի կազմավորման ու կարգավորման գործառույթը [44]:

Ըստ պրոֆեսոր Ա. Մարկոսյանի ֆոնդային շուկայի գործառույթները դասակարգել է՝ անընդհատության, իրացվելիության ապահովում և շուկայի կարգավորում, գների սահմանում, շուկայական իրավիճակի հաշվառում, տեղեկատվական գործառույթ, բորսայական արբիտրաժի, կամ բորսայական գործարքների կնքման ժամանակ ծագող վեճերի լուծման գործառույթ[45]:

Այսպիսով, ուսումնասիրելով տարբեր հեղինակների կողմից ներկայացված արժեթղթերի շուկայի գործառույթների բնորոշումները և դասակարգումները գալիս ենք այն կարծիքի, որ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների ուսումնասիրությունը մեծ նշանակություն ունի արժեթղթերի շուկայի գործունեության ճիշտ կազմակերպման, դրա արդյունավետության գնահատման և կառավարման հարցերում, քանի որ, ինչպես տեսնում ենք, արժեթղթերի շուկան չի կարող արդյունավետ գործել առանց իր գործառույթների հստակ կատարման:

Արժեթղթերի շուկայի գործառնությունների ձևավորման հիմնական օղակը դրանց վաճառքի գործընթացն է, որտեղ արժեթղթերի հիմնական տեսակները հանդես են գալիս ինչպես առանձին գործառույթների ձևավորման, այնպես էլ ներդրումների կազմավորման ֆինանսական գործիքներ[46]:

Արժեթղթերի շուկան՝ գործառույթները կարող ենք ներկայացնել երեք կարևոր հայեցակարգերում.

- շուկայի զարգացման չափանիշների և դրանց կիրառման օբյեկտիվ պայմանների օգտագործման ապահովում.
- գործառույթների դրսևորման ձևերի և դրանց փոխկապակցության ու

[44]Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը եւ արդյունավետությունը.:-Եր.: Մակմիլան- Արմենիա, 2002, էջ 30-31:
[45] Մարկոսյան Ա., Տնտեսագիտություն բոլորի համար: Երեւան, 2001, էջ 212:
[46]Бердинкова Т. Б., Рынок ценных бумаг и биржевое дело, М.,1995.

փոխազդեցության գնահատում.

- արժեթղթերի մակրոտնտեսական հավասարակշռման դրույթների մշակում:

Արժեթղթերի շուկայի գործառույթները դասակարգվում են հիմք ընդունելով շրջանառող արժեթղթերի տեսակը: Նոր ձևավորվող շուկաների (այդ թվում նաև ՀՀ և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայում) համար այս գործառույթները կարևոր նշանակություն ունեն, քանի որ այս շուկաներում շրջանառող գործիքների քանակը դեռևս բավականին քիչ են, և այդ իսկ պատճառով շատ կարևոր է գնահատել դրանց գործունեության արդյունավետությունը:

Արժեթղթերի շուկան իր հերթին կատարում է որոշակի գործառույթներ, որոնք կարելի է դասակարգել հետևյալ կերպ՝

- խթանում և միավորում,
- առևտրային գործառույթ,
- իրացվելիություն,
- տեղեկատվության հրապարակայնության ապահովում,
- շուկայում որակյալ մասնակիցների և արդյունավետ գործիքների ընտրություն ու դրանց հաշվառում,
- արժեթղթերի շուկայում գործարքների կնքման ժամանակ առաջացած վեճերի հարթում (արբիտրաժ). այն իրականանում է ներքին կանոնների միջոցով,
- ֆինանսական գործիքների գնագոյացման ապահովում,
- ընկերությունների շուկայական գնահատականի արտացոլում,
- ընկերությունների ռիսկերի նվազեցում, դիվերսիֆիկացում և հեջավորում,
- «կարճ փողերի» «երկարացում», «մանր փողերի» «խոշորացում» և ֆինանսական ներդրումներն իրականի փոխակերպում. արժեթղթերի շուկան այս գործառույթը կատարում է տարբեր ներդրումների միջոցով: Տնտեսության մեջ տարբեր անձանց մոտ փոշիացած դրամական միջոցները, որոնք առանձին վերցրած էական դեր չունեն ներդրումներ կատարելու համար: Արժեթղթերի շուկայի ֆինանսական գործիքների և կառույցների միջոցով համախմբվելով վերածվում են՝ խոշոր կապիտալների, որոնք կենսական նշանակություն ունեն ներդրումների համար,

- ընկերություններում կապիտալների ծավալի ավելացում,
- տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների միջնորդավորում և փոխադարձ կապի ապահովում.
- ապագա գների ձևավորում,
- տնտեսությանը նպաստող. արժեթղթերի շուկան մեծ դեր ունի տնտեսության մեջ,
- ֆինանսական միջոցների վերաբաշխում,
- գիտատեխնիկական առաջընթացի խթանում,
- տնտեսական աճի ապահովում[47]:

ՀՀ և ԼՂՀ –ում արժեթղթերի շուկան դեռևս գործառույթները լրիվությամբ չի իրականացնում: Գոյություն ունեն որոշակի խնդիրներ, որոնք պետք է արագ լուծել, որովհետև դրանց լուծումից է կախված շուկայի հետագա զարգացումը:

Արժեթղթերի շուկայի գործառույթները կարելի է համակարգել և ընդհանրացնել հետևյալ կերպով՝

- տնտեսության երկարաժամկետ ֆինանսավորում,
- տնտեսության կարճաժամկետ ֆինանսավորում,
- բանկային վարկերի և երկարաժամկետ գործիքների փոխկախվածությունը,
- պետության ֆինանսավորումը,
- գնային ռիսկերի ապահովագրում:

Անցումային տնտեսության (ԼՂՀ-ում) ձևավորվող արժեթղթերի շուկայի գլխավոր առանձնահատկությունը հանդիսանում է գործառույթների մասնակի կամ ընդհանրապես չիրականացումը,այնինչ զարգացած երկրներում լրիվությամբ իրականացնում են:

Այն կապված է որոշակի խնդիրների հետ, որոնց լուծումր կնպաստի շուկայի զարգացմանը: Ներկայացնենք մի շարք գործառույթների իրականացման հետ կապված խնդիրները:

Այսպես, ՀՀ և ԼՂՀ տնտեսական աճի համար արժեթղթերի շուկան պետք է ապա-

[47] Ֆինանսական շուկաներ և ֆինանսական ծառայություններ, «Ամբերդ» մատենաշար.- Երևան: «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, 2014, էջ 62:

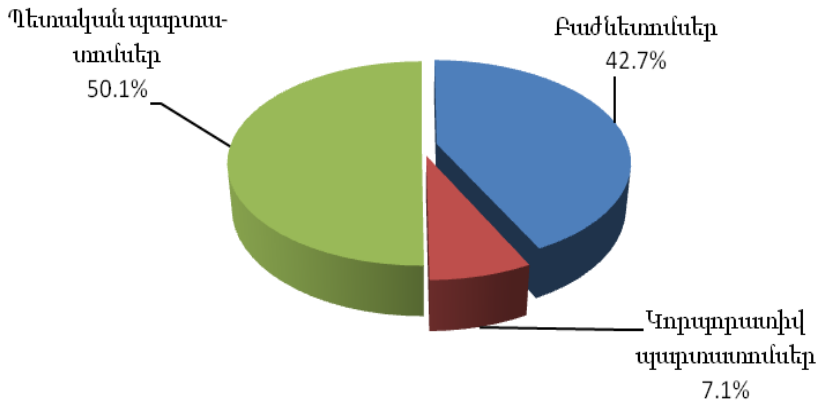
հովի իր գլխավոր գործառույթի կատարումը՝ խնայողությունների վերածումը ներդրումների: Արժեթղթերի շուկայի խթանող և միավորող գործառույթն իրականացվում է ոչ բավարար, քանի որ այն մեծ հետաքրքրություն չի ներկայացնում, ինչի պատճառ են թե շուկայի հնարավորությունների վերաբերյալ ներդրողների թերիմացությունն ու անվստահությունը, թե թողարկողների «մենատիրական» մտածելակերպը, թե որոշակի շուկայական այլ գործոններ: Այդ է փաստում նաև այն, որ խոշոր շատ բաժնետերեր, ձեռք բերելով մանր բաժնետերերի բաժնետոմսերը, կարողանում են ոչ բացահայտ, մասնակի օգուտներ ձեռք բերել, այս պատճառով էլ չեն ցանկանում ներգրավել նոր բաժնետերեր: Այդ է վկայում նաև «Տնտեսություն և արժեքներ» հետազոտական կենտրոնի կողմից պատրաստված «Ազգային մրցակցության զեկույցը»[48]:

Վերջինի համաձայն՝ ՀՀ միջազգային մրցակցային դիրքի վրա խիստ բացասական է ազդում թույլ և անբարեխիղճ տեղական մրցակցությունը: ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում տեղական մրցակցային միջավայրը մեծապես խաթարված է տեղական մրցակցության թույլ թափով (ինտենսիվությամբ), շուկայում փոքր թվով ազդեցիկ խմբերի գերիշխանությամբ և հակամենաշնորհային (մրցունակության պաշտպանության) քաղաքականության ցածր արդյունավետությամբ: Մրցունակության համաշխարհային զեկույցում ՀՀ-ն ամենացածր դիրքերն է զբաղեցրել վերջին երկու ցուցանիշներով՝ համապատասխանաբար 130-րդ և 131-րդ տեղերը[49]: Ուսումնասիրությունը կատարվել է 131 երկրների շրջանակում:

Շահույթի ստացման գործառույթի վերաբերյալ անհրաժեշտ է նկատել, որ այն իրականացվում է, սակայն այստեղ նույնպես կարելի է ընդգծել, որ երբեմն արժեթղթերի շուկան հնարավորություն է ավելի լայն գործառնությունների կատարման միջոցով (նաև սպեկուլյատիվ գործարքներով) եկամուտ ապահովել, սակայն մեզ մոտ գործարքների թիվը պակաս է, իսկ հիմնական նպատակը՝ սեփականության կենտրոնացումը:

[48] Տես՝ Ազգային մրցունակության զեկույց Հայաստան 2008, «Տնտեսություն և արժեքներ» հետազոտական կենտրոն, 2008, էջ 120:

[49] Տես՝ նույն տեղում, 2013թ. ընթացքում:

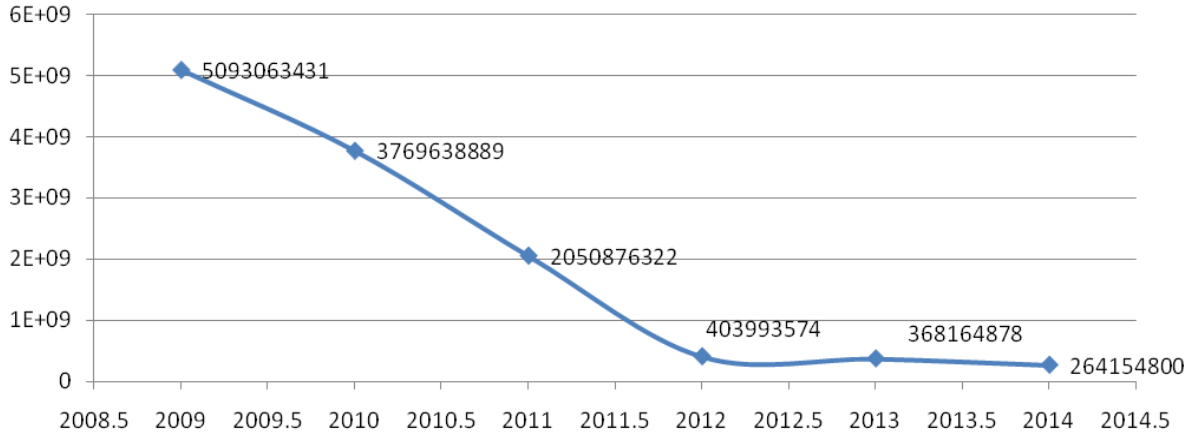


Գծապատկեր 1. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում առանձին գործիքներով կատարված գործարքները[50]

Ինչ վերաբերում է իրացվելիությանը ՀՀ բաժնետոմսերի երկրորդային շուկայի ծավալները ցույց են տալիս, որ այս շուկան այնքան էլ իրացվելի չէ(տես գծապատկեր 1):

Տեղեկատվության հրապարակայնության ապահովման գործառույթն ունի որոշ թերացում, քանի որ տեղեկատվության հրապարակայնությունն իրականացվում է, բայց թե այդ տեղեկատվությունը որքանով է իրական՝ այնքան էլ հստակ չէ: Չնայած այս ամենին կան գործառույթներ, որոնք բավական բարձր մակարդակով են իրականացվում, օրինակ՝ շուկայում որակյալ մասնակիցների և արդյունավետ գործիքների ընտրության ու դրանց հաշվառման գործառույթը: Նույնը կարելի է ասել նաև գործարքների և փոխադարձ հաշվարկների իրականացման արագության ու երաշխավորվածության և գործառնությունների սպասարկման ու ձևակերպման որակի բարձրացման ապահովման և առաջացած վեճերի հարթման գործառույթների իրականացման վերաբերյալ: Այս գործառույթների արդյունավետ իրականացման հիմք են թե Նասդաք Օէմէքս Արմենիայի ու դեպոզիտարիայի ներքին կանոնների փոփոխությունը և թե 2007թ. հոկտեմբերին ընդունված՝ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ նոր օրենքը:

[50] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերից:



Գծապատկեր 2. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի ռեպո գործարքները 2009-2014թթ.[51]

Սակայն այնպիսի գործառույթը, ինչպես ընկերությունների ռիսկերի նվազեցման, դիվերսիֆիկացման և հեջավորման գործառույթը, այն, գրեթե չի իրագործվում, քանի որ ժամկետային գործիքներով կնքվող միակ գործարքը ռեպոներն են, որոնց բորսայական ծավալները ևս սակավաթիվ են, իսկ արտաբորսայում կնքվում են միայն պետական պարտատոմսերով ռեպո պայմանագրեր:

Հաջորդ գործառույթը, որը ևս թերի է իրականացվում, «կարճ փողերի» «երկարացում», «մանր փողերի» «խոշորացում» և ֆինանսական ներդրումներն իրականի վերածում կարևոր գործառույթն է, որն էլ հենց ենթադրում է գարգացած շուկա: Այստեղ կարևոր է ընդգծել, որ վերլուծելով բնակչության խնայողությունները՝ կարելի է ակնհայտ նկատել դրանց աճը, ինչն էլ վեր է հանում այն խնդիրը, որ «կարճ փողերը» «չեն երկարացվում», «մանր փողերը» «չեն խոշորացվում»:

Ընկերություններում իրականացվում է կապիտալի ծավալի ավելացման, կառուցվածքի փոփոխության ապահովման և սեփականության վերաբաժանման, ինչպես նաև ռեսուրսների օգտագործման օպտիմալ կառուցվածքի ապահովման՝ արժեթղթերի շուկայի գործառույթները: Այս գործառույթն իրականացվում է եզակի ընկերություններում, քանի որ հայ իրականության մեջ «դժվար են բաժանվում» ընտանեկան սեփականատիրոջ հայեցողությունից, ինչն էլ հանգեցնում է նաև հաջորդ գործառույթների թերակատարման:

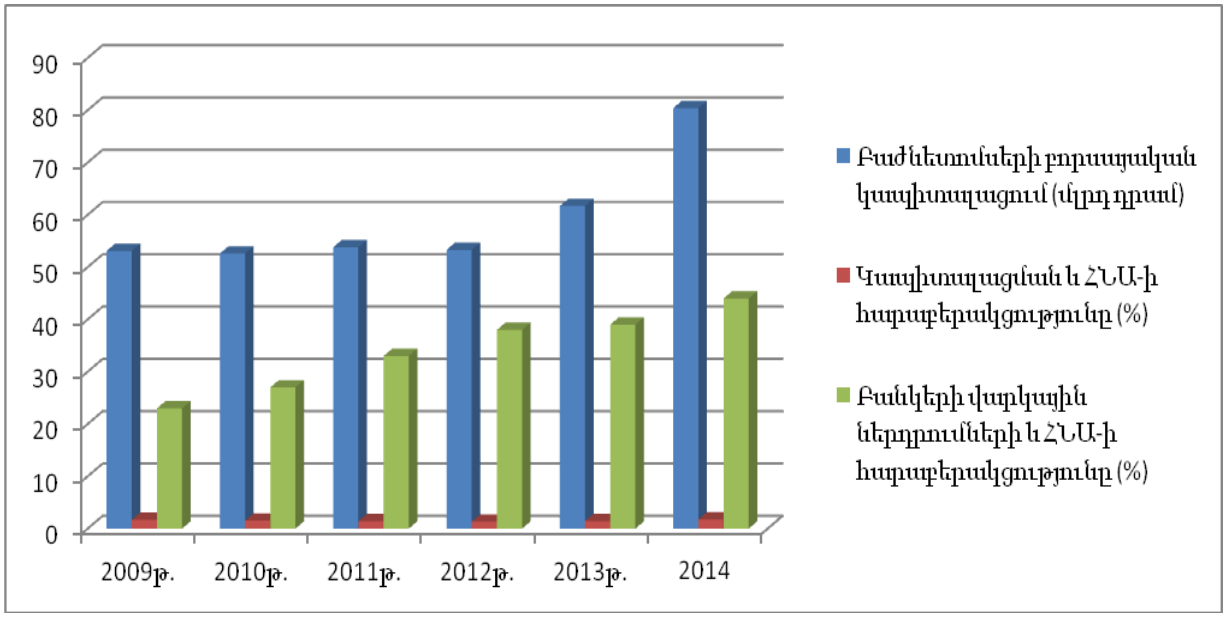
Այսպիսով՝ գարգացած արժեթղթերի շուկա ունենալու համար անհրաժեշտ է

[51] Գծապատկերը կազմված է ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թթ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տվյալների հիման վրա:

իրագործել բոլոր նշված գործառույթները համընդհանուր կերպով: Սակայն, ինչպես նկատեցինք, բավական շատ են ՀՀ և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների իրականացման վրա խիստ ազդեցություն ունեցող գործոնները:

Դրանք շուկայական և ոչ շուկայական են, որոնցից են բնակչության դրամական եկամուտները, համախառն խնայողությունները, ՀՆԱ-ի մեծությունը, արժեթղթերով կատարվող գործարքների ծավալը, բորսայական կապիտալացումը, գնաճը և այլն: Սակայն կան նաև ոչ շուկայական գործոններ, որոնք անմիջականորեն կապված չեն շուկաների գործողության հետ և գործում են հասարակական տնտեսական ընդհանուր ոլորտներում, սակայն դրանք մեծ ներգործություն ունեն շուկայական ամբողջ գործընթացների վրա:

Դրանցից են, օրինակ, օրենսդրական դաշտի կարգավորվածությունը կամ էլ օրենքների և գործող իրավական այլ ակտերի գործողության պետական պաշտպանվածության աստիճանը և այլն: ՀՀ-ում շուկայական կապիտալացման ցածր ցուցանիշները հավաստում են, որ տնտեսությունում իրական հատվածի ֆինանսավորման գործում ցածր է կապիտալի շուկայի բաժինը:



Գծապատկեր 3. Շուկայական կապիտալացման և բանկերի վարկային ներդրումների ցուցանիշները ՀՀ-ում 2009–2014թթ[52].

[52] ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ www.armstat.am:

Այստեղից գալիս հետևյալ հանգմանն, որ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների ուսումնասիրությունը կարևոր դեր ունի արժեթղթերի շուկայի գործողության ճիշտ կազմակերպման, դրա արդյունավետության գնահատման և կառավարման գործում: Արժեթղթերի շուկայի ձևավորման ընդհանուր օրինաչափության հասկացությունը՝ որպես գործառույթների գործունեության համալիր ամբողջություն, մեր կարծիքով ենթադրում է երեք կարևոր մոտեցումներ, որոնք համարվում են.

- շուկայի զարգացման չափանիշներին համապատասխան, ինչպես նաև ապահովել դրանց կիրառման օբյեկտիվ պայմանները,
- գնահատել արժեթղթերի շուկայի գործառույթների դրսևորման ձևերը, փոխկապակցությանն ու փոխազդեցությունը,
- հաշվի առնելով միջազգային փորձը՝ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների դասակարգումը միկրո և մակրո մակարդակներով:

Եվ այս բոլորի արդյունքում հանգել ենք այն կարևոր մտքին, որ արժեթղթերի շուկայի հիմնական նշանակությունը տնտեսությունում ներդրումների հոսքի ապահովումն է, հետևաբար՝ տնտեսական աճի կամ ընդլայնված վերարտադրության հիմքերի ստեղծումը:

1.3. Արժեթղթերի շուկայի օրենսդրահիրավական կարգավորումը ԼՂՀ-ում

ՀՀ և ԼՂՀ անցումային տարիներին արժեթղթերի շուկայի օրենսդրության վերաբերյալ հիմնական զարգացումները տեղի ունեցան 90-ական թվականներին:

Մինչև ՀՀ օրենսդրության խնդիրներին անդրադառնալը ներկայացնենք, որ այդ տարիներին ընդհանրապես բացակայել է արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը կանոնակարգող նորմատիվ օրենսդրական որևէ ակտ. այն սկսեց որոշ չափով կանոնակարգվել միայն 1993-ից[53]:

Արժեթղթերի կայացմանը նպաստեց համապատասխան օրենսդրական փաստաթղթերի ընդունումն, որը մեծ դեր ունեցան ինչպես արժեթղթերի, այնպես էլ

[53]«Արժեթղթերի շրջանառության մասին» Օրինագիծն ընդունված ՀՀ Գերագույն խորհրդի կողմից «20» հուլիսի1993թ.Հ.Ն-0910:

արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքների ձևավորմանն ու զարգացման համար: 1993-2007թթ ընթացքում ընդունվեցին մի շարք օրենքներ ու իրավական ակտեր, դրանք ենք «Արժույթային կարգավորման և արժույթային վերահսկողության մասին» (1993թ, 2004թ), «Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի մասին» 1996թ, «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» 1996թ, «Վարկային կազմակերպությունների մասին» 2002թ, «Ֆիզիկական անձանց բանկային ավանդների հատուցումը երաշխավորելու մասին» 2004թ և այլ օրենքներ:

ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կարգավորման օրենսդրական ակտերը հիմնականում հետևյալն են, ՀՀ-ան Սահմանադրությանը, Հայաստանի Հանրապետության միջազգային պայմանագրերը, ՀՀ-ան քաղաքացիական օրենսգրքը, «Տնտեսական մրցակցության պաշտպանության մասին» ՀՀ օրենքը, «Վարչարարության հիմունքների և վարչական վարույթի մասին» և այլ նորմատիվ իրավական ակտերով և այլ օրենքներով:

Որպես գլխավոր փաստաթուղթ համարվեց «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքը, որն ընդունվեց 1993թ: Փաստորեն, օրենքով իրավաբանորեն ամրապնդվեցին արժեթղթերով գործառնությունների և արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների հետ կապված պահանջների իրականացման կարգը, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի վերահսկումն ու կարգավորումն իրականացնող պետական մարմինների լիազորությունները:

ԼՂՀ-ում գլխավոր փաստաթուղթը «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ԼՂՀ օրենքն է, որն ընդունվեց 1996թ. հոկտեմբերի 15-ին: Այս օրենքի միջոցով իրավաբանորեն ամրապնդվեցին արժեթղթերով գործառնությունների և արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների հետ կապված պահանջների իրականացման կարգը, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի վերահսկումն ու կարգավորումն իրականացնող պետական մարմինների լիազորությունները:

ԼՂՀ-ի ֆինանսական ոլորտի ամբողջ հարաբերությունները կարգավորվում են ՀՀ համապատասխան օրենքներով <<Արժեթղթերի շրջանառության մասին>> ԼՂՀ օրենքը 2008թ. ապրիլի 17-ին ուժը կորցրած ճանաչվեց: Սույն օրենքն ուժի մեջ մտնելու օրվանից վեց ամիս ժամկետով 1996թ. հունիսի 25-ին <<Արժեթղթերի շրջանառության մասին>>

ԼՂՀ օրենքի համաձայն ստացած լիցենզիայի հիման վրա գործող մասնագիտական անձինք պետք է վերագրանցվեն և վերալիցենզավորվեն որպես ներդրումային ընկերություններ <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենքով սահմանված կարգով, ԼՂՀ պետական լիազոր մարմնի տված երաշխավորության դեպքում:

2000-07թթ. Հայաստանի Հանրապետությունում դեպոզիտար համակարգի գործունեությունը կանոնակարգող հիմնական օրենքը <<Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին>> ՀՀ օրենքն էր:

Արժեթղթերի շուկայում գլխավոր դեր կատարվեց 1998թ. հունվար ամսում ՀՀ կառավարության կողմից «Արժեթղթերի շուկայում իրականացվող գործունեության լիցենզավորման կարգը» հաստատելու մասին ընդունված որոշումը [54],այն փաստորեն, օրինական հիմքեր հանդիսացան սահմանելու արժեթղթերով արհեստավարժ գործունեության տեսակները, առանձնահատկությունների հստակեցումն և դրանցից բխող՝ գործունեութան լիցենզավորումը շուկայում:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ձևավորումն ու զարգացումը կարելի է տարբերակել երկու փուլերի՝ շուկայի կենտրոնացված կարգավորման փուլ և շուկայի <<ապակենտրոնացված>> կարգավորման փուլ:

Շուկայի կենտրոնացված կարգավորման փուլը նշանավորվեց ՀՀ կառավարության 1994թ. դեկտեմբերին ընդունված «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումն ու վերահսկումն իրականացնող պետական լիազորված մարմնի մասին» որոշմամբ, որպես կարգավորման մարմին սահմանվեց ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը: Իր հերթին, նախարարությունն իր կենտրոնական ապարատում 1995թ. փետրվարին ստեղծեց արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորման ու վերահսկման տեսչությունը, որի վրա դրվեց այդ մարմնի լիազորությունները, որոնք ընդհանուր առմամբ հանգում էին հետևյալին[55].

- ազատ վաճառքի ենթակա արժեթղթերի թողարկման ազդագրերի գրանցումը,
- արժեթղթերի շուկայում ծառայություններ մատուցող անձանց գործունեության լիցենզավորումը,

[54] <<Արժեթղթերի շուկայում իրականացվող գործունեության լիցենզավորման կարգը>> ՀՀ կառավարության 07.01.1998թ. N 3 որոշումը:

[55] «Սալնազարյան Ա.Բ.,Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը.,Եր.: Մակմիլան-Արմենիա, 2002, էջ 26:

- արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը կարգավորող նորմատիվային փաստաթղթերի նախագծերի մշակում,
- ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում շրջանառող արժեթղթերի միասնական պետական գրանցամատյանի վարում,
- արժեթղթերի շրջանառության ոլորտում օրենսդրությամբ սահմանված պայմանները խախտող սուբյեկտների նկատմամբ սահմանված պատժամիջոցների կիրառում[56]:

Վերլուծելով արժեթղթերի շուկայի կենտրոնացված կարգավորման մարմնի գործունեությունը՝ կարելի է հանգել, որ արժեթղթերի շուկայի տեսչությունը իր իրավասությունների շրջանակներում կատարել է ՀՀ օրենսդրությամբ վերապահված իր պարտականությունները՝ ստեղծելով նախադրյալներ ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի գործունեության զարգացման համար:

Մի շարք Եվրոպական երկրներում (Ավստրիա, Գերմանիա, Շվեյցարիա և այլն) գոյություն ունի ունիվերսալ բանկային համակարգ, որին կից առևտրային բանկերն իրավունք ունեն մասնակցել արժեթղթերով բոլոր տիպի գործառնություններին և ավանդաբար այդ շուկաներում առաջատար տեղ են գրավում:

Այս երկրների թվին պետք է դասել Հայաստանը, քանի որ մեր հանրապետության տարածքում գործող բանկերն իրավունք ունեն կատարել արժեթղթերով համարյա բոլոր տեսակի գործառնությունները և ներկայումս, կարելի է ասել, որ առայժմ միայն բանկերն են ներքաշված այդ գործառնություններում: Այն համարվում է շուկաների կազմակերպման երկրորդ տիպը:

1994թ. սեպտեմբերին ՀՀ կառավարությունը որոշում ընդունեց <<Ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին>>, որը վերաբերվում է արժեթղթերի շուկային: Այս կարևոր փաստաթուղթով կարգավորվում են ներդրումային հիմնադրամների լիցենզավորման կարգը, գործունեության առանձնահատկությունները, սահմանափակումները, հաշվետվությունները և այլն:

[56] ՀՀ օրենքը «Արժեթղթերի շրջանառության մասին», «ՀՀ կենտրոնական բանկի տեղեկագիր», #1,1994, էջ 46-61:

Հաջորդ քայլը եղավ ՀՀ կառավարության կողմից արժեթղթերի շուկայի ոլորտները կարգավորող որոշումները ընդունված 1994-97թթ-ին.,դրանք են՝

- Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումն ու վերահսկումը իրականացնող պետական լիազորված մարմնի մասին.
- ՀՀ-ում արժեթղթերի, դրանց սերտիֆիկատների ձևավորման ու պատրաստման միասնական ստանդարտների հաստատման մասին,
- արժեթղթերի թողարկման օրինակելի ազդագրի հաստատման մասին,
- անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրի վարման կարգի հաստատման մասին:

Արժեթղթերի շուկայի օրենսդրական դաշտն ամրապնդելու տեսանկյունից կարևոր քայլը եղավ ՀՀ օրենքն ընդունված <<Բաժնետիրական ընկերությունների մասին>>: Այն իրենից ներկայացնում է ընդգրկուն փաստաթուղթ, որը հանգամանորեն կանոնակարգում է ԲԸ-երի ստեղծումը, հիմնադրումը, վերակազմավորումը, վերափոխումը, բաժանումը, առանձնացումը, միաձուլումը, լուծարումը:

Օրենքում մանրամասնորեն ներկայացված է ընկերության կողմից թողարկվող բաժնետոմսերի ու արժեթղթերի տեղաբաշխումն իրականացնելու վերաբերյալ որոշումներ կայացնելու և իրականացնելու ձևերը և մեխանիզմները, ինչպես նաև շահաբաժիններ վճարելու պարտականությունները և իրավունքները, տեղաբաշխված արժեթղթերի ձեռքբերումն ու հետգնումը և այլն: Ներկայացված օրենքում տեղ են գտել նաև որոշ դրույթներ, որոնք վերաբերվում են ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին, խորհրդին ու գործադիր մարմնի իրավասություններին, ինչպես նաև ընկերությունում ֆինանսատնտեսական գործունեության մասով վերահսկում, հաշվառում և հրապարակում:

Հաջորդ կարևորագույն քայլը 2000թ. ընդունված <<Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին>> ՀՀ օրենքն է: Այս օրենքի համաձայն կատարելագործվեցին արժեթղթերի շուկայի գործունեության կարգավորումը՝և առաջադրվեցին ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման նոր ուղիներ: Օրենքը բանկերում իրականացրեց որոշակի սահմանափակումներ կապված արժեթղթերի շուկայում գործունեություն իրականացնելու մասով: Օրենքից հետևում էր, որ ֆինասական հատվածում

ձևավորվեցին երկակի համակարգ, երբ բանկերը որը միշտ հաշվետու են ՀՀ ԿԲ-ին, արժեթղթերի շուկայի հետ կապված գործառնությունները իրականացնելիս հաշվետու են միայն ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովին:

Ըստ <<Աժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին>> ՀՀ օրենքի արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեություն են համարվում այն գործունեությունը, որը լիցենզավորել է ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովը: Այդ իսկ պատճառով բանկերը ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովից թույլտվություն ստանալուց հետո կարող են արժեթղթերի շուկայում գործունեություն իրականացնել:

Եվ միայն 2006թ.-ի հունվարի մեկին ուժի մեջ մտած «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն ֆինանսական համակարգը ինչպես նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկան կարգավորումն ու վերահսկումն իրականացնում է ՀՀ Կենտրոնական բանկը: Իսկ այն նշանակում է, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը կարգավորում է ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված կանոնակարգերով և որոշումներով:

Այժմ Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը գործում է 2007թ.-ի հոկտեմբերի 11-ին ընդունված «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով:

Արժեթղթերի շուկայի օրենսդրական դաշտը ամրապնդվեց մի շարք օրենքների ընդունումը այդ թվում նաև «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» ՀՀ օրենքը ընդունված 2007 թվականին: Մյուս օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենքն է: Սակայն հագեցված օրենսդրական դաշտը բավարար չէ կատարյալ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար: Արդի պայմաններում ՀՀ ու ԼՂՀ օրենսդրությունն ենթակա է կատարելագործման, արդյունքում այնպիսի օրենքներ ընդունել, որը էլ ավելի կխթանի ԼՂՀ արժեթղթերի շուկան: Օրինակ օրենք արժեթղթերի շուկան կարգավորող մարմնի մասին, ֆոնդային բորսայի և արժեթղթերի շուկայի այլ կառուցվածքների մասին և նման այլ օրենքներ: Ինքնին կատարյալ օրենսդրություն գոյություն չունի,սակայն կարևոր է, որ օրենսդրությունը հետևողականորեն մշտապես լինի կատարելագործման գործ-ընթացում:

Ընդ որում, կատարելագործման ընթացքում կարևոր է հաշվի առնել ինչպես տեսական դրույթները, այնպես էլ միջազգային փորձը, քանի որ օրենսդրության թերություններից շատերն ի հայտ են գալիս վերջինների անտեսման հետևանքով:

ԳԼՈՒԽ 2. ԼՂՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՁԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ԵՎ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

2.1. Արժեթղթերի շուկայի կայացման նախադրյալները ԼՂՀ-ում

Շուկայական տնտեսավարման պայմաններում, արդյունավետ տնտեսական հարաբերությունների ձևավորման, երկրի սոցիալ-տնտեսական զարգացման կարևորագույն բաղադրիչը ֆինանսական շուկան է և դրա մասը կազմող արժեթղթերի շուկան:

Ժամանակակից արժեթղթերի շուկան շուկայական տնտեսությամբ երկրներում ձևավորվել է տասնյակ տարիների ընթացքում[57]:

ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկան գտնվում է սաղմնային վիճակում: Այդ գործընթացը կատարվեց այնպիսի սոցիալ-տնտեսական իրավիճակում, երբ հնարավոր է ստեղծել ԼՂՀ-ի համար յուրահատուկ գործող արժեթղթերի շուկա:

Արժեթղթերի շուկայի առանցքային խնդիրը ներդրումների ներգրավումն է, այն հնարավորություն է տալիս տնտեսության երկարաժամկետ զարգացմանը: Այդ խնդրի հետ մեկտեղ արժեթղթերի շուկան պետական բյուջետային քաղաքականության գլխավոր գործիքներից մեկն է[58]: Արժեթղթերի շուկան գտնվում է մշտապես զարգացման փուլում և ամուր կապերով կապված է ֆինանսատնտեսական գործունեության տարբեր ոլորտների հետ:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման կարևոր նախադրյալ հանդիսացավ 1998թ. հունիսին <<Պետական գույքի մասնավորեցման մասին>> ԼՂՀ օրենքի ընդունումը: Այդ ծրագրի գլխավոր նպատակը ԼՂՀ-ում մասնավոր սեփականության ստեղծումն էր:

2015թ. հունվարի մեկի դրությամբ մասնավորեցվել 1325 օբյեկտ և կազմակերպություն (ընկերություն), ընդ որում՝ 1179 <<փոքր>>կիսավեր և անավարտ շինարարության օբյեկտներ ու վարձակալված տարածքներ, 72 կազմակերպություն և 74 կազմակերպությունների կազմից առանձնացված կառուցվածքային միավորներ: Նշված օբյեկտների մասնավորեցումից մուտքերը կազմել են 1937.9 մլն դրամ, որից 10.6 մլն դրամը

[57]Лякин А.Н., Лапинскас А.А., Рынок ценных бумаг, Поиск, 2001, с. 5.

[58] Сенчагов В.К., Архипова А.И.Финансы, денежное обращение и кредит, учебник, М. ООО<<КТ Велби>>, 2002, с. 293.

մուտքագրվել է 2014թ.: Բյուջե մուտքագրված գումարների գերակշռող բաժինը կազմում է ընկերությունների մասնավորեցումից մուտքերին՝ 52.9 տոկոսը (1024.2 մլն. դրամ):

Աղյուսակ 1

Մասնավորեցման ընթացքում պետական և համայնքների բյուջեներ կատարված մուծումների ծավալները 1995-2014թթ մասին (մլն դրամ)[59]

	Ընդա մենը	1995-2006թթ.	2007թ	2008թ.	2009թ.	2010թ.	2011թ.	2012թ.	2013թ.	2014թ.
Ընդամենը	1926.3	1637.7	49.2	65.8	28.4	51.7	46.7	35.0	11.8	10.6
այդ թվում՝	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Կազմակերպություն ներ (ընկերություն)	1022.8	973.9	13.6	13.1	4.2	5.2	2.2	5.4	5.2	1.4
Կազմակերպություն ների (ընկերություն) գույքի կազմից առանձնացված կառուցվածքային միավորներ	183.4	115.8	4.6	25.7	6.2	8.1	13.0	8.6	1.4	3.9
<<Փոքր>>, կիսավեր ու վարձակալված տարածքներ	685.4	515.2	31.0	25.9	17.2	38.4	31.5	21.0	5.2	5.3
Անավարտ շինարարության օբյեկտներ	34.7	32.8	-	1.1	0.8	-	-	-	-	-

2015թ. հունվարի 1-ի դրությամբ մասնավորեցման ենթակա 107 կազմակերպություններից մասնավորեցվել են 72-ը, որից 22.2 տոկոսը կամ 16-ը՝ շինարարությունում, 16.7 տոկոսը կամ 12-ը՝ սննդի արդյունաբերությունում[60]:

ԼՂՀ-ում մասնավորեցված կազմակերպություններից 40-ը մասնավորեցվել է ուղղակի վաճառքով, 18-ը՝ մրցութային վաճառքով, 14-ը՝ անհատույց կարգով:

[59] <<ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014թ. հունվար-դեկտեմբերին>> տեղեկատվական եռամսյակային զեկույց, ԼՂՀ ԱՎԾ, 2015:

[60] Այս և ԼՂՀ ընկերությունների սեփականաշնորհման վերաբերյալ տվյալները բերված են <<ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014թ. հունվար-դեկտեմբերին>> տեղեկատվական եռամսյակային զեկույցից, ԼՂՀ ԱՎԾ, 2015:

Աղյուսակ 2

Կազմակերպությունների (ընկերությունների) մասնավորեցման ընթացքը ԼՂՀ- ում 2015թ. հունվարի 1-ի դրությամբ[61]

Ճյուղեր	Նախատեսված է ծրագրով	Գնահատված է		Մասնավորեցված է		Մուծված է պետական բյուջե, մլն դրամ	
		քանակը	արժեքը մլն դրամ	քանակը	արժեքը մլն դրամ	ընդամենը	այդ թվում՝ 2014թ.
Ընդամենը	**107**	**86**	**4110.0**	**72**	**3602.0**	**1024.2**	**1.4**
այդ թվում՝	-	-	-	-	-	-	-
Էներգետիկա	4	1	6.9	1	6.9	2.1	-
Էլեկտրատեխնիկական արդյունաբերություն	4	4	345.9	3	98.6	30.9	-
Թեթև արդյունաբերություն	8	6	485.7	6	485.7	145.0	-
Սննդի արդյունաբերություն	13	13	991.9	12	989.5	337.8	-
Շինարարություն	19	17	652.7	16	649.4	175.9	-
Շինանյութերի արտադրություն	4	3	696.7	3	696.7	169.6	1.4
Գյուղատնտեսություն	3	3	71.0	2	66.9	1.1	-
Ճանապարհաշինություն և շահագործում	5	5	126.4	4	95.1	25.5	-
Ավտոմոբիլային տրանսպորտ	6	6	116.5	1	64.7	-	-
ՆՏՄ	10	7	175.6	6	140.6	44.1	-
Կոմունալ տնտեսություն	14	6	101.1	6	101.1	16.9	-
Առողջապահություն	3	3	49.5	2	29.1	16.7	-
Զբոսաշրջություն	1	1	5.6	1	5.6	4.3	-
Այլ ճյուղեր	13	11	284.5	9	172.1	54.3	-

ԼՂՀ-ում կազմակերպությունների մասնավորեցումից մուտքերը կազմել են 1024.2 մլն դրամ կամ մասնավորեցված օբյեկտների արժեքի 28.4 տոկոսը, ընդ որում՝ 2014թ. մուծվել է 1.4 մլն դրամ:

2015թ. հունվարի 1-ի դրությամբ հանրապետությունում մասնավորեցվել է 74 կազմակերպությունների կազմից առանձնացված կառուցվածքային միավորներ, որից 16-ը՝

[61] Աղյուսակը կազմված է ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքում՝ www.stat-nkr.am առկա տվյալների հիման վրա:

էլեկտրատեխնիկական արդյունաբերության, 15-ը՝ թեթև արդյունաբերության, 6-ական՝ գյուղատնտեսության և կոմունալ տնտեսության, 4-ը՝ սննդի արդյունաբերության, 3-ական՝ էներգետիկայի, շինանյութերի արտադրության և կապի, 2-ական՝ ճանապարհաշինության և շահագործման, ավտոմոբիլային տրանսպորտի, 1-ական՝ ՆՏՄ և առողջապահության, 12-ը՝ այլ ճյուղերում: Մասնավորեցված միավորների արժեքը կազմել է 836.2 մլն դրամ, որից 2015թ. հունվարի 1-ի դրությամբ պետական և համայնքների բյուջեներ մուծվել են 187.3 մլն դրամ:

Աղյուսակ 3

Կազմակերպությունների (ընկերությունների) կազմից առանձնացված միավորների մասնավորեցման ընթացքը[62]

Ճյուղեր	Գնահատված է		Մասնավորեցված է		Մուծված է պետական և համայնքային բյուջեներ, մլն դրամ	
	քանակը	արժեքը, մլն դրամ	քանակը	արժեքը, մլն դրամ	Ընդամենը	այդ թվում՝ 2014թ.
Ընդամենը	**77**	**863.3**	**74**	**836.2**	**181.2**	**3.2**
այդ թվում՝	-	-	-	-	**-**	**-**
Էներգետիկա	3	8.7	3	8.7	2.6	-
Էլեկտրատեխնիկական արդյունաբերություն	16	241.8	16	241.8	50.1	0.2
Թեթև արդյունաբերություն	15	67.6	15	67.6	25.9	-
Սննդի արդյունաբերություն	5	8.1	4	7.7	5.0	-
Շինանյութերի արտադրություն	3	86.0	3	86.0	36.7	-
Գյուղատնտեսություն	6	82.5	6	82.5	2.5	-
Ճանապարհաշինություն և շահագործում	2	15.6	2	15.6	7.2	-
ՆՏՄ	2	4.3	1	2.4	2.4	-
Ավտոմոբիլային տրանսպորտ	2	17.5	2	17.5	6.3	-
Առողջապահություն	1	0.0	1	0.0	0.0	-
Կոմունալ տնտեսություն	7	200.0	6	175.2	22.2	-
Կապ	3	3.6	3	3.6	1.1	0.6
Այլ ճյուղեր	12	127.6	12	127.6	19.2	2.4

[62] Աղյուսակը կազմված է ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքում www.stat-nkr.am առկա տվյալների հիման վրա:

ԼՂՀ-ում պետական գույքի մասնավորեցումը իրականացնում են հետևյալ հիմնական ձևերով՝

- բաժնետոմսերի ազատ բաժանորդագրություն,
- աճուրդ,
- մրցույթ,
- ուղղակի վաճառք,
- նոր բաժնետոմսերի բաց կամ փակ տեղաբաշխում,
- պարտատոմսերի թողարկում բաժնետոմսերի փոխարկման իրավունքով,
- բաժնետոմսերի վաճառք մասնագիտացված շուկաներում,
- ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց և համայնքների գույքի նկատմամբ պետությանը պատկանող օգտագործման իրավունքի փոխանցում[63]:

ԼՂՀ-ում բաժնետիրական ընկերությունների ձևով մասնավորեցումը հիմնականում իրականացվել է երեք եղանակով.

- պետական ձեռնարկության բաժնետոմսերի ազատ բաժանորդագրության հիման վրա բաց բաժնետիրական ընկերությունների ստեղծում,
- պետական ձեռնարկության հիման վրա ստեղծվող ԲԲԸ-ան բաժնետոմսերի վաճառք լոտային աճուրդով,
- պետական ձեռնարկության աշխատավորական կոլեկտիվի կամ այլ անձանց միջև բաժնետոմսերի փակ տեղաբաշխման միջոցով փակ բաժնետիրական ընկերությունների ստեղծում:

Բաժնետոմսերի բաժանորդագրության ձևով մասնավորեցումը չի կայացել մի շարք կազմակերպություններում, որի հիմնական պատճառն են կազմակերպությունների խոշոր պարտքերը, մաշված սարքավորումները, մեծ ծավալով ներդրումների կարիքը և այլն:

ԼՂՀում արժեթղթերի շուկայի ու համապատասխան ենթակառուցվածքային համակարգերի բացակայության և թերզարգացածության պայմաններում, բաժնետոմսերի վաճառքի եղանակով իրականացվող սեփականաշնորհման գործընթացը, ի տարբերություն զարգացած արժեթղթերի շուկա ունեցող պետություններում իրականացվող

[63] ԼՂՀ օրենք, <<Պետական գույքի մասնավորեցման մասին>> Ընդունված 29.06.1998, գլ. 3, հոդված 11:

սեփականաշնորհման գործընթացի, ունեցել է առանձնահատուկ դժվարություններ: Պետական մեծ և միջին ձեռնարկությունները ԼՂՀ-ում մասնավորեցվեցին՝ վերակազմավորվելով ԲԲԸ-ների: Սակայն այս ընկերությունների արժեթղթերը ֆոնդային շուկաներ գրեթե դուրս չեկան:

Մյուս գործոնը այն է, որ ընկերություններում բարձր էր առանձին բաժնետերերի ձեռքում բաժնետոմսերի կենտրոնացման աստիճանը: Արդյունքում ընկերությունների արժեթղթերը դուրս չէին գալիս երկրորդային շուկա:

Առկա հիմնական գործոնները, որոնք անհրաժեշտ են հսկայական թափ հաղորդելին արժեթղթերի շուկայի կայացմանն ու ձևավորմանը, իրականում ԼՂՀ-ում այդ դերը չխաղացին:

Անցումային տնտեսությամբ երկրներում իրականացված պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցման գործընթացի հիմնական առանձնահատկությունը, ի տարբերություն Հայաստանի և ԼՂՀ-ի, կոլեկտիվ ներդրումային ինստիտուտների կարևոր դերն է, որն էլ վճռորոշ գործոն է հանդիսացել մասնավորեցված ընկերություններում կորպորատիվ կառավարման բարելավման, վերջինների արժեթղթերի երկրորդային շուկայի աշխուժացման և մանր ներդրողների խավի առաջացման հարցում: Դրանց բարեհաջող գործունեությունը նկատելի է հատկապես Կենտրոնական ու Արևելյան Եվրոպայի առաջատար երկրներում (մասնավորապես՝ Լեհաստան, Չեխիա, Հունգարիա): Լեհաստանում, օրինակ, ներդրումային հիմնադրամներն այժմ հանդիսանում են խոշորագույն ինստիտուցիոնալ ներդրողներ: Նրանց թիվը 1994-2004թթ. ընթացքում անընդհատ աճել է՝ 2004թ. վերջի դրությամբ հասնելով 154-ի՝ 1994թ. 1-ի փոխարեն, իսկ վերջինների զուտ ակտիվների արժեքը նույն ժամանակահատվածի ընթացքում աճել է շուրջ 16 անգամ՝ 2004թ. վերջին հասնելով մոտ 9.1 մլրդ եվրոյի[64]:

Լեհական արժեթղթերի շուկայի համար հատկանշական է նաև բնակչության լայն մասնակցությունը դրա գործառնություններում: Բաժնետոմսերի շուկայի շրջանառության շուրջ 35%-ը կազմում է ֆիզիկական անձանց բաժինը, 32%-ը՝ ներքին ինստիտուցիոնալ ներդրողներին, 33%-ը՝ օտարերկրյա ներդրողներին: Եթե 1994թ. բրոքերային գործունեություն իրականացնող կազմակերպություններում (բրոքերային ընկերություն-

[64] Козлов Н.Б., Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах: Москва, 2002.

ներ և բանկեր) բացված արժեթղթային հաշիվների քանակը չի գերազանցել 200 հազարը, ապա 2004թ. վերջի դրությամբ այն կազմել է 1116 հազար[65]:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման հաջորդ փուլը սկսվեց դրա ձևավորման համար հիմք հանդիսացող մի շարք օրենքների ընդունումով: Ինչպես նշեցինք «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ԼՂՀ օրենքը ընդունված 1996թ-ի հոկտեմբերի 15-ին համարվեց ամբողջական փաստաթուղթ : Իսկ 2008թ-ի ապրիլին այդ օրենքը ուժը կորցրած ճանաչվեց:Եվ հիմա ԼՂՀ-ն առաջնորդվում է ՀՀ-ի արժեթղթերի շուկային առնչվող օրենքներով:

<<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենքի (ընդունված 11.10.2007թ) հիմնական նպատակներն են՝

- ներդրողների իրավունքների և իրավական շահերի պաշտպանությունը,
- արժեթղթերի շուկայում ապահովել թափանցիկություն, կայուն և արդյունավետ զարգացում,
- ապահովել արժեթղթերի արժանահավատ գնագոյացման համակարգ,
- արժեթղթերի շուկայում համակարգային ռիսկերի նվազեցումը:

Կարգավորում ու սահմանում են ՀՀ և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայում տեղի ունեցող գործունեության կապակցությամբ ծագող հարաբերությունները՝

- արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի և դրանց հրապարակային առուվաճառքի կարգը.
- արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների մատուցման և արժեթղթերի հրապարակային առևտրի կազմակերպման կարգը.
- արժեթղթերի պահառության և հաշվարկային համակարգերի, և Կենտրոնական դեպոզիտարիայի գործունեության կարգը.
- արժեթղթերի շուկայում կարգավորում և վերահսկողություն իրականացման բնագավառում ՀՀ-ի Կենտրոնական բանկի (այսուհետև՝ Կենտրոնական բանկ) իրավասությունները և պարտականությունները.
- պատասխանատվությունն օրենքով սահմանված, ինչպես նաև նորմատիվ օրնսդրական ակտերով ու այլ իրավական ակտերով պահանջների խախտման

[65] Polish Securities and Exchange Commission, Annual Report 2004, p. 55.

համար[66]:

ՀՀ արժեթղթերի շուկան ներառում է իր երկրում ու ԼՂՀ-ում արժեթղթեր թողարկողներին ու դրանում ինվեստիցիաներ իրականացնողներին, ինչպես նաև արժեթղթերը կարգավորող շուկաներին ու չկարգավորող առևտրի ոլորտին, Կենտրոնական դեպոզիտարիան և օրենքի համաձայն լիցենզավորման ենթակա գործունեություն իրականացնողներին:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման հաջորդ նախադրյալը հանդիսացավ 1997 թվականի նոյեմբերի 20-ին «Բաժնետիրական ընկերության մասին» ԼՂՀ օրենքի ընդունումը: Այդ օրենքի համաձայն կարգավորում են բաժնետիրական ընկերությունների ստեղծումը, հիմնադրումը, վերակազմավորումը, վերափոխումը, բաժանումն,առանձնացումը, միաձուլումը և լուծարումը: Օրենքում ներկայացված են նաև ընկերությունների կողմից բաժնետոմսեր և այլ արժեթղթեր թողարկելու, տեղաբաշխելու համար համապատասխան որոշումներ կայացնելու և իրականացնելու մեխանիզմներ: Այդ փաստաթղթի ընդունումից հետո ԼՂՀ-ում ստեղծվեցին մի շարք բաժնետիրական ընկերություններ: Ներկայումս գրանցված է 441 ՓԲԸ, 7 ԲԲԸ: Ներկա դրությամբ ԼՂՀ-ում գործող ԲԲԸ-ներից միայն «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն է թողարկում բաժնետոմսեր: ԼՂՀ կառավարության 2007 թվականի նոյեմբերի մեկի որոշման համաձայն հիմնադրվեց ԼՂՀ «Արցախ ՀԷԿ» ՓԲԸ-ը[67]: 2008թ. մայիսի 13-ին ընկերությունը վերակազմավորվեց որպես «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ[68]:

Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ–ան կանոնադրական կապիտալը 5.962.074.000 դրամ է, այն բաղկացած է 5.962.074 հատ հասարակ անվանական ոչ փատաթղթային բաժնետոմսերից, մեկ բաժնետոմսի անվանական արժեքը կազմում է 1.000 ՀՀ դրամ[69]:

Ընկերության բաժնետերերի կառուցվածքն ունի հետևյալ տեսքը՝

- ԼՂՀ կառավարություն – 85,5%,
- Անհատ ներդնողներ (ֆիզիկական անձինք) – 3,71%,
- Ինստիտուցիոնալ ներդրողներ (իրավաբանական անձինք) – 10,71%:

---

66 Տես՝ <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենքը ընդունված 11 հոկտեմբերի 2007թ., գլ. 1, հոդ.1:

67 ԼՂՀ կառավարության 2007 թվականի նոյեմբերի 1-ի N484 որոշումը:

68 ԼՂՀ Կառավարության 2008թ. մայիսի 13-ի <<ԱՐՑԱԽ ՀԷԿ>> փակ բաժնետիրական ընկերությունը վերակազմակերպելու մասին>> թիվ 360 որոշմամբ:

69 «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ պաշտոնական կայք՝ http://www.artsakhhpp.com/:

2009թ. մարտի 3-ից մինչև մայիսի 20-ն «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն իրականացրեց բաժնետոմսերի առաջնային, հրապարակային տեղաբաշխումը: Տեղաբաշխվեցին 862074 միավոր հասարակ անվանական բաժնետոմս, որի անվանական արժեքը կազմում է հազար ՀՀ դրամ, իսկ մեկ բաժնետոմսի տեղաբաշխումը՝ 1050 ՀՀ դրամ արժեքով: Չնայած համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի բացասական ազդեցությանը տնտեսության վրա՝ տեղաբաշխման արդյունքում ընկերությանը հաջողվեց ներգրավել 905177700 ՀՀ դրամ ծավալով ֆինանսական միջոցներ: Այժմ ընկերությունն ունի 1,111 բաժնետերեր, ինչպես ԼՂՀ-ից ու ՀՀ-ից, այնպես էլ արտերկրներից[70]: 2009թ. հոկտեմբերից «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ ընկերության բաժնետոմսերը ցուցակվում են «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԵՔՍ» ֆոնդային բորսայում: 2010թ. ապրիլի 3-ին «Արմսվիսբանկ» ՓԲԸ-ին շնորհվեց «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ բաժնետոմսերի շուկա ստեղծողի կարգավիճակը:

2010թ. օգոստոսի 20-ին կայացած «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ տնօրենների խորհրդի նիստում ընդունվել է որոշում լրացուցիչ տեղաբաշխել 1400000 հատ սովորական անվանական բաժնետոմս: Մեկ բաժնետոմսի անվանական արժեքը կազմում է 1000 ՀՀ դրամ, իսկ մեկ բաժնետոմսի տեղաբաշխման գինը նախկին 1050 ՀՀ դրամի փոխարեն՝ 1110 ՀՀ դրամ:

ԼՂՀ-ում միայն «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ–ն է, որ թողարկում է մեծաքանակ բաժնետոմսեր, ՀՀ-ում այն նույնպես համարվում է առաջատար բաժնետոմսեր թողարկող:

«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի բաժնետոմսի տեղաբաշխման արժեքը 1110 ՀՀ դրամ է, որը թույլ է տալիս բնակչության ավելի լայն խավերին մասնակցելու բաժնետոմսերի ձեռքբերմանը, դրանով իսկ բարձրացնելու բնակչության ֆինանսագիտական մակարդակը:

ԼՂՀ-ում շատ թույլ է զարգացած արժեթղթերի երկրորդային շուկան, որն էլ համարվում է առկա հիմնախնդիրներից մեկը: Երկրորդային շուկայի զարգացումը կարևոր նախադրյալ է ԼՂՀ արժեթղթերի շուկան կայացնելու և զարգացնելու համար:

ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկայի կայացման նախադրյալ հանդիսացավ մեկ այլ կարևոր փաստաթղթի ընդունումը <<Զարգացման արցախյան գործակալություն>> ՊՈԱԿ-ի

[70] <<Արցախ ՀԷԿ>> ԲԲԸ-ի վերաբերյալ տվյալները բերված են <<Արցախ ՀԷԿ>> ԲԲԸ կողմից թողարկվող բաժնետոմսերի ներդրողների ուղեցույցից:

վերաբերյալ, որը 2007թ նոյեմբերի 1-ին վերաձևակերպվեց որպես <<Արցախի Ներդրումային Հիմնադրամ>>[71]: Հիմնադրամն իրականացնում է ձեռնարկատիրության զարգացմանն ուղղված պետական աջակցության ամենամյա ծրագրերը, ինչպես նաև հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակարաններ ձեռք բերելու պետական ֆինանսական աջակցության ապահովման գործընթացը:

ԼՂՀ-ում տնտեսական աճ ապահովելու նպատակով շատ կարևոր է տնտեսության կառուցվածքային վերափոխումների իրականացումը: Այդ նշանակում է նոր առաջատար տեխնոլոգիաների ներդրում, ընկերությունների արտադրական կարողությունների տեխնիկական վերազինում և կատարելագործում: Այդ հիմնախնդրի լուծումը պահանջում են ներդրումներ: Իսկ ԼՂՀ-ում զգալիորեն նկատվում է ներդրումների պակասուրդը: Դրա հաղթահարումն անհնար է առանց ներդրումների աճի և հատկապես ներքին ներդրումների հավաքագրման:

Եթե համեմատենք անցումային տնտեսությամբ երկրների (հատկապես ԱՊՀ երկրների) արժեթղթերի շուկաներն իրենց հիմնական բնութագրիչներով, ապա դրանց մեծամասնության արժեթղթերի շուկաների ընդհանուր գծերն են.

- կապիտալացման ցածր մակարդակը,
- շուկայի թույլ կապը տնտեսության իրական հատվածի հետ,
- արտադրության մեջ ներդրումների ֆինանսավորման գործում դրա փոքր դերը,
- կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի համեմատական թերզարգացածությունը պետական արժեթղթերի շուկայի գերակշռման պայմաններում,
- մասնակիցների նեղ շրջանակը և պարզ գործիքակազմը,
- շուկայի անբավարար թափանցիկությունը, մանր բաժնետերերի իրավունքների հուսալի պաշտպանության բացակայությունը,
- արժեթղթերի շուկայի տեխնոլոգիական և ինստիտուցիոնալ ենթակառուցվածքների անբավարար ու դանդաղ զարգացումը,
- արժեթղթերի շուկայի թույլ գրավչությունը շարքային քաղաքացիների համար և նրանց ցածր շահագրգռությունը արժեթղթերում ներդրումների իրականացման հարցում[72]:

[71] ԼՂՀ կառավարության 2007թ հոկտեմբերի 29-ի թիվ 451 որոշմամբ:

[72] Ֆահրադյան Կ, Արժեթղթերի շուկայի գործողությունը և ազդեցությունը շուկայական տնտեսության

Եվ ինչպես նշեցինք, ԼՂՀ-ի ֆինանսական ոլորտի ամբողջ հարաբերությունները կարգավորվում են ՀՀ-ան համապատասխան օրենքներով և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները նույնպես կարգավորվում են նույն օրենքներով:

Խորհրդային տնտեսության ժամանակ ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկա գրեթե գոյություն չուներ: Այն համարվում էր նորմալ երևույթ, որովհետև պետության սեփականությունը համարվող ձեռնարկության համար պահանջվող ֆինանսական ռեսուրսները ստանում է պետությունից, և այլևս կարիք չունի արժեթղթերի թողարկման միջոցով ներգրավել դրամական միջոցներ: Դրանից հետևում է, որ կազմակերպությունները սեփականաշնորհելով և պետական բանկերն առևտրային բանկերի կարգավիճակ տալով, կարող է կարևոր նախադրյալներ ստեղծել արժեթղթերի շուկան ձևավորելու և զարգացնելու համար: 1991թ.-ից սկսված գործընթացը ԼՂՀ-ում կարիք ունի վստահ քայլեր ձեռնարկելու և 1995թ-ին տեղի ունեցավ առաջին սեփականաշնորհված ձեռնարկությունների բաժնետոմսերի թողարկումն, որոնք դեռևս թղթային ձև չունեն և այդ պատճառով չհայտնվեցին շրջանառությունում:

Միայն սեփականաշնորհված ձեռնարկության կողմից բաժնետոմսերի թողարկումը անհրաժեշտություն է, բայց ոչ բավարար պայման արժեթղթերի շուկա կայացնելու համար: Շատ կարևոր է առաջ տան շուկայի այլ տարրերը, որն առանց դրանց որպես շուկա չեն կարող զարգանալ:

Այն պահանջում է իրականացնել հետևյալները.

- կադրերի պատրաստում՝ թրեյդերներ, միջնորդային ֆիրմաների աշխատակից-ներ, բորսաների ադմինիստրատորներ և այլն: Առաջին քայլերը կատարված են,
- ֆինանսների նախարարությունը պարբերաբար կազմակերպում է որակավորման քննություններ արժեթղթերի շուկայում աշխատողների համար և տալիս որակավորման վկայականներ, որը տալիս է իրավունք աշխատելու արժեթղթերի շուկայում,
- կարևոր է ձևավորելու ուսումնամեթոդական բազա:

Զարգացած երկրներում վերապատրաստումը շատ կարևոր են, բայց այդքանը բավարար չէ կադրերի պատրաստման հետ կապված բոլոր հարցերը լուծել:

վրա, Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, #1-2, հունվար-փետրվար 2010, էջ 101:

Հաջորդ կարևոր քայլը անհրաժեշտ է ձևավորել արժեթղթերի ինստիտուտ, այն պետք է զբաղվի մեթոդաբանական աշխատանքներով, ուսումնական ձեռնարկներ մշակելու, ատեստավորումներով և այլն: Նման ինստիտուտի բացակայության պատճառով արժեթղթերի շուկայի վերաբերվող օրենսդրական աշխատանքների ապահովումը ՀՀ-ում կատարում են հիմնականում Կենտրոնական բանկում և ՀՀ ֆինանսների նախարարությունում աշխատող մասնագետները, որն էլ ունի իր բացասական կողմերը: ՀՀ կենտրոնական բանկը հիմնականում մշակում է ենթաօրենսդրական ակտեր, որոնք վերաբերվում են բանկերին՝ արժեթղթերի շուկայում իրականացվող գործառնությունների կարգավորմանը, իսկ ֆինանսների նախարարության կողմից մշակվածները, չնայած հանդիսանում են պարտադիր արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների համար, այնուամենայնիվ, հաշվի չառնելով բանկային համակարգի առանձնահատկությունները, կանգնում են լուրջ խոչընդոտների առաջ և պատճառ են դառնում արժեթղթերի շուկայի անկանոն զարգացմանը: Հետագա բարդություններից խուսափելու պատճառով անհրաժեշտ է այս խնդիրը հրատապ լուծել:

Առաջարկում ենք, որ ենթաօրենսդրական ակտերի մշակման ժամանակ հաշվի առնել մեր բուհերի առաջատար տնտեսագետների կարծիքները: Կարելի է նաև բուհերի հետ կնքել պայմանագիր և մինչև ենթաօրենսդրական ակտեր ընդունելը այն քննարկել: Պարբերաբար կազմակերպել բանավեճեր, և մեր կարծիքով այն դրական ազդեցություն կունենա ենթաօրենսդրական ակտերի ընդունման ժամանակ:

Միաժամանակ ցանկալի կլիներ նաև, որ բարձրագույն ուսումնական հաստատություններում գործեին արժեթղթերի շուկա բաժիններ և ամբիոններ, որը իսկապես կթողարկեն գրագետ մասնագետներ, որոնք կարող են աշխատել ինչպես տեղական արժեթղթերի շուկայում, այնպես էլ արտասահմանյան շուկաներում:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կայացման հաջորդ նախադրյալը պետական պարտատոմսերի թողարկումն է: Ֆինանսական շուկայի հիմնական ոլորտներից պետական պարտատոմսերի արժեթղթերի շուկան և այն համարվում է երկրի ֆինանսական համակարգի կարևորագույն բնութագրիչը:

Պետական արժեթղթերի շուկան կարգավորելու արդյունավետությունը

բարձրացման նպատակով պետք է ուսումնասիրել պետական արժեթղթերի զարգացած շուկա ունեցող պետությունների կողմից մշակած տեսական գիտելիքներն ու փորձը և դրանք օգտագործել հայրենական շուկայի կառավարման գործընթացում՝ հաշվի առնելով մեր երկրի օրենսդրական դաշտը, շուկայի սուբյեկտների հոգեբանությունը, ազգային առանձնահատկությունները: Ելնելով դրանից, պետական արժեթղթերի հայկական շուկայի կարգավորման արդյունավետության կատարելագործման նպատակով կարևոր է դիտարկել հետևյալ հիմնախնդիրները.

- օրենսդրական դաշտի կատարելագործումը,
- պետական արժեթղթերի շուկայի ներդրողների կազմի օպտիմալացումը,
- արժեթղթերի շուկայի թափանցիկության եւ տեղեկատվության տարածման ապահովումը,
- նոր գործիքների ներդրումը,
- ռիսկերի կառավարումը:

Ի տարբերություն պետական արժեթղթերի շուկայի ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում գոյություն ունեն մեկ այլ իրավիճակ: Կորպորատիվ արժեթղթերը Հայաստանի շուկայում ներկայացված են բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերով: Չնայած, զանգվածային սեփականաշնորհման արդյունքում ստեղծված բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերով իրականացվող գործարքների ծավալները թե առաջնային շուկայում և թե երկրորդային շուկայում չափազանց փոքր են եղել: Այսպես, բաժնետոմսերով տարեկան գործարքների ծավալի հարաբերությունը տարեկան ՀՆԱ-ին վերջին 4 տարիների ընթացքում տատանվել է 0.2-0.6%-ի սահմաններում:

Սա բավական ցածր ցուցանիշ է նույնիսկ զարգացող երկրների համար: Չափազանց ցածր մակարդակի է նաև շուկայի <<մոտավոր>> կապիտալացում/ՀՆԱ հարաբերակցության գործակիցը: Այն վերջին 4 տարիների ընթացքում չի գերազանցել 5.5% ցուցանիշը: Իսկ այդ բոլորը ցույց են տալիս արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության մակարդակը: Բաժնետոմսերի թողարկումների իրականացումը խոչընդոտում են բազմաթիվ հիմնահարցեր, ինչպես.

- բաժնետոմսերի խիստ կենտրոնացումը մարդկանց փոքր խմբի մոտ,

- բաժնետոմսերի երկրորդային շուկայի թերզարգացվածությունը,
- Հայաստանի տնտեսությանը բնորոշ մի շարք ռիսկերը,
- պետական արժեթղթերի շուկայի գրավչությունը,
- արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքների բացակայությունը և այլն:

Կայացած կորպորատիվ արժեթղթերի շուկա ունենալու համար կարևորագույն խնդիրներից են համարվում այս բնագավառում կրթության բարձրորակ համակարգի ստեղծումը, շուկայում մասնագիտացված գործունեություն իրականացնող անձանց և ներդրողների ներդրումային կուլտուրայի բարձրացումը: Այստեղից կարելի եզրահանգել, որ ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկան, գտնվելով ձևավորման փուլում, դեռևս չի կարող արդյունավետ իրականացնել տնտեսության կարգավորման իր գործառույթները, հետևաբար, էական ազդեցություն ունենալ տնտեսության կայուն զարգացման ու տնտեսական աճի խթանման գործում:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման գործում անգնահատելի է բորսաների դերը: Հայաստանում գործում էր 3 բորսաներ՝ Երևանի ֆոնդային բորսան, Գյումրիի ֆոնդային բորսան, Միավորված ֆոնդային բորսա, և մեկ ապրանքաֆոնդային բորսա՝ «Ադամանդ»[73]:

2009թ.-ի հունվարի 27-ին Հայաստանի Ֆոնդային Բորսան վերանվանվեց ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա, որի մեջ մտավ նաև Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիան (ՀԿԴ): 2008թ.-ի տարեսկզբից երկու ընկերությունները հանդիսացան են the NASDAQ OMX Group, Inc. բորսայական ընկերության մասը[74]:

Արդի պայմաններում ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիաում իրականացնում են բաժնետոմսերով, կորպորատիվ պարտատոմսերով, ՀՀ Ֆինանսների նախարարության ու ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից թողարկված պետական պարտատոմսերով, ՌԵՊՈ գործիքներով, արտարժույթով և վարկային ռեսուրսներով առևտուր: Բացի դրանից ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա-ն շարունակ աշխատանքներ է իրականացնում հարթակներ ստեղծելու ֆինանսական մյուս գործիքների համար: ՀՀ

[73] Բագրատյան Ա., Բալաբանյան Ա., Բանկային գործ: Եր., Նաիրի, 2003, էջ 206:
[74] ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա պաշտոնական կայք՝ www.nasdaq.omx.am:

Կենտրոնական բանկը համարվում է ֆոնդային բորսան ու կապիտալի շուկան վերահսկող և կարգավորող մարմինը[75]:

ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա-ի առաքելությունը համարվում է ձևավորելու արդյունավետ ու թափանցիկ բորսայական շուկա, որպեսզի ապահովի արժեթղթերի գնագոյացման արդար մեխանիզմների գործողությունները, որը կխթանի ընկերությունների կողմից դրամական միջոցների ներգրավման հնարավորությունները և արդյունքում կզարգանան և Հայաստանի և ԼՂՀ տնտեսությունը:

Այդպիսի նպատակներից են համարվում ֆոնդային բորսայի ցուցակման ծառայությունները: Սկզբից էլ Հայաստանի ֆոնդային բորսան 2008թ-ի կազմելով NASDAQ OMX-ի մաս, իրականացրեց միջազգային ստանդարտներով և ցուցակման կանոններով գործընթաց՝ բարձրացնելու ներդրումային վստահության մթնոլորտը հայկականան շուկայում:

Ներկայումս բորսաներն ակնկալում են սեփականաշնորհված ձեռնարկություն-ների առաջին բաժնետոմսերի մուտքը , որտեղ կազմակերպելում են բաժնետոմսերի առք և վաճառքը, իսկ այն բաժնետիրական ընկերությունները, որոնք իրականում չկա հետևաբար չկա նաև բաժնետոմսեր: Երևի այդ պատճառներից են համարվում այն, որ բացակայում են ներդրումային գործունեությունը կարգավորող օրենսդրությունը, և որ բնակչության գրեթե 90%-ը պարզապես չեն պատկերացնում արժեթղթերը, բաժնետիրական ընկերությունն ու նման այլ հարցեր:

Հաջորդ կարևորագույն նախադրյալներից կարելի համարել արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը սպասարկող և այնտեղ ծագող խնդիրները լուծող մասնագետները: Արդի պայմաններում արժեթղթերի շուկայում անհրաժեշտ են որակյալ մասնագետներ: Արժեթղթերի շուկայի մասնագետների համար մեծ նշանակություն ունեն նաև փորձը և ինտուիցիան:

Վերջին ժամանակներս ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված անձանց թիվը նկատելի ավելացել է: Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված անձիք կարող են լինել ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք, արժեթղթերի հաշվարկային

[75] Տես՝ www.artsakhhpp.com/am:

համակարգի օպերատորը, կարգավորվող շուկայի օպերատորն ու օրենքում նշված անձինք: Ներդրումային ծառայություններից են հանդիսանում անձի կողմից՝

- հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքների կատարման հանձնարարականների ընդունումը և հաղորդումը,
- իր կամ հաճախորդի անունից ու հաճախորդի հաշվին արժեթղթերով գործարքների իրականացումը,
- արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված խորհրդատվության տրամադրումը հաճախորդներին,
- իր հաշվին և իր անունից արժեթղթերով գործարքների իրականացումը,
- արժեթղթերի փաթեթի կառավարումը,
- արժեթղթերի երաշխավորված կամ չերաշխավորված տեղաբաշխման իրականացումը[76]:

Բացի հիմնական ծառայություններից մասնագիտացված մասնակիցները իրականացնում են նաև ոչ հիմնական ծառայություններ, դրանցից են՝

- արժեթղթերի պահառությունը,
- հաճախորդներին տրամադրել փոխառություն՝ արժեթղթերով գործարքների իրականացման համար, պայմանով, որ փոխատուն հանդիսանում է նման գործարքի կողմ,
- արժեթղթերի թողարկման և տեղաբաշխման կազմակերպման հետ կապված ծառայությունների մատուցումը,
- ընկերությանը խորհրդատվությունների տրամադրում կապիտալի կառուցվածքի, կորպորատիվ ռազմավարական հարցերի վերաբերյալ, ընկերությունների վերակազմակերպման հետ կապված խորհրդատվական և այլ ծառայությունների մատուցում,
- արտարժույթի դիլերային-բրոքերային առք ու վաճառքի գործառնությունների իրականացումը,
- վարկային կազմակերպությունների գործունեությունը,
- արժեթղթերի միջոցով գործարքների հետ կապված հետազոտությունների,

[76] <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենք՝ ընդունված 11 հոկտեմբերի 2007, գլ. 3., հոդ.25:

ֆինանսական վերլուծությունների և այլ ընդհանուր ներդրումային առաջարկությունների կազմումը և տարածումը[77]:

Մասնագիտացած անձի լիցենզիան ուժը կորցրած է ճանաչվում, երբ

- ինվեստիցոն ընկերությունները լիցենզիա ստանալուց հետո մեկ տարվա ընթացքում չեն իրականացրել ոչ մի ներդրումային ծառայություններ,
- Կենտրոնական բանկից լիցենզիա ստանալու նպատակով ներդրումային ընկերության ներկայացրած փաստաթղթերը ճիշտ չեն,
- ներդրումային ընկերության հրապարակած և Կենտրոնական բանկ ներկայացրած ինֆորմացիան և փաստաթղթեր ճիշտ չեն ներկայացված,
- ինվեստիցիոն ընկերության ղեկավարները հաճախակի իրականացրել են, այլ օրենքների և դրանց հիման վրա ընդունված նորմատիվ իրավական ակտերի խախտում,
- Կենտրոնական բանկի օրենքով սահմանված հանձնարարականների ոչ պատշաճ կատարումը ներդրումային ընկերության կողմից,
- խախտվել են սույն օրենքով և դրա հիման վրա Կենտրոնական բանկի ընդունած նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված տնտեսական նորմատիվները՝ Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված չափով[78]:

Հաջորդ նախադրյալը արժեթղթերի շուկայի կարգավորումն է: Ըստ օրենքի կարգավորվող շուկա է համարվում հանրության համար ուղղակիորեն կամ անուղղակի մատչելի կազմակերպական, իրավական և տեխնիկական միջոցների համակարգը, որը կանոնավոր կերպով արժեթղթերի առքի և վաճառքի առաջարկների հանդիպման վայր կամ միջոց է կազմակերպում, տրամադրում, ապահովում կամ իրականացնում է արժեթղթերով առևտրի կազմակերպման սովորաբար իրականացվող գործառույթներ: Կարգավորվող շուկան ներառում է ֆոնդային բորսան և այլ կարգավորվող շուկաները[79]:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կայացման ներկա փուլում առկա են բազմաթիվ հիմնախնդիրներ, որոնց լուծումը կարևորվում է դրա հետագա զարգացման

---

77 <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենք՝ ընդունված 11 հոկտեմբերի 2007, գլ. 3, հոդ.26:

78 <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենք՝ ընդունված 11 հոկտեմբերի 2007, գլ., 4, հոդ. 42:

79 <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենք՝ ընդունված 11 հոկտեմբերի 2007, գլ., 1. հոդ. 3:

տեսանկյունից:

Առավել առաջնային նշանակություն ունեցողներից կարելի է առանձնացնել՝

- երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավումը,
- արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ու վերահսկման համակարգի հստակեցումը և կատարելագործումը,
- շուկայի ենթակառուցվածքային համակարգի կատարելագործմանն ուղղված միջոցառումների մշակումն ու իրականացումը,
- շուկայի գործիքակազմի համալրումը,
- կորպորատիվ կառավարման արդյունավետությունն ապահովող միջոցառումների կիրառումը,
- մասնավորեցման ձևերի ու մեթոդների կատարելագործումը:

Նշված հիմնախնդիրների լուծումը կնպաստի ինչպես ՀՀ-ի այնպես էլ ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հեռանկարների ապահովմանը՝

- համաշխարհային տնտեսությանը ԼՂՀ-ի ինտեգրմանը,
- շուկայի որակական հատկանիշների բարձրացմանը,
- շուկայական մեխանիզմների միջոցով ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ վերաբաշխմանը և երկրում կայուն աճի ապահովմանը,
- ներքին և արտաքին ներդրողների համար վստահություն ներշնչող ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ստեղծմանը:

Այսպիսով, ինչպես տեսնում ենք, ԼՂՀ-ում առկա նախադրյալներն իրական հիմք են հանդիսանում արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման համար, որտեղ գլխավորը աստիճանաբար փուլային կազմակերպական մոտեցումն է ԼՂՀ շուկայի առանձին տարրերի ձևավորմանը: Բացի այդ, շուկան պետք է ձևավորվի բնականոն, կազմակերպությունների և բնակչության պահանջների միջոցով, շուկայական տնտեսության շրջանակներում և ոչ թե ֆինանսների նախարարության և ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից պարտադրվող պայմանների և կառուցվածքի ճանապարհով: Այդ հիմնարկները պետք է ապահովեն բարենպաստ պայմաններ ինչպես շուկայական տնտեսության, այնպես էլ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար, իրականացնեն վերահսկողություն և կարգավորում համաշխարհային

պրակտիկայում գործող չափանիշներին համապատասխան:

2.2. Արժեթղթերի շուկայի ձևավորման առանձնահատկությունները ԼՂՀ-ում

ԼՂՀ-ում շուկայական հարաբերությունների ձևավորման գործընթացն ստացել է անշրջելի բնույթ: Որպես շուկայական տնտեսության հիմնական բաղադրիչ հատկանշական է ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկայի ձևավորման ու զարգացման փաստը: ԼՂՀ արժեթղթերի շուկան ներկայում կայացման փուլում է, և այժմ, առավել քան երբևէ, կարևորվում է ազատ ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման հարցը:

Անկախացումից հետո ԼՂՀ-ում կատարված գործընթացների արդյունքում ձևավորեց որոշակի տնտեսական համակարգ, որը ձևով շուկայական է, բայց իմաստային առումով պլանային տնտեսությունից բազմաթիվ տարրեր է պարունակում իր մեջ: Խորհրդային ժամանակաշրջանի ու ներկայիս իրավիճակի տարբերությունը կայանում է ընդամենը նրանում, որ մասնավոր սեփականության ինստիտուտը մեզանում ամրագրված է օրենսդրությամբ, սակայն հիմնական դրամական հոսքերն անուղղակիորեն վերահսկվում է պետությունը, կամ պետական իշխանությունը ներկայացնող սուբյեկտները,, ինչն էլ ստեղծում է քվազի շուկայական մթնոլորտ:

Պետական համակարգում իրականացվող տնտեսական հարաբերությունները ձևավորում են ֆինանսական շուկա, որի հատվածներից է կապիտալի, արժութային, դրամական ու արժեթղթերի շուկան:: Արժեթղթերի շուկան ֆինանսական շուկայի անքակտելի հատվածն է:

Զարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրներում արտադրության ֆինանսավորումը հիմնականում իրականացնում են արժեթղթերի շուկայի միջոցով, քանի որ ի համեմատ բանկային համակարգի, միջոցների ներգրավումը այս եղանակով ավելի էժան և արդյունավետ աղբյուր է:

Վարչահրամայական համակարգի փլուզումից հետո Հայաստանի և Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետությունները տնտեսական բարեփոխումների ուղին ընտրած

ԱՊՀ մյուս երկրների նման հայտնվեցին տնտեսության մեջ օբյեկտիվորեն առաջացած խնդիրների լուծման հրամայականի առջև:

Շուկայական տնտեսության ձևավորումը դժվար և երկարաժամկետ փուլ է, որն ուղեկցվում է նոր արտադրահարաբերությունների ստեղծմամբ, հների վերացմամբ կամ նոր պայմաններին դրանց հարմարեցմամբ:

ԼՂՀ-ում հետանկախական փուլի սկզբնական շրջանում, բացի վերը նշվածներից, ավելացան նաև այլ դժվարություններ՝ պատերազմ, շրջափակումներ ու էներգետիկ ճգնաժամ:

Ցանկացած տնտեսություն ունի իր առանձնահատկությունները, որոնք բնորոշվում են այդ պետության և ժամանակաշրջանի սոցիալական գործոններով և տնտեսական կյանքի առանձնահատկություններով:

ԼՂՀ-ի անցումային տնտեսության առանձնահատկությունը կայանում է նրանում, որ աննախադեպ ոչ ավանդական եղանակով անցումը՝ պլանայինից շուկայական տնտեսության, և ԼՂՀ-ն բնականաբար, տնտեսական դժվար և բարդ իրավիճակում է գտնվում, քանի որ վերջին տարիներին է անկախություն ձեռք բերել: Տարբեր պետությունների տարածքում գտնվող ձեռնարկությունների միջև տնտեսական կապերի խզումը, սպառման շուկաների կորուստը, շրջափակումն ու պատերազմական իրավիճակը, ինչպես նաև գների ազատականացումն ու բյուջեի ֆինանսական հնարավորությունների զգալի կրճատումը խիստ բացասաբար ազդեցին մակրոտնտեսական իրավիճակի վրա: ԼՂՀ-ի տնտեսությունը, ինչպես և նախկին միութենական մյուս հանրապետությունները, զարգանում էր վարչահրամայական կառավարման մեթոդների կիրառմամբ: Անհրաժեշտություն է առաջանում ձևավորել նոր, արդյունավետ տնտեսական քաղաքականություն: Սակայն մեր հանրապետությունում անցումային հիմնահարցերի լուծման համար չի կարելի հենվել որևէ փորձարկված կամ արդեն օգտագործված մոդելի վրա:

ԼՂՀ-ում շուկային անցման գլխավոր խնդիրները դարձան՝

- պետական ձեռնարկությունների ապապետականացումը և սեփանակաշնորհումը,

- շուկայական ենթակառուցվածքների և տնտեսական նոր կապերի ու համապատասխան մեխանիզմների ձևավորումը,
- տնտեսության ապամենաշնորհումը՝ որպես մրցակցության զարգացման և շուկայական հավասարակշռվածության հասնելու կարևոր նախապայման,
- գների ազատականացումը, պահանջարկին և առաջարկին համապատասխան գների ձևավորումը,
- սոցիալական պաշտպանվածության համակարգի ստեղծումը, այն կարող է թեթևացնել շուկայական տնտեսության պայմաններին բնակչության մի մասի հարմարեցման հոգսը,
- ակտիվ կառուցվածքաներդրումային քաղաքականության իրականացմամբ տնտեսության սոցիալական կողմնորոշվածության ուժեղացումը, որի շնորհիվ պետք է զարգանան սպառման ապրանքների ու ծառայությունների արտադրությունը, ինչպես նաև բարձրանան արտադրության ճկունության ընկալությունը տեխնոլոգիական նորամուծությունների նկատմամբ:

Ինչպես ԱՊՀ երկրներում, այնպես էլ ԼՂՀ-ի տնտեսության զարգացումն իրականացվում է երկու ուղղություններով

- հակաինֆլյացիոն քաղաքականության,
- կազմակերպակառուցվածքային խորը բարեփոխումներով:

Հաջորդ առանձնահատկությունն այն է, որ ԼՂՀ-ում ֆինանսական շուկայի կարևորագույն հատվածի արժեթղթերի շուկայի ձևավորումը սկսվեց տնտեսական ընդհանուր բարեփոխումների հետ, տնտեսական ու քաղաքական ոչ նպաստավոր պայմաններում: Բարեփոխումների ժամանակ արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող էին մի շարք գործոններ:

Խոչընդոտող գործոններից մեկն այն է, որ վարչահրամայական տնտեսությունում բացակայում էին արժեթղթերի թողարկումն ու շրջանառությունը, բացառելով արժեթղթերում ներդրողների գոյությունը:

ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման առաջին կարևոր քայլերից է համարվում պետական ոլորտի մասնավորեցումը: Ընդհանուր առմամբ, շուկայական տնտեսության անցման հիմնական ուղղությունը՝ մասնավոր հատված ստեղծելն է:

ԼՂՀ-ում հաջորդ կարևոր առանձնահատկություններից մասնավորեցման մեխանիզմն է, որն ունի մի շարք նպատակներ, դրանք են.

- ստեղծել արտադրական, նյութական ու դրամական միջոցների ռացիոնալ օգտագործելու համար արդյունավետ համակարգ,
- զարգացնել մրցակցությունը,
- ձեռնարկատիրական գործունեության աճի ապահովում,
- ներգրավել և խթանել օտարերկրյա ներդրումները:

ՀՀ -ում արժեթղթերի շուկան համեմատած ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման հետ մեծ դեր ունեցավ նաև պետական պարտքի արժեթղթավորումը: Տնտեսագիտական տեսանկյունից պետական արժեթղթերի միջոցով բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորումը ավելի արդյունավետ է համեմատած այդ նպատակով ԿԲ-ի կողմից վարկերի հատկացումը կառավարությանը: Այն խոչընդոտում է ԿԲ-ի կողմից իրականացվող քաղաքականութունը ֆինանսական շուկայում, ինչպես նաև վարկային շուկայի ձևավորմանն ու փողի լրացուցիչ թողարկմանը, այն իր հերթին հանգեցնում է շրջանառության մեջ չապահովված փողի ավելացմանը և արժեզրկմանը[80]:

Կայուն տնտեսություն ունենալու համար կարևոր առանձնահատկություններից էր ՀՀ և ԼՂՀ միասնական ֆինանսական շուկայի ներդրումը: 1990-ականներից սկսած՝ ԼՂՀ և ՀՀ ֆինանսական շուկաները գործում են կարգավորման ու վերահսկողության միևնույն հարթության մեջ:

ԼՂՀ-ում ստեղծվեցին արդյունաբերական, շինարարական, նախագծային ընկերությունների մասնաճյուղեր, արտադրամասեր, կոոպերատիվներ, ինչպես նաև բացվեցին ՀՀ բանկերի մասնաճյուղեր: ՀՀ և ԼՂՀ տնտեսությունների միավորումը ոչ միայն հետապնդում էր քաղաքական նպատակներ, այլև ենթադրում էր ԼՂՀ-ի սոցիալ-տնտեսական արագ զարգացում[81]:

---

[80] Սարգսյան Ա., Պետական արժեթղթերի շուկայի կազմակերպման սկզբունքներն ու առանձնահատկությոնները, Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, #7-8(121-122), հուլիս - օգոստոս 2010, էջ 80:

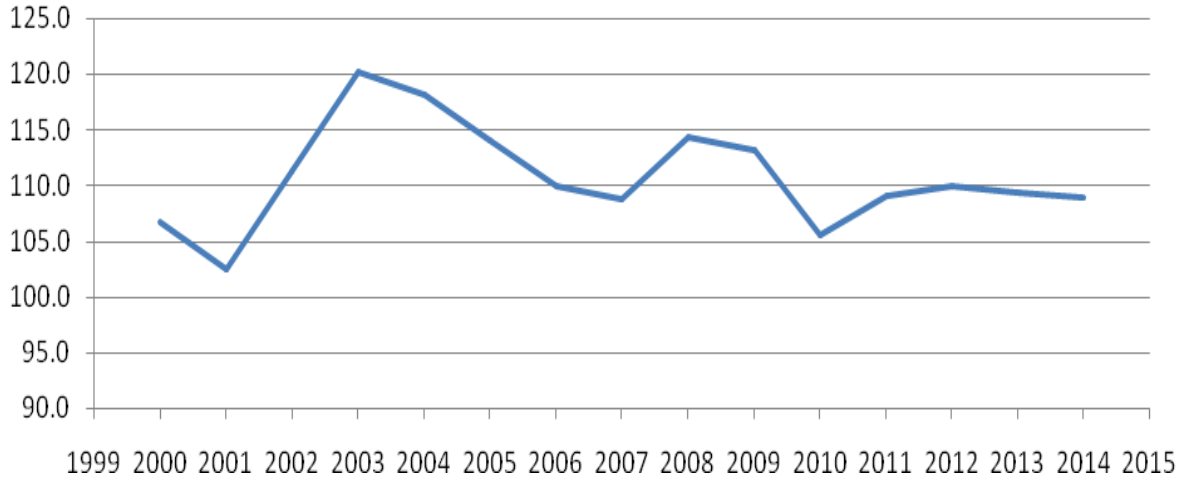
[81] Հայրիյան Ե., ԼՂՀ տնտեսության զարգացման հիմնախնդիրները, ֆինանսներ և էկոնոմիկա, #4 (164) 2013, էջ 35:

Արժեթղթերի շուկայի կայացման առանձնահատկություններից է համարվում նաև այն, որ ԱՊՀ բոլոր երկրների նման ՀՀ և ԼՂՀ իշխանությունները կանգնած էին արմատական տնտեսական բարեփոխումների իրականացման հիմնախնդրի առաջ:

ԼՂՀ ֆինանսական շուկան պետք է ձևավորվեր այն իրողությունների հիման վրա, որոնք առկա էին խորհրդայինի վերջին տարիներին: Ի տարբերություն նախկին ԱՊՀ երկրների՝ ՀՀ և ԼՂՀ ֆինանսական շուկայի սկզբնական փուլը համընկավ զարաբաղա-ադրբեջանական պատերազմի գործողությունների հետ:

Տնտեսության կայունացման հետ մեկտեղ, դրական փոփոխություններ տեղի ունեցան ֆինանսական շուկայի, տնտեսության ճյուղերի փոխհարաբերությունների բնագավառում, շարունակվեց բանկային գործունեության կարգավորման և վերահսկո-ղության մեխանիզմների կատարելագործման գործընթացը, որը մեծ ներդրում էր համակարգի բնականոն գործունեության ապահովման գործում:

ԼՂՀ-ում տնտեսական բարեփոխումների իրականացման առանձնահատկու-թյուններից յուրահատուկ դեր խաղաց բյուջետային գործընթացի կատարելագործման մեխանիզմների ներդրումը: Կիրառելով ՀՀ-ում իրականացվող փորձը՝ բյուջետային գործընթացի կանխատեսելիության աստիճանը բարձրացնելու նպատակով ստեղծվեցին միջնաժամկետ ծախսային ծրագրեր ու այն յուրաքանչյուր տարվա պետական բյուջեի նախագծի մշակման աշխատանքների շրջանակներում ներառելու հիմքեր:



Գծապատկեր 4. ԼՂՀ-ի տնտեսական աճի դինամիկան 2000-2014 թթ[82].

[82] Աղյուսակը կազմված է ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքում՝ www.stat-nkr.am, առկա տվյալների հիման վրա:

ԼՂՀ տնտեսության մեջ 2000-2014թթ. ժամանակահատվածում արձանագրվել է տնտեսական աճի միտում: Տնտեսական բարեփոխումների և տնտեսության զարգացման արդյունքում սկսեց տնտեսական աճի բարձր տեմպ արձանագրվել 2002թ.-ից սկսած:

Լինելով փակ տնտեսություն՝ միջազգային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունը ԼՂՀ տնտեսության վրա չուղեկցվեց անկումով, ինչպես այդ տեղի ունեցավ ՀՀ տնտեսության 2000-2013թթ. ընթացքում անվանական ՀՆԱ-ի տարեկան միջին աճը կազմել է մոտ 14%՝ սպառողական գների ինդեքսի միջին տարեկան 4.8% աճի պայմաններում:

Աղյուսակ 4

Արտադրված համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշը ԼՂՀ-ում[83]

Ցուցանիշ	2008թ.	2009թ.	2010թ.	2011թ.	2012թ.	2013թ.	2014թ.
Անվանական ՀՆԱ (մլն.դրամ)	87148.1	102338.7	118187.2	135498.5	150015.7	168563.6	188840.3
ՀՆԱ-ի իրական աճը(%)	14.3	13.1	5.5	9.1	9.9	9.3	8.9
Ցուցանիշ	2008թ.	2009թ.	2010թ.	2011թ.	2012թ.	2013թ.	2014թ.
ՀՆԱ 1 շնչի հաշվով (հազ. դրամ)	623.1	723.7	823.2	936.1	1023.0	1137.9	1268.1
Արդյունաբերության իրական աճ (%)	111.6	115.6	105.3	100.8	99.2	110.0	117.2
Գյուղատնտեսության իրական աճ (%)	125.4	101.1	88.7	120.1	123.9	109.2	95.7
Շինարարության աճ (%)	124.2	133.5	124.0	101.4	87.4	118.1	111.7
Պետական բյուջեի սեփական եկամուտներ (մլն. դրամ)	19911.7	21250.8	23807.5	25756.4	28755.6	27919.3	31485.4
Պետական բյուջեի ծախսեր (մլն դրամ)	50074.7	55098.5	62182.4	67377.0	67343.8	69623.2	78126.5

[83]Հաշվետվություն Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության կողմից 2014 թվականին կատարված աշխատանքների մասին, Ստեփանակերտ, 2015 էջ 2:

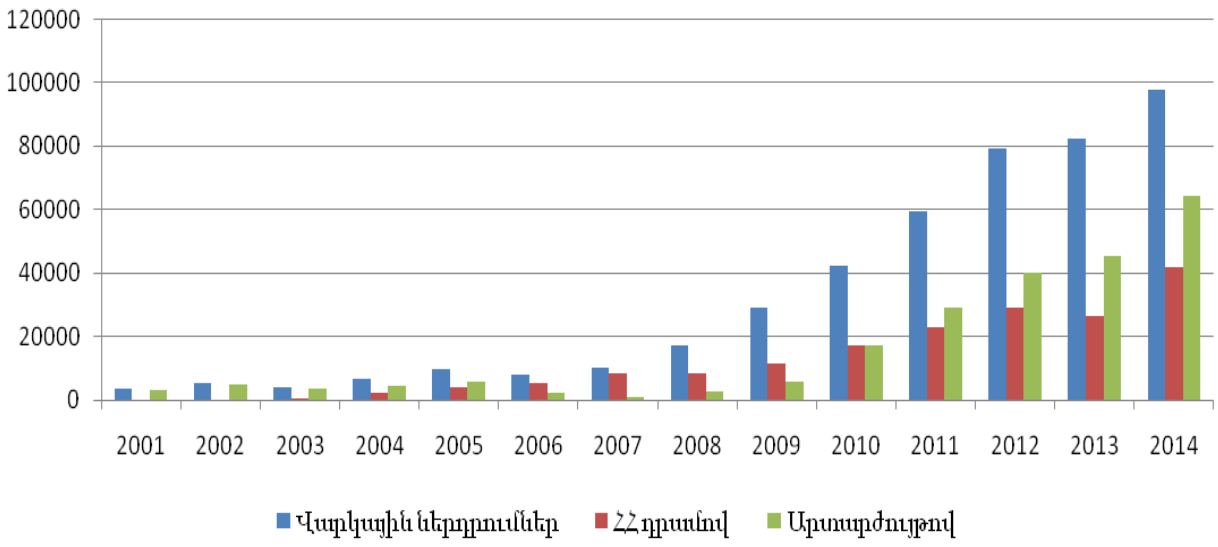
2014թ. ԼՂՀ-ում համախառն ներքին արդյունքը կազմել է 188.8 մլրդ դրամ՝ ապահովելով իրական աճի տեմպ 8.9 տոկոսի չափով: Մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ն կազմել է 1268.1 հազ. դրամ՝ 2013թ. 1137.9 հազ. դրամի դիմաց: Պետական բյուջեի եկամուտները 2014թ.-ին կազմել են 31485.4մլն դրամ, որից՝ հարկային եկամուտները ու պետական տուրքերը կազմում են 30210.4մլն դրամ: 2014թ.-ի պետական բյուջեն հաջողվել է կատարել առանց ծախսերի գծով ընթացիկ պարտքերի էական կուտակման: Բոլոր հիմնավորված պարտավորությունները, որոնք ստանձնվել են պետական մարմինների կողմից, ֆինանսավորվել են նախատեսված չափերով: Պետական բյուջեով նախատեսված ծրագրերը հիմնականում իրականացվել են նախանշված ծավալներով՝ ապահովելով ակնկալվող արդյունքները: 2014թ.-ին պետական բյուջեի ծախսերը կազմել են 78126.5մլն դրամ:

2000-2014թթ. ժամանակահատվածում արդյունաբերական արտադրանքի արտադրության միջին տարեկան աճը կազմեց շուրջ 20%: Չնայած ՀՆԱ-ի կառուցվածքում գյուղատնտեսական արտադրանքի մեծ ծավալներին, վերջինիս միջին տարեկան անվանական աճի տեմպը նշված ժամանակաընթացքում կազմեց 11%, ընդ որում՝ 2009-2010թթ. տեղի է ունեցել գյուղատնտեսության ոլորտի անկում: Շինարարության ոլորտի միջին տարեկան անվանական աճը կազմել է 21.1%:

Վարկավորման ծավալների կտրուկ աճ սկսեց 2000 թվականից: 2000-2014թթ. ընթացքում ԼՂՀ տնտեսությանը տրամադրված վարկերի ծավալներն աճել են ավելի քան 60 անգամ: Մինչև 2005թ. և տնտեսությանը տրամադրված վարկերի կառուցվածքում գերակշռում էին արտարժույթով տրամադրված վարկերը:

2006թ. սկսած՝ տեղի ունեցավ արտարժույթով տրամադրվող վարկերի ծավալների կտրուկ կրճատում, և միայն 2011թվականից արտարժույթով տրամադրված վարկերի ծավալները կրկին գերազանցեցին դրամային վարկերի ծավալներին:

2008թ. Արցախի ներդրումային հիմնադրամը սկսեց իրականացնել փոքր և միջին ձեռնարկատիրության աջակցությանն ուղղված վարկերի տրամադրման դիմաց պահանջվող տոկոսադրույքների մի մասի՝ պետության կողմից սուբսիդավորման ծրագիրը:



Գծապատկեր 5. Վարկային ներդրումների դինամիկան ԼՂՀ-ում 2001-2014թթ[84].

(մլն. ՀՀ դրամ)

Ծրագրի գործարկման հինգ տարիների ընթացքում ՓՄՁ սուբյեկտներին գործակալ բանկերի կողմից տրամադրվել է շուրջ 19.0 մլրդ դրամ վարկեր, որի գերակշիռող բաժինը ընկնում է <<Արցախբանկ>> ՓԲԸ-ին: 2014 թվականին Հիմնադրամը փոքր և միջին ձեռնարկատիրության սուբյեկտներին հատկացված առևտրային վարկերի տարեկան տոկոսադրույքների սուբսիդավորման համար ծախսել է 562.5 մլն դրամ[85]:

Մինչև 2006թ. ՀՆԱ-ում վարկային ներդրումների տեսակարար կշիռը դրսևորել է ինչպես աճի, այնպես էլ նվազման դինամիկա: Սկսած 2007թ. վարկային ներդրումների նկատելի աճ է արձանագրվել ԼՂՀ տնտեսության մեջ: Արդյունքում՝ ՀՆԱ-ի աստիճանական աճի պայմաններում վերոնշյալ ցուցանիշը դրսևորել է աճի միտում:

ԼՂՀ տնտեսության զարգացմանն ուղղված բարեփոխումների առանձնահատկությունների շարքում գլխավոր դեր ունի բյուջետային համակարգի ներդրումը: Համագործակցելով ՀՀ կառավարության հետ և հիմք ընդունելով ՀՀ-ում իրականացված բարեփոխումները հարկաբյուջետային հարաբերությունների ձևավորման բնագավառում՝ ԼՂՀ կառավարությունը ձեռնամուխ եղավ ԼՂՀ բյուջետային համակարգի ձևավորմանն ուղղված բարեփոխումների իրականացմանը: Ձևավորվեց

[84] <<Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը>> տեղեկատվական եռամսյակային զեկույցները, հունվար-դեկտեմբեր 2000-2014թթ., ԼՂՀ ԱՎԾ:

[85] <<Արցախի ներդրումային հիմնադրամ>>հաշվետվություն 2014թ. Գործունեության՝ www.aif.am:

բյուջետային հարաբերությունները կարգավորող իրավական դաշտը, ամրապնդվեցին բյուջետային եկամուտների հավաքագրման և ծախսային հատկացումների հիմնական մոտեցումներն ու մեխանիզմները:

Ներկայացված առանձնահատկությունների թվում հրատապ դարձած ՀՀ-ում ձևավորված հարկային օրենսդրության հիման վրա, ձևավորվեցին ԼՂՀ-ում հարկային հարաբերությունները կարգավորող հիմնական օրենսդրական դաշտը, ձևավորվեցին հարկային վարչարարության սկզբունքներն ու մոտեցումները: Հաշվի առնելով ԼՂՀ տնտեսության հետպատերազմական ծանր տնտեսական իրավիճակը, ԼՂՀ-ում ձևավորվեց հարկային, ՀՀ-ի համեմատ, մեղմ միջավայր, մասնավորապես՝ հարկային դրույքաչափերի և հարկային արտոնությունների հետ կապված: Օբյեկտիվ պատճառներով պայմանավորված, մասնավորապես՝ պատերազմից հետո անհրաժեշտ ծախսերի իրականացման անհրաժեշտությամբ և սեփական եկամուտների անհրաժեշտ չափի ապահովման անհնարինությամբ, ԼՂՀ-ում ձևավորվեց պակասուրդային բյուջե: ԼՂՀ 2014-2016 թվականների պետական բյուջեների սեփական եկամուտները կանխատեսվել են համապատասխանաբար՝ 33.0 մլրդ դրամի, 37.0 մլրդ դրամի և 41.4 մլրդ. դրամ[86]: Ինչի պատճառով ՀՀ կառավարությունը յուրաքանչյուր տարի ԼՂՀ տնտեսությանն է տրամադրում այսպես կոչված՝ անվերադարձ միջպետական վարկ:

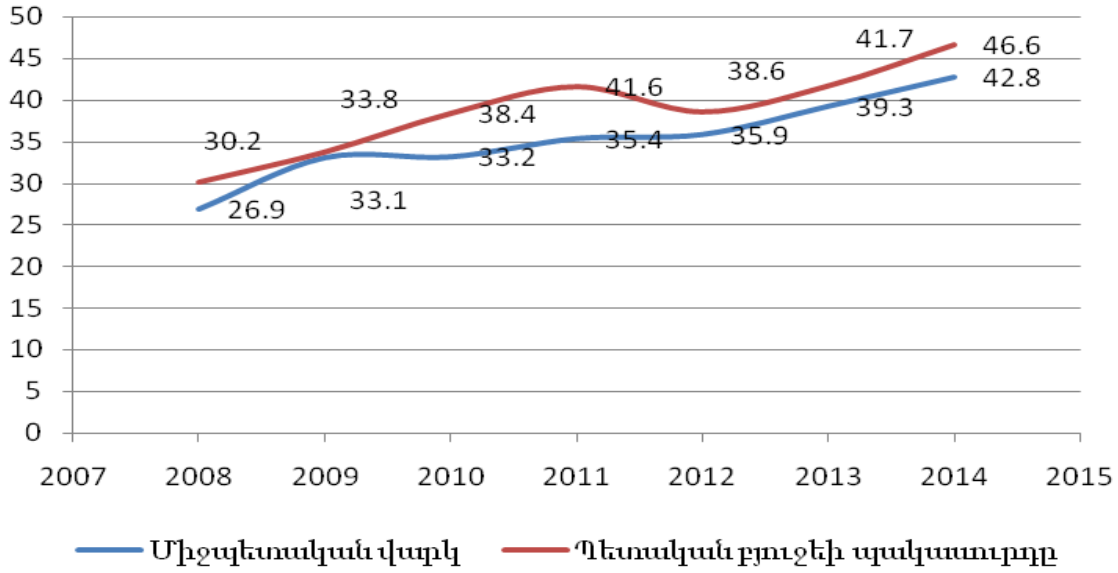
ՀՀ կառավարության կողմից օգոստոսի 18-ի նիստում ընդունվեց որոշում Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետությանը բյուջետային վարկ հատկացնելու մասին: 2015 թվականի երրորդ եռամսյակում կայունացման դեպոզիտային հաշվի միջոցներից 9 մլրդ 600 մլն դրամի չափով բյուջետային վարկ հատկացնել հայկական երկրորդ հանրապետությանը: Վարկը կտրամադրվի տարեկան 8.5 տոկոս տոկոսադրույքով՝ մինչև 2020 թվականի սեպտեմբերի 10-ը մարելու ժամկետով[87]:

Արդյունքում՝ ԼՂՀ բյուջետային հարաբերությունների հիմնական առանձնահատկությունն այն է, որ ԼՂՀ բյուջեն մեծապես կախված է ՀՀ կողմից տրամադրվող միջ-

[86] Հավելված Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության կառավարության 2013 թվականի սեպտեմբերի 25 -ի N 652- Ն որոշման Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության 2014 - 2016 թթ. Պետական Միջնաժամկետ Ծախսերի Ծրագիր, էջ18:

[87] ՀՀ կառավարությունն 2015թ. օգոստոսի 18-ի նիստում ընդունեց Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետությանը բյուջետային վարկ տրամադրելու մասին որոշումը:

պետական վարկից, ուստի՝ հարկաբյուջետային քաղաքականությունը ԼՂՀ-ում իրականացվում է ՀՀ-ում նույն քաղաքականության սկզբունքներին համահունչ:



Գծապատկեր 6. Միջպետական վարկի և ԼՂՀ պետական բյուջեի պակասուրդի դինամիկան 2008-2014թթ.(մլրդ. դրամ)[88]:

Հարկային քաղաքականության իրականացման առանձնահատկության տեսանկյունից ԼՂՀ ներմուծվող ապրանքներից գանձվող հարկերը վճարվում են ՀՀ բյուջե՝ մաքսային սահման չունենալու պատճառով, ինչը որոշ չափով մեղմում է ՀՀ միջպետական վարկի բեռը: 2000-2014թթ. ընթացքում ԼՂՀ համախմբված բյուջեի եկամուտներն աճել են մոտ 9.1 անգամ, ծախսերը՝ 6.1 անգամ, բյուջեի պակասուրդը՝ 5 անգամ, միջպետական վարկը՝ 4.6 անգամ: Նշված ժամանակահատվածում ԼՂՀ-ում իրականացվող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը տնտեսության վրա ունեցել է ինչպես ընդլայնող, այնպես էլ զսպող ազդեցություն, որը ձևավորվել է և՛ եկամուտների գերակատարման, և՛ կատարվելիք ծախսերի տնտեսման պայմաններում:

Համախմբված բյուջեի հարկային եկամուտների և սոցիալական ապահովության վճարների մասով համախմբված բյուջեի մուտքերը նշված ժամանակահատվածում աճել են տարեկան միջին հաշվով 20%-ով: Հարկային վարչարարության կատարելագործման արդյունքում, ինչպես նաև ներկայացված տնտեսական աճի պայմաններում հարկային

[88] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք www.stat-nkr.am:

եկամուտների աճի բարձր մակարդակ է արձանագրվել 2003-2008թթ.: 2009-2014թթ. հարկային եկամուտների աճի տեմպերը դանդաղել են և դրսևորել կայունացման միտում՝ տատանվելով տարեկան 9-12%-ի սահմաններում[89]:

Համախմբված բյուջեի սեփական եկամուտների կառուցվածքում հարկային եկամուտները գերակշիռ բաժին են կազմում: Նշված ժամանակահատվածում հարկային եկամուտները՝ սեփական եկամուտների կառուցվածքում տատանվել է 56-70%-ի սահմաններում: Հարկային եկամուտների կազմում գերակշիռ բաժինն ընկնում է անուղղակի հարկերին, որոնք աճել են տնտեսության մեջ արձանագրված ապրանքների ու ծառայությունների թողարկման ծավալների աճի պայմաններում: 2000-2014թթ. ԼՂՀ համախմբված բյուջեի ծախսային մասն ուներ սոցիալական ուղղվածություն: Համախմբված բյուջեի ծախսային մասում գերակշիռ մաս են կազմել սոցիալական ոլորտին, կրթության ու առողջապահության ոլորտներին ուղղված ծախսերը: Նշված ժամանակահատվածում բյուջետային ծախսերի կառուցվածքում պահպանվել է գերակա ճյուղերին ուղղված ծախսային հատկացումների իրականացման գործընթացը: 2000-2014թթ. ժամանակահատվածում ԼՂՀ-ում արտահանման ծավալները զիջել են ներմուծման ծավալներին, արդյունքում՝ վճարային հաշվեկշիռը բնութագրվել է բացասական ուղղվածությամբ: Նշված ժամանակահատվածում արտահանումն աճել են 28.0 անգամ, ներմուծումը՝ 9.5 անգամ: Արտահանման և ներմուծման ծավալներում նկատվել են կառուցվածքային որոշ տեղաշարժեր. մասնավորապես՝ արտահանման ծավալների մեջ հանքահումքային ապրանքների տեսակարար կշիռը 3.8%-ից ավելացել է մինչև 44.6%, ոչ թանկարժեք մետաղներինը՝ 8.6%-ից մինչև 15.9%, թանկարժեք մետաղների տեսակարար կշիռը 18.8%-ից նվազել է մինչև 10.9%:

Ներմուծման ծավալների մեջ ավելացել է պատրաստի արտադրանքի տեսակարար կշիռը՝ 15.6%-ից հասնելով 16.1%-ի, մեքենաների եւ սարքավորումների տեսակարար կշիռը՝3.0%-ից մինչև 9.1%: Ներմուծման ծավալների կառուցվածքում նվազել է բուսական ապրանքների ներմուծման տեսակարար կշիռը՝ 14.9%-ից մինչեւ 7.6%: Ինչպես վկայում են, վերջին տարիներին ներմուծման կառուցվածքում վերջնական սպառման

[89] ԼՂՀ ԿԱ ՀՊ ծառայության պաշտոնական կայք www.tax.nkr.am:

նշանակության ապրանքատեսակների հետ մեկտեղ նշանակալի տեղ են զբաղեցրել նաև կապիտալատար ապրանքատեսակները, ինչն էլ կարող է խթանել ԼՂՀ տնտեսական աճի արագացմանը:

ԼՂՀ-ի տնտեսության վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ տնտեսությունն այսօր գտնվում է յուրահատուկ իրավիճակում, ավելին, դեռ շատ խնդիրներ կան լուծելու զարգացած շուկայական համակարգին հասնելու համար: Անցումը շուկային հաջողությամբ կատարելու համար հարկավոր է լուծել մի շարք փոխկապակցված խնդիրներ, որոնք կապված են՝

- հավասարակշռված տնտեսության ձևավորման հետ,
- ապրանքների արտադրության,
- տեխնոլոգիական առաջընթացներին,
- արդյունավետության աճին,
- ծախսերի իջեցմանը,
- արտադրանքի թողարկմանը և այլ հարցերին:

ԼՂՀ տնտեսության զարգացման ամենամեծ խոչընդոտը մնում է չկարգավորված հակամարտությունը: Պատերազմից հետո ԼՂՀ-ում իրականացվել են տնտեսության զարգացմանն ուղղված բազմաբնույթ բարեփոխումներ, սակայն, տնտեսության հետագա զարգացման համար առկա են հիմնախնդիրներ, որոնց լուծման միջոցով միայն տնտեսությունը կթևակոխի երկարատեւ կայուն զարգացման շրջան: Այդ հիմնախնդիրները կապված են ինչպես տնտեսական բարեփոխումների անընդհատ կատարելագործման անհրաժեշտության, անկատար մրցակցության, այնպես էլ քաղաքական անկայուն վիճակի հետ: Այս առումով կարևորագույնը համարվում է ԼՂՀ տնտեսության համահարթեցումը ՀՀ տնտեսության հետ, ինչը հնարավորություն կտա առավել արդյունավետ իրականացնել տնտեսության կարգավորման գործընթացը:

Պաշտոնական աղբյուրները վկայում են ԼՂՀ-ի տնտեսության աճի մասին, սակայն, այդպիսի աճը չի կարող երկար շարունակվել առանց տնտեսության կառուցվածքային փոփոխության: Դա նշանակում է նորագույն՝ առաջատար տեխնոլոգիաների ներդրում, ընկերությունների արտադրական կարողությունների տեխնիկական վերազինում ու կատարելագործում: Այդ հիմնախնդրի լուծման համար անհրաժեշտ են

ներդրումներ: Իսկ ԼՂՀ-ում զգալի է ներդրումների պակասուրդը: Դրա հաղթահարումը անհնար է՝ առանց ներդրումների աճի և հատկապես ներքին ներդրումների հավաքագրման:

Ներդրումների նկատմամբ երկրի տնտեսության իրական պահանջարկի ծավալի որոշումը առանձնակի դժվարություն է ներկայացնում, քանի որ չկան մոտավոր կողմնորոշիչներ, որոնք ցույց կտան, թե տնտեսության որ հատվածներում է կենսականորեն անհրաժեշտ ստեղծել նոր արտադրություններ և ընկերություններ:

Զարգացած երկրների ֆինանսական շուկայի փորձը ցույց է տալիս պետական արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը և նշանակությունը ֆինանսական համակարգի ձևավորման ու զարգացման գործում: Հետևաբար, ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում ֆինանսական զարգացած շուկա ստեղծելու համար պետք է առանձնահատուկ ուշադրություն հատկացվի արժեթղթերի շուկայի ձևավորման գործընթացին:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացումը պետք է սկսել պետական պարտատոմսերի շուկայից: Պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումն ունի մի շարք առավելություններ՝ լրացուցիչ ռեսուրսների ստացման մյուս ուղիների նկատմամբ: Շուկայական տնտեսության պայմաններում յուրաքանչյուր պետության ֆինանսական կայունության աստիճանը որոշվում է նաև երկրի պետական բյուջեի եկամուտների ձևավորման իրավիճակով, պակասուրդի և պետական պարտքի մեծությամբ:

Աղյուսակ 5

ԼՂՀ ՀՆԱ-ի և պետական բյուջեի եկամուտների և ծախսերի շարժընթացը (2005–2014թթ.)[90]

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ՀՆԱ (ընդամենը մլրդ դրամ)	51,4	61,9	70,8	87,1	102,3	118.2	135.5	150.0	166.5	188.8
ՀՆԱ-ի շարժը նախորդ տարվա նկատմամբ (%-ներով)	-	10,1	8,8	14,3	13,1	5.5	9.1	9.9	9.2	8.9
Պետական բյուջեի եկա-մուտները (ընդամենը մլրդ դրամ)	6,6	9,4	11,6	19,9	21,3	23.8	25.7	28.8	27.9	31.5

[90] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք www.stat-nkr.am:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Պետական բյուջեի եկամուտների շարժը նախորդ տարվա նկատմամբ (%-ներով)	-	42,4	23,4	71,6	7,0	11.7	8.0	12.1	-3.1	12.8
Պետական բյուջեի ծախսերը (ընդամենը մլրդ դրամ)	20,2	26,0	30,8	50,1	55,1	62.2	67.4	67.3	69.6	78.1
Պետական բյուջեի ծախսերի շարժը նախորդ տարվա նկատմամբ (%-ներով)	-	28,7	18,5	62,7	10,0	12.9	8.4	-0.1	3.4	12.2
Պետական բյուջեի պակասուրդը (ընդամենը մլրդ դրամ)	13,7	16,6	19,2	30,2	33,8	38.4	41.6	38.6	41.7	46.6
Պետական բյուջեի պակասուրդի շարժը նախորդ տարվա նկատմամբ (%-ներով)	-	21,2	15,7	57,3	11,9	13.6	8.3	-7.2	8.0	11.8
Պետական բյուջեի պակասուրդի տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ի նկատմամբ (%-ներով)	26,7	26,8	27,1	34,7	33,0	32.5	30.7	25.7	24.7	24.7

Աղյուսակ 5-ի տվյալներից երևում է, որ դրական տեղաշարժեր են կատարվել ԼՂՀ բյուջեի եկամուտների գծով: Բյուջեի պակասուրդը նույնպես ավելացել է: ԼՂՀ-ի պետական պակասուրդի կրճատման հիմնական աղբյուրը համարվում են բյուջետային միջոցների տարեսկզբի մնացորդը, վարկերի վերադարձերից մուտքերը, ներքին եւ արտաքին այլ աղբյուրներ: Առաջատար երկրներում պետական բյուջեի պակասուրդի ծածկման հիմնական աղբյուրներից են պետության թողարկած արժեթղթերը (պարտատոմսերը):

Պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումն ունի մի շարք առավելություններ լրացուցիչ ռեսուրսների ստացման մյուս ուղիների նկատմամբ: Բացի այդ, ԼՂՀ-ում կան նաև իրական նախադրյալներ: Ինչպես ցույց են տալիս վիճակագրական տվյալները տնային տնտեսությունների ազատ դրամական միջոցները 01.01.2015թ. դրությամբ 30.6 մլրդ. դրամ են, իսկ ԼՂՀ պետական բյուջեի պակասուրդը 46.6մլրդ դրամ: Եթե այդ միջոցների գոնե կեսն (15 մլրդ դրամը) ուղղվի պետական պարտատոմսերի ձեռքբերմանը, արդյունքում բյուջեի պակասուրդը կկրճատվի 32%-ով:

Ընդհանրապես, զարգացած տնտեսությամբ երկրների պետական արժեթղթերի շուկայի հիմքում ընկած են գործառնական հետևյալ բաղկացուցիչները.

- ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցների հավաքագրումը առևտրային բանկերից, տարբեր կազմակերպություններից, ձեռնարկություններից, ոչ բանկային ֆինանսավարկային հաստատություններից և բնակչությունից, որը հիմնականում ուղղվում է պետական բյուջեի պակասուրդի մարմանը,
- պետական արժեթղթերի օգտագործումը՝ որպես դրամավարկային հարաբերությունների կարգավորման գործիք
- ֆինանսավարկային ինստիտուտների հաշվեկշիռների իրացվելիության ապահովումն պետական արժեթղթերում ներդրված ներուժի արդյունավետ իրականացման հաշվին[91]:

Ինչպես վկայում է արտասահմանյան փորձը, պետական արժեթղթերը նպատակաուղղված են.

ա) տնտեսության զարգացման համար պետական նպատակային ծրագրերի ֆինանսավորմանը,

բ) առևտրային բանկերի և ֆինանսավարկային այլ հաստատությունների ակտիվների իրացվելիության ապահովմանը,

գ) պետական և տեղական բյուջեների պակասուրդների ծածկմանը[92]:

ՀՀ անկախացումից ի վեր արժեթղթերի շուկայում ձևավորման տարբեր փուլերում գերիշխել են տարբեր գործիքներ՝ պետական պարտատոմսեր, գանձապետական մուրհակներ, արտոնյալ եւ հասարակ բաժնետոմսեր եւ այլն: Ներկայում հայկական արժեթղթերի շուկայում շրջանառվում են հիմնականում պետական պարտատոմսերը, այնուհետև կորպորատիվ պարտատոմսերը և որոշ չափով նաև բաժնետոմսերը:

Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի ձևավորման սկզբից ի վեր հատկանշական դարձավ,որ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան զգալիորեն հետ է մնում պետական արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ: Դրան տարիներ շարունակ խթանել են մի շարք հանգամանքներ.

- բարձր հուսալիությունն ու ցածր ռիսկայնությունը՝ կորպորատիվ արժեթղթերի համեմատ,

[91] Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П., Рынок государственных ценных бумаг, М.: Банки и биржы, 1998, III с., с. 62.

[92] Սարգսյան Ա., Պետական արժեթղթերի շուկայի կազմակերպման սկզբունքներն ու առանձնահատկությունները, ֆինանսներ և էկոնոմիկա #7-8 (121 -122), հուլիս - օգոստոս 2010, էջ 81:

- շուկայի մասնակիցների մեծ թիվը, այդ թվում՝ ֆինանսական այնպիսի խոշոր ինստիտուտների, ինչպես բանկերը,
- պետության կողմից բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման նպատակով պետական արժեթղթերի տեղաբաշխման մեծ ծավալները:

Ներկայումս Հայաստանի Հանրապետությունում ազատ շրջանառման իրավունքով շրջանառության մեջ են պետական կարճաժամկետ եւ մարման միջին ժամկետով պարտատոմսերը: Պարտատոմսերի թողարկումը սկսվել է 1995թ. օգոստոսին, որից հետո ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը ՀՀ կառավարության անունից պարբերաբար կատարում է նոր թողարկումներ: Նշենք նաեւ, որ այժմ պարտատոմսերի տեղաբաշխում իրականացվում է նաեւ <<NASDAQ OMX Արմենիայի>> ֆոնդային բորսայի միջոցով:

ՀՀ պարտատոմսերի շուկայում Կենտրոնական բանկը կատարում էր նաև պարտատոմսերի նկատմամբ սեփականության իրավունքի հաշվառման, պարտատոմսերով կատարվող գործառնություններում փոխադարձ պարտավորությունների որոշման, պարտատոմսեր մատակարելիս պարտավորությունների ստուգման և հաշվառման գործառույթներ: Այն նշանակում է, որ Կենտրոնական բանկը պարտատոմսերի շուկայում փաստորեն կատարում էր դեպոզիտարիայի եւ քլիրինգային (անկանխահաշվարկային) բանկի գործառույթներ:

2015թ. հունվարի մեկի դրությամբ՝ պետական պարտատոմսերի շուկայում մասնագիտացած անձանց կատարած գործարքները հիմնականում եղել են պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերը, պետական միջին ժամկետայնությամբ մասնակի մարումներով արժեկտրոնային պարտատոմսերը, պետական երկարաժամկետ պարտատոմսերի թողարկումը և տեղաբաշխումը:

Պետական պարտատոմսերի շուկան ՀՀ ֆինանսական շուկայի և հատկապես արժեթղթերի շուկայի ամենազարգացած ու ամենակայացած հատվածն է: Պետական պարտատոմսերի հիմնական առանձնահատկությունը վարկային ռիսկի բացակայությունն է, քանի որ Հայաստանի Հանրապետությունն պարտավորությունները երաշխավորված են սեփականության իրավունքով իրեն պատկանող գույքով, սակայն

չվճարումների ռիսկի բացակայությունը պետական պարտատոմսերի միակ առավելությունը չէ:

Ուսումնասիրելով հայրենական արժեթղթերի շուկայի վերջին 5 տարվա վիճակագրությունը՝ կարելի է վկայել, որ պետական պարտատոմսերով գործարքները վերջին տարիներին գնալով աճում են, մեծանում է պետական պարտատոմսերի շուկայի ծավալները և նշանակությունը՝ որպես բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման աղբյուր: Պետական պարտատոմսերի շուկայում տեղի ունեցող գործընթացները առավել վառ են արտահայտվում, երբ դիտարկում ենք վերջին 5 տարվա ցուցանիշները:

Աղյուսակ 6

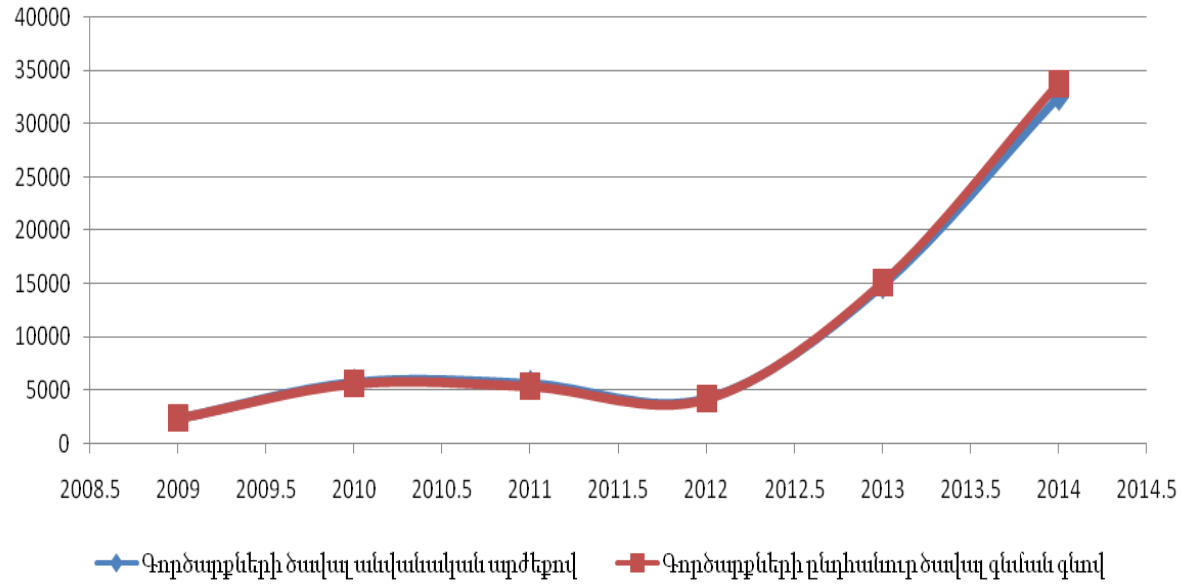
ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքները 2009-2014թթ[93]

Տարի	Գործարքների քանակ	Գործարքների ծավալ անվանական	Գործարքների ընդհանուր ծավալ
2009	191	2403029000	2379215210
2010	460	5802422000	5619738175
2011	249	5673775000	5373835441
2012	140	4,279,500,000	4183471369
2013	490	14855668000	15101349802
2014	1136	32509610000	33767160940

2014թ.դեկտեմբերին ՆԱՍԴԱՔ Արմենիայում պետական պարտատոմսերով կնքվել է 312 գործարք 6,128,335,216 ՀՀ դրամ ընդհանուր ծավալով:

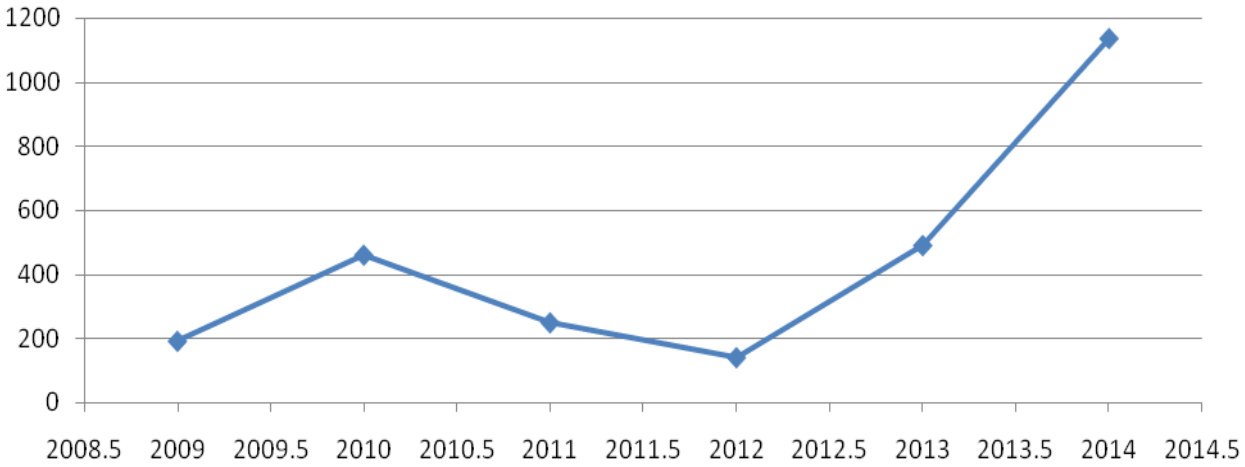
Նախորդ ամսվա համեմատ պետական պարտատոմսերով գործարքների քանակը և գործարքների ծավալն (գնման գնով) աճել են, համապատասխանաբար, 4.22 և 1.10 անգամ:

[93] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:



Գծապատկեր 7. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքները 2009-2014թթ[94]

Նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ (դեկտեմբեր, 2013թ.) պետական պարտատոմսերով գործարքների քանակը և գործարքների ծավալը (գնման գնով) աճել են, համապատասխանաբար, 2.3 և 2.2 անգամ:



Գծապատկեր 8. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքներ քանակը, 2009-2014թթ[95]

[94] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:

Ներկայումս արժեթղթերի շուկայում շրջանառության մեջ են հիմնականում անվանական բաժնետոմսերը, ընդ որում, դրանց գերակշիռ մասը թողարկվել է պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցման հետեւանքով:

Աղյուսակ 7

ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում բաժնետոմսերով կնքված գործարքները[96]

Տարի	Գործարքների քանակ	Գործարքի առարկա արժեթղթերի քանակ	Գործարքների ընդհանուր ծավալ, ՀՀ դրամ
2009	27	82,934	9 790 030
2010	46	97,015	127 626 810
2011	41	72,067	200 276 860
2012	254	177,14	413 146 210
2013	76	555,819	1 494 497 900
2014	215	259,775	28 772 142 607

2014թ.դեկտեմբեր ամսվա ընթացքում ՆԱՍԴԱՔ Արմենիայում բաժնետոմսերով առևտուր տեղի չի ունեցել:

2014թ. Դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ՆԱՍԴԱՔ Արմենիայի ընդհանուր շուկայական կապիտալացումը կազմել է Դ73,001,035,250:

Ինչպես վկայում են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում 2014թ. ընթացքում բաժնե-տոմսերով կնքված գործարքների վերաբերյալ վիճակագրական տվյալներ համեմատած նախկին ամսվա գործարքների քանակի, ինչպես նաև գործարքի առարկա համարվող արժեթղթերի քանակի և գործարքների ծավալի հետ աճել են, համամասնորեն 46.00, 1,259.67 և 2.40 անգամ:

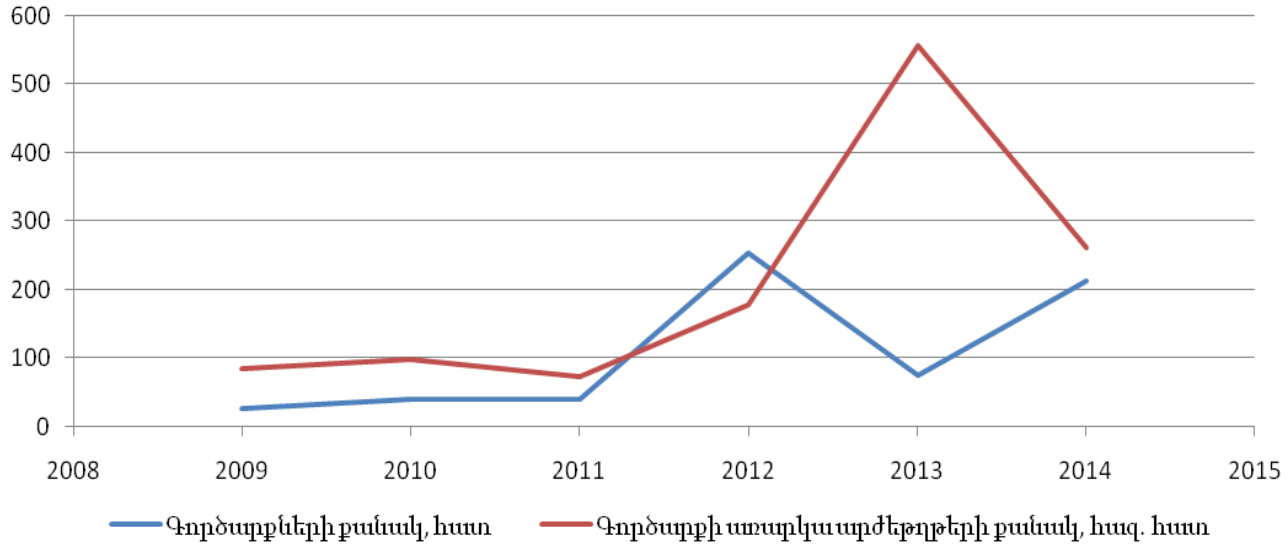
Նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ (2013թ. դեկտեմբեր) գործարքների քանակով, գործարքների առարկա արժեթղթերի քանակով ու

---

[95] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:

[96] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:

գործարքների ծավալով աճ է գրանցվել , համապատասխանորեն, 4.36, 4.17 և 6.37 անգամ:



Գծապատկեր 9. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում բաժնետոմսերով կնքված գործարքների և գործարքի առարկա արժեթղթերի քանակի շարժընթացը (2009-2014թթ)[97]

ՀՀ-ան արժեթղթերի շուկայում շրջանառվող բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերով (կորպորատիվ արժեթղթեր) իրականացվող գործարքների ծավալները դեռևս բավական փոքր են: Ընդ որում բավական ցածր մակարդակի է նաեւ բաժնետոմսերի շուկայի մոտավոր կապիտալացումը (ցուցանիշը ընդունված է հաշվարկել որոշակի օրվա դրությամբ՝ տվյալ օրվա ընթացքում ձեւավորված բաժնետոմսերի շուկայական գների հիման վրա, հաշվարկը կատարվել է տարվա ընթացքում կնքված վերջին գործարքների առարկա բաժնետոմսերի միավոր գների հիման վրա) - ՀՆԱ հարաբերակցության գործակիցը:

2014թ. դեկտեմբերին ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքվել է 61 գործարք՝ 1,018,606,429 ՀՀ դրամ ընդհանուր ծավալով, ընդ որում

[97] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2013թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:

734,519,494,ՀՀ դրամը (1,546,455 ԱՄՆ դոլարով) բաժին է ընկել դոլարային պարտատոմսերով առևտրին:

Աղյուսակ 8

Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների և գործարքի առարկա արժեթղթերի քանակի աճի դինամիկան(2009-2014թթ)[98]

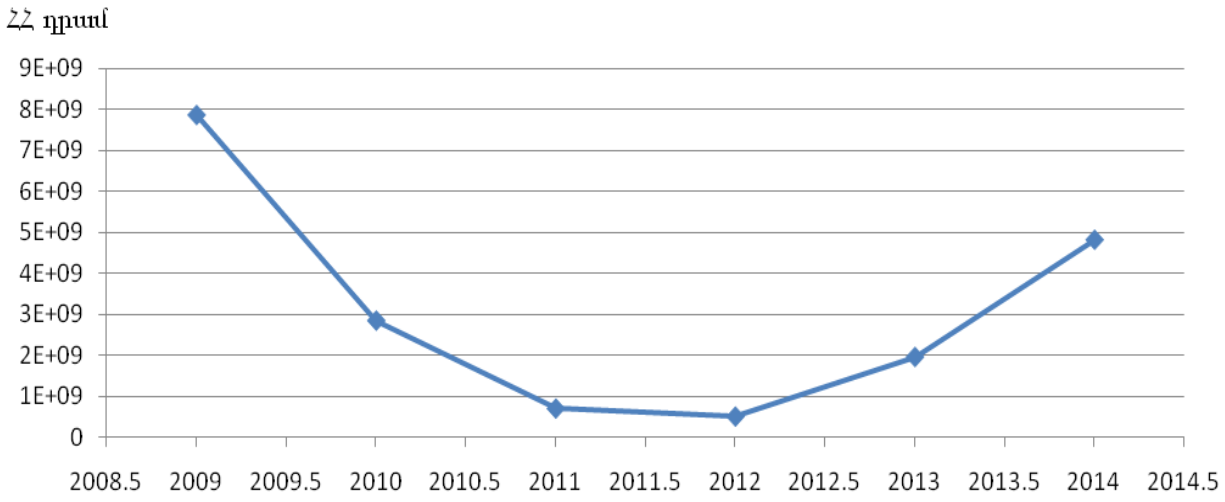
Տարի	Գործարքների քանակ	Գործարքի առարկա արժեթղթերի քանակ	Գործարքների ընդհանուր ծավալ, ՀՀ
2009	624	1198076	7876194927
2010	133	1151780	2855938794
2011	91	53199	708981395
2012	25	49741	513107928
2013	154	403344	1969409548
2014	325	809805	4830749859

Նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ գործարքների քանակի, գործարքների առարկա արժեթղթերի քանակի ու գործարքների ծավալի աճ է գրանցվել համապատասխանորեն, 4.36, 4.17 և 6.37 անգամ:

Որպես գործարքների առարկա հանդես են եկել 5թողարկողի 9 դասի 150,624 պարտատոմսերը:: Իսկ գործարքների քանակով, գործարքների առարկա հանդիսացած պարտատոմսերի քանակով և կնքված գործարքների ծավալով նախկին ամսվա նկատմամբ նույնպես աճել են, համապատասխանաբար, 2.26, 12.08 եւ 3.62 անգամ:

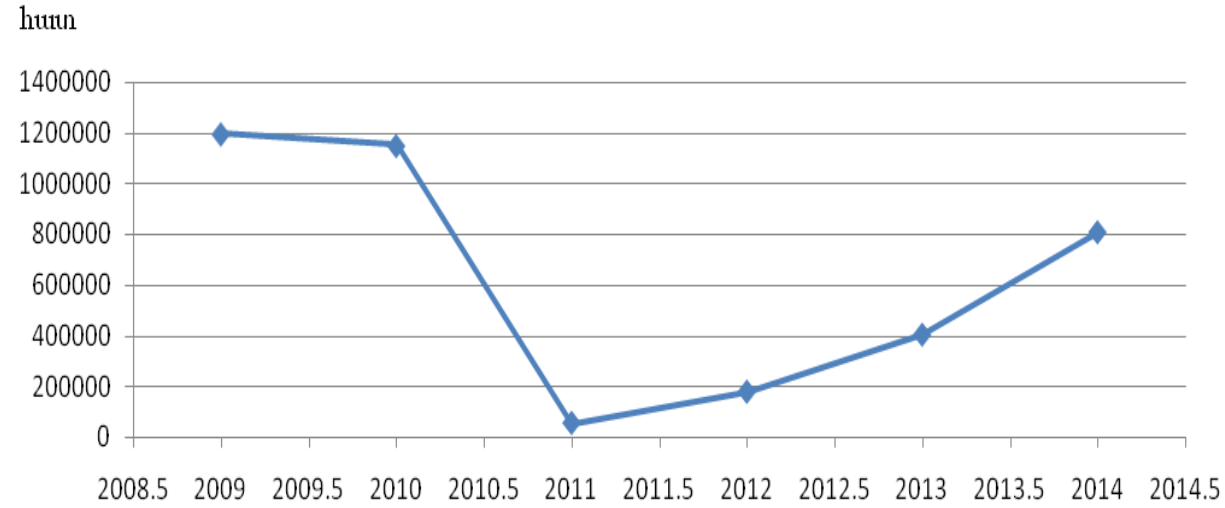
2014թ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ (2013թ. դեկտեմբեր) գործարքների քանակով, գործարքների առարկա արժեթղթերի քանակով աճել են, համապատասխանաբար, 7.00 և 2.15 անգամ, իսկ գործարքների ծավալով անկում է գրանցվել 7.45%-ով:

[98] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:



Գծապատկեր 10. Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ընդհանուր ծավալը (2009-2014թթ) [99]

Համեմատած նախկին ամսում իրականացված գործարքների քանակի հետ անկում է նկատվել 33.33%-ով, իսկ գործարքների առարկա հանդիսացած պարտատոմսերի քանակով և կնքված գործարքների ծավալով աճ են տեղի ունեցել 0.35 և 0.36 անգամ:



Գծապատկեր 11. Կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքի առարկա արժեթղթերի քանակ(2009-2014թթ)[100]

[99] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:

Այսպիսով՝ պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցումը, լինելով կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ձեւավորման հիմքը, վերջինի զարգացումն արգելակող բազմաթիվ հիմնախնդիրների առաջացման պատճառ դարձավ: Այն փաստացի չապահովեց ընկերությունների վերակառուցման, դրանցում կորպորատիվ կառավարման որակյալ համակարգի ստեղծման և ներդրողների իրավունքների ու օրինական շահերի պաշտպանության, արժեթղթերի բաց շուկա դուրս գալու՝ ընկերությունների շահագրգռության բարձրացման, դրանց թափանցիկության և կարեւոր այլ խնդիրների լուծումն ապահովող միջոց:

Այսօր ՀՀ թերզարգացած բաժնետոմսերի շուկային բնորոշ են ֆինանսական շուկայից միջոցների ներգրավման եզակի դեպքերը եւ չնչին ծավալները, ընկերությունների ներդրումային կարիքները գոնե նվազագույն չափով բավարարելու անկարողությունը, հնարավոր ներդրողների համար գրավիչ ընկերությունների գրեթե բացակայությունը, կնքվող գործարքների սակավությունը, շրջանառվող արժեթղթերի փոքր տեսականին եւ այլն:

Ժամանակակից տնտեսությունում տեղի ունեցող բոլոր իրադարձությունները առնչվում են ֆինանսական և մասնավորապես արժեթղթերի շուկայի հետ, որտեղ հիմնական դերը կապիտալի շուկային է: Վերջինս էլ համարվում է տնտեսական աճի ապահովման և հասարակության սոցիալ-տնտեսական բազմաթիվ խնդիրների լուծման ֆինանսական կարևոր բաղադրիչը:

Արդի պայմաններում ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում տնտեսությունը կարիք ունի ներդրումների, քանի որ կայուն տնտեսական աճ ապահովելու համար դեռևս բանկային վարկերը բավարար չեն: Ուստի դրա կարգավորման համար անհրաժեշտ է ունենալ արտադրական գործընթացների ֆինանսավորման գործուն համակարգ՝ հատկապես զարգացած արժեթղթերի շուկա:

Ուսումնասիրությունները վկայում են, որ դեռևս 1990-ական թվականներից ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում գործում են փոքր և միջին կապիտալացմամբ ընկերություններ, որոնց ֆինանսավորումը հիմնականում իրականացվում է բանկային վարկերի և սեփական միջոցների հաշվին: Սակայն այդ ընկերությունների որոշ մասն իրենց զարգացման

---

[100] Տվյալները բերված են ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի 2009-2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսների տեղեկագրերի հիման վրա:

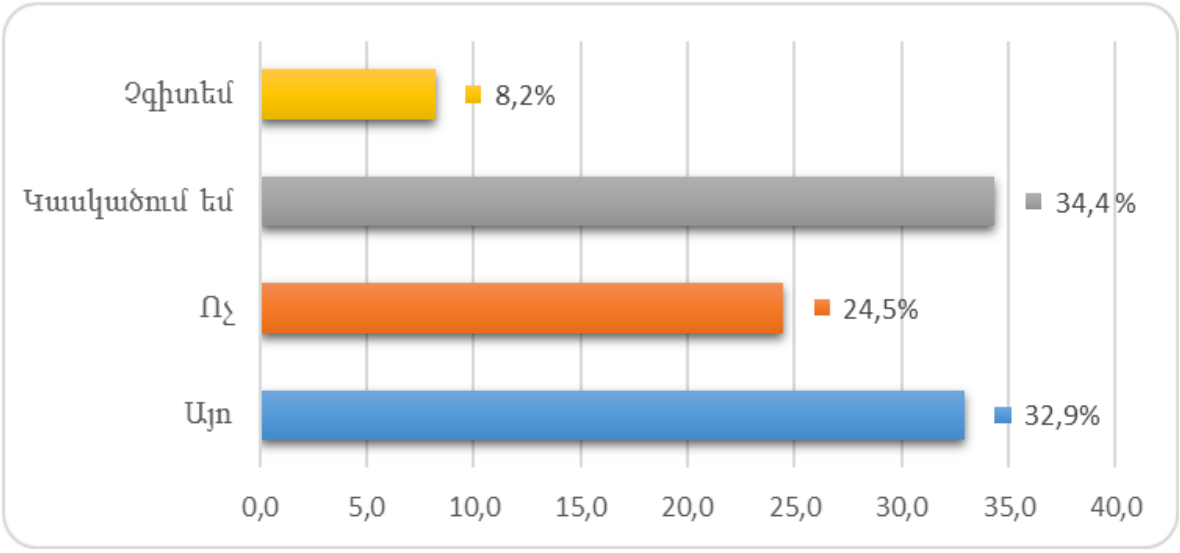
ընթացքում առնչվել է բազմաթիվ խնդիրների հետ կապիտալի հրապարակային շուկա մուտք չունենալու հետևանքով, քանի որ չեն ապահովել տեղեկատվական թափանցիկ-ություն ու չեն ձգտել մտնել ֆինանսական շուկա և ստանալ իրենց ճշգրիտ գնահատականն ընկերության կապիտալացման աճի շնորհիվ:

Զարգացման հեռանկարային նպատակներ ունեցող մի շարք ընկերություններում ձևավորվում է կապիտալի շուկայի նկատմամբ հետաքրքրություններ, հատկապես այն ժամանակ, երբ ընկերությունների համար բանկերից վարկ ստանալը բավականաչափ թանկ կազմավորման աղբյուր է, իսկ ֆինանսական միջոցների այլընտրանքային աղբյուրները դրանց գործունեության անընդհատության ապահովման համար անհրաժեշտություն են:

Ցանկացած երկրի տնտեսության զարգացումն հնարավոր չէ պատկերացնել առանց արժեթղթերի շուկայի: Ներկա իրավիճակում ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկան գտնվում է ցածր մակարդակում, այդ են վկայում մակրոտնտեսական ցուցանիշները, որտեղ արժեթղթերի շուկան գրեթե ոչ մի դերակատարություն չունի և բացի Արցախ ՀԷԿ-ից, Լեռնային Ղարաբաղում ոչ մի ընկերություն արժեթղթեր չի թողարկում:

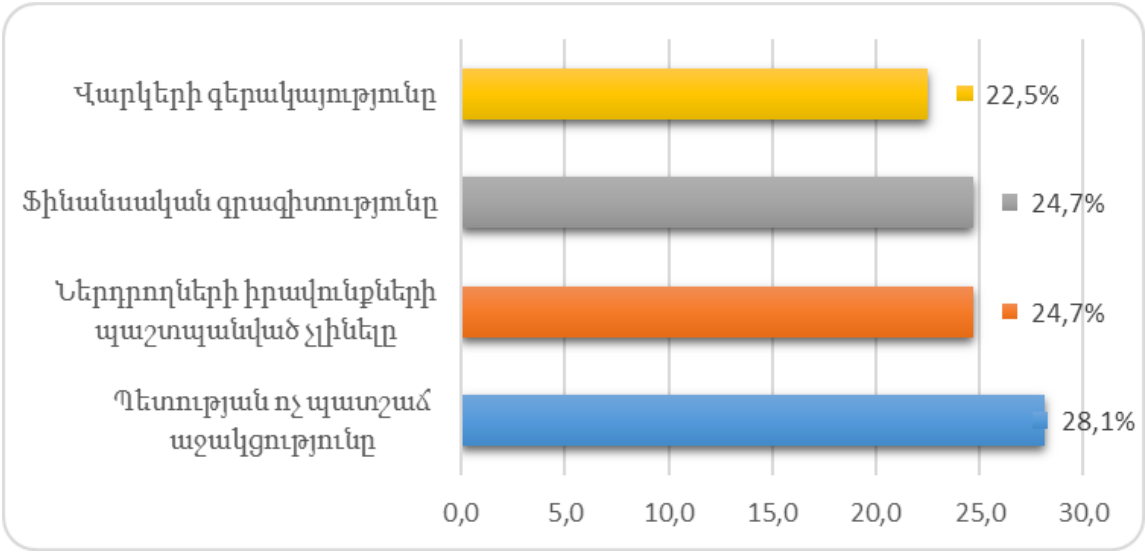
Արժեթղթերի շուկայի հիմնախնդիրների բացահայտման նպատակով մեր կողմից կատարված են հարցումներ ԼՂՀ-ի տարբեր ոլորտների 1000-ից ավելի աշխատողների շրջանակներում: Հարցման գլխավոր իմաստը կայացել է բացահայտելու ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի վրա ազդող գործոններն և խոչընդոտները: Այդ նպատակով կազմվել է հարցաթերթիկ, որը բաղկացած է եղել 9 հարցից: Հարցվածների ցուցակում եղել են ինչպես պետական կառավարման ապարատի և բանկային ոլորտի աշխատողներ, այնպես էլ ուսանողներ, ուսուցիչներ, պաշտպանության ոլորտի ծառայողներ և այլ ոլորտների աշխատողներ:

Մեր հետազոտության համաձայն հարցման արդյունքները, թե <<ԼՂՀ-ում հնարավոր է ստեղծել զարգացած արժեթղթերի շուկա>>, հարցվածների շուրջ 33%-ը վստահ է, որ ԼՂՀ-ում հնարավոր է ստեղծել զարգացած արժեթղթերի շուկա, և որի զարգացման հիմնական նախադրյալ հենարանը հարցվածների շուրջ 52%-ը համարում են բանկային խնայողությունները (տես գծապատկեր12) :



Գծապատկեր 12. <<ԼՂՀ-ում հնարավոր է ստեղծել զարգացած արժեթղթերի շուկա>> հարցի արդյունքները

Հաջորդ հարցման արդյունքները, թե ըստ Ձեզ, որոնք են արժեթղթերի շուկայի կայացման հիմնական խոչընդոտները (տես գծապատկեր13), հարցվածների շուրջ 25%ը համարում է, որ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնական խոչընդոտը ԼՂՀ-ում ֆինանսական գրագիտության պակասն է և տեղեկատվության ասիմետրինան, հարցվածների շուրջ 24,7%-ը գտնում է ներդրողների իրավունքների պաշտպանված չլինելը, իսկ 28,1%-ը՝ պետության ոչ պատշաճ աջակցությունը:



Գծապատկեր 13. <<Որոնք են արժեթղթերի շուկայի կայացման հիմնական խոչընդոտները ԼՂՀ-ում>> հարցման արդյունքները

Հարցման պատասխանները ցույց են տալիս, որ բնակչության մեծամասնությունը ծանոթ չէ ֆինանսական շուկայի գործիքներին, չգիտեն ի՞նչ է ներդրումային ֆոնդը, պարտատոմսը կամ բաժնետոմսը: Պարտատոմսերի մասին խոսելիս պատկերացնում են խորհրդային շրջանի ֆինանսական գործիքներն ու դրանց հետ կապված վատ հիշողությունները: ԽՍՀՄ խնայբանկի վերաբերյալ հարցը շատ հաճախ է վեր բարձրացվում,սակայն հստակ կարևոր է գիտակցել, որ նման ցնցումների հետևանքով ծանր հետևանքներ կրեց խորհրդայինից ժառանգված պետությունը: Հետևաբար դրանք մեծ դաս պետք է լինեն և պետական կառուցվածքում պետք է իրականացվի այնպիսի բարեփոխումներ, որոնք կնպաստեն վատ երևույթների բացառմանը:

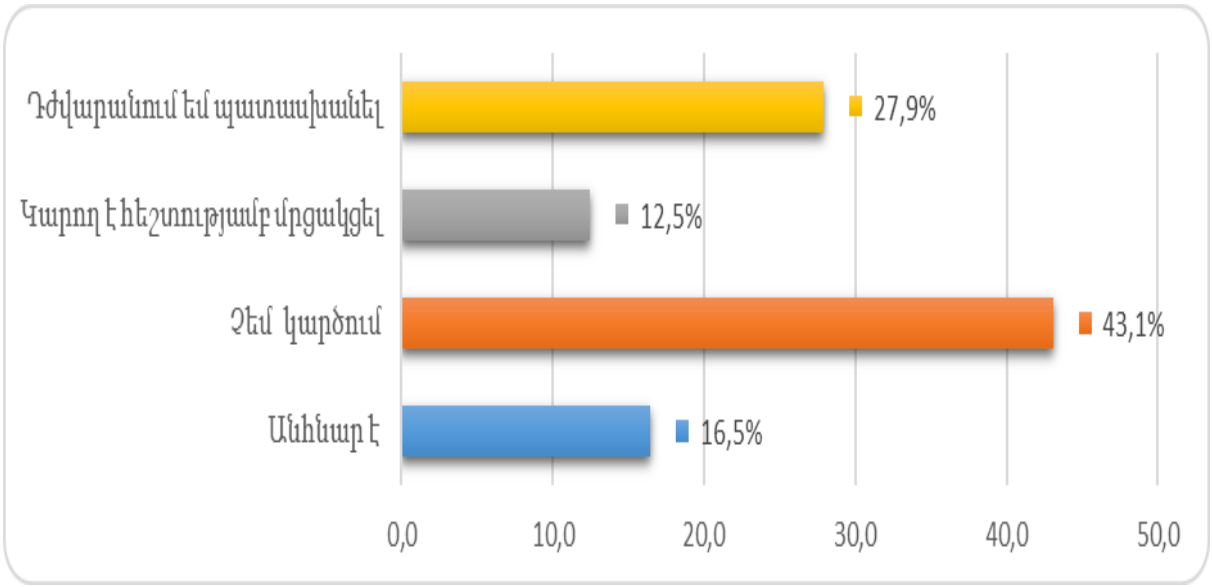
Այնուամենայնիվ, ներկայիս բարդ տնտեսական իրավիճակում մեծ նշանակություն ունեն դրամական միջոցների գրագետ օգտագործումը: Բացի այդ, բնակչությունը պետք է կարողանալ խելացիորեն կառավարել իր տնօրինության տակ գտնվող դրամական միջոցներին, որպեսզի հնարավոր լինի խուսափել ավելորդ ռիսկերից, գոյացող պարտքերից ու ապագայում անցանկալի ֆինանսական խնդիրներից:

Ֆինանսական գրագիտությունը բարձրացնելու համար կարևոր դերակատարում ունեն ֆինանսական կազմակերպությունները: Նրանք պետք է պարտավորված լինեն պայմանագրեր կնքելու ժամանակ հաճախորդներին ներկայացնել մանրակրկիտ ու հավաստի տեղեկատվություններ առաջադրվող ծառայությունների մասին: Հետևաբար, առաջնահերթ խնդիր է դառնում հատուկ պարապմունքների կազմակերպման ճանապարհով կրթել աշխատողների ֆինանսական գրագիտության մակարդակը, հատկապես այն աշխատողներին ովքեր անմիջապես գործ ունեն հաճախորդների հետ:

Աշխարհի շատ երկրներում կարևորում է ֆինանսական կրթվածության գործընթացը, հատկապես՝սկսած անձի վաղ հասակից: Ընդ որում անհրաժեշտ է ֆինանսական կրթումը սկսել 6-8 տարեկան հասակում, որոնց պետք է առաջին հերթին ուսուցանել հետևյալ հասկացությունները ինչ է փողը, բյուջեն, բյուջեի պլանավորումը, պարտքը և այլն: Երեխաների ֆինանսական կրթման գործընթացում անհրաժեշտ է ընդգրկել ինչպես խաղեր,այնպես էլ գործնական աշխատանքներ:

Երեխաներին կրթելու առավելություններից է այն, որ վաղ հասակից ֆինանսների հետ առնչությունը դառնում է սովորույթ, մտածելակերպ և կյանքի /առօրյա/ վարվելակերպ: Այդ պատճառով գտնում ենք, որ շատ կարևոր է դպրոցական ծրագրերում մտցնել տնտեսագիտություն առարկան:

Հաշվի առնելով այն, որ ցանկացած երկրի արժեթղթերի շուկայի զարգացվածությունը պայմանավորված է համաշխարհային շուկայի մասնակցության աստիճանով: Հետևաբար, ներկայացված հետազոտության հաջորդ հարցադրումը ձևակերպել ենք հետևյալ տեսքով: Ինչ եք կարծում «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն կկարողանա դուրս գալ և մրցակցել համաշխարհային շուկայում 3 տարի հետո(տես գծապատկեր14), որի արդյունքներից վստահ են միայն հարցվածների շուրջ 13%-ը, 43,1%-ը կասկածանքով են մոտենում այդ հարցին, իսկ 27,9%-դժվարանում են պատասխանել, իսկ 16,5%-ն էլ կտրականապես հերքում են: Այս հետազոտությունից կարելի է եզրահանգել, որ ԼՂՀ-ում այնումենայնիվ հույսով են, որ կգա ժամանակ, երբ ԱՐՑԱԽ ՀԷԿ-ի բաժնետոմսերը կշրջանառվեն արժեթղթերի միջազգային շուկայում:



Գծապատկեր 14. «Ինչ եք կարծում «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ին բաժնետոմսերը կարող են շրջանառվել միջազգային արժեթղթերի շուկայում 3 տարի հետո» հարցի արդյունքները

«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի դեպքում առկա է բաժնետոմսերը գրավիչ դարձնելու պատրաստակամությունը, որպեսզի ներդրողները միշտ վստահ լինեն, որ ցանկացած պահի կարող են իրենց ակտիվն ընդունելի գնով վերաձել դրամական միջոցի:Այսպես, եթե անձն այսօր վաճառի իր բաժնետոմսը բորսայական գնանշումով՝ 1060 դրամով, և հաշվի առնելվի նաև 10%-ոց շահութաբաժինը 8-9 ամիսների համար, ապա նրա համար եկամտաբերությունը բաժնետոմսի վաճառքից կկազմի շուրջ 14-15%:

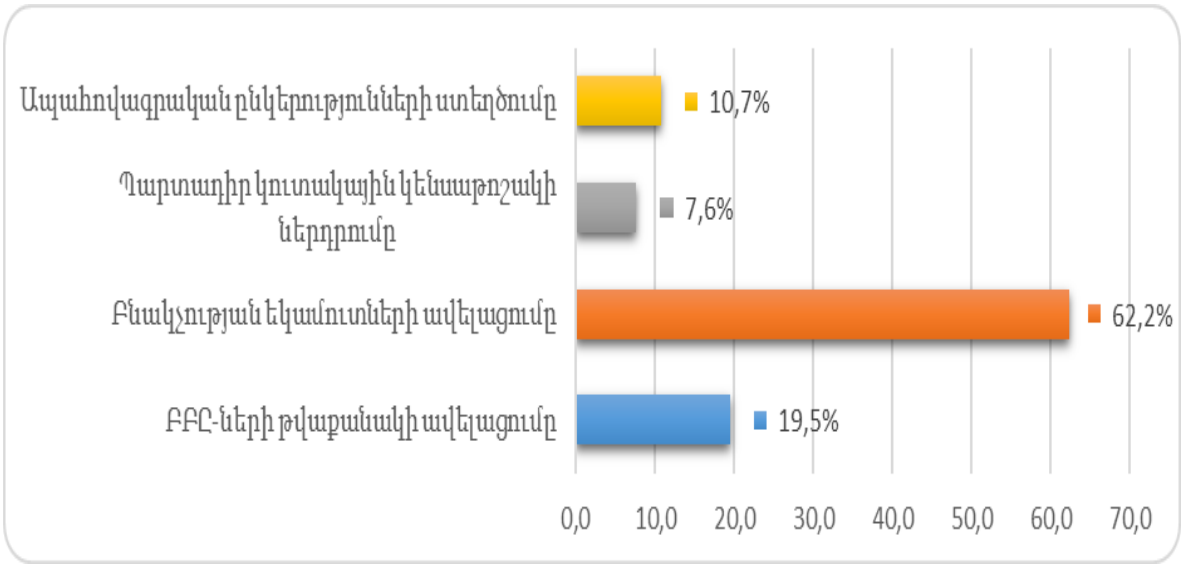
Իրացվելի շուկաներում շատ քիչ են գրանցվում նման դեպքեր, երբ շահութա-բաժինը այդքան մեծ կշիռ ունենա եկամտի կազմում, քանի որ ընկերության շահույթը շուկայի կողմից գնահատվում և ներառվում է բաժնետոմսի գնի մեջ:

Ի դեպ, ընկերության թողարկման ազդագրում նույնիսկ նախատեսված էլ չի եղել 2009թ. արդյունքներով շահութաբաժիններ վճարել: Սակայն այդ ընկերությունն ուզում է հավաստել, որ պատրաստակամ է ակտիվ համագործակցելու ներդրողների հետ և, ավելին, նախատեսում է մոտ ապագայում նոր ռեսուրսներ ներգրավել կապիտալի շուկայից:

Մեր կարծիքով, բնակչության եկամուտներն այնքան ցածր են, որ մարդիկ չեն կա-րողանում կատարել խնայողություններ և ձեռք բերել բաժնետոմսեր: Սակայն ընդառաջում անելու առումով և ելնելով բնակչության հնարավորությունները, «ԱՐՑԱԽ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի բաժնետոմսերը գնահատել են բոլորի համար հասանելի գումարով (1100դրամ) դժվար թե մեզանից յուրաքանչյուրը չկարողանա գոնե մեկ բաժնետոմս ձեռք բերել և դրա արդյունքում կմեծանա բնակչության մասնակցության թվաքանակը (ներկայումս այն կազմում է 3,7%): Այդ իսկ պատճառով էլ խնայողության հակումը կդառնա առաջընթացի արդյունքը: Իրականում ստացվում է այն,որ եկամուտների աճի հետ մենք փոխում ենք մեր սպառման կառուցվածքն և արդյունքում մեզ թվում է, որ միշտ էլ փողը չի բավարարում ներդրումներ կատարելու: Այստեղից հետևում է որ շատ կարևոր է որոշ չափով առավելություն տալ նաև խնայողություններին:

Տնտեսական ցանկացած երևույթ, այդ թվում՝ ֆինանսական, հատկապես արժե-թղթերի շուկայի կայացումն ու արդյունավետ գործողությունը, էապես կախված է դրանց վրա ազդող գործոններից, հետևաբար հաջորդ հարցադրումը, թե ըստ Ձեզ ինչ գոր-ծոններ կնպաստեն արժեթղթերի շուկայի կայացմանը, պարզվում է, որ արդյունքներից

հարցվածների 62.2%-ը, որպես արժեթղթերի շուկայի կայացման նպաստող գործոն, համարում է բնակչության եկամուտների ավելացումը(տես գծապատկեր 15):



Գծապատկեր 15. «Որոնք են արժեթղթերի շուկայի կայացմանը նպաստող գործոնները» հարցման արդյունքները

Վերջերս ԼՂՀ-ում նկատելի է աշխատավարձի բարձրացում, որի միջին մակարդակը մակարդակը կազմում է 123,2.հազ. դրամ: Ըստ 2014թ. վիճակագրական տվյալները հետևյալն են (տես աղյուսակ 9):

Աղյուսակ 9

ԼՂՀ-ում աշխատողների աշխատավարձի մակարդակը 31.12.2014թ.[101]

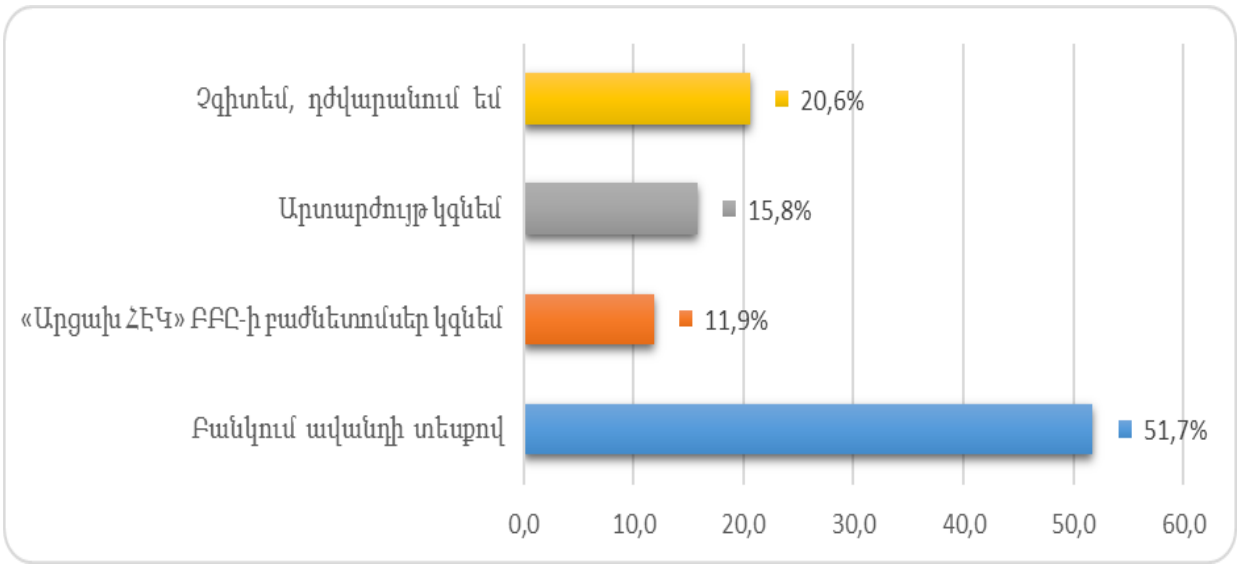
Աշխատավարձի չափը (հազար) դրամ	Տնտեսվարող սուբյեկտների քանակը	Աշխատողների թվաքանակը, մարդ
Մինչև 100	2423	25048
100-150	192	9425
150-250	76	5010
250-ից բարձր	19	875

Աղյուսակ 9-ի տվյալներից ակնհայտ է, որ 250 հազ. դրամից բարձր աշխատավարձով տնտեսավարող սուբյեկտների թվաքանակը 19-ն են, իսկ աշխատողներինը 875 մարդ: Սակայն իրողությունը կայանում է նրանում, որ եկամուտներից կատարվող

[101] 2014թ. հաշվետու հարկային տվյալներով www.tax-nkr.am:

խնայողությունների մակարդակը մնում է դեռ ցածր: Մի խնդիր, որը պայմանավորված է տնտեսական աճի և խնայողությունների միջև գոյություն ունեցող կախվածությամբ: Ներքին խնայողությունները երկրի ներսում ներդրումների կատարման աղբյուրն են, իսկ տնտեսական աճի տեսանկյունից վերջիններս ի տարբերություն արտաքին ներդրումների ավելի կարևոր են , հուսալի ու կայուն: Ըստ այս գործոնի, պետք է նկատի ունենալ, որ մեր ազգաբնակչության մի մասն ապրելով ԽՍՀՄ-ում չի առնչվել և անծանոթ է արդեն գործող ֆինանսական գործիքներին, իսկ մյուս մասը, որ նոր պետք է կատարեն գործողություններ արժեթղթերի շուկայում, փորձի պակաս ունեն: Եթե մեկ բաժնետիրական ընկերություն թողարկի բաժնետոմսեր, և ներդրողները չկորցնեն իրենց ներդրումները, ապա կարող են օրինակ ծառայել մյուսներին, ինչն էլ կխթանի կայանալու արժեթղթերի շուկա ԼՂՀ-ում:

Մեր կողմից կատարվող հետազոտությունների հաջորդ հարցին, որ եթե ունենայիք խնայողություններ, ապա որտեղ կներդնեիք հարցման արդյունքներից, հարցվածների 52%-ը առավելությունը տալիս է բանկում ավանդի տեսքով տեղաբաշխմանը, իսկ «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ –ի բաժնետոմսերի ձեռք բերման ցանկություն են հայտնել հարցվածների 11.9%-ը(տես գծապատկեր16):



Գծապատկեր 16. «Եթե ունենայիք խնայողություններ, ապա որտեղ կներդնեիք » հարցի արդյունքները

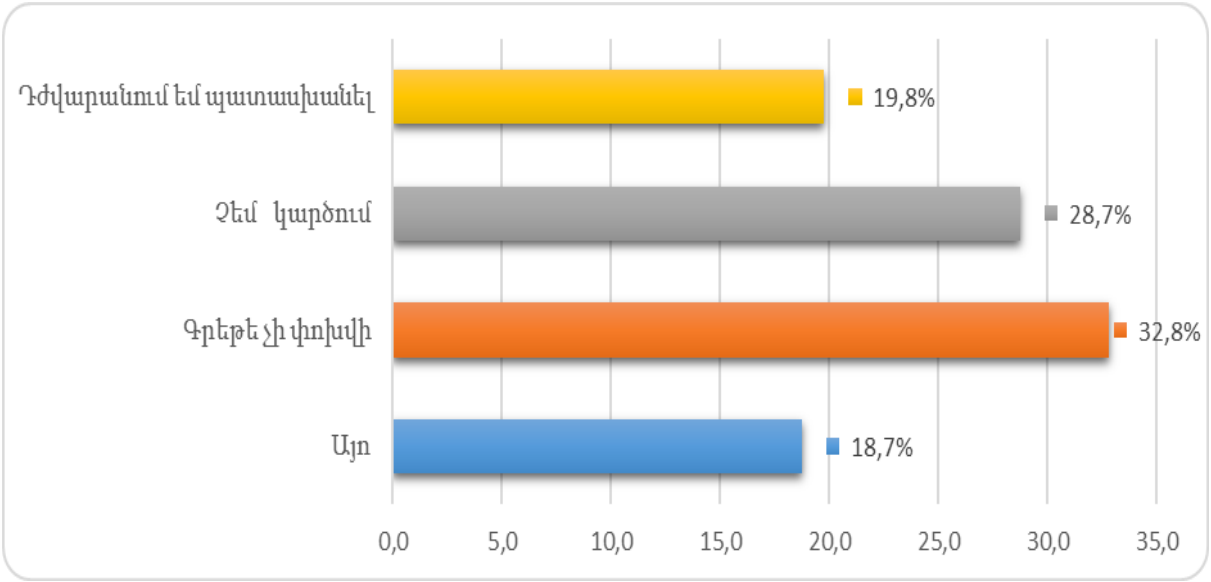
Բնակչությունը կատարում է ներդրումներ բանկերում ոչ թե այն պատճառով, որ տոկոսադրույքը երաշխավորված է , (չնայած, որ դա մեծ նշանակություն ունի), այլ մեր

կարծիքով, այստեղ կարևորն իրացվելիության դերակատարումն է, քանի որ բանկում ներդրողը ամեն պահին կարող է հետ վերցնել իր գումարը, իսկ դրան առընթեր ակնհայտ է, որ բաժնետոմսերը քիչ իրացվելի են: Այդ իսկ առումով էլ, շատ կարևոր է բաժնետոմսերում ներդրումների իրացվելի երկրորդային շուկայի առկայությունը:

Բացի դրանից բանկերն ունեն առավելություններ, դրանք են.

- պաշտպանվածությունը,
- վստահելիությունը,
- տեղեկատվությունը,
- իրացվելիությունը:

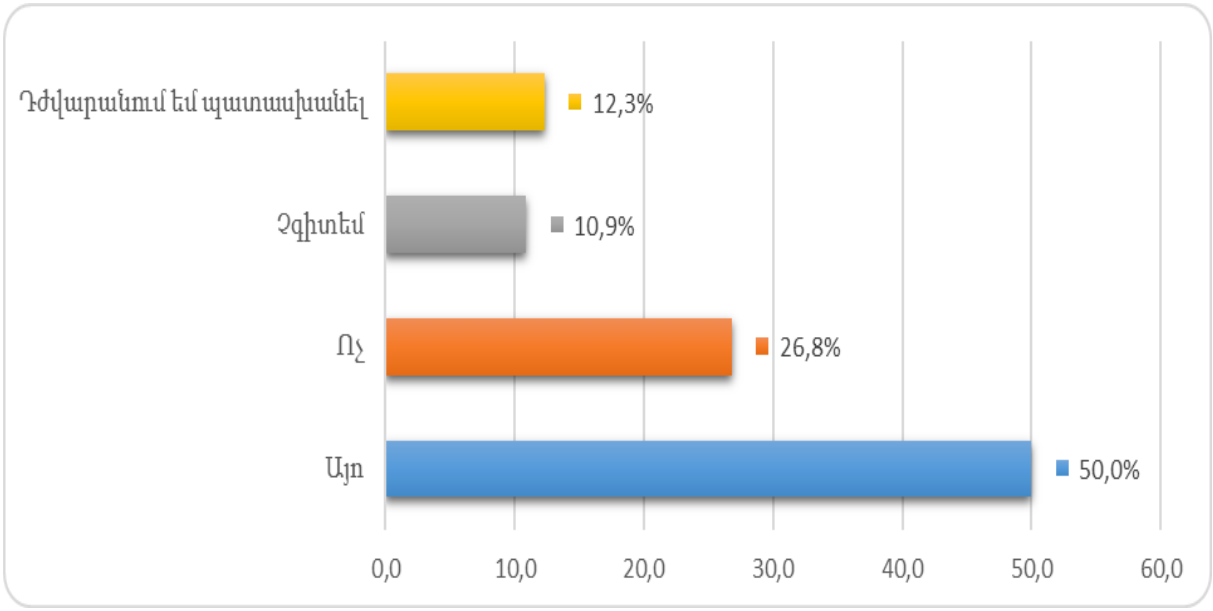
Ինչպես վկայում է «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի նախորդ 2 թողարկումների արդյունքները՝ ընկերության բաժնետոմսերի 30%-ից ավելին հայտնվել են մասնավոր ներդրողների մոտ, իսկ 70%-ի սեփականատերը ԼՂՀ կառավարությունն է: Ըստ այդմ էլ կարող ենք առաջարկել, որ կառավարությունն իր բաժնետոմսերի 19%-ը բաց բաժանորդագրությամբ իրացնի բնակչության կողմից, այն պայմանով, որ 9 %-ից ավել չգտնվի մեկ անձի մոտ: Դրանով նույնպես կխթանեն արժեթղթերի երկրորդային շուկայի կայացմանը:



Գծապատկեր 17. « Ըստ Ձեզ ԼՂՀ-ում գործող ՓԲԸ-երի վերածումը ԲԲԸ կխթանի՝ արդյոք՝ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կայացմանը» հարցի արդյունքները

Շատ կարևոր հարցադրումներից է նաև այն, որ ԼՂՀ-ում գործող խոշոր արդյունաբերական ՓԲԸ-երի վերածումը ԲԲԸ-ի կխթանի արդյոք ԼՂՀ-ում արժեթղթերի

շուկայի կայացմանը: Հարցման արդյունքներից հարցվածների միայն 33%-ը վստահ են, որ գրեթե չի փոխվի, ինչը վկայում է ոլորտին ոչ լիարժեք տեղեկացված լինելը(տես գծապատկեր 17):

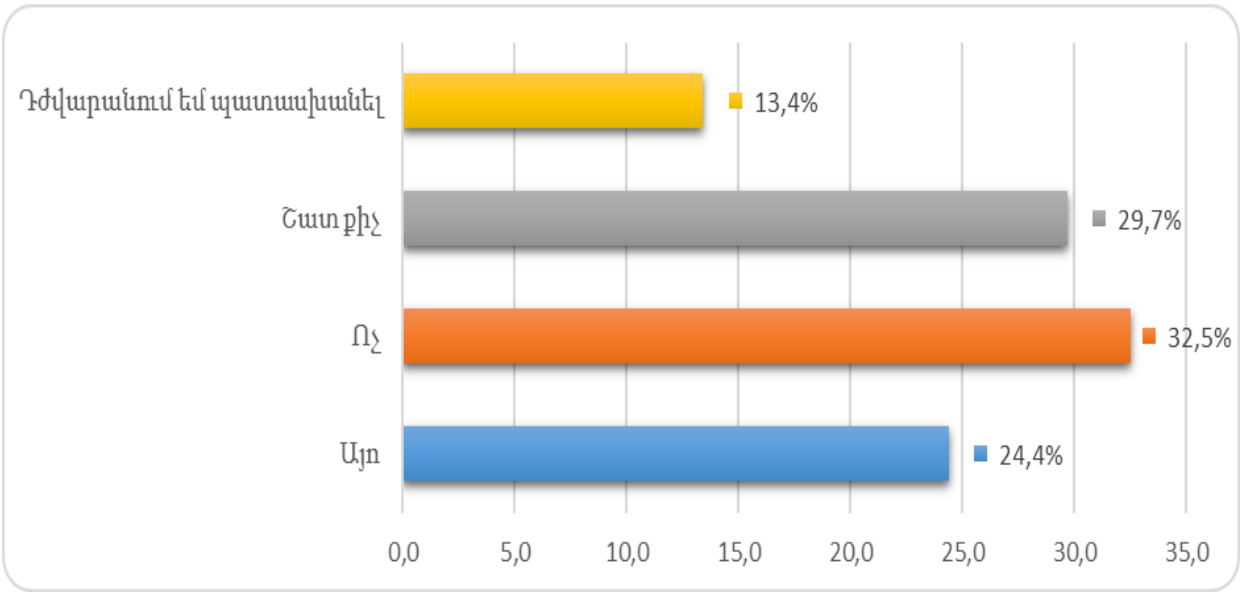


Գծապատկեր 18. «Դուք հավատում եք ԼՂՀ-ում ֆինանսական շուկայի զարգացման հնարավորություններին» հարցման արդյունքները

Հաջորդ հարցադրումներից է «Դուք հավատում եք ԼՂՀ-ում ֆինանսական շուկայի զարգացման հնարավորություններին» հարցը: Հարցման արդյունքներից հարցվածների 50%-ը լավատես է, դժվարացել է պատասխանել 12,3%-ը, չգիտեն՝ 10,9%-ը, միայն բացասական պատասխան են տվել 26,8%-ը (տես գծապատկեր 18):

ԼՂՀ տնտեսության զարգացումն անհնար է պատկերացնել առանց արժեթղթերի շուկայի հարցին հարցվածների շուրջ 33%-ը համարում է, որ այն իրականի հետ կապ չունի (տես գծապատկեր 19):

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման նպատակով պետք է ձեռնարկել տարբեր միջոցառումներ՝ կապիտալի շուկայի ենթակառուցվածքների զարգացման, օրենսդրության որոշ փոփոխությունների հետ:



Գծապատկեր 19. «Կարծում եք, որ ԼՂՀ տնտեսության զարգացումը անհնար է պատկերացնել առանց արժեթղթերի շուկայի» հարցի արդյունքները

Խնդիրն այն է, որ կապիտալի շուկան չի կարող կտրված լինել տնտեսության իրական հատվածից, այսինքն՝ այն կարգավորելու համար պետք է քայլեր կատարվեն նաև տնտեսության իրական հատվածի զարգացման համար: Իսկ դա պահանջում է՝

- կապիտալի շուկա մտնելու սահմանափակ հնարավորությունները,
- տեղեկատվության բարձր ասիմետրիան,
- տնտեսական անկայունությունը,
- ցածր իրավական պաշտպանությունը,
- կապիտալի կառուցվածքի ցածր մակարդակ և սեփականության կենտրոնացվածությունը,
- կորպորատիվ կառավարման թույլ համալրվածությունը,
- հարկային բարեփոխումները:

Կատարված հետազոտությունը, միայն նշված վերլուծություններով չի կարող սահմանափակվել, այնուամենայնիվ, հարցման արդյունքները բավականին ճշգրիտ մատնացույց են անում ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման առկա նախադրյալների և գոյություն ունեցող հնարավոր խնդիրների մասին, որոնք ենթակա են լրացուցիչ վերլուծության: Բացի դրանից, Լեռնային Ղարաբաղի տնտեսության ներկա

մակարդակը թույլ է տալիս խթանելու արժեթղթերի շուկայի կայացմանը, ինչն էլ վկայում են վերջին տարիների մակրոտնտեսական ցուցանիշները:

Աղյուսակ 10

ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը բնութագրող հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշները 2014թ.[102]

	2014թ. 2013թ. Նկատմամբ (տոկոս)
Համախառն ներքին արդյունք	108.9
ՀՆԱ-ի ինդեքս-դեֆլյատորը (ընթացիկ գներով հաշվարկված ՀՆԱ-ի հարաբերությունը նախորդ տարվա համադրելի գներով հաշվարկված ՀՆԱ-ի ծավալի նկատմամբ)	102.9
Արդյունաբերական արտադրանքի ծավալը	116.1
Գյուղատնտեսության համախառն արտադրանքը	95.7
Շինարարության ծավալը	111.7
Միջին ամսական անվանական աշխատավարձը	104.4
Մանրածախ ապրանքաշրջանառության ծավալը	97.6
Բնակչությանը մատուցված վճարովի ծառայությունների ծավալը	103.0
Բնակչության դրամական եկամուտները	110.6
Բնակչության իրական տնօրինած դրամական եկամուտները	106.5
Բնակչության դրամական ծախսերը	110.9
Սպառողական գների ինդեքսը	104.5

Վերոհիշյալ թվարկվածները շուկայի զարգացման կարևորագույն նախապայման-ներն են: Շատ կարևոր է նաև գիտակցել, որ արժեթղթերի շուկայի առկայությունը կարող է խթանել տնտեսությանը և դրա միջոցով ֆինանսական միջոցների ձեռք բերումը, ի տարբերություն բանկային համակարգի սահմանափակ հնարավորությունների, ավելի էժան ու արդյունավետ կլինի:

[102] «ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014թ. հունվար-դեկտեմբերին» եռամսյակային տեղեկատվական զեկույց, ԼՂՀ ԱՎԾ, 2015:

Արժեթղթերի շուկայի կայացումն ու զարգացումը երկարատև գործընթաց է: Բացի դրանից անհրաժեշտ է հաշվի առնել, որ տնտեսական անկման փուլում երկարաժամկետ արժեթղթերի տոկոսադրույքները բարձր են լինում, իսկ կարճաժամկետ արժեթղթերի տոկոսադրույքները՝ ցածր: Տնտեսական անկման փուլում երկարաժամկետ արժեթղթերի եկամտաբերությունները սովորաբար բարձր են, քանի որ ներդրողները չեն ցանկանում կրել ռիսկ և ներդրումներ կատարել երկարաժամկետ արժեթղթերում:

Միևնույն ժամանակ կարճաժամկետ արժեթղթերի տոկոսադրույքները նվազում են, քանի որ ֆինանսական շուկայի բոլոր հատվածներում առկա են լինում տոկոսադրույքների նվազման միտումներ:

Այսպիսով, հետազոտությունները թույլ են տալիս կատարել հետևյալ եզրահանգումները, որ արժեթղթերի շուկայի կայացման համար անհրաժեշտ է.

- Կատարելագործել մարդկանց ֆինանսական ոլորտի գծով գրագիտությունը,
- ավելացնել ԲԲԸ-ների քանակը,
- վերացնել արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող գործոնները,
- բարձրացնել հասարակության տեղեկացվածության գործում ԶԼՄ-ների դերը,
- հասարակության ուշադրությունը հրավիրել հատկապես կորպորատիվ կառավարմանը:

Համախմբելով, կարելի է ասել, որ հիմնվելով համաշխարհային բարեհաջող օրինակից ու տանելով ֆինանսական ոլորտի գծով գրագիտության բարձրացման ուղղությամբ շարունակական գործընթացներ՝ արդյունքում կբարձրանան բնակչություն ֆինանսական մակարդակը: Հետզհետե կավելանա ֆինանսական տարաբնույթ և այլ գործիքներից օգտվելու հնարավորությունները, ինչպես նաև կնպաստեն վարկերի վերադարձելիությանն ու կկարողանան ձևավորվել <<երկար փողեր>> տնտեսության համար: Բոլորն էլ կխթանեն ֆինանսական համակարգի կայունացմանն ու զարգացմանը:

ԳԼՈՒԽ 3. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԱԿՏԻՎԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ԼՂՀ-ՈՒՄ

3.1. ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի գործողության խթանման գործոնների վերլուծությունը

Շուկայական տնտեսության ձևավորման և զարգացման ուղին ընտրած շատ երկրների նման ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում նույնպես կարևորագույն խնդիրներից են այնպիսի միջոցառումների մշակումն, որոնք նպատակաուղղված կլինեն ստեղծելու արդյունավետ պայմաններ՝ կայացած և զարգացած արժեթղթերի շուկա ունենալու համար:

Միջազգային պրակտիկայում, ինչպես նաև Հայաստանում ու Լեռնային Ղարաբաղում նույնպես ընդունված է արժեթղթերի շուկայի միջոցով կապիտալի ներգրավման գործընթացը: Սակայն ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի վերոնշյալ գործառույթների իրականացմանը խոչընդոտում են որոշակի խնդիրներ, ինչն էլ սահմանափակում են ԼՂՀ-ի կապիտալի շուկայի զարգացումը: Չեն կայացել ինչպես ներդրումների խթանման, այնպես էլ ներդրումային ռեսուրսների շուկայական ձևավորման ու վերաբաշխման համակարգերը: Այդ պայմաններում իրականացվեց ֆինանսական ռեսուրսների անցանկալի տեղաշարժ արտադրության ոլորտից առևտրի ոլորտ, իսկ դրանց զգալի մասը ուղղակի արտահոսել է ԼՂՀ -ից դուրս:

Զարգացած արժեթղթերի շուկա ունենալու համար կարևորագույն խնդիրներից է ներդրումների խթանումը, իսկ զարգացող երկրների համար ներդրումների ներգրավման հիմնական գրավականը պետության նկատմամբ վստահության աստիճանի բարձրացումն է:

Ներդրումային ակտիվության բացակայությունը կապված է հետևյալ պատճառներից..

- երկրում բացակայում է համապատասխան ներդրումային միջավայրը, մասնավորապես առկա է քաղաքական որոշակի անկայունություն,
- պետության կողմից վարվող բյուջետային եւ դրամավարկային խիստ քաղաքականությունը վատթարացնում է բնակչության եւ տնտեսավարող սուբյեկտների

ֆինանսական վիճակը՝ դրանով իսկ վատթարացնելով ներդրումային հնարավորությունները,

- երկրում արժեթղթերի շուկան և շուկայի ենթակառուցվածքը դեռևս ամբողջական ձևավորված չէ:

Ինչպես գիտենք արժեթղթերի շուկայի առանցքային խնդիրը ներդրումների ներգրավումն է, որը տալիս է տնտեսության երկարաժամկետ զարգացման հնարավորություն: Այդ խնդրի հետ մեկտեղ, արժեթղթերի շուկան պետական բյուջետային քաղաքականության գլխավոր գործիքներից մեկն է, և միաժամանակ այդ շուկան մշտապես զարգացման փուլում է և ամուր կապերով կապված է ֆինանսատնտեսական գործունեության տարբեր ոլորտների հետ:

ԼՂՀ-ում տնտեսական աճի ապահովման համար անհրաժեշտ է տնտեսության կառուցվածքային վերափոխումների իրականացումը, այն նշանակում է նորագույն՝ տեխնոլոգիաների ներդրում, ընկերությունների արտադրական կարողությունների տեխնիկական վերազինում ու կատարելագործում, իսկ այդ հիմնախնդրի լուծումը պահանջում է ներդրումներ: Դրա հաղթահարումը անհնար է առանց վերջիներիս ավելացման և հատկապես ներքին ներդրումների հավաքագրման:

ԼՂՀ-ում զարգացած տնտեսություն ունենալու համար որպես ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուր, բացի բանկային վարկերից և փոխառություններից, պետք օգտագործել նաև արժեթղթերի թողարկման ճանապարհով ֆինանսական ռեսուրսների հավաքագրումը: Այսպիսով՝ ԼՂՀ-ում առաջնային հիմնախնդիր է դառնում ֆինանսավորման աղբյուրների <<դիվերսիֆիկացիան>>, այսինքն դրա առավել ճկուն և շուկայական մեխանիզմի ձևավորումը, որը կնպաստի ֆինանսական ռեսուրսների վերաբաշխման արդյունավետության բարձրացմանն ու տնտեսության իրական հատված ուղղվող միջոցների ավելացմանը: Այդ առումով առանձնակի հրատապություն է ձեռք բերում արժեթղթերի շուկայի՝ որպես ներդրումային ռեսուրսների ձևավորման և տնտեսության ճյուղերի ու ոլորտների միջև դրանց օպտիմալ վերաբաշխման գործառույթն իրականացնող մեխանիզմի զարգացումը:

Արժեթղթերի շուկան տնտեսության մեջ իրականացնում է ներդրումների կարգավորիչի դեր, արժեթղթերի միջոցով հավաքագրվում են լրացուցիչ ֆինանսական

միջոցները և տեղաբաշխվում տնտեսության համար կարևորագույն ճյուղերի ու ոլորտների միջև:

Այսպիսով՝ արժեթղթերի շուկան մի կողմից արտահայտում է տնտեսության վիճակը, մյուս կողմից՝ գործարար ակտիվության դինամիկան:

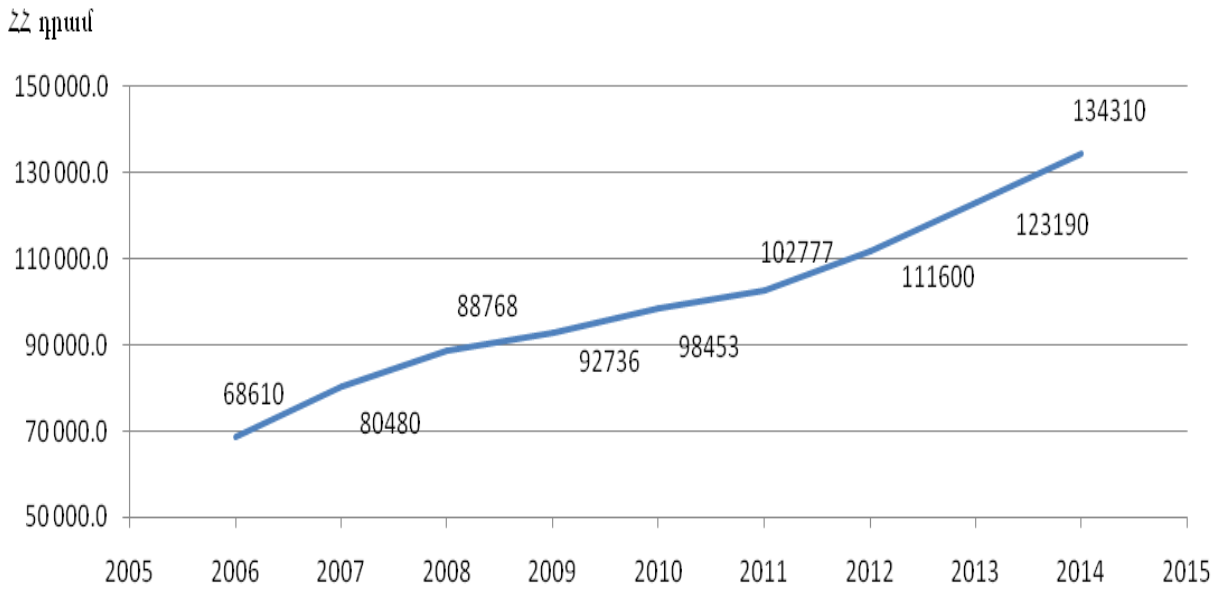
Ցանկացած երկրի ներդրումային իրավիճակը պայմանավորող հիմնական գործոնների շարքում(տնտեսական զարգացման մակարդակ, բնակչության լայն շրջանակների մոտ խնայողությունների առկայություն և այլն) անգնահատելի դեր ունեն երկրի ֆինանսական շուկայում գործող ինստիտուտների կայացվածության աստիճանը: Նոր զարգացող երկրներում տնտեսական հաջող բարեփոխումներն առավելապես կախված է նրանից, թե տվյալ երկրի ֆինանսական շուկան ինչքանով է ունակ նպաստելու խնայողություններ-ներդրումներ-տնտեսական աճ-խնայողությունների փոխակերպումների փակ շրջապտույտի իրագործմանը: Այդ տեսակետից, տնտեսապես զարգացած երկրներում, կարևորագույն դեր ունեն ինստիտուցիոնալ ներդրողները, հանձինս բանկերի, ապահովագրական ընկերությունների, ներդրումային և կենսաթոշակային հիմնադրամների, որոնց գործունեությունն, ըստ էության, հանգում է բազմաթիվ մանր ներդրողների խնայողությունների ներգրավմանը և կուտակված միջոցների հետագա ներդրմանը: Հանդիսանալով յուրատեսակ միջանկյալ օղակ արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական համակարգի մնացած մասնակիցների միջև, այդ ինստիտուտները կառավարում են մեծածավալ ակտիվներ: Շատ դեպքերում հենց նրանք են որոշում արժեթղթերի շուկայի հետագա զարգացման դինամիկան:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկա ձևավորելու և կայունություն ապահովելու համար կարևոր գործոններից է համարվում երկրի ներսում գտնվող դրամական ռեսուրսների ծավալները: Առաջին հերթին բնակչության(տնային տնտեսությունների) կուտակումները, դրանց այն մասը, որոնք կարող են ուղղվել արժեթղթերում ներդրումներ կատարելուն: Հենց բնակչության, մանր ներդրողների միջոցներն իրենց մասայականության շնորհիվ կարող են ստեղծել <<երկար>> փողեր՝ տնտեսական աճի ֆինանսավորման համար:

Միջազգային համադրումներում դժվար է գնահատել բնակչության դերը ֆոնդային շուկայում, քանի որ տվյալ ցուցանիշի գծով չկա միասնական աղբյուր: Կան միայն

կտրվածքային տեղեկություններ առանձին երկրներից, որոնք այնուամենայնիվ, հստակորեն վկայում են, որ անցումային երկրներում այն համեմատաբար ցածր է զարգացող և զարգացած երկրների համեմատությամբ: Ֆոնդային շուկայում բնակչության ներգրավվածությունը պայմանավորված է նրանց խնայողությունների մակարդակով[103]:

ԼՂՀ-ում ներքին խնայողությունների մակարդակը բավական ցածր է, իսկ վերջին տարիներին էլ տնային տնտեսությունների խնայողությունները գրանցվել է բացասական: Իսկ դրանից հետևում է, որ սպառումն ավելի շատ է, քան եկամուտները:



Գծապատկեր 20. Միջին ամսական անվանական աշխատավարձը 2006-2014թթ.[104]

Բնակչության միջին ամսական անվանական աշխատավարձը 2014թ. կազմել է 134.3 հազ. դրամ: ԼՂՀ-ում խնայողությունների հիմնական մասը գտնվում է բանկերում (տե՛ս աղյուսակ 11):

Բանկերում ֆիզիկական անձանցից ներգրավված ավանդների մնացորդը, 2015թ հունվարի մեկի դրությամբ, կազմեց 30640.4մլն.դրամ և 2014թ հունվարի 1-ի նկատմամբ աճեց 5031.5մլն դրամով կամ 19.7%-ով (տես աղյուսակ12): Իսկ Հայաստանի Հանրապե-

[103] Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра., Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года), при участии Центр развития фондового рынка, Ernst and Young, Thomas Murray, Москва 2008., ст. 149.

[104] Գծապատկերը կազմված է ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքում (http://stat-nkr.am/) առկա տվյալների հիման վրա:

տության բանկերում բնակչությունից ներգրավված ավանդների մնացորդը 2014թ. դեկտեմբերի վերջի դրությամբ կազմեց 2150326 մլն. դրամ և 2013թ-ի նույն ժամանակաշրջանի համապատասխան աճեց 373755 մլն. դրամով կամ 21.0 %-ով:

Աղյուսակ 11

ԼՂՀ առևտրային բանկերի ավանդներն ըստ տնտեսության հատվածների (2013-2014թթ) [105]

	01.01.2014	01.01.2015	Շեղումը (+,-)	
			բացարձակ	հարաբերական (%)
1	2	3	4	5
Ավանդների գումարը (մնացորդը) ըստ տնտեսության հատվածների, մլն դրամ	55902.1	58619.1	2717	4.9
Ոչ ռեզիդենտներին	13106.4	12388.2	-718.2	-5.5
- արտարժույթով	12890.3	10047	-2843.3	-22.1
-	-	-	-	-
- դրամով	216.1	2341.2	2125.1	9.8անգ.
Ռեզիդենտներին	42795.7	46230.9	3435.2	8.0
Դրամով	28753.8	31006.4	2252.6	7.8
Ցպահանջ (ներառյալ հաշիվները)	8273.4	8542.6	269.2	3.3
Կազմակերպություններին	4083.7	3745.3	-338.4	-8.3
Մասնավոր	2797.9	2274.8	-523.1	-18.7
Պետական	1285.8	1470.5	184.7	14.4
Տնային տնտեսություններին	3601.9	4368.5	766.6	21.3
Շահույթ չհետապնդող կազմակերպություններին	521.2	405.8	-115.4	-22.1
Այլ ֆինանսական կազմակերպություններին	66.6	23	-43.6	-65.5
Ժամկետային	20480.4	22463.8	1983.4	9.7
Կազմակերպություններին	2959.6	1302.6	-1657	-56.0
Մասնավոր	900.8	1037.2	136.4	15.1
Պետական	2058.8	265.4	-1793.4	-87.1
Տնային տնտեսություններին	15819.4	17451.4	1632	10.3
Շահույթ չհետապնդող կազմակերպություններին	141.4	224	82.6	58.4

[105] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք http://stat-nkr.am/:

	01.01.2014	01.01.2015	Շեղումը (+,-)	
			բացարձակ	հարաբերական (%)
Այլ ֆինանսական կազմակերպություններին	1560.0	3485.8	1925.8	123.4

Միաժամանակ աղյուսակ 12-ի տվյալներից երևում է, որ ԼՂՀ-ում տնային տնտեսությունների բաժինը ընդհանուր ավանդներում կազմել է 28,5%, իսկ ԼՂՀ-ում միակ արժեթղթեր թողարկողՀՀՑԱԽ ՀԷԿ-ի 3,7%-ի սեփականատերը ֆիզիկական անձինք են: Չնայած նման ցածր մակարդակին,այնուամենայնիվ բնակչությունը մեծ դեր ունի տնտեսական աճը ֆինանսավորման համար <<երկար>> փողեր ստեղծելու գործում: Բացի այդ, ԼՂՀ-ում 2013թ բնակչության ընդհանուր դրամական եկամուտների 3,5%-ն ուղղվել են արտարժույթի գնմանը: Այն արժեթղթերի շուկայի զարգացման կարևոր նախադրյալ է:

Աղյուսակ 12

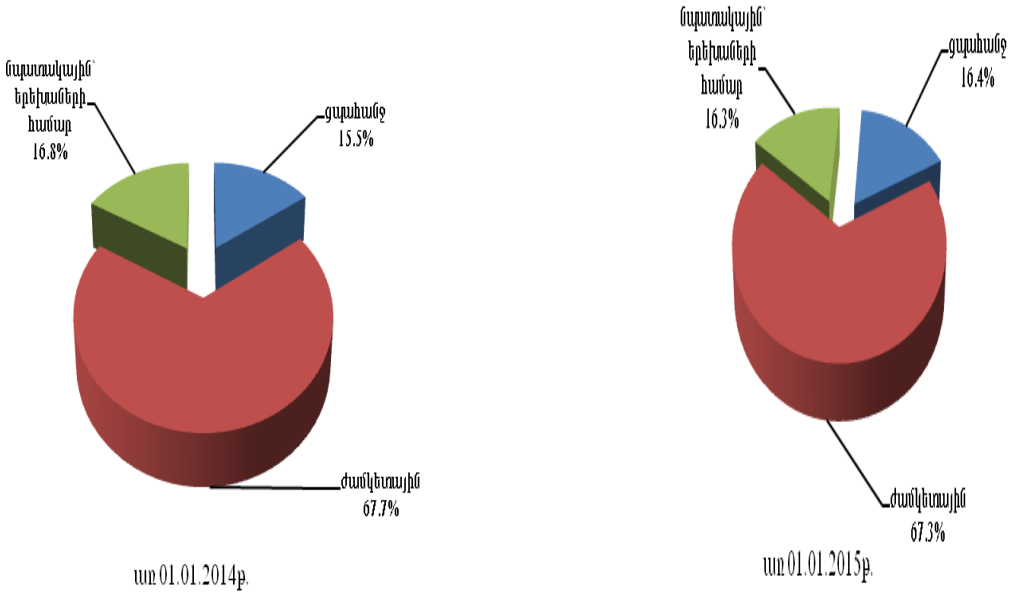
Ֆիզիկական անձանց ավանդների քանակը, գումարը, գումարի միջին չափը ԼՂՀ-ում (2013-2014թթ)[106]

	01.01.2014	01.01.2015	Շեղումը (+,-)	
			բացարձակ	հարաբերական (%)
Ավանդների քանակը	115875	126607	10732	9.3
այդ թվում՝	-	-	-	-
ա) ցպահանջ	100072	100771	699	0.7
բ) ժամկետային	6733	5654	-1079	-16.0
գ)նպատակային՝ երեխաների համար	9070	20182	11112	122.5
Ավանդների գումարը (մնացորդը)՝ մլն դրամ	25608.9	30640.4	5031.5	19.7
այդ թվում՝	-	-	-	-
ա) ցպահանջ	3956.5	5016	1059.5	26.8
բ)ժամկետային	17348	20619.1	3271.1	18.9
գ)նպատակային՝ երեխաների համար	4304.4	5005.3	700.9	16.3
Ավանդների միջին չափը՝ հազ. դրամ	221	242	21	9.5
այդ թվում՝	-	-	-	-
ա) ցպահանջ	39.5	49.8	10.3	26.1

[106] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք http://stat-nkr.am/:

բ) ժամկետային	2576.6	3646.8	1070.2	41.5
գ) նպատակային՝ երեխաների համար	474.6	248	-226.6	-47.7

Պարզապես պետք է այնպիսի հուսալի մթնոլորտ ստեղծել, որպեսզի տնային տնտեսությունները իրենց խնայողությունները ուղղեն բաժնետոմսերի ձեռք բերմանը: Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս,որ հինգ տարի և ավելի ժամկետով խնայողությունները շատ քիչ են: Մինչև 1 տարի ժամկետայնությամբ ավանդները մեծամասնություն են կազմում (ընդհանուրի մոտ 66%-ը)[107]: Այլ գործիքներ չկան: Նկատի ունենք, որ կապիտալի շուկայի կամ արժեթղթերում երկարաժամկետ խնայողությունների գործիքները թերզարգացած են: Սա նշանակում է, որ տնտեսության մեջ <<երկար փողեր>> չկան:



Գծապատկեր 21. Ռեզիդենտների կողմից ներդրված ավանդների կառուցվածքը 2014-2015թթ. տարեսկզբին (%) [108]

Արժեթղթերի նկատմամբ դրամական պահանջարկի սահմանային ծավալների գնահատականը ներկայացված է աղյուսակ 13-ում (հաշվարկներում ընդգրկում են միայն ռեզինդետներից ներգրաված ավանդների գումարները):

[107] Հայաստանի ազգային մրցունակության զեկույցը 2013-2014թթ. «Աճի հրամայականը և խոչընդոտները», Ի-Վի Քոնսալթինգ, «Տնտեսություն և արժեքներ» հետազոտական կենտրոն, 2014, էջ 61:
[108] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք http://stat-nkr.am/:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի միջոցով տնտեսական արդիականացման ֆինանսավորման հնարավորությունները գնահատելու համար չափազանց անհրաժեշտ է այն հարցը, թե ֆինանսական ռեսուրսների որքան մասը կարող է օգտագործվել որպես ներդրումային ռեսուրս և որքանը պետք է ձևավորի արժեթղթերի նկատմամբ ներքին պահանջարկը:

Աղյուսակ 13

ԼՂՀ-ում բանկերի ցպահանջ և ժամկետային ավանդները ՀՀ դրամով և արտարժույթով 31.12 .2014թ[109]

Ցուցանիշները	Գումարը 31.12.2014 դրությամբ (մլն. դրամ)	Դրամական ռեսուրսների այն բաժնի գնահատականը, որոնք կարող են ներդրվել արժեթղթերում, %	Այն դրամական ռեսուրսները, որոնք կարող են ներդրվել արժեթղթերում (մլն. դրամ)
1	2	3	4
Ցպահանջ ավանդներ ՀՀ դրամով և արտարժույթով Այդ թվում՝ -Տնային տնտեսությունները	31006.4 4368.5	5	1550.32 218.425 -
Ժամկետային ավանդներ ՀՀ դրանմով և արտարժույթով Այդ թվում՝ -Տնային տնտեսությունները	**22463.8** 17451.4	20	4492.76 3490.28
Ընդամենը	53470.2	-	6043.08

Այսպիսով, ամենաընդհանուր հաշվարկներով ԼՂՀ բանկային ոլորտում (ավանդների ձևով) արժեթղթերի նկատմամբ կարող ձևավորվել է 6043.08 մլն. դրամի պահանջարկ: Ընդ որում բանկային համակարգում գտնվող միջոցների մասով բնակչության ներդրումային ներուժը կազմում է ընդհանուրի մոտ 50 %-ը: Եթե բնակչության դրամական եկամուտների 15 %-ը արժեթղթերում ներդրվի,ապա արժեթղթերի նկատմամբ ներդրումային պահանջարկը կկազմի 22636.125 հազ. դրամ: Արդյունքում տնային տնտեսությունների դրամական եկամուտներից 28679.205 հազ. դրամ կարող է

[109] Աղյուսակը կազմված է ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքում (http://stat-nkr.am/) առկա տվյալների հիման վրա:

ներդրվել արժեթղթերում (բնակչության եկամուտները և խնայողությունները կազմում են 150907.5 հազ. դրամ):

Այնուամենայնիվ, դրա թեկուզև 10-15%-ի դասակարգումը որպես արժեթղթերում ներդրումների կատարման ռեսուրսներ կավելանա արժեթղթերի նկատմամբ ներուժային պահանջարկը: Այն կայացած արժեթղթերի շուկա ստեղծելու կարևոր գործոն է: Պարզապես անհրաժեշտ է վստահելի մթնոլորտ ստեղծել, որպեսզի տնային տնտեսությունները իրենց խնայողություններն ուղղեն բաժնետոմսերի ձեռքբերմանը:

Առաջին հերթին այն կախված է ֆինանսական գիտելիքներից: Բնակչությունը պիտի հասկանա համակարգի գործման մեխանիզմը: Շատ կարևոր է վստահության միջավայր ստեղծել, ցույց տալ, որ իրոք շուկան դրական է գործում, և որ շուկայական հաստատությունները վստահելի են: Վստահությունը նշանակում է այն, ինչ կառուցում ես որոշակի ժամանակամիջոցում, ու վստահությունն ընկած է ցանկացած ձեռնարկատիրության հիմքում: Այն համարվում է ամենակարևորագույն ակտիվներից մեկը:

ԼՂՀ-ում զարգացած արժեթղթերի շուկա ստեղծելու համար հաջորդ կարևորագույն գործոններից է հանդիսանում ազգաբնակչության մեջ վստահություն և հավատ ներշնչել իր իսկ կողմից իրականացված ներդրումները երաշխավորված լինելու համար: Հիմնախնդիրն այն է, որպեսզի Արցախի ազգաբնակչության կենսամակարդակն աստիճանաբար մոտենա զարգացած պետությունների բնակչության կենսա-մակարդակին:

Այսօր ԼՂՀ-ում բնակչության գերակշռող մասը իր միջոցների ներդրման առաջնահերթությունը տալիս են բանկային ավանդներին և ոչ թե որևէ կազմակերպության բաժնետոմսերի ձեռք բերմանը: Այն պայմանավորված է որոշ պատճառներով, դրանք են

- <<Ֆիզիկական անձանց բանկային ավանդների հատուցումն երաշխավորելու մասին>> օրենքի ընդունումը հիմքեր ստեղծեցին ավանդներն ավելի երաշխավորված լինելու համար,
- բնակչության տեղեկացվածության թերացումն է: Գրեթե բոլորը գիտեն, որ ա-վանդը ներդրվում է բանկերում, բայց արժեթղթերի ձեռքբերման համար չգիտեն

որտեղ դիմեն: Դրանից հետևում է, որ ԼՂՀ-ում բրոքերային ծառայությունները գտնվում են ցածր մակարդակում,

- մարդկանց ոչ պատշած կենսամակարդակը, ինչպես նաև եկամուտների սղության պատճառով նրանք հասցնում են կատարել միայն իր ընթացիկ ծախսերը և քիչ գումար կարող են խնայել երկարաժամկետ օգտագործման ապրանքների ձեռքբերման համար: ԼՂՀ-ում երկրորդային շուկան գտնվում է սաղմնային վիճակում, իսկ այդ խոչնդոտում է բաժնետոմսերի դյուրին վաճառքը և հնարավոր չէ իրականացնելու նախատեսված ծախսերը, այսինքն բավականին ցածրագույն մակարդակի վրա է գտնվում բաժնետոմսերի իրացվելիության աստիճանը,
- բնակչության ֆինանսական ոլորտի գրագիտության ցածր մակարդակն է: Ամեն մի գործարար գերադասում է սեփական բիզնեսը կազմակերպել միայնակ, սեփական ուժերով, իսկ գործունեությունը իրականացնելու ժամանակ առաջացած սեփական միջոցների անբավարարության դեպքում օգտվում է փոխառու միջոցներից (վարկերից):

Բնակչության ակտիվությունը ֆոնդային շուկայում կախված է երեք խումբ գործոններից.

1. բնակչության եկամուտներից և հարստությունից,
2. կամավոր կենսաթոշակային համակարգի զարգացման աստիճանից,
3. տնային տնտեսությունների պատրաստակամությունից՝ ավելի շատ ներդրումներ կատարել արժեթղթերում ի համեմատ մյուս այլընտրանքային ներդրումային օբյեկտների:

ԼՂՀ-ում շուկայական տնտեսություն ձևավորելու և զարգացնելու առաջնահերթ խնդիրներից է հանդիսանում բարենպաստ պայմանների ստեղծումն արժեթղթերի շուկայի կայացման համար:

Մյուս հիմնախնդիրը ԼՂՀ-ում ֆինանսական շուկայի ինստիտուցիոնալ կառույցների ձևավորումն է, որն արժեթղթերի շուկայի կայացման կարևոր գործոններից է: Այդ կառույցների համար ամենից առաջ անհրաժեշտ է ապահովել կատարյալ օրենսդրական դաշտի ստեղծումը:

Զարգացած պետություններում արժեթղթերի շուկայում հիմնական ներդրողները համարվում են ինստիտուցիոնալ կառույցները(ապահովագրական ընկերությունները, ոչ պետական կենսաթոշակային ու ներդրումային հիմնադրամները և այլն):

Ինստիտուցիոնալ ներդրումային համակարգը զարգացման ընթացքում կրել է կառուցվածքային փոփոխություններ: Դեռևս 40 տարի առաջ ինստիտուցիոնալ ներդրողներ են համարվել բանկերն և ապահովագրական ընկերությունները: Ներդրումային կենսաթոշակային հիմնադրամների դերը ֆինանսական շուկաներում գրեթե բացակայում է: Անցյալ դարի 60-70ական թվականներից ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների ակտիվ զարգացում սկսվեց, որն առավել ցայտուն արտահայտվեց ԱՄՆ-ում և Արևմտյան Եվրոպայի երկրներում: Ֆոնդային շուկայի վերելքը, բուռն թափ ստացած արժեթղթավորման գործընթացները, ինովացիաների ալիքը, ֆինանսական շուկաների միջոցով ավելի ու ավելի մեծ չափերի ռեսուրսների տեղաբաշխման, կուտակային կենսաթոշակային համակարգի անցման գործընթացները բերեցին ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների, մասնավորապես, ակտիվների կառավարման գործառույթներ իրականացնող ներդրումային կենսաթոշակային հիմնադրամների արագ և որակական առաջխաղացմանը[110]:

Ներկայացված գործընթացների արդյունքում բանկերի (ֆինանսական շուկայի հիմնական միջնորդներ) դերը ակտիվների ծավալներով գերազանցում են մյուս ինստիտուտներին, սկսեց էական փոփոխության ենթարկվել: Շուկայում հայտնվեցին ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, որոնք նույնպես իրականացրին հավաքագրման ու կուտակման, ինչպես նաև հավաքագրված միջոցների հետագա ներդրման գործառույթները: Մինչդեռ ֆինանսական շուկայում իրականացնող գործառույթների ծավալում բանկերի գերակշռող դերը չնվազեց: Արդի պայմաններում գրեթե բոլոր երկրներում բանկերը համարվում են բնակչության ազատ միջոցների ներգրավման կարևորագույն ինստիտուտը: Այն պայմանավորված է նրանով,որ շատ երկրներում բանկային ոլորտը գտնվում է կոշտ կարգավորման և վերահսկման ներքո: Մի շարք դեպքերում գործում են բանկային ավանդների ապահովագրման տարբեր

[110] Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական արդի հիմնախնդիրները գիտական հոդվածների ժողովածու-4, «Դանամա» Երևան 2005, էջ 157:

մեխանիզմներ, որոնք զգալիորեն վստահելի են դարձնում բանկերի կողմից բնակչության ժամանակավորապես ազատ միջոցների ներգրավումը: Ֆինանսական շուկաներում նոր սկզբունքներով մատուցվող ծառայությունների տեսականու աճի արդյունքում ֆինանսական շուկայում իրականացվող գործառույթների ծավալում բանկերի հարաբերական մասնակցության չափը սկսեց նվազել ի հաշիվ կենսաթոշակային և ներդրումային հիմնադրամների: Չնայած այս ամենին, բանկերը ձգտում են ֆինանսական շուկայում իրականացնել նաև ոչ ավանդական բանկային գործառույթներ:Որոշ բանկեր վերածվեցին ֆինանսական կոնգլոմերատների և սկսեցին մատուցել ոչ բանկային ֆինանսական կառույցներին բնորոշ ծառայություններ:

ԼՂՀ ֆինանսական շուկայում ներկա դրությամբ ամենաակտիվ գործող ինստիտուտները առևտրային բանկերն են: Հետևաբար՝ շատ կարևոր է, որպեսզի բանկերը ֆինանսական և հատկապես արժեթղթերի շուկայից ավելի շատ դրամական միջոցներ ներգրավեն, օգտագործեն իրենց լրիվ ներուժը, իրականացնեն մուրհակով գործառնություններ, հասարակության մեջ ստեղծեն վստահության լիարժեք մթնոլորտ, տեղեկատվությունների միջոցով բնակչությանը ներգրավեն արժեթղթերի շուկա:

Շուկայական տնտեսության պայմաններում ցանկացած պետության ֆինանսական կայունության աստիճանը որոշվում է նաև երկրի պետական բյուջեի եկամուտների ձևավորման իրավիճակով, պակասուրդի և պետական պարտքի մեծությամբ:

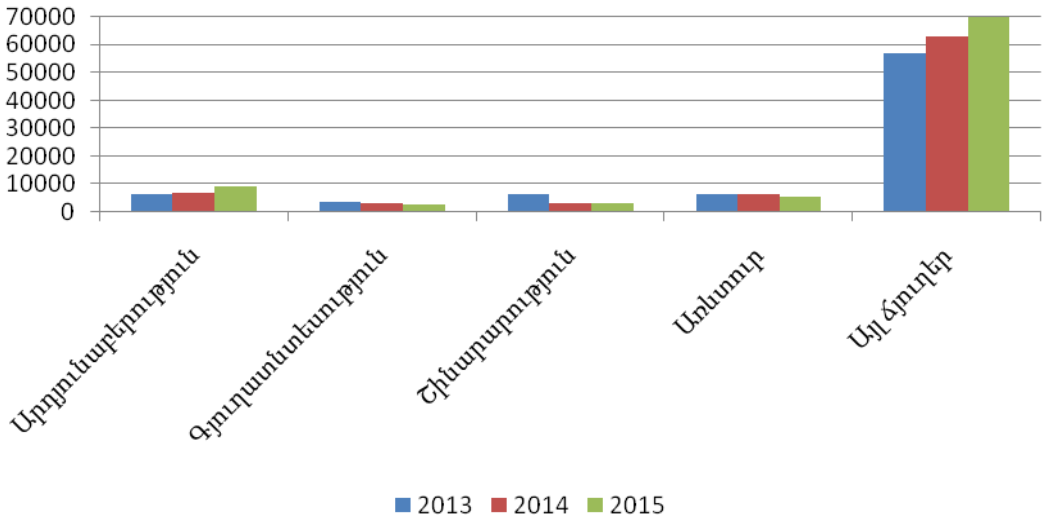
Տարբեր երկրների արժեթղթերի շուկայի համեմատական վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ յուրաքանչյուր երկրում այդ շուկայի կառուցվածքի և զարգացման հեռանկարների խնդիրները ներառում են նաև տվյալ երկրի առանձնահատկություններին առնչվող հիմնահարցերը:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի ձևավորումը և զարգացումը բնութագրվում է հետևյալ առանձնահատկություններով: Ներկայումս ԼՂՀ ֆինանսական շուկայի զարգացած հատվածը դրամի շուկան է, որտեղ ամենաակտիվ և գերակշիռ գործունեությունն իրականացնում են առևտրային բանկերը:

2014թ. վերջի դրությամբ ՀՀ բանկային համակարգում գործող 21 բանկերից միայն 9-ն է ներկայացված ԼՂՀ տարածքում, ընդ որում՝ դրանցից 5-ը՝ միայն 1 մասնաճյուղով: Ընդհանուր առմամբ գրանցված 442 մասնաճյուղերից 32-ը կամ ընդհանուր թվի 7%-ը

գտնվում են ԼՂՀ տարածքում, որոնք իրենց էությամբ առանձնանում են նաև տնտեսության առանձին ճյուղերին տրամադրված վարկերի բնույթով (տե՛ս գծապատկեր 22):

2015թ հունվարի մեկի դրությամբ արդյունաբերությունում իրականացված վարկավորումը կազմել է 9020.8մլն դրամ, իսկ համեմատած նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի հետ աճել է 28.8 տոկոսով, գյուղատնտեսությունում՝ 2814.1 մլն դրամ, որն ի համեմատ նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի հետ նվազել է 7.3 տոկոսով, շինարարությունում՝ 3267.6մլն դրամ, այն նախորդ տարվա նկատմամբ նվազել է 2.4 տոկոսով, առևտրում՝ 5649.7 մլն դրամ, որը նույնպես համեմատած նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի հետ նվազել է 14.0 տոկոսով, և այլ ճյուղերում՝ 77481.9 մլն դրամ, համեմատ 2014թ. հունվարի մեկի իրավիճակին աճել է 23.1 տոկոսով:



Գծապատկեր 22. ԼՂՀ բանկային համակարգի կողմից տնտեսության առանձին ճյուղերին տրամադրված վարկերը. 2013-2015թթ. տարեսկզբին /մլն դրամ/ [111]

Համեմատելով տեսնում ենք , որ ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ռեզիդենտներին տրված վարկերի ճյուղային կառուցվածքում գյուղատնտեսության վարկավորումը կազմել է 2014թ. դեկտեմբեր ամսվա դրությամբ 10139.6մլն դրամ, հանքային և մշակող արդյունաբերությունում 25027.2մլն դրամ, շինարարությունում 10009.3մլն դրամ, առևտրում 32098.1 մլն դրամ: ՀՀ-ում բերված ժամանակաշրջանում աճել են

[111] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք http://stat-nkr.am/:

տնտեսության համար կարևորագույն դեր ունեցող ճյուղերը՝ արդյունաբերությանը 16.2% մինչև 22.8%, գուղատնտեսությանը 5.7% մինչև 6.2% և շինարարությանը 5.0% մինչև 8.2% ուղղված վարկային ներդրումների տեսակարար կշիռների մեծությունները[112]:

ԼՂՀ-ում առևտրային բանկերի և դրանց մասնաճյուղերի կողմից իրականացված երկարաժամկետ վարկային ներդրումները 2014թ վերջին կազմել են մոտ 51.1 մլրդ դրամ, որից արդյունաբերության, գյուղատնտեսության և շինարարության ոլորտում 15.1մլրդ դրամ, ինչը մի քանի անգամ զիջում է տնտեսության ունեցած պահանջարկի ծավալներին: Այնուամենայնիվ, շուկայի այս հատվածը նույնպես ամբողջական չէ, քանի որ ԼՂՀ ֆինանսական շուկայում բացակայում են ավանդային ինստիտուտների մյուս տեսակները (վարկախնայողական, հիփոթեքային բանկերը և այլն):[113]

Ֆինանսական ինստիտուտների բացակայությունը պայմանավորված է օրենսդրական դաշտի անկատարությամբ, հետևաբար ներկայում դրամի շուկան կարգավորող մարմնի կարևորագույն խնդիրներից մեկն էլ ֆինանսական այդ տեսակ ինստիտուտների վերաբերյալ օրենքների նախագծերի մշակումն է:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի գործման հաջորդ ինստիտուցիոնալ կառույցները ապահովագրական ընկերություններն են, որոնց գործունեության ընդհանուր տվյալները բերվում են թիվ 14 աղյուսակում: Վերջին տարիներին զգալի փոփոխություն կատարվեցին այդ ոլորտում:

Ապահովագրական ընկերությունների մոտ գոյանում են խոշոր ծավալով ֆինանսական միջոցներ՝ կապված պարգևավճարների գանձման և ապահովագրական վճարումների իրականացման հետ: ԼՂՀ ապահովագրական շուկաների զարգացման վերջին տարիների միտումները հիմք են տալիս փաստել, որ ոլորտն այսօր զարգացման նախնական փուլում է: Ներկայումս Լեռնային Ղարաբաղի ապահովագրական շուկայի մասնակիցներն են հանդիսանում ՀՀ ապահովագրական ընկերությունների մասնաճյուղերը և գործակալները, որոնք հիմնականում իրականացնում են

[112] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք http://stat-nkr.am/:

[113] «Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը հունվար-դեկտեմբերին» տեղեկատվական եռամսյակային զեկույցներ, 2007-2011թթ.:

ավտոմեքենաների, առողջության, պատասխանատվության ապահովագրություն, ինչպես նաև տրամադրում են երաշխիքներ:

ԼՂՀ-ում 2014թ. դեկտեմբերի վերջին ԱՊՊԱ պայմանագիր ունեցող տրանսպորտային միջոցների քանակը կազմել է 10020: 2014թ. ընթացքում 62 ճանապարհատրանսպորտային պատահարի կապակցությամբ իրականացվել է մոտ 177.8 մլն դրամի չափով գույքային և անձնական վնասների հատուցում (տես աղյուսակ14):

ԼՂՀ-ում վիճակագրական տվյալներն արտացոլում են ԼՂՀ ապահովագրական շուկայի զարգացման միտումները: 2010-2014թթ. ԼՂՀ-ում գործող ապահովագրական պայմանագրերի քանակը աճեց մոտ 2 անգամ:

Աղյուսակ 14

Ապահովագրական ընկերությունների (գործակալների) գործունեությունը ԼՂՀ-ում (2010-2014թթ)[114]

/հազար դրամ/

Ցուցանիշներ	2010թ.	2011թ.	2012թ.	2013թ.	2014թ.
Ապահովագրավճարներ	160 624,7	308 713,8	776 454,3	576 011,8	345283.1
Կյանքի	-	-	-	-	-
Անձնական	33,3	708,9	317 741,3	65 083,9	207.9
Գույքի	1 380,2	2 627,9	10 864,1	56 705,1	1606.2
Պատասխանատվություն ապահովագրության գծով	156 966,3	303 278,9	446 306,9	449 373,7	341274.4
Այլ	2 244,9	2 098,1	1 542,0	4 849,1	2194.6

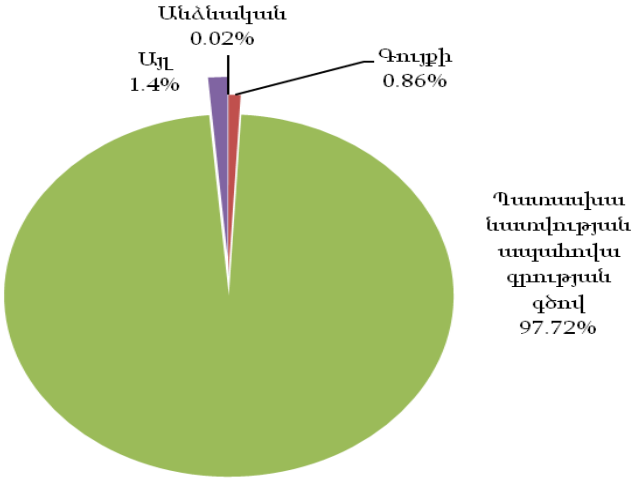
2011թ. ապահովագրավճարների աճը պայմանավորված է 2011թ.-ից ավտոտրանսպորտային միջոցների օգտագործումից ծագող պատասխանատվության պարտադիր ապահովագրությամբ, ինչը շարունակվել է նաև 2012թվականին: 2012թ. կտրուկ աճել են անձնական ապահովագրության գծով ապահովագրավճարները, որոնք, սակայն, 2013թ. կրկին նվազել են: Այդ բացատրվում է սոցիալական փաթեթի ծրագրին ԼՂՀ Պաշտպանության բանակի մասնակցությամբ: ՀՀ կառավարության 2013թ.

[114] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք http://stat-nkr.am/:

փետրվարի 28-ի N210-Ն որոշման համաձայն՝ զինծառայողների սոցիալական փաթեթի պարտադիր պայման համարվող առողջության ապահովագրության վերաբերյալ դրույթները:

Հետևաբար 2013թ. ԼՂՀ Պաշտպանության բանակի զինծառայողների համար առողջության ապահովագրության գծով ապահովագրավճարներ չեն կատարվել:

2014թ. մեկ շնչի հաշվով ապահովագրավճարների գումարը կազմել է 2319 դրամ, որը 2010թ. համեմատ աճել է 2.0 անգամ, իսկ ապահովագրավճարներ ՀՆԱ հարաբերությունը՝ 0.18 %, որը 2010թ. համեմատությամբ ավելացել է 0.21 տոկոսային կետով: Նշենք նաև, որ զարգացած երկրներում այս ցուցանիշը կազմում է միջինում 7.9%, իսկ զարգացող երկրներում՝ 2.3%[115]:



Գծապատկեր 23. Ապահովագրական վճարների ծավալները 2014թ. վերջի դրությամբ

Ինչպես վկայում են բերված տվյալները, ապահովագրական ընկերությունները առևտրային բանկերի համար մրցակիցներ չեն կարող լինել ԼՂՀ ֆինանսական շուկայում՝ դրամական միջոցների հավաքագրման տեսանկյունից: Իսկ կյանքի ապահովագրության միջոցով դրամական միջոցների ներգրավումը զրոյական մակարդակի վրա է:

Արժեթղթերի շուկայում կարևոր գործոններից է համարվում պարտադիր և կամավոր կուտակային կենսաթոշակային հիմնադրամի ներդնումը, որը հնարավորություն կտա ինչպես բարելավել արժեթղթերի շուկայի գործիքների պարամետրերը, այնպես էլ

[115] Swiss Re Sigma No 3/2013 World Insurance in 2012,p. 41:

ստեղծել նոր գործիքներ և ապահովել ներդրումային ռեսուրսների ձևավորումն ու ներհոսքը արժեթղթերի շուկա:

Ինչպես վկայում են բազմաթիվ երկրներում իրականացված կենսաթոշակային բարեփոխումների փորձի ուսումնասիրությունը և ԼՂՀ-ի սոցիալ-տնտեսական իրավիճակի առանձնահատկությունները, ձևավորվել է կենսաթոշակային համակարգի նոր փաթեթ:

Կենսաթոշակային կուտակային համակարգում առաջանում են ֆինանսական նշանակալի ռեսուրսներ(ապագա կենսաթոշակառուների խնայողությունների տեսքով): Փաստորեն կենսաթոշակային կուտակային համակարգը երկարատեւ ներդրումների ձևավորման աղբյուր է, որը հատկապես արդիական է զարգացող տնտեսությունների համար, որոնց բնորոշ է կապիտալ ներդրումների ցածր մակարդակը[116]:

Բազմաթիվ երկրների օրինակները վկայում են, որ կենսաթոշակային ակտիվների հոսքը դեպի ֆորդային շուկաներ էականորեն ազդում է ամբողջ ֆինանսական համակարգի արդյունավետության վրա, քանի որ, նախ, կենսաթոշակային ակտիվներն անմիջականորեն են ներգրավում ակտիվների կառավարման ոլորտ, և երկրորդ, երևույթը նպաստում է բնակչության լայն շրջանակների մոտ ներդրումների վերաբերյալ պատկերացումների բարձրացմանը և, հետևաբար, ֆինանսական շուկայի մասայականության ավելացմանը:

Ըստ գործող օրենքի՝ 2014թ. <<Կուտակային կենսաթոշակային համակարգի մասին>> հունվարից պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային հիմնադրամի ակտիվները կարող են ներդրվել այն արժեթղթերում, որոնք ֆոնդային բորսայում թույլատրված են առեւտրային գործարքների համար: Արդյունքում դրամով արտահայտված ակտիվների մինչեւ 40%-ը կարող է ներդրվել կորպորատիվ արժեթղթերում, այդ թվում նաեւ բաժնետոմսերում[117]:

Ներկա փուլում Լեռնային Ղարաբաղի պետական քաղաքականությունը պետք է ուղղված լինի պարտադիր կենսաթոշակի արդյունավետ համակարգի ստեղծմանը, որը,

---

[116] Թորոսյան Ա., Կենսաթոշակային համակարգի ֆինանսական կայունության գործոնները և նրանց առանձնահատկությունները ՀՀ-ում, ֆինանսներ և էկոնոմիկա # 5(155), մայիս 2013, էջ 63:

[117] «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ֆինանսական գործիքներում ներդրման քանակային արժութային սահմանափակումները սահմանելու մասին»,2012թ. դեկտեմբերի 27-ի N 1685-Ն ՀՀ Կառավարության որոշում, բաժին 3:

կենտրոնացնելով կուտակված ֆինանսական միջոցները, ներդրումային ռեսուրսները, հնարավորություն կտա վերջիններս ուղղել ազգային տնտեսության տարբեր ոլորտներ: Այս առումով հատկապես կարևորվում են պարտադիր կենսաթոշակի գործունեության կազմակերպման, կարգավորման և վերահսկման օրենսդրական դաշտի վերափոխումը, կառուցվածքային քաղաքականություն իրականացնելը, այդ թվում արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման նախադրյալների ստեղծման գործընթացը:

Անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների ներդրումների կարևորագույն աղբյուրներից է համարվում արժեթղթերի շուկայի ինստիտուցիոնալ մասնակիցների գործունեությունը: Վերջին տարիներին ԼՂՀ-ում հաստատված մակրոտնտեսական կայունությունը, ՀՆԱ-ի աճի դրական փոփոխությունները, ինֆլյացիայի չափավոր մակարդակը, բնականոն գործող բանկային համակարգը, բարեփոխումների հետևողական գործընթացը և սեփականաշնորհման գործընթացի ընդլայնումը հիմք հանդիսացան ֆինանսական ինստիտուտների ստեղծմանը:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կայացմանն ու զարգացմանը խոչընդոտում են ինչպես ներդրումների խթանման, այնպես էլ ներդրումային ռեսուրսների շուկայական ձևավորման ու վերաբաշխման համակարգերի թերզարգացվածությունը: Ֆինանսական ռեսուրսների տեղաշարժը հիմնականում րականացվում են արտադրության ոլորտից առեւտրի ոլորտը: Զարգացած արժեթղթերի շուկա ստեղծելու համար կարևորագույն խնդիրներից է ներդրումների խթանումն, իսկ զարգացող երկրների համար ներդրումների ներգրավման կարևոր նախապայմանը պետության նկատմամբ վստահությունն է[118]: ԼՂՀ-ում ներդրումային ակտիվության բացակայությունը կապված է որոշակի պատճառներով.

- երկրի անբարենպաստ աշխարհագրական դիրքը,
- տարածաշրջանային ռազմաքաղաքական անկայունությունը,
- ներքին շուկայի փոքր ծավալները,
- գրավիչ ներդրումային միջավայրի բացակայությունը,

[118] Նիկողոսյան Կ., Հայաստանի Հանրապետության Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային հիմնախնդիրները և դրանց լուծման հեռանկարները, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա # 1 - 2 հունվար - փետրվար 2010, էջ 90:

- արժեթղթերի շուկայի և շուկայական ենթակառուցվածքի թերզարգացած մակարդակը:

Ներդրումները տնտեսության համեմատ պետք է աճեն ավելի արագ: Որպեսզի տնտեսությունը տարեկան աճի 7-10%-ով, անհրաժեշտ է, որ ներդրումները հիմնական կապիտալում տարեկան աճեն ամենաքիչը 12-15%-ով[119]:

ԼՂՀ-ան տնտեսության մեջ իրական ակտիվներում ներդրումների ծավալը վերջին տարիներին դրսևորել է աճի կայուն միտում: Ըստ հավաքագրված վիճակագրական հաշվետվությունների տվյալների 2008թ. իրական ակտիվներում իրականացված ներդրումների ծավալը համեմատած 2007թ-ի հետ աճել է 78.6տոկոսով, իսկ 2003թ. համեմատ՝ 2.1 անգամ: 2011թ. և 2012թ. անցկացված հետազոտությունների արդյունքներով ևս իրական ակտիվներում իրականացված ներդրումները տարեցտարի աճման միտում են դրսևորել. մասնավորապես, 2011թ. ոչ ֆինանսական ակտիվներում իրականացված ներդրումների ծավալը կազմել է 50213.9մլն դրամ՝ 2010թ. ցուցանիշը գերազանցելով 8.2 և 2009թ. ցուցանիշը՝ 26.9տոկոսով:Միայն 2013 թ. ընթացքում կատարած ներդրումների ծավալը նվազել է 2012 թ նման ցուցանիշի նկատմամբ 13.8 տոկոսով:

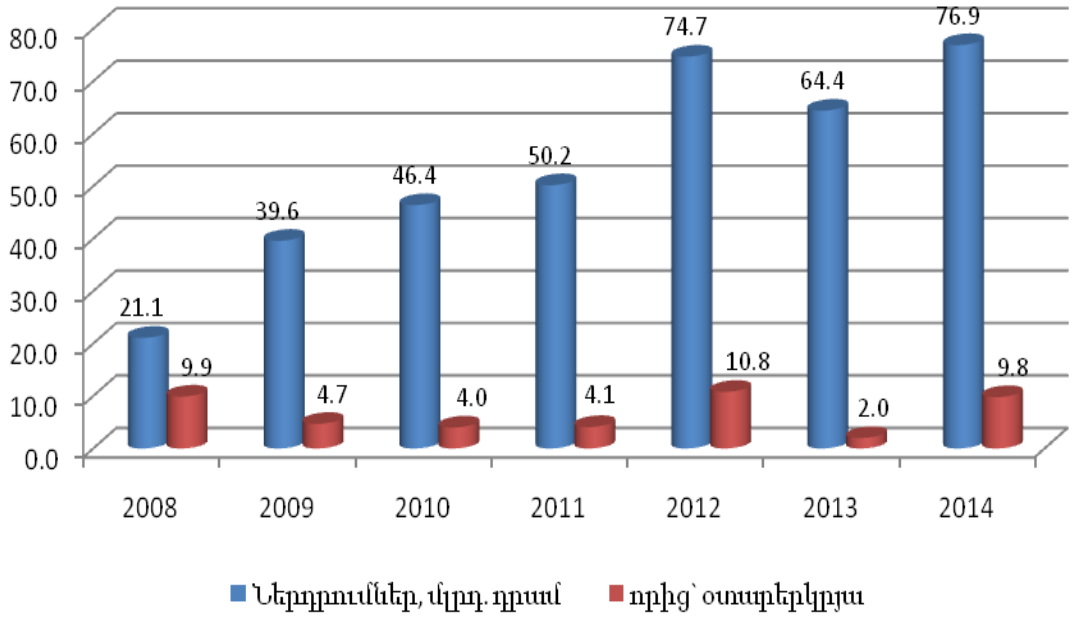
2014թ. ճյուղային կառուցվածքով նախորդ տարվա համեմատ 61.1 տոկոսով ներդրումներն ավելացել են արդյունաբերությունում, 24.9 տոկոսով՝ շինարարությունում, իսկ գյուղատնտեսության, տրանսպորտ և կապ, առևտրի և այլ ոլորտներում կատարած ներդրումների ծավալները նվազել են համապատասխանաբար 26.5, 76.6, 36.0 և 3.2 տոկոսով:

Օտարերկրացիները ոգևորված չեն ներդրումներ կատարել ԼՂՀ շուկայում, որտեղ ցածր են թափանցիկությունը և իրացվելիությունը: Նշենք նաև այն իրողությունը, որ թողարկողների փոքր քանակի պատճառով այսօր ներդրումային հնարավորությունները սահմանափակ են:

Ներդրումային գործունեության ակտիվացումը, ԼՂՀ տնտեսության ներդրումային ռիսկի նվազմանը զուգընթաց, հնարավորություն կընձեռի ապահովել երկրի հետագա

[119] Потемкин А. Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора // Рынок ценных бумаг. – 2005. - № 14 (293).-С.16-20.

տնտեսական աճը՝ խթանելով շուկայական ենթակառույցների զարգացումը և դրանց տնտեսական գործունեության խթանումը:



Գծապատկեր 24. Իրական ակտիվներում իրականացված ներդրումները ԼՂՀ-ում 2008-2014թթ[120].

Ինչպես մի շարք երկրների, այնպես էլ ԼՂՀ-ի համար օտարերկրյա ներդրումների խրախուսումը դարձել է տնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն:

Օտարերկրյա ներդրումների խրախուսումը, որպես տնտեսական աճի ապահովման գլխավոր լծակ, վերջին երկու տասնամյակներում դարձել է համատարած ռազմավարություն գրեթե բոլոր անցումային տնտեսությամբ և զարգացող երկրներում, հետևաբար ԼՂՀ-ում այն նույնպես անհրաժեշտ է կիրառել:

Եթե համեմատենք զարգացած տնտեսություն ունեցող պետությունների հետ, ապա զարգացող շուկաներում ինստիտուցիոնալ ներդրումների դերն նկատելի չէ: Հիմնական պատճառը բավարար ծավալներով կորպորատիվ արժեթղթերի, թափանցիկ և իրացվելի շուկայի բացակայությունն է:

[120] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ stat-nkr.am:

Պետական արժեթղթերի շուկան երկրի ֆինանսական համակարգի կարևոր բնութագրիչն է: Պետական արժեթղթերի շուկան ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման կարևորագույն գործոններից է:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացումը պետք է սկսել պարտատոմսերի շուկայից: Պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումն ունի մի շարք առավելություններ՝ լրացուցիչ ռեսուրսների ստացման մյուս ուղիների նկատմամբ: Քանի որ պետական պարտատոմսերի շուկան

- ունի բարձր եկամտաբերություն,
- կայուն է ,
- վստահելի է ,
- ոչ ռիսկային է և այլն:

Պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումը կխթանի նաև ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը, ինչպես նաև կապահովի ֆինանսական շուկայի գործիքների միջոցով պետական բյուջեի պակասուրդի կրճատում: Քանի որ տնտեսագիտական իմաստով՝ բյուջեի պակասուրդի ծածկումը պետական արժեթղթերի միջոցով առավել գրագետ և քաղաքակիրթ է, քան այդ նույն նպատակով ԿԲ-ի կողմից ուղղակի վարկերի տրամադրումը կառավարությանը, ինչը կարող է լուրջ խոչընդոտ հանդիսանալ Կենտրոնական բանկի կողմից արժեթղթերի շուկայում իրականացվող քաղաքականության համար կապված վարկային շուկայի ձևավորման, փողի լրացուցիչ էմիսիայի հետ, որն իր հերթին մեծամասամբ հանգեցնում է շրջանառության մեջ չապահովված փողի առաջացման և արժեզրկման:

ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկայի կայացման գործոնների շարքում առանձնահատուկ նշանակություն ունի բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկների (ՆՀԱ) շուկան, որն ամենապարզ ձեւով կարելի է բնորոշել որպես արժեթղթերի շուկայի հատված, որտեղ ընկերությունն առաջին անգամ կապիտալ է ներգրավում հրապարակային առաջարկի միջոցով: Շուկայում պահանջարկը ձևավորում են ինստիտուցիոնալ եւ մանրածախ ներդրողները, որոնք մասնակցում են բաժնետոմսերի ձեռքբերմանը ՆՀԱ-ի տեղաբաշխման փուլում, իսկ առաջարկ ներկայացնում են թողարկողները, որոնք

բաժնետոմսերի առաջարկն իրականացնում են տարբեր նպատակներից ելնելով[121]: Այսպիսով, ՆՀԱ-ի շուկա կարելի է բնորոշել, որպես արժեթղթերի շուկայի այն հատվածը, որում իրականացվում է թողարկող ընկերության բաժնետոմսերի վաճառքը, ինչի արդյունքում մինչև այդ փակ ընկերությունը ձեռք է բերում բաց, հրապարակային ընկերության կարգավիճակ:

Շուկայական հարաբերությունների զարգացման ներկա փուլում ԼՂՀ-ում զգալիորեն մեծացել է տնտեսության մեջ ֆինանսական ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկը և հետևաբար ֆինանսավորման նոր գործիքներ ձևավորելու անհրաժեշտությունը: Այդ գործիքների շարքում բացառիկ կարևոր դեր ունի բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը՝ ՆՀԱ (IPO), որի զարգացումը թույլ կտա ձևավորել տնտեսության ֆինանսավորման գործուն համակարգ, որի միջոցով հնարավորություն կստեղծվի խթանել ներդրումների աճը և ապահովել կայուն տնտեսական աճ:

Բացի վերոհիշյալ գործոններից, որոնց լուծմամբ էլ պայմանավորված է արդյունավետ գործող արժեթղթերի շուկայի համապատասխան միջավայրի ձևավորումը, գոյություն ունեն մի շարք խնդիրներ, որն երկար ժամանակ խոչընդոտ են հանդիսացել ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման ճանապարհին: Դրանցից հատկապես պետք է առանձնացնել

- տնտեսության մենաշնորհացման բարձր մակարդակը.
- բաժնետիրական կապիտալի խոշորացված, մեծածախ բնույթը,
- կորպորատիվ կառավարման ավանդույթների բացակայությունը,
- բնակչության մոտ թողարկողների և շուկայի մասնագիտացված կառույցների նկատմամբ վստահության բացակայությունը,
- բաժնետեր լինելու տնտեսական<< անշահավետությունը,
- արժեթղթերի շուկայի, նրա մասնակիցների, արժեթղթերում ներդրումների և դրանց հնարավոր եկամտաբերության վերաբերյալ տեղեկատվության անբավարարությունը,

[121] Մկրտչյան Ս., Եվրոպական ֆոնդային բորսաներում բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի շուկայի մերօրյա միտումները և Հայաստանի Հանրապետությունում դրանց զարգացման հեռանկարները ֆինանսներ և էկոնոմիկա ամսագիր #1-2 (173-174) 2015, էջ 15:

- արժեթղթերի շուկայի ինստիտուցիոնալ կառուցվածքի թերզարգացվածությունը:

Արժեթղթերի շուկայի կայացումը՝ որպես ձևավորվող շուկայական տնտեսության բաղկացուցիչ, և տնտեսության մեջ դրա դերի բարձրացումն ամենից շատ կախված են դրա զարգացման ռազմավարությունից և վարվող քաղաքականությունից: Որպես շուկային անցման նոր ռազմավարության և քաղաքականության մոտեցումներ կարող ենք համարել հետևյալները: Այն է շուկայական առանձին ինստիտուտների ձեւավորումը, որն ամբողջությամբ վերաբերում է նաև արժեթղթերի շուկային: Ֆոնդային շուկայի կայացման առումով պետության համար առաջին հերթին դրված է երեք փոխկապված խնդիր, որոնց լուծումից է կախված տնտեսության զարգացումն ու արժեթղթերի շուկայի կայացումը:

Դրան են վերաբերում.

- սեփականության իրավունքի պահպանումը,
- տնտեսության մոնետարացման բարձրացման աստիճանը,
- բանկային արդյունավետ համակարգի ստեղծումը:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման գործոններից են համարվում արժեթղթերի շուկայի տեղեկատվության թափանցիկության և ցուցանիշների համակարգի բացակայությունը: Այդ համակարգում պետք է ընդգրկվեն հետևյալ քանակական ցուցանիշները.

- արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքի զարգացման ցուցանիշ,
- ցուցանիշներ, որոնք բնութագրում են արժեթղթերի շուկան,
- ցուցանիշներ, որոնք տալիս են տեղեկատվություն՝ դրա մասնակիցների մասին:

Արժեթղթերի շուկայի կանոնավոր գործունեության վրա ազդում են նաև՝

- գրագետ ու վստահելի օրենսդրությունը,
- օրենքների վերահսկողությունը,
- տնտեսական բարենպաստ միջավայրը:

Նշված գործոններով ցանկացած երկրում կարող են արժեթղթերի լավ շուկա ունենալ: Ինչպես ցույց է տվել միջազգային փորձը, նկատում ենք, որ արժեթղթերի

լավագույն շուկաներն ունեցողները միշտ չէ, որ ամենամեծ երկրներն են: Բայց արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման գործունեությունը միայն բորսայով չի պայմանավորված, կարևոր են նաև արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնակիցները:

Առավել հրատապ նշանակություն ունեցողներից կարելի է առանձնացնել երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավումը, արժեթղթերի շուկայի կարգավորման և վերահսկման համակարգի հստակեցումը եւ կատարելագործումը, ինչպես նաև շուկայի ենթակառուցվածքային համակարգի կատարելագործմանն ուղղված միջոցառումների մշակումը և կատարելագործումը, շուկայի գործիքակազմի համալրումը, կորպորատիվ կառավարման արդյունավետությունն ապահովող միջոցառումների կիրառումը, մասնավորեցման ձևերի ու մեթոդների բարելավումը: Թվարկված խնդիրների լուծումը կնպաստի ԼՂՀ արժեթղթերի շուկա կայացնելու և զարգացնելու նպատակով հեռանկարների ապահովմանը, համաշխարհային տնտեսությանը ԼՂՀ-ի ինտեգրմանը, շուկայի որակական հատկանիշների բարձրացմանը, շուկայական մեխանիզմների միջոցով ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ վերաբաշխմանն ու այդ հիմքի վրա երկրում կայուն աճի ապահովմանը, ներքին և արտաքին ներդրողների համար վստահություն ներշնչող ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ստեղծմանը:

3.2. Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը որպես ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման առաջնահերթ ուղղություն

Ժամանակակից տնտեսության ոլորտում կատարվող իրադարձությունները կապված են ինչպես ֆինանսական շուկայի, այնպես էլ դրա կարևորագույն հատվածի՝ արժեթղթերի շուկայի հետ, որտեղ հիմնական դերը պատկանում է կապիտալի շուկային: Վերջինս էլ համարվում է տնտեսական աճի ապահովման ու հասարակության սոցիալ-տնտեսական մի շարք խնդիրների լուծման ֆինանսական կարևոր բաղադրիչը: Ներկա իրավիճակում ԼՂՀ-ում տնտեսությունը կարիք ունի ներդրումների, ու բարձր տնտեսական աճի ապահովումը բանկային վարկերով բավարար չեն, պետք է ունենալ արտադրությունը ֆինանսավորելու կատարելագործված համակարգ ու մասնավորապես կայացած արժեթղթերի շուկա:

Դեռ 1990-ական թվականներից ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում գործում են փոքր ու միջին

կապիտալացմամբ ընկերություններ, որոնց ֆինանսավորումը հիմնականում իրականացվում է բանկային վարկերի և սեփական միջոցների հաշվին: Այդ ընկերությունների որոշ մասն իրենց զարգացման ընթացքում առնչվել է բազմաթիվ խնդիրների՝ հրապարակային կապիտալի շուկայում մուտք չունենալու հետևանքով, քանի որ չեն ապահովել տեղեկատվական թափանցիկություն ու չեն ձգտել մտնել ֆինանսական շուկա և ստանալ իրենց ճշգրիտ գնահատականն ընկերության կապիտալացման աճի շնորհիվ[122]:

Զարգացման հեռանկարային նպատակներ ունեցող մի շարք ընկերություններում ձևավորվում են կապիտալի շուկայի նկատմամբ հետաքրքրություն, հատկապես այն ժամանակ, երբ ընկերությունների համար բանկերից վարկ ստանալը թանկ աղբյուր է, իսկ ֆինանսական միջոցների այլընտրանքային աղբյուրները բաժնետիրական ընկերությունների համար դարձան անհրաժեշտություն:

Ներկա իրավիճակում ՀՀ և ԼՂՀ-ում զարգացած արժեթղթերի շուկա ունենալու համար անհրաժեշտ է որպես ֆինանսական աղբյուր կիրառել նաև նախնական հրապարակային առաջարկը:

Նախնական հրապարակային առաջարկի՝ IPO-ի (Initial Public Offering) տնտեսական բովանդակությունն այն է, որ տեղաբաշխողները, ցանկանալով ճշտել դեռ շուկա դուրս չեկած արժեթղթերի շուկայական գինը, տեղաբաշխման ծավալի որոշ քանակ (սովորաբար մինչև 10 տոկոս) ներկայացնում են ֆոնդային բորսա սակարկությունների, և որից հետո, ձևավորված գնով, իրականացնում հիմնական ծավալի տեղաբաշխումը արտաբորսայում[123]: Սակայն ժամանակի ընթացքում նախնական հրապարակային առաջարկը կորցնում է իր դերն, ու ներկայումս նախնական հրապարակային առաջարկ են համարվում բաժնետոմսերի (պարտատոմսերի) առաջնային տեղաբաշխման բոլոր տեսակները:

---

[122] Սարգսյան Ա.,Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը (IPO) և դրա կիրառման հնարավորությունները ՀՀ ֆինանսական շուկայում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա #2(140) փետրվար 2012, էջ 38:

[123] Սալնազարյան Ա.Բ., Բաժնետոմսերի նախնական հանրային առաջարկի անհրաժեշտությունն ու ներդրման հնարավորությունները ՀՀ-ում, <<Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության զարգացման արդի հիմնախնդրիները>>, միջբուհական գիտաժողովի նյութեր, Եր., Տնտեսագետ, 2008. էջ 65:

Ըստ ռուս հայտնի տնտեսագետ Պ.Գ.Գուլկինի բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը(IPO) հասարակ կամ արտոնյալ բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխման գործընթաց է ֆոնդային բորսայի միջոցով, որն առաջին անգամ է ձեռնարկել ընկերության կողմից ներդրումների ներգրավման շնորհիվ ընկերության բաժնետիրական կապիտալը մեծացնելու նպատակով[124]: IPO անցկացնող ընկերություններն առաջին անգամ անսահամանափակ թվով ներդրողներին առաջարկում են իրենց բաժնետոմսերը՝ միաժամանակ ստանալով նաև ֆոնդային բորսայում դրանց առևտրի թույլտվություն[125]:

Տարածված մյուս մեկնաբանումը. IPO-ին հաջորդող ցանկացած հրապարակային առաջարկ, որի ընթացքում առաջարկվում են արդեն իսկ բաժնետոմսերի բորսայական շրջանառություն ունեցող ընկերության լրացուցիչ թողարկած բաժնետոմսերը, մասնագետները բնորոշում են որպես <<հաջորդող առաջարկ>>[126]:

Գոյություն ունեն առաջին հայացքից միանման, սակայն էությամբ տարբեր երկու հասկացություն՝ IPO և PPO, որոնք երկուսն էլ մեկնաբանվում են, որպես <<նախնական հրապարակային առաջարկ>>, ինչն էլ որոշակի շփոթություն է առաջացնում: Հասկացությունները տարբերակելու համար նշենք, եթե ընկերությունը սեփական բաժնետոմսերն առաջին անգամ է առաջարկում տեղաբաշխման միջոցով, ապա այդ գործընթացը կոչվում է IPO նախնական հրապարակային առաջարկ: Բայց երբ ընկերության բաժնետոմսերի առաջին (հիմնական) թողարկմանը զուգընթաց (այսինքն՝ մինչև բաժնետոմսերի առաջարկն ընկերության կազմակերպաիրավական վիճակը չէր ենթադրում բաժնետերերի առկայություն, օրինակ՝ ձևավորված էր կոոպերատիվի կամ ՍՊԸ-ի տեսքով) տեղաբաշխում է իրականացնում և ներգրաված ամբողջ միջոցներն ուղղվում են ընկերության կապիտալի ձևավորմանը, ապա արժեթղթերի այդպիսի առաջարկը կոչվում է հիմնական հրապարակային առաջարկ[127]: Իսկ երբ շուկայում

---

[124] Гулькин П.Г., Теребынькина Т., А.,Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO СПб.: Аналитический центр Альпари СПб., 2002. с.17.

[125] Миркин Я., Миркин В., Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам, Свыше 10000 терминов, М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

[126] Գևորգյան Վ., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի էությունը, նպատակը և գործառույթները, ֆինանսներ և էկոնոմիկա #8 (134) / Օգոստոս 2011, էջ 44:

[127]Գևորգյան Վ., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի էությունը, նպատակը և գործառույթները, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա # 8(134) օգոստոս 2011, էջ 44:

հանրությանն առաջարկվում է նախկինում թողարկված արժեթղթեր, որոնք պատկանում են ընկերության սեփականատերերին, և հատկապես այդ անձինք և ոչ թե ընկերությունն է ստանում այդ բաժնետոմսերի փաթեթի վաճառքից ստացվող միջոցները, այս գործընթացը կոչվում է երկրորդային առաջարկ[128]: Գործնականում հաճախ են հանդիպում այն տեսակետը, որ IPO-ի ժամանակ ներդրողներին կարող են առաջարկվել և նոր թողարկված, և նախկինում թողարկված ու տեղաբաշխված բաժնետոմսերը: Այսպիսով, IPO հասկացությունը թողարկողի կողմից կապիտալի ներգրավման հնարավորությունն է: Որպես բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկ կարող ենք ներկայացնել IPO-ն (PPO -ն) և SPO-ն (շրջանառվող ընկերության լրացուցիչ թողարկման բաժնետոմսերի առաջարկ, այսինքն՝ այսպես կոչված <<երկրորդ և հաջորդ IPO-ներ>>): SPO-ն բնորոշում ենք որպես, նախկինում թողարկված բաժնետոմսերի հրապարակային շրջանառություն: Կարելի է ավելացնել նաև ուղիղ հանրային առաջարկը (DPO-Direct Public Offering), իսկ այդ նշանակում է թողարկողն է իր բաժնետոմսերն ուղղակի առաջարկում ներդրողներին՝ բացառելով բորսայական շուկան: Այս դեպքում տեղաբաշխումն իրականացնում են առանց միջնորդների[129]:

Մի շարք աշխատություններում տարբեր կերպ են մեկնաբանում նախնական հրապարակային առաջարկ հասկացությունը՝ հաճախ էլ սխալմամբ անվանելով նախնական կամ առաջնային հրապարակային տեղաբաշխում: Սակայն իրականում առաջնային տեղաբաշխում հասկացություն գոյություն չունի, և մենք համամիտ ենք այդ կարծիքի հետ, որ տեղաբաշխում ասելով հասկանում ենք բաժնետոմսերի վաճառքն առաջնային շուկայում, երբ դրանց վաճառքից ստացված գումարները շարժվում են ընկերության կապիտալի համալրմանը:

Մեկ այլ մեկնաբանությամբ IPO-ն բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկն է՝ ուղղված ներդրողների լայն շրջանակներին հատուկ կազմակերպված բորսական հարթակում ու համարվում է ֆոնդային շուկայից կապիտալի ներգրավման արդյունավետ մեխանիզմ, որի իրականացումը հավաստում է, որ ընկերությունը հասել է տեղեկատվության թափանցիկության բարձր մակարդակի, ցուցաբերել է

[128] Первичное размещение акций, Путеводитель по рынку профессиональных услуг (Серия путеводителей - справочников“Проверено. Коммерсантъ”), М. Альбина Паблишер, 2003, с. 15.
[129] Балакирев Н.Н.,Давиденко Л.П.,Процедура проведения IPO в России, учеб. пособия Москва, Санкт Петербург, 2013, с.13.

ֆինանսական ցուցանիշների կայուն աճ, ընկերության կորպորատիվ կառավարման մակարդակը համապատասխանում է ընդունված ստանդարտներին, և ընկերությունն ունի բիզնես զարգացման իրատեսական երկարաժամկետ ռազմավարություն[130]:

ՀՀ օրենսդրությունում IPO հասկացությունը չի սահմանվում, միայն <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենքում տրված են դրան առնչվող մի շարք հասկացությունների սահմանումներ, ինչպես՝

- հրապարակային առաջարկը համարվում է արժեթղթերի որակավորված ներդրող չհանդիսացող 100-ից ավելի անձանց ներկայացված առաջարկը,
- թողարկել արժեթղթեր նշանակում է անձի գործողությունների ամբողջություն ուղղված միևնույն դասին պատկանող արժեթղթերի համախմբի առաջացմանը,
- արժեթղթերի վաճառքն իրենից ներկայացնում է տվյալ արժեթղթի առուվաճառքը, փոխանակումն և հատուցումն ներկայացնող բոլոր գործարքները,
- տեղաբաշխել նշանակում է արժեթղթի առաջին վաճառք ներդրողին. տեղաբաշխել կարող են իրականացնել թողարկողները և օրենքով նախատեսված ներդրումային ծառայություններ մատուցելու իրավունք ունեցող անձիք,
- հրապարակային տեղաբաշխել նշանակում է արժեթղթերի տեղաբաշխումը հրապարակային առաջարկի միջոցով[131]:

Իսկ մի խումբ հեղինակներ IPO հասկացությունը ընկալում են հետևյալ մեկնաբանությամբ, բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկն անվանելով IPO դասական իմաստով, իսկ հանրային առաջարկի մնացած ձևերը՝ համարում <<շեղում>> դասական մոդելից: Չնայած մի շարք հետազոտողների կարծիքով IPO-ին վերագրում են նաև ներդրումային արժեթղթերի (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, փայեր և դեպոզիտար ստացականներ) առաջարկը կամ շրջանառությունը ֆոնդային բորսայում, գործնականում ներդրումային շրջանակներում IPO-ն վերաբերում է հիմնականում բաժնետոմսերին[132]: Համամիտ լինելով վերոհիշյալ մեկնաբանություններին՝ այնուամենայնիվ, բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը կարող ենք ներկայացնել

---

130 Տես՝ նյութեր www.rusipo.com կայքից:

131 Տես՝ <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՀ օրենք,ընդունված 2007թ. հոկտեմբերի 11-ին, գլ.1, հոդված 3:

132 Գևորգյան Վ., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի էությունը, նպատակը և գործառույթները, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, # 8(134) օգոստոս 2011, էջ 45:

հետևյալ բնորոշումը. IPO -ն առաջին անգամ ներդրողներին ուղղված՝ ընկերության նոր թողարկած բաժնետոմսերի առաջարկն է, որի դեպքում տեղաբաշխումը իրագործվում է ֆոնդային բորսայի միջոցով՝ միաժամանակ բաժնետոմսերի բորսայական շրջառնառությունը հետագայում ապահովելու պայմանով[133]:

Այսպիսով, համամիտ լինելով և ընդհանրացնելով, վերոհիշյալ հեղինակների կողմից տրված IPO-ի սահմանումներին, կարող ենք եզրահանգել, որ նախնական հրապարակային առաջարկն մեծ նշանակություն ունեն արժեթղթերի շուկայի գործունեության ճիշտ կազմակերպման, դրա արդյունավետության գնահատման հարցերում, որովհետև առանց IPO իրականացնելու չենք ունենա արդյունավետ գործող արժեթղթերի շուկա: Այսպիսով, նախնական հրապարակային առաջարկների շուկա ասելով հասկանում ենք արժեթղթերի շուկայի հատված, որտեղ ընկերությունը առաջին անգամ կապիտալ է ներգրավում հրապարակային առաջարկի միջոցով:

Մակրոտնտեսական համատեքստում ընդունված է առանձնացնել IPO-ի հետևյալ գործառույթները:

Առաջին, IPO-ի շուկան տնտեսությունում ներդրումներ ներգրավելու միջոցով խթանում է տնտեսական աճը: Կարողանում է զարգանալ այնպիսի ուղղությամբ, որ հեռանկարային ճյուղերը՝<<աճի նոր կետերը (քլաստերները)>>, հնարավորություն ունենան օգտագործել շուկայի գործիքները երկարաժամկետ ներդրումների ներգրավման նպատակով, արդյունքում. խթանել տնտեսական աճը[134]: Դրական փոխազդեցություն առկա է նաև ֆոնդային շուկայի աճի և բնակչության գնողունակության աճի միջև, եթե բնակչության ակտիվների մի մասը ներդրված է երկարաժամկետ ֆինանսական գործիքներում:

Երկրորդ, IPO-ի շուկան ենթադրում է տնտեսության կառուցվածքային բարեփոխում: IPO-ի լայնածավալ իրականացումը նպաստում է տնտեսության իրական հատված կապիտալի ներգրավմանը, կառուցվածքային բարեփոխմանը վերամշակող և գիտատար ճյուղերի զարգացմանը[135]: IPO-ի ցանկացած շուկայի ճյուղային վերլուծու-

---

[133] Գևորգյան Վ., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի էությունը, նպատակը և գործառույթները, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա # 8(134) օգոստոս 2011,էջ 45:

[134] Панфилов В.С.,Шураков А.Г., Стуков А.С.,Анализ текущего состояния переспектив развития финансого сектор,Проблемы прогнозирования, 2005, #1.

[135] Потемкин А., Развитие рынка IPO –насущная потребность для, Рынок ценных бумаг, #7 (238), 2005.

թյունը վկայում են այնպիսի ճյուղեր, որոնք առաջնային են համարվում տվյալ երկրի համար:.Այդպիսով, IPO-ի շուկան արդյունավետության տեսակետից իդեալական գործիք է կառուցվածքային բարեփոխումների իրականացման համար[136]:

Երրորդ, IPO-ի շուկան ապահովում է տեղեկատվության տարածում: Այն հանդիսանում է տնտեսության վիճակի ինդիկատոր:

Տնտեսական կայուն աճի ժամանակ իրականացվում է տնային տնտեսությունների, ինստիտուցիոնալ ներդրողների հիմնական շերտերի կապիտալի հոսք՝ ավելի ցածր ռիսկայնությամբ և եկամտաբերությամբ գործիքներից ավելի բարձր ռիսկով և դրան համապատասխան բարձր եկամտաբերությամբ արժեթղթեր: Արդյունքում, IPO շուկան ձևավորվում է փոխկապված հետևյալ գործընթացը. տնտեսական աճ - շահութաբեր ընկերությունների բաժնետոմսերի գրավչության աճ - ֆոնդային շուկա կապիտալի ներհոսքի աճ - բաժնետոմսերի կուրսային արժեքի աճ-նոր ներդրումների ներգրավման պայմանների բարելավում (IPO-ի և լրացուցիչ տեղաբաշխումների միջոցով) + ներդրողների մոտ հարստության էֆեկտի գիտակցում (հետևաբար՝ նաև ամբողջական պահանջարկի աճ) - տնտեսական աճ[137]:

Չորրորդ, IPO-ի շուկայի հաջորդ գործառույթն ինֆլյացիայի զսպումն է: Կան տարբեր մոտեցումներ տնտեսությունում կատարվող ինֆլյացիոն գործընթացների վրա IPO-ի շուկայի ազդեցության տեսանկյունից: Տարածված է այնպիսի պնդում, որ եթե ազգային տնտեսության մեջ լինում է IPO-ների բում, և ընկերությունների հայտնվում են դրամական ազատ միջոցներ, դա հանգեցնում է ինֆլյացիայի աճի, քանի որ ընկերությունները ներդրումներ են իրականացնում, մեծացնում են ծախսերը, և այդ փողերը հոսում են տնտեսություն[138]:

Հինգերորդ, IPO-ի շուկան ապահովում է ֆոնդային շուկայի կապիտալացման բարձրացում,առևտրի ծավալների մեծացում և իրացվելի գործիքակազմի ընդլայնում:

---

[136] Панфилов В.С., Шураков А.Г., Стуков А.С., Инновационный тип экономического развития: возможности и ограничения финансирования, Проблемы прогнозирования, 2005, #3.

[137] Սարգսյան Ա., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը (IPO) և դրա կիրառման հնարավորությունները ՀՀ ֆինանսական շուկայում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա #2(140) փետրվար 2012, էջ 40:

[138] Գևորգյան Վ., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի էությունը, նպատակը և գործառույթները, ֆինանսներ և էկոնոմիկա # 8(134) օգոստոս 2011, էջ 46:

Տնտեսության կապիտալացումը բազմաբովանդակ հասկացություն է[139]:Իսկ տնտեսության կապիտալացումը նշանակում է սոցիալ-տնտեսական զարգացման ապահովման, ինովացիոն մոդելի ներդրման հիմնական գործիքներից մեկը:

Վեցերորդ, IPO-ի շուկան խթանում է նաև վենչուրային ֆինանսավորման զարգացումը: IPO-ի շուկայի զարգացումը փոխազդում է վենչուրային ֆինանսավորման զարգացմանը, որովհետև արդյունավետ միջոց է վենչուրային ներդրողի համար բիզնեսից դուրս գալու տեսանկյունից: IPO-ի շուկայի և վենչուրային ներդրումների միջև գոյություն ունի ուղիղ և սահմանափակ փոխազդեցություն: IPO-ն համարվում է ներդրումային ավարտվող ցիկլի վերջին փուլ, ինչը գոյություն ունի զարգացած երկրներում: Ընդ որում՝ վենչուրային կապիտալն ի վիճակի է գոյություն ունենալ և հաջող զարգանալ, եթե վենչուրային ներդրողը հնարավորություն ունի <<դուրս գալ>> ընկերությունների կապիտալում իր մասնակցությունից՝ ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկ իրականացնելու միջոցով[140]:

Թվարկված գործառույթները հայրենական շուկայում գտնվում են ցածր մակարդակում, գրեթե չեն գործում, որովհետև մի ընկերություն է իրականացրել IPO (Արցախ ՀԷԿ), ուստի՝ անհրաժեշտ է նոր ընկերություններ ներգրավել: Այդ պատճառով անհրաժեշտ է իրականացնել միջոցառումների համալիր, որի ձևավորման համար պետք է ուսումնասիրել շուկային յուրահատուկ խնդիրները, IPO-ների առավելությունները և թերությունները ու դրանց իրականացման հետ կապված ծախսերն ու եկամուտները:

Ամբողջ աշխարհի գործող ընկերություններում IPO-ները կապիտալի հիմնական աղբյուրներից են համարվում, և տալիս են հետագա զարգացման համար մեծ հնարավորություններ՝ IPO իրականացնելու ու բորսայում ցուցակվելու շնորհիվ, որոնց առավելությունները հետևյալն են.

- իրականացնելով IPO հնարավոր է կապիտալ ներգրավել՝ բիզնեսն ընդլայնելու և զարգացնելու համար,

[139] Барановски А.,Недокапитализированная экономика, Микроэкономика и бизнес, 2003, #42(467).

[140] Ronald J. Gilson, Bernard Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market?, Journal of Applied Corporate Finance, Winter 1999, pp. 36-48.

- բորսայական շուկայում բաժնետոմսերը շրջանառելի դարձնելն ընկերության հիմնադիրներին և բաժնետերերին թույլ են տալիս սեփականատերերի կազմից հեշտությամբ դուրս գալ, որովհետև բաժնետոմսերն դառնում են իրացվելի և ցանկացած պահին դրանք կարող առանց դժվարությամբ վաճառել,
- ի տարբերություն բանկային վարկերի՝ IPO-ի միջոցով ներգրավված ռեսուրսներն համեմատաբար էժան և արդյունավետ են, ընդ որում վերջինի դեպքում վճարամիջոցի մի տեսակ է շահութաբաժինը, որի վճարումը կատարվում է, երբ ընկերությունն ապահովում է բարձր շահույթ և որոշում է ընդունում շահութաբաժնի վճարման մասին, իսկ բանկային վարկի դեպքում վճարման ժամանակացույցը որոշում և առաջարկում է բանկը,
- բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխումը և բորսայում ցուցակումը նպաստում են ընկերության վարկանիշի բարձրացմանն ու ընկերության նկատմամբ ՋՏՄ-ների և հասարակության ուշադրության մեծացմանը,
- թողարկող ընկերությունը պատմություն է ստեղծում շուկայում. առաջին IPO-ն հաջողությամբ իրականացնելու դեպքում կապիտալի շուկայից ռեսուրսների հետագա ներգրավումը մատչելի է դառնում[141]:

Սակայն ընկերության բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխման դրական կողմերից բացի գոյություն ունեն նաև բացասական կողմեր, որոնք խոչընդոտում է զանգվածային օգտագործումը հայրենական ընկերություններում: IPO գործընթացը բավական աշխատատար է:

Թողարկողները թողարկման և առաջարկի հետ կապված իրականացնում են ծախսեր, որոնք են.

- ծախսեր՝ կապված բաժնետոմսերի տեղաբաշխման և կազմակերպման ծառայությունների հետ,
- ծախսեր՝ կապված բաժնետոմսերի տեղաբաշխման, տուրքերի և վճարների հետ, որոնք են <<Պետական տուրքի մասին>> ՀՀ օրենքով նախատեսված՝ բաժնետոմսերի ազդագրի պետական գրանցման ծախսերը:

[141] Սարգսյան Ա., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը (IPO) և դրա կիրառման հնարավորությունները ՀՀ ֆինանսական շուկայում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա #2(140)փետրվար 2012, էջ 41:

IPO-ի միջոցով դրամական ռեսուրսների ներգրավման ժամանակ ընկերությունը զարգացնելու նպատակով հնարավորություններ ունի ձեռք բերելու ակտիվներ, որը հնարավոր չէ ձեռք բերել ներքին ռեսուրսներով և որոնց ձեռքբերումը նպատակահարմար չէ իրականացնել վարկեր ներգրավելու միջոցով: Հայաստանի և Արցախի տնտեսություններում հրապարակային արժեթղթերի շուկան դեռ ցածր մակարդակում է, քանի որ հայկական ֆինանսական շուկայում գերակայում է բանկային վարկավորումը: Արդյունքում ընկերությունները մեծամասամբ գերադասում են օգտվել պարտքային շուկայից միայն վարկերով: Այսպիսով, ֆոնդային շուկան համարվում ենք որպես կապիտալի ներգրավման այլընտրանքային աղբյուր:

IPO-ն իրականացնում են ելնելով հետևյալ պատճառներից.

- պետական մասնաբաժնի հրապարակային մասնավորեցմամբ,
- բարձրացնել ընկերության ֆինանսական անկախության գործակիցը,
- հնարավորությունը ներգրավել ավելի ցածր տոկոսադրույքով վարկեր:

Ընդհանրապես IPO-ի շուկա հայտնվող թողարկողներից առանձնացնում ենք.

1. օրինակելի վարկային պատմություն ունեցող խոշոր ընկերություններին[142],
2. այն ընկերությունները, որոնք կողմնորոշված են ներքին սպառողներին,
3. ոչ մեծ ինովացիոն ընկերություններ[143]:

Հայաստանի և ԼՂՀ-ի տարածքում Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն եզակի ընկերությունն է, որ իրականացրեց IPO, « է[144]: Չնայած դասական մոտեցմամբ IPO չի համարվում, որովհետև իրականացվել է արտաբորսայական շուկայում: ԼՂՀ-ն մինչև IPO իրականացնելը համարվում էր «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի միակ հիմնադիրը և բաժնետերը: Ընկերությունում կանոնադրական կապիտալը կազմել է 5 մլրդ դրամ: IPO իրակացնելու ժամանակ առաջարկվեցին 3285 մլն դրամ ծավալ կազմող բաժնետոմսերը, որի անվանական արժեքը կազմել է 1000 դրամ, իսկ տեղաբաշխման գինը 1050 դրամ: Նախատեսված քանակից տեղաբաշխվեցին 26,2% բաժնետոմսեր,արդյունքում հավաքագրելով մոտ 1 մլրդ դրամ: Այն տեղի ունեցավ այնպիսի անբարենպաստ

[142] Սրանք լավ հնարավորություն ունեն IPO իրականացնելու արտասահմանյան շուկաներում դեպոզիտային ստացականների՝ ADR-ների տեսքով:

[143] Նման ընկերությունների համար IPO-ն հնարավոր է հեռանկարում՝ վենչուրային բիզնեսին պետական մակարդակով աջակցության ցուցաբերման դեպքում:

[144] «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ պաշտոնական կայք www.artsakhhpp.com/:

իրավիճակում, երբ դրամը կտրուկ արժեզրկվեց, որը պայմանավորված էր ՀՀ Կենտրոնական բանկը կողմից հայտարարված դրամի լողացող փոխարժեքին անցնելու քաղաքականությամբ [145]:

Աղյուսակ 15

<<ԱրցախՀԷԿ>> ԲԲԸ ամփոփ ֆինանսական ցուցանիշները[146]

Ցուցանիշի անվանումը	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Զուտ շահույթը մեկ բաժնետոմսի հաշվով(EPS)	25%	33.15%	67.68
Սեփական կապիտալի շահութաբերություն(ROE)	2,2%	3.02%	5.93%
Ակտիվների շահութաբերություն(ROA)	1,6%	2.24%	4.24%
Զուտ շահույթի մարժա(NPM)	22%	23.28%	25.79%
Կապիտալի համարժեքության գործակից	76%	72.33%	71.69%
Ֆինանսական կախվածության գործակից	31%	38.26%	39.50%
Բացարձակ իրացվելության գործակից	0,15	0.141	0.048
Ընթացիկ իրացվելության գործակից	0,20	1.91	2.76
Ընդհանուր իրացվելության գործակից	2,05	1.98	3.02
Դեբիտորական պարտքերի շրջանառելիության գործակից	2,95	2.83	3.23
Դեբիտորական պարտքերի շրջապտույտի տևողությունն օրերով	124	129.04	113.08
Պաշարների շրջանառելիության գործակից	12,2	15.14	8.73
Պաշարների շրջապտույտի տևողությունն օրերով	29,8	24.10	41.81
Կրեդիտորական պարտքերի շրջանառելիության գործակից	8,79	0.128	0.142
Կրեդիտորական պարտքերի շրջապտույտի տևողությունն օրերով	4152,2	2849.57	2575.43

IPO իրականացնող բոլոր ընկերությունները առնչվում են որոշակի հիմնախնդիրների հետ: Ընդհանրապես ֆոնդային շուկա մտնելու համար ընկերությունները պարտավոր են բավարարելու մի շարք պահանջներ՝ կայուն դիրքը շուկայում, ֆինանսավորման օպտիմալ կառուցվածքը, բարձր մակարդակի կառավարման և կազմակերպական

[145] nasdaqomx.am/zfiles/am/other/essay/essay_2010_Hasmik_Salnazaryan.doc

[146]Աղյուսակը կազմված է «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ պաշտոնական կայքում (www.artsakhhpp.com/) առկա տվյալների հիման վրա:

համակարգը, զարգացնելու ռազմավարությունը, իրականացնելու շահաբաժնային քաղաքականություն[147]:

Ներկայումս հայաստանյան և արցախյան ներդրողները գերադասում են իրենց խնայողությունները ներդնել արտարժույթում, անշարժ գույքում, պահել տանը, որի հետևանքով ՀՆԱ-ում բանկային ավանդների տեսակարար կշիռը ցածր է (2013թ. դրությամբ կազմել է 15,2%): Հասարակությունում բավականին ցածր է արժեթղթերում, մասնավորապես բաժնետոմսերում ներդրումներ կատարելու շահագրգռվածությունը: Այդ խնդիրներից առանձնացնում ենք հետևյալները՝

- կորպորատիվ կառավարման կուլտուրայի ցածր մակարդակը,
- ներդրված միջոցների օրենսդրորեն չապահովվածությունը,
- ընկերության գրավչությունը, վարկանիշավորման համակարգի բացակայությունը,
- ռեսուրսների անբավարարությունն ընկերությունում իրականացնելու ներդրումներ:

Ընկերություններում և կազմակերպություններում կորպորատիվ կառավարումն իրենից ներկայացնում է կառավարման վերահսկման մեխանիզմ՝ ներառելով ներդրողներին, կազմակերպության ղեկավարներին, վերահսկողներին ու շահառուներին, և նրանց հետ տեղի ունեցող փոխհարաբերությունները:

Կորպորատիվ կառավարման կիրառումը կազմակերպությունում հնարավորություն է ստեղծում արդյունավետորեն օգտագործել կապիտալը: Ֆինանսական հաշվետվությունների թափանցիկությունն ու տեղեկատվության ներկայացումը պարտադրում են ղեկավարությանը ժամանակին ներկայացնել ընկերության ներդրողներին և այլ շահառուներին, իսկ այն ձեռք է բերում վստահություն և, արդյունքում՝ օժանդակ միջոցների ներգրավում:

Կապիտալի համընդհանուր ծավալը IPO իրականացման ժամանակ ներքին շուկայում ձևավորման սկզբնական փուլում է: Մեր երկրում արժեթղթերի շուկան ձևավորման սկզբնական փուլում է, ինչպես գիտենք ԼՂՀ-ում միայն «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ- ին հաջողվեց իրականացնելու բաժնետոմսերի առաջին հրապարակային տեղաբաշխում:

«Արցախ ՀԷԿ»-ի ստեղծման ժամանակ 2007թ-ին խնդիր կար ներդրումներ ներգրավելու հարցում: Խոշոր ներդրողներ չկային, և որոշում ընդունվեց ներդրումներ

[147] Макаров Д.Ю., «Выход на IPO российских компаний с государственным участием» Москва 2009г. http://mirkin.ru

ներգրավել ընկերությունը բաց բաժնետիրական դարձնելու և բաժնետոմսեր թողարկելու միջոցով: Առաջին թողարկումը տեղի ունեցավ 2008-ին, որի ժամանակ ներդրվեց 800 մլն դրամ: Տեղաբաշխվեցին 862,074 քանակով բաժնետոմսեր, որի ձեռք բերողները տեղական և օտարերկրյա 1111 ներդրողներն են:

«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն երկրորդ անգամ թողարկեց բաժնետոմսեր՝ 1,400,000,000 ՀՀ դրամ անվանական քանակով: Ընկերությունը հաջողությամբ իրականացրեց տեղաբաշխումը՝ ներգրավվելով 1,554,000,000 ՀՀ դրամ ծավալի միջոցներ, որն ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում առանձնահատուկ դեպք է:

Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն իրականացրել է տեղաբաշխման երկու փուլ.

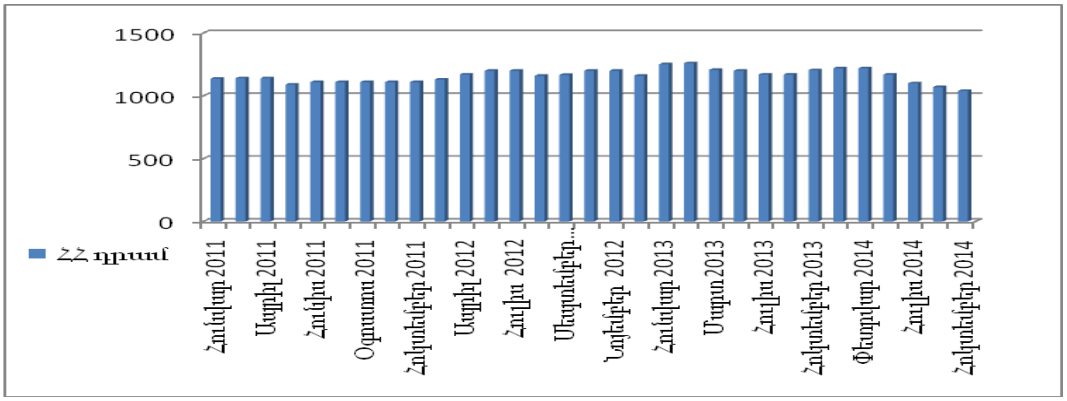
- առաջնահերթ իրավունք տալով գործող բաժնետերերին բաժնետոմսեր ձեռքբերելու,
- բաց բաժանորդագրությամբ:

Առաջնահերթ իրավունքն իրականացման ժամանակ տեղաբաշխվեցին ընդամենը 114,492,060 ՀՀ դրամ ծավալով և 103,146 քանակով բաժնետոմս, որը կազմում է նախապատվության իրավունքով վաճառքի ներկայացված բաժնետոմսերի մոտ 51%-ը: Նշված իրավունքից հիմնականում օգտվեցին ընկերության հիսուն բաժնետեր: Բաց բաժանորդագրության ժամանակ, որն տեղի է ունեցել դեկտեմբերի 2-ից մինչև 22-ը մասնակցեցին ընդամենը 122 ներդրողներ: Արդյունքում ձեռք բերեցին 1,439,507,940 ՀՀ դրամ ծավալով և 1,296,854 քանակով բաժնետոմս: Տեղաբաշխումը կազմակերպող «ԱՐՄՍՎԻՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ-ը այս իրողությունը համարեց բարեհաջող՝ հիմնվելով ներդրողների ակտիվության, ինչպես նաև բաժնետոմսերի նկատմամբ ունեցած պահանջարկին:

Թողարկված բաժնետոմսերի ամբողջ ծավալը տեղաբաշխվել է: 2011-ից ֆոնդային բորսայում ցուցակվում են ընկերության կողմից թողարկված լրացուցիչ տեղաբաշխված թվով 1.400.000 բաժնետոմսերը: 2010թ «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի եկամուտները կազմեցին 1.636.000.000 ՀՀ դրամ, 2009թ մակարդակից 61,6% ավելի: Այս ընթացքում զուտ շահույթը աճել է գրեթե 72%-ով: 2011թ.-ի դեկտեմբեր ամսում «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ը իրականացրեց հասարակ անվանական բաժնետոմսերի իր երրորդ թողարկումն, որը նույնպես ցուցակվեցին ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերի

երկրորդային (B) ցուցակում:

Ընկերությունն ունեցել է բավական իրացվելի երկրորդային շուկա, իսկ ըստ ընկերության կապիտալացման՝ այն ընդգրկվել է բաժնետոմսեր թողարկողների առաջատար հնգյակի մեջ ու նպաստել կապիտալացման աճին, և չնայած ճգնաժամի բացասական ազդեցության հետևանքով շուկայի ընդհանուր կապիտալացման աճը բավական փոքր է (2009թ. միջին կապիտալացումը կազմել է 52,542,089,910, իսկ 2010-ին՝ 52,984,585,501, փաստորեն՝ 2009թ. նկատմամբ 2010-ին շուկայի կապիտալացումն աճել է 0.84%-ով), այնուամենայնիվ դրական տեղաշարժեր նկատվում են:



Գծապատկեր 25. «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ բաժնետոմսերի միջին կշռված գները 2011-2014թթ[148]

2012թ. նոյեմբերի 28-ին պարտատոմսերի ազդագիրը գրանցվել է, որի համաձայն ընկերությունը տեղաբաշխման է ներկայացնում թվով 600 հատ անվանական արժեկտրոնային պարտատոմսեր, յուրաքանչյուրը 10.000 ԱՄՆ դոլարին համարժեք:

Դեկտեմբերի 15-ին տեղի ունեցավ Տնօրենների Խորհրդի նիստ, որտեղ որոշում ընդունվեց տեղաբաշխվող 600 հատ, 10.000 ԱՄՆ դոլար համարժեքով ոչ փաստաթղթային անվանական արժեկտրոնային պարտատոմսերի տեղաբաշխումն երկարաձգել մինչև 2013թ. հունվարի 16-ը:

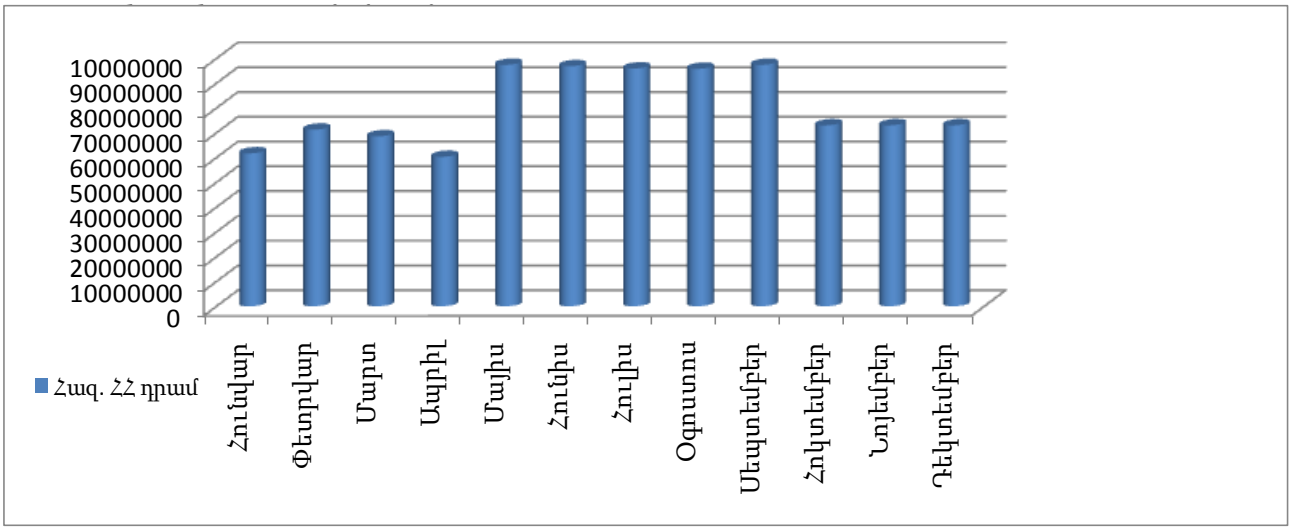
2013թ. հունվարի 16-ին ավարտվեց «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ան թողարկած պարտատոմսերը տեղաբաշխելու գործընթացը: Ընդամենը տեղաբաշխվեցին 600 հատ պարտատոմս, յուրաքանչյուրը 10.000 USD համարժեքով: Տեղաբաշխվեցին ծավալով 6.000.000 ԱՄՆհամարժեքով պարտատոմս:

[148] «ԱրցախՀԷԿ» ԲԲԸ պաշտոնականկայք www.artsakhhpp.com/:

«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ան կողմից թողարկված առաջին կորպորատիվ պարտատոմսերը ցուցակվեցին ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա ֆոնդային բորսայում: Թողարկողի անվանական արժեկտրոնային պարտատոմսերն ընդգրկվել են Bbond ցուցակում: Ընկերության պարտատոմսերի այս թողարկումը ներառում է 10 000ԱՄՆ դոլարով, երեք տարի մարման ժամկետով և 10% տարեկան եկամտաբերությամբ 600 արժեկտրոնային պարտատոմս: Որպես վերջինի հետևանք ընկերությունն ունեցել է բավական իրացվելի երկրորդային շուկա, իսկ ըստ ընկերության կապիտալացման՝ այն ընդգրկվել է բաժնետոմսեր թողարկողների առաջատար հնգյակի մեջ ու նպաստել կապիտալացման աճին:

IPO-ների զարգացումը ֆոնդային շուկայի համար ապահովում է՝

- իրացվելի գործիքների ոլորտների ընդլայնում,
- երկրորդային շուկայի ակտիվացում,



Գծապատկեր 26. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի ընդհանուր շուկայական կապիտալացման շարժընթացը 2014թ.[149]:

Այսպիսով՝ ՀՀ և ԼՂՀ IPO-ների շուկայի ակտիվացման և կապիտալի շուկայի զարգացումը պահանջում է հարթել շուկայում առկա վերոնշյալ խնդիրները, որոնց համար միջոցառումներ պետք է ձեռնարկվեն ընկերությունների և պետական մարմինների կողմից.

[149] «ԱրցախՀԷԿ» ԲԲԸ պաշտոնական կայք՝ www.artsakhhpp.com/:

- համապատասխան պայմաններ ստեղծել նախնական հրապարակային առաջարկ իրականացնող ընկերությունների համար և աջակցման՝ խթանման աշխատանքներ պետական մարմինների կողմից,
- բանկերում, խոշոր կազմակերպություններում կորպորատիվ կառավարում իրականացնելու համար կանոնների ներդրման վերաբերյալ օրենսդրական պարտադիր պահանջի կիրառում,
- կենսաթոշակային և ներդրումային հիմնադրամների վերաբերյալ օրենսդրական և բարեփոխումների պարտադիր իրականացում,
- օտարերկրյա ներդրողների համար ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ստեղծում,
- ՀՀ և ԼՂՀ ներդրումային դաշտը բարելավման նպատակով անցկացնել համաժողովներ, տեղեկատվական և գովազդային միջոցառումներ ինտերնետային կայքերով, հեռուստատեսությամբ և տեղեկատվական կայքերով և այլ միջոցներով:

ՀՀ և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման ու զարգացման համար պետք է մշակել նոր ռազմավարություն, որի նպատակն է բացահայտելու նախնական հրապարակային առաջարկ իրականացնող և բորսա ցուցակված նոր ընկերություններին, այդ թվում բարելավելու բորսայական ու դեպոզիտարիային աշխատանքները, կիրառվող գործընթացները, ենթակառուցվածքն ու տեխնոլոգիաները: Կառավարությունը և կենտրոնական բանկը միասին համագործակցելով IPO-ի գծով նպատակաուղղված մի շարք ծրագրեր իրականացնել շուկան զարգացնելու համար:

ՀՀ-ի և ԼՂՀ-ի համար առաջնահերթ մարտահրավերը համարվում է որպեսզի շուկայում գործեն խելացի ու փորձառու մասնագետներ, որոնք բացի բորսայից ու դեպոզիտարիայից, կարող են աշխատել բանկային ոլորտում , բրոքերային ու դիլերային ընկերություններում:

Անհրաժեշտ է համագործակցումը շահառուների միջև, այդ թվում կառավարության, միջազգային կազմակերպության, որովհետև այս բոլորի համագործակցության մասին պետք է իրազեկված լինեն հասարակությունը: Շատ կարևոր է լրատվամիջոցների օգնությամբ բացատրել կապիտալի շուկա

հասկացության դերն ու նշանակությունը: Մարդկանց անհրաժեշտ է հասկացնել համակարգի գործման մասին: Անհրաժեշտություն կա ստեղծել վստահության մթնոլորտ, ներկայացնել որ շուկայական հաստատությունները վստահորեն ու արդար են գործում: Ձեռնարկատիրությունը պետք է հիմնվի վստահության վրա, որը ձեռք ես բերում որոշակի ժամանակում և այն իրենից ներկայացնում է ամենակարևորագույն ակտիվը: Արժեթղթերի շուկայի կևոր պայմանը վստահություն է և այն պետք է սփռել ողջ շուկայական կառույցվածքների վրա:

Կան օրենքներ, որոնք չեն նպաստում արժեթղթերի շուկայի կայացմանն ու զարգացմանը և կառավարությունն ու կենտրոնական բանկը այդպիսի օրենքներում պետք է շտկելու համար բավականին աշխատանքներ իրականացնեն:Կայացած և վստահելի արժեթղթերի շուկա ունենալ ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում կխթանի օտարերկրյա ներդրումները Արցախում: Արդի պայմաններում կապիտալի ներհոսքն իրականացվում է օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ձևով՝ անմիջականորեն ընկերություններին տնօրինելու և մասնակցելու կառավարման գործընթացին: Ներկայումս արտասահմանյան պոտենցիալ ներդրողները կարող են ներդրումներ կատարել նաև արժեթղթերի շուկայում: Այսինքն շուկան մասնակցության հնարավորություն կընձեռնի ցանկացած ներդրողներ համար, ինչպիսին են ներդրումային ու կենսաթոշակային հիմնադրամները, անհատ ներդրողները, ովքեր ուզում են բորսայում արժեթղթեր գնել: NASDAQ OMX-ի նման ընկերության հանդեպ ունեցած վստահությամբ նրանք կարող են վստահելով ներդրումներ իրականացնել այդ ընկերություններում, որովհետև ընկերությունները համապատասխանում են բորսա ցուցակվելու համար NASDAQ OMX-ի կողմից սահմանված պահանջներին:

Արժեթղթերի շուկայի գործունեությունն ամենից առաջ կախված է օրինակելի օրենսդրությունից, օրենքների վերահսկողությունից ու տնտեսական բարենպաստ միջավայրից: Նշված նախադրյալների իրականացումը ցանկացած երկրում ապահովում է զարգացած արժեթղթերի շուկա:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացումը կախված է նաև ակտիվ և բավականին գիտակ բրոքերային ընկերություններից: Եվ ինչքան մեծ քանակով ընկերություններ ներգրավեն,այնքան շուկայում կապահովեն գործող բրոքերային ընկերության աշխատանքի որակը, և ինչքան մեծ թվով մասնակիցներ լինեն, այնքան շուկան

աշխույժ կլինեն: Արդյունքում էլ ինչքան ակտիվ լինեն բրոքերների գործունեությունը, այնքան կաշխուժանան բաժնետոմսերի թողարկողումը, դրանք գնորդներն ու վաճառողները:

Այս միջոցառումները պետք է իրականացվեն շարունակական և փոխլրացման սկզբունքով:Ինչպես նշեցինք, տնտեսության զարգացումն անհնար է առանց հապատասխան ներդրումների: Արդի իրավիճակում ԼՂՀ-ում զարգացած տնտեսություն ունենալու համար ներդրումներ իրականացնելու կարևորագույն ֆինանսավորման արտաքին աղբյուրներից մեկն էլ արժեթղթեր թողարկելու ճանապարհով ֆինանսական միջոցներ ներգրավելն է: Այսպես՝ արդյունաբերական զարգացած երկրներում ընկերությունները միջոցների 60%-ը ներգրավում են ֆոնդային շուկայում բաժնետոմսեր և պարտատոմսեր թողարկելու եղանակով և միայն 40%-ը փոխառու այլ միջոցներով[150]:

Հաշվի առնելով ԼՂՀ տնտեսությունում արդյունաբերության դերը, կարող ենք ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկան զարգացնելու համար հիմք ընդունելով արդյունաբերությունն, ուսումնասիրել ենք արդյունաբերական կազմակեր-պությունների կողմից արժեթղթերի հնարավոր թողարկումն ու տեղաբաշխումը: ԼՂՀ արդյունաբերական արտադրանքն ունի հետևյալ կառուցվածքը:

Աղյուսակ 16

ԼՂՀ արդյունաբերական արտադրանքի կառուցվածքն ըստ տնտեսական գործունեության տեսակների բաժինների 2009-2014թթ[151].

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ամբողջ արդյունաբերությունը	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100
Հանքագործական արդյունաբերություն	41.6	45.7	40.4	26.4	25.7	27.9
Մշակող արդյունաբերություն	36.2	33.1	37.8	46.6	43.2	39.4
Էլեկտրաէներգիայի, գազի, ջրի արտադրություն և բաշխում	22.2	21.2	21.8	27.0	31.1	32.7

Ինչպես վկայում են աղյուսակի տվյալները, վերջին երկու տարիներին առաջատար տեղը զբաղեցրել է մշակող արդյունաբերությունը 2013թ՝ 43,2%, 2014թ՝ 39.4%, իսկ հան-

150 Маковецкий М.Ю., Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития. М.:. АНКИЛ, 2003. с.142.

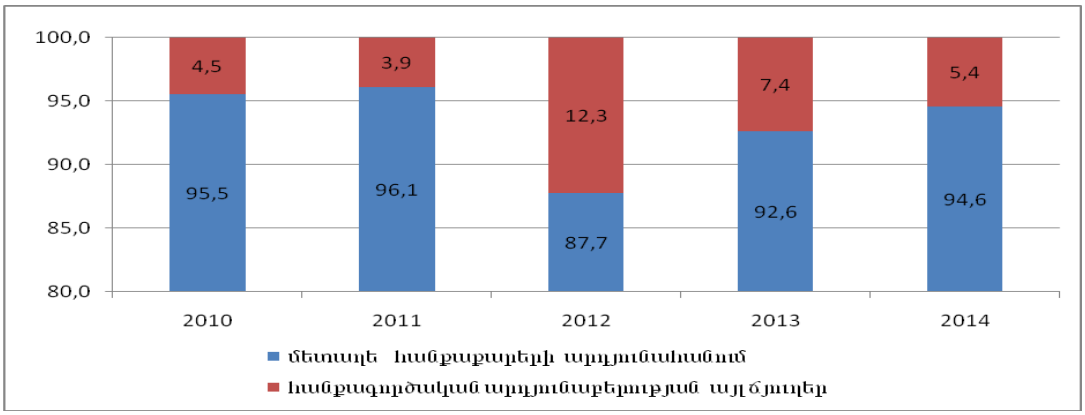
151 ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքէջ՝stat-nkr.am, «ԼՂՀ վիճակագրական տարեգիրք 2007-2014» վիճակագրական ժողովածու, ԼՂՀ ԱՎԾ, 2015:

քագործական և էլեկտրաէներգիայի, գազի, ջրի արտադրության և բաշխման բաժինները համապատասխանաբար կազմել են 25,7% 27.9% և 31,1%,32.7% (տես աղյուսակ 16):

ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպությունների թիվը 2014թ. հասնում է 139: ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպությունների թվի աճման հետ միասին աճում է նաև արտադրանքի ծավալը, արդյունաբերական կազմակերպությունների հիմնական արտադրական միջոցները:

Արդյունաբերության մեջ այդպիսի աճը կախված է միայն մշակող արդյունաբերության ցուցանիշների աճով: Տվյալները վկայում են (տես աղյուսակ 20), 2014թ. մշակող արդյունաբերության մեջ մեծ մաս են կազմում սննդամթերքի (ներառյալ խմիչքը) արտադրությունը՝ 67.1%, այլ ոչ մետաղական հանքային արտադրատեսակների արտադրությունը՝ 8.2%, բնափայտի մշակում և փայտե արտադրատեսակների արտադրությունը՝ 5.6%, կաշվի, կաշվե արտադրատեսակների և կոշկեղենի արտադրությունը՝ 3.1%, կահույքի և ուրիշ խմբավորումներում չներառված այլ արտադրատեսակների արտադրությունը՝ 4.2%, պատրաստի մետաղե արտադրատեսակների արտադրություն, բժշկական սարքավորանքի, չափիչ և օպտիկական սարքերի և ժամացույցների արտադրություն և այլ ճյուղեր, որոնք ապահովում են աճ և զարգացման միտում:

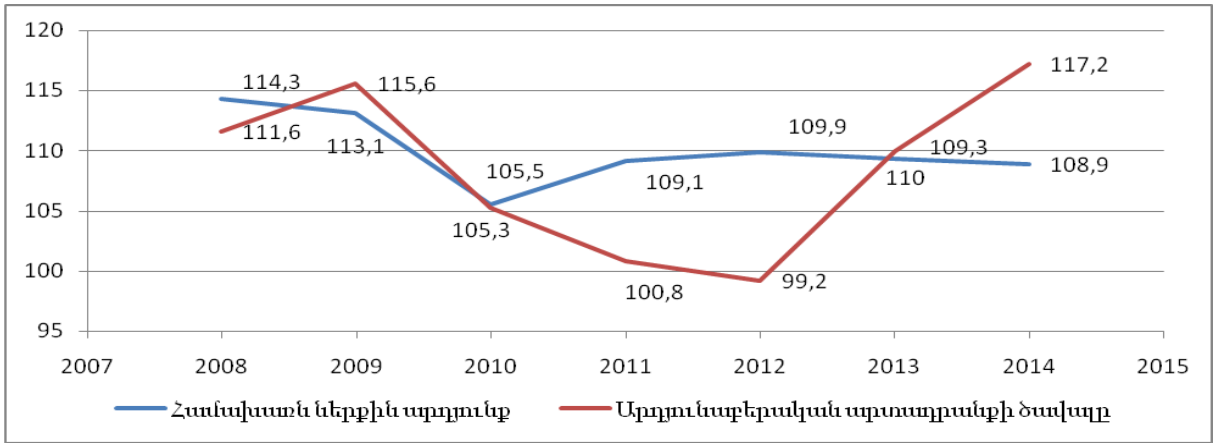
Հավելված 1-ից մշակող արդյունաբերության մեջ մեծ մաս են կազմում սննդամթերքի (ներառյալ խմիչքը) 11782.1մլն դրամ արտադրությամբ, այլ ոչ մետաղական հանքային արտադրատեսակների արտադրություն 1690.0մլն դրամ, բնափայտի մշակում և փայտե արտադրատեսակների արտադրություն 1154.2մլն դրամ, կաշվի, կաշվե արտադրատեսակների և կոշկեղենի արտադրություն 633.4մլն դրամ, կահույքի և ուրիշ խմբավորումներում չներառված այլ արտադրատեսակների արտադրություն 853.6մլն դրամ, պատրաստի մետաղե արտադրատեսակների արտադրություն, բժշկական սարքավորանքի, չափիչ և օպտիկական սարքերի և ժամացույցների արտադրություն և այլ ճյուղեր, որոնք ապահովում են աճ և զարգացման միտում:



Գծապատկեր 27. Հանքագործական արդյունաբերության կառուցվածքը 2010-2014թթ[152]

Հանքագործական արդյունաբերությունում զգալի բաժին կազմում է մետաղական հանքաքարերի արդյունահանումը, որը 2014թ-ին կազմել է 94,6%:

ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպությունների թիվը 2014թ. հասնում է 154-ի:



Գծապատկեր 28. ՀՆԱ-ի և արդյունաբերական արտադրանքի փոփոխությունը ԼՂՀ-ում 2008-2014թթ.[153]

Ինչպես վկայում են գծապատկերի տվյալները, արդյունաբերական արտադրանքի ծավալը 2009թ-ից մինչև 2012թ ընկած ժամանակաշրջանում նվազել է: Նույն տարիներին անկում է նկատվել նաև տնտեսության մյուս ոլորտներում, ինչն ակնհայտորեն երևան է գալիս ՀՆԱ-ի փոփոխություններում: Նույն ժամանակաշրջանում ՀՆԱ-ում գրանցվել է անկում: Միայն դրանից հետո սկսեց արագ աճել արդյունաբերական արտադրանքը, ինչն էլ դրական ազդեցություն թողեց ՀՆԱ-ի աճի վրա՝ 105,5%-ից հասնելով 108.9%-ի:

[152] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ stat-nkr.am:
[153] ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ stat-nkr.am:

ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպությունների կողմից IPO-ի իրականացնելու նպատակահարմարությունը և հնարավորությունները պարզելու համար նախ ուսումնասիրենք դրանց ֆինանսական ցուցանիշները:

Աղյուսակ17

ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսատնտեսական արդյունքները 2013-2014թթ.[154]

	2013թ.	2014թ.
Արդյունաբերական կազմակերպությունների թիվը	139	143
Արդյունաբերական արտադրանքի ծավալը, մլն ՀՀ դրամ	44339,4	52046.8
Հիմնական արտադրական միջոցները (տարեվերջին, սկզբնական արժեքով մլրդ. ՀՀ դրամ)	59446,5	68324.2
Վիճակագրական դիտարկման դաշտում ընդգրկված՝ հանրապետության խոշոր և միջին առեւտրային կազմակերպությունների քանակն ըստ տնտեսության առանձին ոլորտների	741	787
Արտադրանքի (ապրանքների, ծառայությունների) իրացումից ստացված շահույթ (վնաս (-) մլն ՀՀ դրամ)	20370,1	19441.3
Զուտ շահույթ (վնաս)՝ նախքան շահութահարկի գծով ծախսի նվազեցումը (մլն ՀՀ դրամ)	13449,0	2287.5
Զուտ շահույթ (վնաս)՝ շահութահարկի գծով ծախսի նվազեցումից հետո (մլն ՀՀ դրամ)	11860,8	792.1
Ընթացիկ իրացվելիության գործակից (%)	127,1	121.9
Սեփական շրջանառու միջոցներով ապահովվածության գործակից (%)	41,8	34.3
Ինքնավարության գործակից (%)	42,1	32.0
Արտադրանքի շահութաբերություն (%)	17,2	15.2
Ակտիվների շահութաբերություն (%)	5,4	2.1

Ընկերությունների գործունեության արդյունավետությունը բնութագրող ֆինանսական ցուցանիշների դինամիկան ուսումնասիրելիս հանքագործական եւ մշակող արդյունաբերություններում բարձր աճի միտում է նկատվում: Մասնավորապես ընթացիկ իրացվելիության գործակիցը գրեթե միշտ նորմայի սահմաններում է եղել: Միջազգային չափորոշիչներով ցուցանիշի մակարդակը անհրաժեշտ է որպեսզի լինի 1ից-2-ի սահմաններում[155]: Ընթացիկ իրացվելիության գործակիցը վկայում է, որ

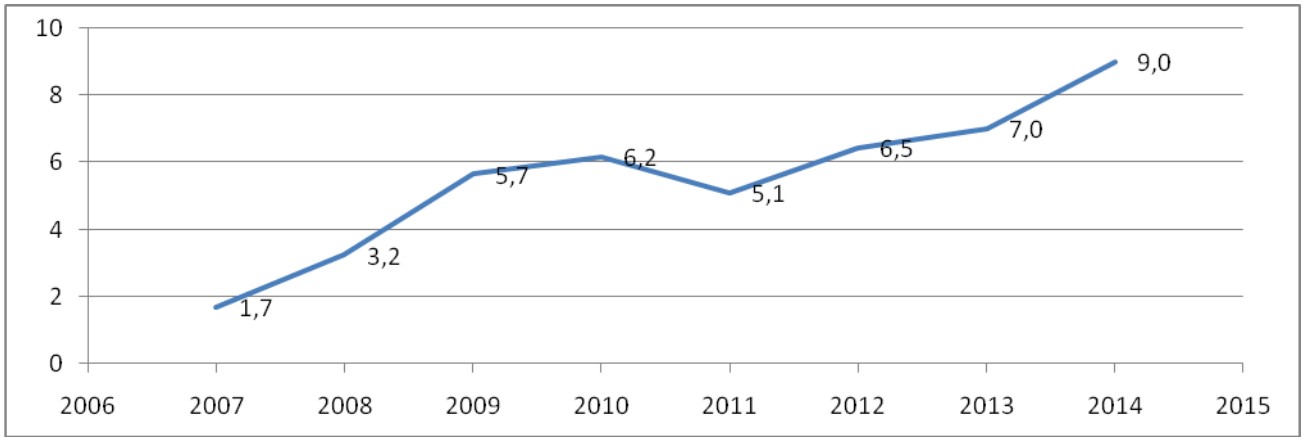
[154] «Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության ֆինանսների վիճակագրությունը, 2014» վիճակագրական ժողովածու, ԼՂՀ ԱՎԾ

[155] Финансовый менеджмент: теория и практика, Учебник, Под ред. Е.С. Стоянновой, 6-ое изд., М.: Перспектива, 2008, с. 62-63.

ընկերությունների վճարունակության մակարդակը բարձր է: Միաժամանակ սեփական շրջանառու միջոցներով ապահովվածության գործակիցը ուսումնասիրելիս ցույց է տալիս, որ արդյունաբերությունում այն նույնպես գտնվում է նորմալ մակարդակում: Ներդրողների տեսանկյունից դրական ցուցանիշ է տվյալ կազմակերպությունում ներդրումներ իրականացնելու համար:

Այսպես, արդյունաբերական կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների ուսումնասիրությունից եզրակացնում ենք, որ ֆինանսական միջոցներ ներգրավել արժեթղթերի շուկայից: Ունենալով բավարար ներուժ և ֆինանսական դրական ցուցանիշներ՝ արդյունաբերական կազմակերպությունները դրականորեն կընդունվեն շուկայի կողմից և կկարողանան ներգրավել դրամական զգալի միջոցներ:

Այնուհետև ուսումնասիրելով ԼՂՀ արդյունաբերական ընկերությունների ֆինանսավորման աղբյուրների կազմում բանկային վարկի դերը տարեցտարի աճում է (տես գծապատկեր 29-ը): Եթե 2011թ.-ի տարեվերջին արդյունաբերությանը տրամադրվել է 5,11մլրդ ՀՀ դրամի միջոցներ, ապա 2014-ին տարեվերջին այս ցուցանիշը կազմել է 9.0մլրդ ՀՀ դրամ:

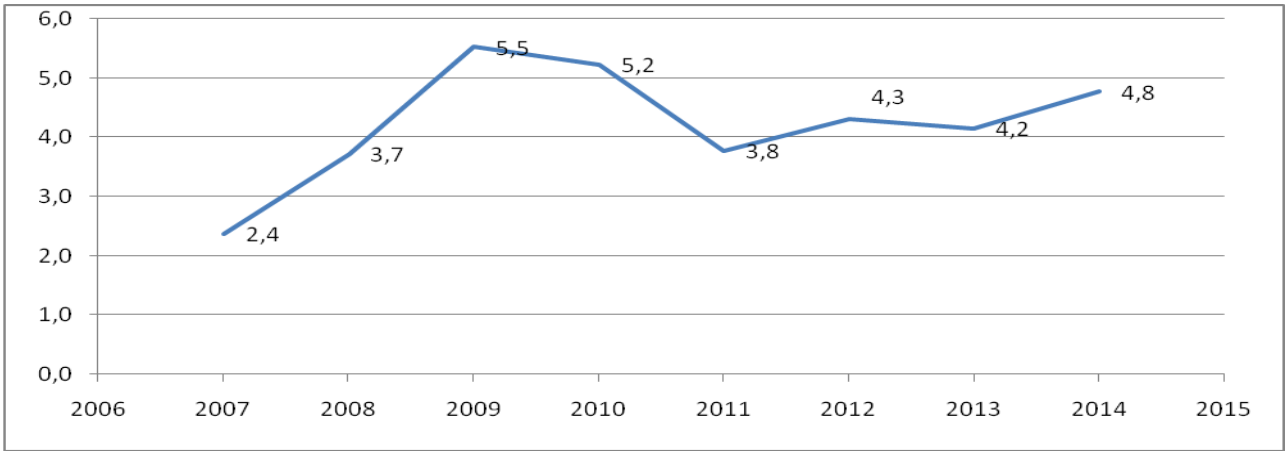


Գծապատկեր 29. ԼՂՀ առևտրային բանկերի վարկային ներդրումները արդյունաբերությունում, մլրդ. դրամ[156]

Արդյունաբերությանը տրամադրված վարկերի ծավալը ՀՆԱ-ում տարիներ շարունակ մեծ բաժին է կազմում՝ 2014-ից ամեն տարի շուրջ 18-20%: Այսինքն՝ արդյունաբերական կազմակերպությունները և ֆինանսական միջոցների պահանջ

[156] «ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը հունվար-դեկտեմբերին» տեղեկատվական եռամսյակային վիճակագրական զեկույց, 2007-2014թթ., ԼՂՀ ԱՎԾ, 2015:

ունեն, և վարկունակ են դրանք ներգրավելու համար, այսինքն միջոցներ ներգրավել արժեթղթերի թողարկմամբ: Նաև համեմատելով տնտեսության մյուս ոլորտներին տրամադրված վարկերի ծավալը նկատում ենք, որ տնտեսությանն ըստ ոլորտների տրամադրած վարկերի ընդհանուր ծավալում ամենամեծ տեսակարար կշիռը առևտրից հետո զբաղեցնում է արդյունաբերությունը:



Գծապատկեր 30. ԼՂՀ –ում արդյունաբերությանը տրամադրված վարկերի ծավալը (%-ով ՀՆԱ-ի նկատմամբ)[157]

ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների ուսումնասիրությունից եզրակացնում ենք, որ բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի թողարկմամբ հնարավոր է արժեթղթերի շուկայից ներգրավել դրամական միջոցներ: Ունենալով մեծ ներուժ և ֆինանսական դրական ցուցանիշներ՝ արդյունաբերական կազմակերպությունները դրականորեն կընդունվեն շուկայի կողմից և կկարողանան ներգրավել դրամական միջոցներ:

Վերոհիշյալ ուսումնասիրված ցուցանիշները վկայում են, որ ԼՂՀ-ում կան համապատասխան նախադրյալներ իրականացնելու արժեթղթերի թողարկում: Եթե 7.0 մլրդ ՀՀ դրամ դրամական միջոցների ձեռքբերումն իրականացվի ոչ թե վարկերի միջոցով, այլ կորպորատիվ պարտատոմսերի IPO թողարկմամբ, ապա դա հիմք կհանդիսանա ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման ու զարգացման համար: Ինչպես նշեցինք 2014թ արդյունաբերությունը վարկ է ստացել 9,0 մլրդ դրամ գումարի չափով:

[157] «ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը հունվար-դեկտեմբերին» տեղեկատվական եռամսյակային զեկույց, 2008-2014թթ, ԼՂՀ ԱՎԾ, 2015:

IPO կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումն ի համեմատ վարկերի ունի մի շարք առավելությունները, այն, որ շուկայում պարտատոմսերը ունեն համեմատաբար ցածր տոկոսադրույքներ, արժեթղթերի շուկայից կարելի է ներգրավել շատ ավելի մեծ քանակի միջոցներ և ունեն փոխառության ավելի երկար ժամկետ:

Այսպիսով՝ Լեռնային Ղարաբաղի տնտեսության ֆինանսավորման համար որպես այլընտրանքային աղբյուր կարելի է օգտագործել արժեթղթերի շուկան:

Հաջորդ ոլորտը որտեղ կարող են իրականացնել նախնական հրապարակային տեղաբաշխում, ԼՂՀ Ներդրումային հիմնադրամն է: Ծրագրիը նպատակ ունի՝ փոքր և միջին ձեռնակատիրությամբ սուբյեկտներին տալ ֆինանսական և ներդրումային հնարավորություններ, նորարարական և արտաքին տնտեսական գործունեության ընդլայնում, տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաներ, բիզնես ենթակառուցվածքների ծառայություններից օգտվելու, գործարարությամբ զբաղվելու հնարավորությունների ընդլայնումը[158]:

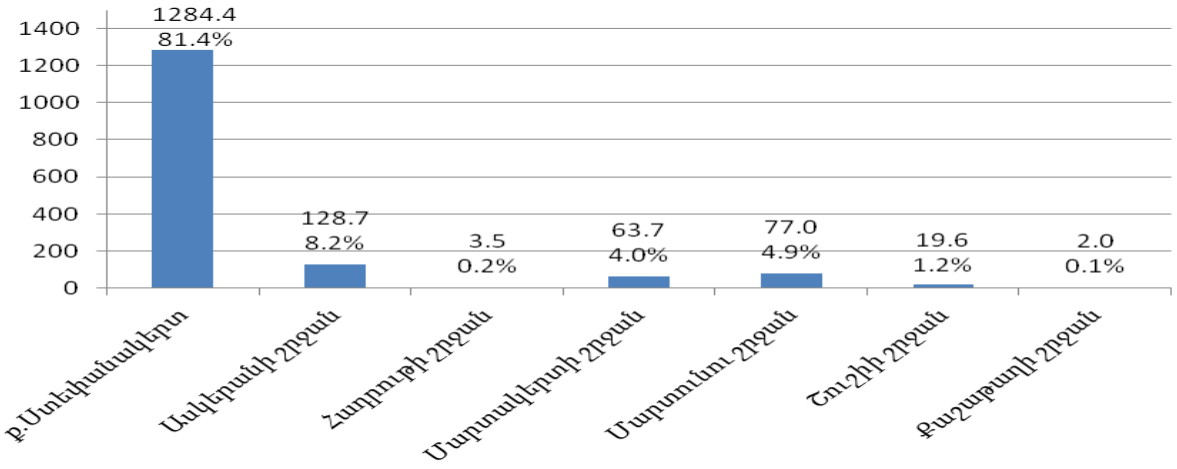
Փոքր և միջին ձեռնակատիրությամբ սուբյեկտներին հատկացված վարկերի տարեկան տոկոսադրույքների մասնակի սուբսիդավորման ծրագիրը շարունակվեց նաև 2014 թվականին, համաձայն որի, Հիմնադրամի հետ համագործակցության պայմանագիր կնքած առևտրային բանկերը իրենց միջոցներով և ռիսկով տնտեսավարող սուբյեկտներին տրամադրում են վարկեր, իսկ Հիմնադրամը սուբսիդավորում է այդ վարկերի տարեկան փաստացի տոկոսադրույքի և ՓՄՁ սուբյեկտի կողմից սեփական միջոցների հաշվին վճարվող 8 տոկոսային կետի տարբերության հաշվարկմամբ՝ բարձրացնելով վարկերի մատչելիությունը[159]:

2014 թվականի ընթացքում հիմնադրամը տրամադրել է 117 երաշխավորագիր՝ ընդհանուրը 2.63 մլրդ դրամ գումարով: Հիմնադրամի գործակալ բանկերի հետ 85 տնտեսավարող սուբյեկտներ ստորագրել են վարկային պայմանագրեր՝ 1.4մլրդ դրամի և 0.4մլն ԱՄՆ դոլարի,ընդամենը՝ 1.6 մլրդ դրամ գումարի չափով[160]

[158] Արցախի ներդրումային հիմնադրամի հաշվետվություն 2014թ. Գործունեության, www.aif.am.:
[159] Արցախի ներդրումային հիմնադրամի հաշվետվություն 2014թ. գործունեության, www.aif.am.:
[160] Տես նույն տեղը

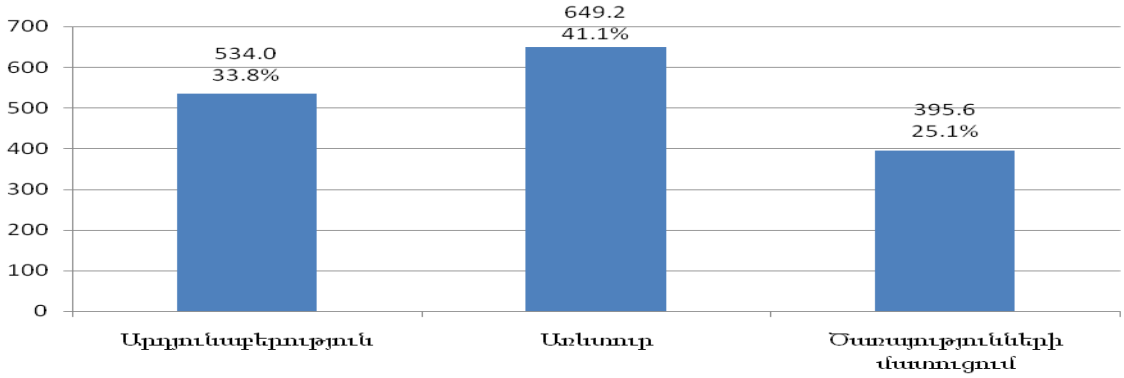
Գործարկման յոթ տարիների ընթացքում ՓՄՁ սուբյեկտներին գործակալ բանկերի կողմից շուրջ 12.0 մլրդ դրամ և 21.2մլն.դոլարի տրամադրված վարկերի ամենամեծ տեսակարար կշիռը ընկնում է <<Արցախ բանկ>> ՓԲԸ-ին:

2014թ. տրամադրված վարկերի ծավալը ըստ ԼՂՀ–ի շրջանների ներկայացված են հետևյալ գծապատկերում.



Գծապատկեր 31. ԼՂՀ-ում տրամադրված վարկերի ծավալն ըստ շրջանների 2014թ.[161]

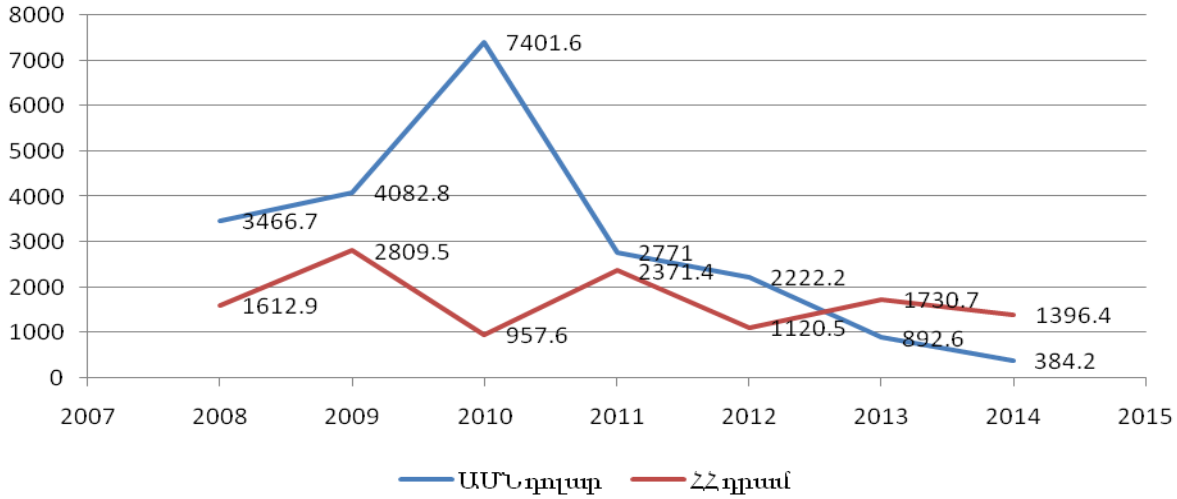
Հաշվետու ժամանակաշրջանում ծրագրի շրջանակներում առևտրային բանկերի կողմից ՓՄՁ սուբյեկտներին տրամադրված վարկերի ծավալն ըստ սուբյեկտների գործունեության ոլորտների ներկայացված է գծապատկերում.



Գծապատկեր 32. ԼՂՀ-ում 2014թ. ծրագրի շրջանակներում տրամադրված վարկերն՝ ըստ ոլորտների (մլն դրամ)[162]

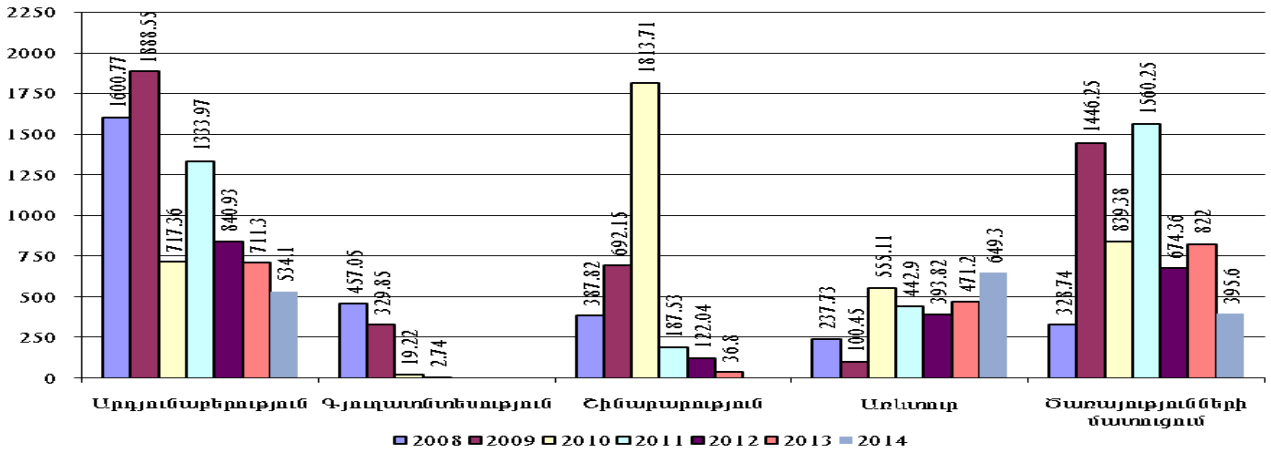
[162] Արցախի ներդրումային հիմնադրամի հաշվետվություն 2014թ. գործունեության, www.aif.am.:

Գործարկման յոթ տարիների ընթացքում Հիմնադրամի գործընկեր բանկերի կողմից թվով 686 ՓՄՁ սուբյեկտների տրամադրվել է շուրջ 12մլրդ դրամ և 21.2մլն.դոլար վարկ:



գումարները /մլն դրամ, հազ. դոլար/

2008-2014թթ. ծրագրի շրջանակներում տրամադրված վարկերն ըստ ոլորտների (մլն դրամ) 2014 թվականին Հիմնադրամը ՓՄՁ սուբյեկտներին տրամադրված առևտրային վարկերի տարեկան տոկոսադրույքների սուբսիդավորման համար ծախսել է 562.5 մլն դրամ:



Գծապատկեր 34. Ըստ ոլորտների ծրագրի շրջանակներում տրամադրված վարկերի շարժընթացը 2008-2014թթ[163]

[163] Արցախի ներդրումային հիմնադրամի հաշվետվություն 2014թ. գործունեության, www.aif.am.:

Իսկ հաշվետու ժամանակաշրջանում ծրագրի շրջանակներում ԼՂՀ քաղաքացիներին տրամադրված հիփոթեքային վարկերի տարեկան տոկոսադրույքների մասնակի սուբսիդավորմանն ուղղված գումարները կազմել են 534.4 դրամ:

Ընկերության գործունեության բնույթը այնպիսին է, որ այն հնարավորություն ունի իրականացնել նաև բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխում:

Բաժնետոմսերի (փայերի) հրապարակային տեղաբաշխում[164]

Ծառայության անվանումը	Միավորը	Սակագինը
Բաժնետոմսերի (փայերի) հրապարակային տեղաբաշխում	տեղաբաշխվող բաժնետոմսերի (փայերի) ընդհանուր անվանական արժեք	մինչև 1 000 000 000 « դրամը / 0,05%
		1 000 000 000 « դրամից ավել/ 500 000ՀՀ դրամ

Պարտատոմսերի հրապարակային տեղաբաշխում[165]

Ծառայության անվանումը	Միավորը	Սակագինը
Պարտատոմսերի	տեղաբաշխվող պարտատոմսերի ընդհանուր անվանական արժեք	մինչև 4 000 000 000 ՀՀ դրամը / 0,005%
հրապարակային տեղաբաշխում		4 000 000 000 դրամից ավել/ 200 000 ՀՀ դրամ

Ենթադրենք՝ կազմակերպությունը ցանկանում է ներգրավել 820.6 մլն ՀՀ դրամ ծավալով միջոցներ, որպեսզի թողարկի 8206 պարտատոմս 100000ՀՀ դրամ անվանական արժեքով: Հրապարակային տեղաբաշխման ծախսերը կկազմեն 410300ՀՀ դրամ: Տեղաբաշխման արդյունքում ձևավորված տարեկան միջին կշռված եկամտաբերությունը 8.8408% է, իսկ սահմանային եկամտաբերությունը՝ 9.3%: Ամսական միջին եկամտաբերությունը կկազմի 0.775%: Հետևաբար զուտ տոկոսի մարումը ամսական կկազմի 6359650ՀՀ դրամ, իսկ տարեկանը՝ 76315800ՀՀ դրամ:

Իսկ եթե կազմակերպությունը 820.6մլն ՀՀ դրամը ձեռք բերի բանկից վարկի տեսքով, ապա այդ միջոցների ներգրավման դեպքում, բացի տարեկան տոկոսային ծախսերից, զուտ տոկոսի մարումը կկազմի 118166400ՀՀ դրամ: Ընդ որում վարկը ձեռք է բերվել 12% տոկոսադրույքով, որի 6%-ը սուբսիդավորում է ներդրումային հիմնադրամը: Արդյունքում ստացվում է, որ հիմնադրամի կողմից տարեկան զուտ տոկոսի մարումը

[164] Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա,Սակագների մասին կանոններ, Երեւան 2009:
[165] Տես, նույն տեղում:

կկազմի 59083200ՀՀ դրամ: Հաշվարկներից պարզ է դառնում, որ IPO-ի դեպքում ներդրումային հիմնադրամը կխնայի 22156200ՀՀ դրամ:

Աղյուսակ 18

Հաշվարկային աղյուսակ

IPO		Տարբերություն	Բանկ	
Պարտատոմսերի տեսակը	անվանական արժեկտրոնային պարտատոմս			
Թողարկված ընդհանուր ծավալը, արժույթը	820,600,000 (ութ հարյուր քսան միլիոն վեց հարյուր հազար) ՀՀ դրամ		Վարկերի ընդհանուր ծավալը, արժույթը	820,600,000 (ութ հարյուր քսան միլիոն վեց հարյուր հազար) ՀՀ դրամ
Անվանական արժեքը, արժույթը	100,000 (հարյուր հազար) ՀՀ դրամ			
Քանակը	8206		Քանակը	301
Տեղաբաշխման ձևը	IPO ծախսեր 410,300 ՀՀ դրամ			
Տեղաբաշխված պարտա-տոմսերի միջին կշռված եկամտաբերությունը	8.8408 %		Եկամտաբե-րությունը	12%
Սահմանային (կտրման) եկամտաբերությունը	9.3 %	22156200	Սահմանային (կտրման) եկամտա-բերությունը	6%+(6 % Պետության կողմից սուբսիդավորում)
Ամսական միջին եկամտա-բերությունը	0.775 %			
Զուտ % մարումը ամսական..	6,359,650 ՀՀ դրամ		Զուտ % մարումը ամսական..	9,847,200 ՀՀ դրամ
Զուտ % մարումը տարեկան	76,315,800 ՀՀ դրամ	3.3 % 17,232,600	Զուտ % մարումը տարեկան	118 ,166 , 400 ՀՀ դրամ (որից 59083200ՀՀ դրամը սուբսիդավորում է պետությունը)

Համաշխարհային փորձից հետևում է որ ամենամեծ առավելությունը, որ հնարավոր է ձեռք բերեն նման ընկերությունները, ինչպես արդեն նշեցի, դա մուտքն է էժան փոխառու միջոցների շուկա: Սակայն դրանով թողարկող ընկերությունների հնարավորությունները և առավելությունները չեն սահմանափակվում: Մոտ ապագայում այդ ընկերությունները բավարար թափանցիկություն և պարտավորությունների կատարման պարտաճանաչություն ցուցաբերելու պարագայում հնարավորություն կունենան իրականացնել բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկ (IPO), ինչն արդեն ընկերության զարգացման լիովին նոր մակարդակ է:

Բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկը կարող է խթան հանդիսանալ ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար: IPO-ի միջոցով տեղաբաշխելը ընկերությանը ապահովում է լրացուցիչ դրամական միջոցներով, երաշխավորում շահույթների աճ և տեղափոխում մրցակցությունը շուկայում մեկ այլ հարթության:

2014թ. Արցախի ներդրումային հիմնադրամի կողմից <<Բեյս Մեթըլս>> ՓԲԸ-ին տրամադրվել է 58.0 մլն դոլարի, <<Գոլդ Սթար>> ՓԲԸ-ին՝ 2.5մլն դոլարի չափով փոխառություններ[166]: Եթե <<Բեյս Մեթըլս>> և <<Գոլդ Սթար>> ՓԲԸ-երը վերակազմավորվեն ԲԲԸ-երի և ֆոնդային բորսաներում բաժնետոմսերի ազատ բաժանորդագրություն իրականացնեն, ապա կունենան մոտ 60 մլն դոլարի շուկայական կապիտալացում:

Աղյուսակ19

<<Բեյս Մեթըլս>> ՓԲԸ-ի ամփոփ ֆինանսական ցուցանիշները

Ցուցանիշի անվանումը	31.12.2013	31.12.2014
Սեփական կապիտալի շահութաբերություն(ROE)	4.3	-14.5
Ակտիվների շահութաբերություն(ROA)	2.4	-5.2
Զուտ շահույթի մարժա(NPM)	7.7	-3.6
Կապիտալի համարժեքության գործակից	51.8	26.0
Ֆինանսական կախվածության գործակից	93.2	3.8անգ.
Բացարձակ իրացվելության գործակից	0.7	0.3
Ընթացիկ իրացվելության գործակից	1	2
Ընդհանուր իրացվելության գործակից	0.9	0.7
Դեբիտորական պարտքերի շրջանառելիության գործակից	24.3	120.0
Դեբիտորական պարտքերի շրջապտույտի տևողությունն օրերով	15.0	3.0
Պաշարների շրջանառելիության գործակից	1.5	1.5
Պաշարների շրջապտույտի տևողությունն օրերով	243	248

Այդպիսի ընկերությունների կողմից IPO-ի իրականացումը հիմքեր կստեղծեն ԼՂՀ –ում արժեթղթերի շուկայի կայացման համար: Այն հնարավորություն է տալիս ապահովելու արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում, ՀՆԱ հարաբերակցության մեկ այլ մակարդակ,

[166] Արցախի ներդրումային հիմնադրամի հաշվետվություն 2014թ. Գործունեության, www.aif.am.:

որտեղ ՝ ընկերությունները պարտքային շուկայից կտեղաշարժվեն դեպի կապիտալի շուկա:

Համաշխարհային պրակտիկայում IPO-ները վաղուց հանդիսանում են ընկերությունների համար կապիտալի հիմնական աղբյուրը, որովհետև արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխում իրականացնելն ու ֆոնդային բորսայում ցուցակվելն ընկերության համար բազմաթիվ առավելություններ է ենթադրում:

Այսպես.

- ընկերությունը IPO-իրականացնելով կարողանում է կապիտալ ներգրավել՝ բիզնեսը ընդլայնելու նպատակով, ընդ որում այս եղանակով ստացված միջոցները սովորաբար բանկային վարկերից ավելի արդյունավետ են,
- բորսայում բաժնետոմսերի շրջանառելիության բարձրացումը հնարավորություն կտա, որ ընկերության հիմնադիրներն ու բաժնետերերը հեշտությամբ կարողանան հեռանալ սեփականատերերի կազմից, որովհետև բաժնետոմսերը դառնում են արագ իրացվելի և ցանկացած պահին արագ վաճառվել շուկայում,
- բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխելն ու բորսայում ցուցակվելը բարձրացնում են ընկերության վարկանիշն ու ընկերության նկատմամբ հանրության հետաքրքրվածությունը,
- թողարկող ընկերութան կողմից հաջողությամբ իրականացրած առաջին IPO-ն հնարավորություն է ընձեռում բորսայական շուկայում ունենալ բարձր հեղինակություն , որն էլ մատչելի կդարձնեն ապագում կապիտալի շուկայից դրամական ռեսուրսներ ներգրավել:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Ատենախոսությունում ներկայացված նպատակների և խնդիրների շրջանակներում կատարված հետազոտությունները հիմք են տալիս կատարել հետևյալ եզրակացությունները.

1. Արդի պայմաններում ԼՂՀ-ում առկա նախադրյալներն իրական հիմք են հանդիսանում արժեթղթերի շուկայի կայացմանն, որտեղ գլխավորը աստիճանաբար փուլային կազմակերպական մոտեցումն է արժեթղթերի շուկայի առանձին տարրերի ձևավորմանը: Բացի այդ, շուկան պետք է ձևավորվի բնականոն, կազմակերպությունների և բնակչության պահանջների միջոցով, շուկայական տնտեսության շրջանակներում և ոչ թե ֆինանսների նախարարության և ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից պարտադրվող պայմանների և կառուցվածքի ճանապարհով: Այդ հիմնարկները պետք է ապահովեն բարենպաստ պայմաններ ինչպես շուկայական տնտեսության, այնպես էլ արժեթղթերի շուկայի կայացման համար, իրականացնեն վերահսկողություն և կարգավորում համաշխարհային պրակտիկայում գործող չափանիշներին համապատասխան:

2. Արժեթղթերի շուկայի գործառույթների ուսումնասիրությունը կարևոր դեր ունի արժեթղթերի շուկայի գործողության ճիշտ կազմակերպման, դրա արդյունավետության գնահատման և կառավարման գործում: Արժեթղթերի շուկա ստեղծման ընդհանուր օրինաչափության հասկացությունը՝ որպես գործառույթների գործունեության համալիր ամբողջություն, մեր կարծիքով ենթադրում է երեք կարևոր մոտեցումներ, որոնք համարվում են.

- շուկայի զարգացման չափանիշներին համապատասխան, ինչպես նաև ապահովել դրանց կիրառման օբյեկտիվ պայմանները,
- գնահատել արժեթղթերի շուկայի գործառույթների դրսևորման ձևերը, փոխկապակցությանն ու փոխազդեցությունը,
- հաշվի առնելով միջազգային փորձը՝ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների դասակարգումը միկրո և մակրո մակարդակներով:

Արդյունքում հանգել ենք այն կարևոր մտքին, որ արժեթղթերի շուկայի հիմնական նշանակությունը տնտեսությունում ներդրումների հոսքի ապահովումն է, հետևաբար՝

տնտեսական աճի կամ ընդլայնված վերարտադրության հիմքերի ստեղծումը:

3. Ներկայումս ԼՂՀ ֆինանսական ոլորտում առավել հրատապ նշանակություն ունեցող խնդիրներից մեկը կարելի է առանձնացնել երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավումը, որին հասնելու իրական ուղիներն են. արժեթղթերի շուկան կարգավորելու և վերահսկելու համակարգի հստակեցումը և կատարելագործումը, այդ թվում շուկայի ենթակառուցվածքային համակարգի կատարելագործմանն ուղղված միջոցառումների մշակումն ու իրականացումը, շուկայական գործիքակազմի համալրումը, կորպորատիվ կառավարման արդյունավետությունն ապահովող միջոցառումների կիրառումը և մասնավորեցման ձևերի ու մեթոդների բարելավում:

4. ԼՂՀ-ում ներկայումս, որպես արժեթղթերի շուկայի կայացման իրական և արդյունավետ ուղի, պետք քննարկել պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման պարտատոմսային համակարգի ներդրումը, ինչն արդեն 20 տարի է ներդրվել և արդյունավետ գործում է ՀՀ-ում: Նշված համակարգի ներդրման համար ԼՂՀ-ում առկա են բոլոր նախադրյալները, բացի այդ պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումը կխթանի նաև տնտեսությունում արժեթղթերի շուկայի կայացմանը, ինչպես նաեւ կապահովի ֆինանսական շուկայի գործիքների միջոցով պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորմանը:

5. ՀՀ և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկան ընդլայնելու և զարգացնելու նպատակով պետք է մշակել նոր ռազմավարություն, որի նպատակն է IPO-ների կազմակերպումը և բորսայում նոր ընկերությունների ցուցակումը, ինչպես նաև բորսայի և դեպոզիտարիայի աշխատանքների, կիրառվող գործընթացների, ենթակառուցվածքի ու տեխնոլոգիաների բարելավումը, կառավարության և կենտրոնական բանկի հետ համագործակցումը՝ նպատակաուղղված IPO-ի շուկան զարգացնելու համար տարբեր ծրագրերի իրականացմանը:

6. Հաշվի առնելով ԼՂՀ տնտեսության զարգացման մեջ արդյունաբերության դերը, և այն հանգամանքը, որ ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման հիմքը կարող է և պետք է լինի արդյունաբերությունը, ատենախոսությունում արդյունաբերական կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների իրականացված ուսումնասիրությունը հիմնավորում է, գործնականում այդ

կազմակերպություններն ի զորու են ֆինանսական միջոցներ ներգրավել արժեթղթերի շուկայից: Միաժամանակ, ունենալով բավարար ներուժ և ֆինանսական դրական ցուցանիշներ՝ արդյունաբերական կազմակերպությունները դրականորեն կընդունվեն շուկայի կողմից, կկարողանան իրականացնել հրապարակային առաջարկներներ և և ձևավորել ներդրողների համապատասխան զանգված:

7. Ներքին IPO-ի շուկայի ստեղծման և զարգացման նպատակով, ՀՀ և ԼՂՀ IPO-ների շուկայի զարգացման ներկա փուլում կապիտալացման աճը պետք է գերազանցապես պայմանավորված լինի նոր ընկերություններ ֆոնդային շուկա դուրս բերելով:

Եթե <<Բեյս Մեթըլս>> և <<Գոլդ Սթար>> ՓԲԸ-երը վերակազմավորվեն ԲԲԸ-ների և ֆոնդային բորսաներում բաժնետոմսերի բաց բաժանորդագրություն իրականացնեն, ապա տեղի կունենա մոտ 60 մլն դոլարի շուկայական կապիտալացում: Այդպիսի ընկերությունների կողմից IPO-ի իրականացումը հիմքեր կստեղծեն ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար: Այն նաև հնարավորություն կտա ապահովել արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում, ՀՆԱ հարաբերակցության մի նոր մակարդակ՝ ընկերություններին պարտքային շուկայի զարգացումից տեղաշարժելով դեպի կապիտալի շուկա:

8. Հարցումների միջոցով հետազոտությունները թույլ են տվել բացահայտել շուկայի զարգացման վրա դրանց ազդեցության քանակական գնահատականները, մասնավորապես. բնակչության եկամուտների մակարդակը՝ 62.2%, ֆինանսական գրագիտության պակասը և տեղեկատվության ասիմետրիան՝ 25.0%, ներդրողների իրավունքների պաշտպանվածությունը՝ 24,7%, պետական ոչ պատշաճ աջակցությունը՝ 28.1%, և կատարել հետևյալ եզրահանգումները, որ արժեթղթերի շուկայի կայացման ժամանակ պետք է իրականացնել.

- բարձրացնել բնակչության ֆինանսական ոլորտի վերաբերյալ գրագիտությունը,
- ավելացնել ԲԲԸ-ների քանակը,
- վերացնել արժեթղթերի շուկան խոչընդոտող գործոնները,
- բարձրացնել հասարակության տեղեկացվածության գործում ԶԼՄ-ների դերը,

- հասարակության ուշադրությունը հրավիրել կորպորատիվ կառավարման սկզբունքներին:

9. Արդի պայմաններում ՀՀ-ում և ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկան կարգավորող օրենսդրական դաշտն անհրաժեշտ է կատարելագործել ու ընդունել մի շարք օրենքներ: Օրինակ, օրենք արժեթղթերի շուկայի ներդրողների շահերի պաշտպանության վերաբերյալ, օրենքներ ֆոնդային բորսայի, արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքների ու ենթակառույցների վերաբերյալ և այլն:

10. ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկան զարգացման ներկա փուլում առկա են բազմաթիվ գործոններ, որոնք կարևորվում են դրա հետագա զարգացման տեսանկյունից: Առավել հրատապ նշանակություն ունեցողներից կարելի է առանձնացնել հետևյալները.

- երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավումը,
- արժեթղթերի շուկայի կարգավորման եւ վերահսկման համակարգի հստակեցումը և կատարելագործումը,
- շուկայական ենթակառուցվածքային համակարգի կատարելագործմանն ուղղված միջոցառումների մշակումն ու իրականացումը,
- շուկայի գործիքակազմի համալրումը,
- կորպորատիվ կառավարման ներդրումն ու դրա արդյունավետությունն ապահովող միջոցառումների կիրառումը:

Նշված հիմնախնդիրների լուծումն, անկասկած, կնպաստի ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման ռազմավարության ապահովմանը, համաշխարհային տնտեսությանը ԼՂՀ ինտեգրմանը, շուկայի որակական հատկանիշների բարձրացմանը, շուկայական մեխանիզմների միջոցով ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ վերաբաշխմանը և այդ հիմքի վրա երկրում կայուն աճի ապահովմանը, ներքին և արտաքին ներդրողների համար վստահություն ներշնչող ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ստեղծմանը:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգիրք, <<ՀՀ պաշտոնական տեղեկագիր>> 1998թ.թիվ6:
2. ՀՀ օրենքը <<Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին>> ՀՕ-82, 06.07.2000, ՀՀ ՊՏ 01.08.2000:
3. ՀՀ օրենքը <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> ՀՕ-195-Ն, 11.10.2007,ՀՀ ՊՏ 31.10.07 (փոփոխություններով եւ լրացումներով առ 01.07.2012):
4. ՀՀ օրենքը <<Արժեթղթերի շուկայի մասին>> (ընդունված ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից 11.10.2007):
5. ՀՀ օրենքը <<Բաժնետիրական ընկերությունների մասին>> (ընդունված ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից 2001 թվականի սեպտեմբերի 25-ին):
6. ԼՂՀ օրենք <<Պետական գույքի մասնավորեցման մասին>> (ընդունված ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից 29.06.1998):
7. ՀՀ օրենքը «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» Օրինագիծն ընդունված է ՀՀ Գերագույն խորհրդի կողմից «20» հուլիսի 1993 թ. Հ.Ն-0910-1:
8. ՀՀ օրենքը «Արժեթղթերի շրջանառության մասին», «ՀՀ կենտրոնական բանկի տեղեկագիր»,#1,1994, էջ 46-61:
9. ՀՀ օրենքը <<Արժեթղթերի շուկայում իրականացվող գործունեության լիցենզավորման կարգը>> (ընդունված ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից 07.01.1998թ):
10. Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա, Սակագների մասին կանոններ, Երևան 2009:
11. <<ԼՂՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014 թվականի հունվար-դեկտեմբերին>> տեղեկատվական եռամսյակային զեկույց, ԼՂՀ ԱՎԾ, 2015:
12. ԼՂՀ կառավարության 2007 թվականի նոյեմբերի 1-ին N484 որոշումը:
13. ԼՂՀ կառավարության 2007թ հոկտեմբերի 29-ի թիվ 451 որոշումը:
14. ԼՂՀ կառավարության 2008թ. մայիսի 13-ին N 360 որոշումը:
15. ՀՀ կառավարությունն օգոստոսի 18-ի նիստում ընդունեց Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետությանը բյուջետային վարկ տրամադրելու մասին որոշումը:
16. Հավելված Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության կառավարության 2013

թվականի սեպտեմբերի 25 -ի N 652- Ն որոշման Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության 2014 - 2016 թթ Պետական Միջնաժամկետ Ծախսերի Ծրագիր:

17. Հաշվետվություն Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության Ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության կողմից 2014 թվականի կատարված աշխատանքների մասին, Ստեփանակերտ, 2015, 30 էջ:
18. Հայաստան ազգային մրցունակության զեկույց 2008, «Տնտեսություն և արժեքներ» հետազոտական կենտրոն, Երևան,2008, 120 էջ:
19. Հայաստանի ազգային մրցունակության զեկույցը 2013-2014թթ. «Աճի հրամայականը և խոչընդոտները», Ի-Վի Քոնսալթինգ, «Տնտեսություն և արժեքներ» հետազոտական կենտրոն, 2014, 114 էջ:
20. Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական արդի հիմնախնդիրները գիտական հոդվածների ժողովածու-4, «Դանամա»Երևան 2005, 598 էջ:
21. Արժեթղթերի շուկա: Ուս. ձեռնարկ./Խմբ. Ա.Բ. Սալնազարյան.- Եր.:<<Զանգակ-97>>, 2009, 336 էջ:
22. Ասատրյան Բ., Բանկային գործ,-Եր: Սարվարդ Հրատ. 2004.- էջ 720:
23. Բագրատյան Ա., Բալաբանյան Ա., Բանկային գործ: Եր., Նաիրի, 2003, 308 էջ:
24. Բայադյան Ա. Հ., Ֆինանսական բացատրական բառարան. Եր.Աստղիկ, 2004, 334էջ:
25. Բաղդասարյան Ա.Մ., Արժեթղթերի շուկայի զարգացման և կարգավորման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում: Եր.: Նաիրի, 2010թ., 268 էջ:
26. Գևորգյան Վ., Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի էությունը, նպատակը և գործառույթները, ֆինանսներ և էկոնոմիկա # 8(134) օգոստոս, 2011, էջ 44-46:
27. Դավթյան Տ., Արժեթղթերով գործառնություններ, Ֆինանսաբանկային քոլեջ, Երևան, 2003, 146էջ:
28. Մարկոսյան Ա., Տնտեսագիտություն բոլորի համար: Երևան, 2001, էջ 212:
29. Մկրտչյան Ս., Եվրոպական ֆոնդային բորսաներում բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի շուկայի մերօրյա միտումները և Հայաստանի Հանրապետությունում դրանց զարգացման հեռանկարները, ֆինանսներ և էկոնոմիկա,#1-2

(173-174) 2015, էջ33-34:

30. ՆիկողոսյանԿ., Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի ներդրումային հիմնախնդիրները և դրանց լուծման հեռանկարները, Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա , #1-2 հունվար-փետրվար 2010, էջ90-95:
31. Խալաթյան Ն. Արժեթղթերի շուկայի ձևավորումը Հայաստանի Հանրապետությունում,Ֆինանսներ և էկոնոմիկա #10-11սեպտեմբեր-հոկտեմբեր 2004, էջ 75-81:
32. Հայրիյան Ե., ԼՂՀ տնտեսության զարգացման հիմնախնդիրները, ֆինանսներ և էկոնոմիկա, #4 (164) 2013, էջ 35-38:
33. Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթները և արդյունավետությունը (ՀՀ օրինակով), Տնտ. գիտ. դոկտ.ատեն. սեղմ.,Եր.2003, 38 էջ:
34. Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը.,Եր.: Մակմիլան-Արմենիա, 2002, 320 էջ:
35. Սալնազարյան Ա.Բ., Ֆինանսական շուկան և դրա զարգացման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում Բանբեր ԵՊՏՀ <<Տնտեսագետ>> հրատ., Եր., 2004 (1) էջ 67:
36. Սալնազարյան Ա.Բ., Բաժնետոմսերի նախնական հանրային առաջարկի անհրաժեշտությունն ու ներդրման հնարավորությունները ՀՀ-ում, <<Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության զարգացման արդի հիմնախնդրիները>>, միջբուհական գիտաժողովի նյութեր, Եր., Տնտեսագետ, 2008. էջ 65:
37. Սարգսյան Ա.,Պետական արժեթղթերի շուկայի կազմակերպման սկզբունքներն ու առանձնահատկությունները, Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, #7-8(121-122), հուլիս - օգոստոս 2010, էջ 82-85:
38. Սարգսյան Ա., Բաժնետոմսերի հախնական հրապարակային առաջարկը (IPO) և դրա կիրառման հնարավորությունները ՀՀ ֆինանսական շուկայում, Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, #2(140),փետրվար 2012,էջ 38-41:
39. Թորոսյան Ա., Կենսաթոշակային համակարգի ֆինանսական կայունության

գործոնները և նրանց առանձնահատկությունները ՀՀ-ում, ֆինանսներ և էկոնոմիկա # 5(155) մայիս 2013, էջ 63-67:

40. Ֆահրադյան Կ., Արժեթղթերի շուկան ժամանակակից շուկայական տնտեսական համակարգում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա #1-2 հունվար-փետրվար, 2010,էջ96-98
41. Ֆահրադյան Կ., Արժեթղթերի շուկայի գործողությունը և ազդեցությունը շուկայական տնտեսության վրա, Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, #1-2, հունվար-փետրվար 2010, էջ 98-101:
42. Ֆինանսական շուկաներ և ծառայություններին, «Ամբերդ» մատենաշար, Երևան: «Տնտեսագետ» հրատարակչություն 2014, 112 էջ:
43. Алексеев М.Ю.Рынок ценных бумаг.- М.: Финансы и статистика, 1992.- 352 с.
44. Боровкова В.А.,Боровкова В.А.,Рыноа ценных бумаг,2-е изд, Питер 2008, 400 с.
45. Балабанов В.С. Рынок ценных бумаг, -М.-1994. 62 с.
46. Бердинкова Т. Б., Рынок ценных бумаг и бижевое дело, М.,1995, 208 с.
47. Барановски А., Недокапитализированная экономика, Микроэкономика и бизнес, 2003, #42(467), 467 с.
48. Балакирев Н.Н.,Давиденко Л.П.,Процедура проведения IPO в России,учеб.пособия Москва, Санкт Петербург 2013, 65 с.
49. Галанова В.А Рынок ценных бумаг, М:ИНФРА-М, 2007,379 с.
50. Рынок ценных бумаг,Под ред. Галанова В.А., Басова А.И.,Москва: Финансы и статистика, 1998, 349 с.
51. Рынок ценных бумаг, Под ред. Галанова В.А,Басова А.И., 2-е изд.,М.: Финансы и статистика, 2004, 448 с.
52. Рынок ценных бумаг, Учебник, Под ред. Галанова В.А, Басова А.И., 2-ое издание, Москва: Финансы и статистика, 2006, 448 с.
53. Гулькин П.Г., Теребынькина Т.А.,Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO СПб.: Аналитический центр Альпари СПб., 2002. с.17.
54. Евстигнеев В.Р.,Финансовый рынок в переходной экономике: Инвестиц. стратегии.

Структур. орг. Перспективы междунар. интеграции. Москва: 2000, 238 с.

55. Едронова В.Н., Новожилова Т.Н., Рынок ценных бумаг: учеб.пособие М.:Магистр,2007, 684 с.
56. Ценные бумаги: Учебник: Под ред. Колестникова В.И., Торкановского В.С., Финансы и Статистика, 1998. 73 с.
57. Ценные бумаги, Учебник, Под ред. В.И. Колиесникова, В.С. Торкановского, 802-е издание, Москва: Финансы и статистика, 2001, 447 с.
58. Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистическиь странах: Москва, 2002, 316 с.
59. Криничанский К.В. Фондовый рынок и экономическое развитие: каналы взаимосвязи/ Современный финансовый рынок Российской Федерации. – Пермь: Изд-во Пермского ун-та, Изд. дом «Пресстайм», 2007, 337 с.
60. Лякин А.Н., Лапинскас А.А., Рынок ценных бумаг, Поиск 2001, 159 ст.
61. Лялин В. А., Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Лялин, П. В. Воробьев. - 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Проспект, *2014*. - 398 с. 8.
62. Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П. Рынок государственных ценных бумаг: Учеб. пособие / Под ред. Е.Ф. Жукова. – М.: Банки и биржи, 1998. – 511 с.
63. Макаров Д.Ю., «Выход на IPO российских компаний с государственным участием» Москва 2009г. http://mirkin.ru
64. Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебное пособие для вузов // Пер. с англ. Аспект Пресс, (1999), 820 с.
65. Маковецкий М.Ю., Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функационирования, современное состояние, перспективы развития: М.:АНКИЛ,2003, 312 с.
66. Миркин Я., Миркин В., Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам, Свыше 10000 терминов, М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. 424 с.
67. Николаева И.П.. Рынок ценных бумаг: Учебник для бакалавров, Дашков и К

2015г ,256с.

68. Первичное размещение акций, Путеводитель по рынку профессиональных услуг (Серия путеводителей - справочников“Проверено. Коммерсантъ”), М. Альбина Паблишер, 2003, 232 с.
69. Панфилов В.С.,Шураков А.Г., Стуков А.С.,Анализ текущего состояния переспектив развития финансого сектор, журнал Проблемы прогнозирования,2005,#1
70. Панфилов В.С., Шураков А.Г., Стуков А.С., Инновационный тип экономического развития: возможности и ограничения финансирования, журнал Проблемы прогнозирования, 2005, #3
71. Потемкин А. Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора // Рынок ценных бумаг. № 14 (293).,2005, 293 с.
72. Потемкин А., Развитие рынка IPO –насущная потребностьдля , Рынок ценных бумаг, #7 (238), 2005, 238 с.
73. Курс Экономики, Учебник,Под ред Б.А. Райзберга, Москва: Инфра-М,2000, 715с.
74. Рамзаева Е.П.Рынок ценных бумаг-составная часть финансового рынка Экономические Науки 2011 4(77) 77 ст.
75. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра., Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года), при участии Центр развития фондового рынка, Ernst and Young, Thomas Murray, Москва 2008., 396 ст.
76. Рубцов Б.Б., Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития, М.: Финансовая академи при правительстве РФ, 2000, 312 с.
77. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен,2002, 448 с.
78. Скрипниченко М.В., Мальцев Д.М., Голубев А. А. Фондовые рынки и фондовые операции: Учебное пособие Санкт-Петербург, 2014,130 ст.
79. Финансовый менеджмент: теория и практика, Учебник, Под ред. Е.С. Стоянновой, 6-ое изд., М.: Перспектива, 2008, 656 с.

80. Селивановский С.С., Правовое регулирование рынка ценных бымаг; Издательский дом Высшей школы экономики, 2014г. 582с.
81. Сенчагов В.К.,Архипова А.И.Финансы,денежное обращение и кртдит,учебник М. ООО <<КТ Велби>>,2002, 293 с.
82. Фабоцци Ф., Управление инвестицями, Москва: Инфра-М, 2000, 932 с.
83. Рынок ценных бумаг: учебное пособие Хорев А.И.,Совик Л.Е.,Леонтьева Е. В. ВГУИТ 2014 г., 205с.
84. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В.,Инвестиции, Пер. с англ., М.: Инфра-М, 2004г, 1028 с.
85. www.teachmefinance.com, dictionary under the redaction of Mark McCracken.
86. Polish Securities and Exchange Commission, Annual Report 2004, p. 55.
87. Swiss Re Sigma No 3/2013 World Insurance in 2012, p. 41.
88. Ronald J. Gilson, Bernard Black, Does Venture Capital Require an Active Stock Market?, Journal of Applied Corporate Finance, Winter 1999, pp. 36-48
89. ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք www.armstat.am.
90. www.rusipo.com.
91. ԼՂՀ ԿԱ ՀՊ ծառայության պաշտոնական կայքwww.tax.nkr.am.
92. ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքwww.stat-nkr.am
93. «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ պաշտոնական կայք՝ http://www.artsakhhpp.com/:
94. <<Արցախի ներդրումային հիմնադրամ>>հաշվետվություն 2014թ. Գործունեության՝ www.aif.am:

Հավելված 1

ԼՂՀ մշակող արդյունաբերությունը 2014թ.

(առանց ավելացված արժեքի և ակցիզային հարկերի) [167]

/մլն դրամ/

	Արտադրանքի (աշխատանքների, ծառայությունների) ծավալը, փաստացի գներով, մլն դրամ	Արդյունաբերական արտադրանքի ֆիզիկական ծավալի ինդեքսը, %
Մշակող արդյունաբերություն	***20525.6***	***105.7***
որից՝		
սննդամթերքների արտադրություն	11782.1	104.6
խմիչքների արտադրություն	1983.9	86.6
տեքստիլ (մանածագործական) ապրանքների արտադրություն	350.2	9.4անգ.
հագուստի արտադրություն, մորթու մշակում և ներկում	477.8	2.5անգ.
կաշվի, կաշվե արտադրատեսակների և կոշկեղենի արտադրություն	633.4	75.5
բնափայտի մշակում և փայտե արտադրատեսակների արտադրություն	1154.2	100.4
թղթի և ստվարաթղթի արտադրություն,հրատարակչական գործ	0.1	-
հրատարակչական և պոլիգրաֆիական գործունեություն, գրանցված տեղեկատվություն պարունակող կրիչների բազմացում	211.8	114.8
ռետինե և պլաստմասսայե արտադրատեսակների արտադրություն	240.1	132.1
այլ ոչ մետաղական հանքային արտադրատեսակների արտադրություն	1690.0	106.6
պատրաստի մետաղե արտադրատեսակների արտադրություն	410.2	98.5
մեքենաների և սարքավորանքի արտադրություն	60.0	82.2
էլեկտրական մեքենաների և էլեկտրասարքավորանքի արտադրություն	88.7	5.4անգ.
ռադիոյի, հեռուստատեսության և կապի համար սարքավորանքի արտադրություն	31.3	119.5
բժշկական սարքավորանքի, չափիչ և օպտիկական սարքերի և ժամացույցների արտադրություն	558.2	152.8
կահույքի և ուրիշ խմբավորումներում չներառված այլ արտադրատեսակների արտադրություն	853.6	106.3

[167] **<<Լեռնային** Ղարաբաղի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014թ. հունվար-դեկտեմբերին>> տեղեկատվական եռամսյակային զեկույց, ԼՂՀ ԱԿԾ:

Հավելված 2

Հիփոթեքային վարկերի տրամադրումն ըստ հիմնադրամի հետ համագործակցող առևտրային բանկերի /2014թ./

Հ/Հ	Գործակալ բանկերը	Ֆինանսական հայտեր				
		քանակը	գումարը			
			Մլն. դրամ	Հազար ԱՄՆ դոլար	ԱՄՆ դոլարին համարժեք	Ընդամենը մլն. դրամ
1	<<Արցախ բանկ>> ՓԲԸ	175	279.5	2545.5	1209.0	1488.5
2	<<Հայբիզնես>>ՓԲԸ	14	20,4	132.0	62.7	83.1
3	<<Ամերիաբանկ>>ՓԲԸ	38	62.1	681.1	323.5	385.6
4	<<ՖԻԴԵՍ հիփոթեքային ընկերության>>ՈՒՎԿՓԲԸ	37	145.4	265.5	126.1	271.5
5	<<Զարգացման հայկական բանկ>>ԲԲԸ	7	-	139.8	66.4	66.4
6	<<Բլեսս>>ՈՒՎԿ	-	-	-	-	-
	Ընդամենը	271	507.4	3763.9	1787.7	2295.1

1ԱՄՆ դոլար____474.97ՀՀ դրամ

Հավելված 3

Վարկերի տրամադրումն ըստ հիմնադրամի հետ համագործակցող առևտրային բանկերի /2014թ./[168]

Հ/Հ	Գործակալ բանկերը	Ֆինանսավորված հայտերի				
		քանակը	գումարը			
			մլն. դրամ	հազար ԱՄՆ դոլար		Ընդամենը մլն դրամ
1	<<Արցախբանկ>> ՓԲԸ	46	655.0	156.1	-	729.2
2	<<Հայբիզնեսբանկ>>ՓԲԸ	13	291.5	-	-	291.5
3	<<Ամերիաբանկ>>ՓԲԸ	9	140.6	15.0	-	147.7
4	<<Բլեսս>> ՈՒՎԿ	2	18.0	--	-	18.0
5	<<Զարգացման հայկական բանկ>> ԲԲԸ	9	27.5	188.7	-	117.1
6	<<ԳԼՈԲԱԼ ԿՐԵԴԻՏ>> ՈՒՎԿ	3	193.8	--	-	193.8
7	<<Արմսվիսբանկ>>ՓԲԸ	1	70.0	--	-	70.0
8	<<Կոնվերսբանկ>>ՓԲԸ	1	--	7.5		3.6
9	<<Ֆիդես ՀԸ>> ՈՒՎԿ ՓԲԸ	1	--	16.9		8.0
	Ընդամենը	85	1396.4	384.2		1578.9

1ԱՄՆ դոլարը =474.97ՀՀդրամ՝ առ 31.12.2014

[168] Արցախի ներդրումային հիմնադրամ հաշվետվություն 2014թ գործունեության էջ7

Հավելված 4

Վարկերի տրամադրման դինամիկան ըստ տնտեսության ճյուղերի 2013-2014թթ[169]

Տնտեսության ոլորտը	Ֆինանսավորված հայտերի					
	քանակը			գումարը /մլն դրամ/		
	2013թ	2014թ	Աճ/նվազում (+/-)2014թ. 2013թ.-ի նկատմամբ տոկոսներով	2013թ	2014թ	Աճ/նվազում (+/)2014թ. 2013թ.-ի նկատմամբ տոկոսներով
Արդյունաբերություն	19	18	-5.7	728.3	534.1	-26.7
Շինարարություն	2	-	-	40.4	-	-
Առևտուր	48	43	-10.4	494.8	649.3	31.2
Ծառայություններ	35	24	-31.4	891.2	395.6	-55.6
Ընդամենը	107	85	-20.6	2154.7	1579.0	-26.7

[169] Արցախի ներդրումային հիմնադրամ հաշվետվություն 2014թ գործունեության էջ8: