

A 08.00.03
A 4 - 13

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ԻՆՍՏԻՏՈՒՏ

ՍԱԼՆԱԶԱՐՅԱՆ ԱՇՈՏ ԲՈՐԻՍԻ

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ
ԳՈՐԾԱՌՈՒՅԹՆԵՐԸ ԵՎ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅՈՒՆԸ
(ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՕՐԻՆԱԿՈՎ)

Ը.00.03 - "Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ" մասնագիտությամբ
տնտեսագիտության դոկտորի գիտական աստիճանի հայցման
ատենախոսության

Ս Ե Ղ Մ Ա Գ Ի Ր

ԵՐԵՎԱՆ - 2003

Ատենախոսության բեման հաստատվել է Երևանի պետական տնտեսագիտական ինստիտուտում

Գիտական խորհրդատու տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա. Խ. Մարկոսյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Վ. Բ. Բոստանջյան

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Գ. Գ. Հայրույնյան

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Մ. Ս. Մելքունյան

Առաջատար կազմակերպություն՝ ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության տնտեսագիտական հետազոտությունների ինստիտուտ

Պաշտպանությունը կայանալու է 2003թ. մարտի 20-ին, ժամը 13⁰⁰-ին Երևանի պետական տնտեսագիտական ինստիտուտում գործող թիվ 014 մասնագիտական խորհրդի նիստում: Հասցեն՝ 375025, Երևան, Նալբանդյան փ. 128

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Երևանի պետական տնտեսագիտական ինստիտուտի գրադարանում: Սեղմագիրն առաքված է 2003թ. փետրվարի 17-ին:

Մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար, տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

Վ. Ս. Տերտերյան

731-2003

ԱՏԵՆԱՒՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴԴՅԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Հետազոտության բեմայի արդիականությունը: Ծուկայական հարաբերություններին անցման ժամանակաշրջանում տնտեսության վերակառուցման, կայունության ապահովման ու զարգացման գործում կարևոր նշանակություն ունեն ներդրումային գործառույթների իրականացումը և դրանց օգտագործման արդյունավետության բարձրացումը: Ծուկայական տնտեսության պայմաններում այդ խնդրի լուծման հիմնական ուղին արժեթղթերի շուկայի միջոցով ներդրումային քաղաքականության իրականացումն է: Սակայն տնտեսության վերակառուցման անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցների կուտակման և արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնահարցերը մինչև այժմ չեն դիտարկվել համալիր կարգով և նույն հարթության վրա՝ որպես միևնույն գործընթացի առանձին փոխկապված քաղաքականություն: Հետևաբար, ներդրումային գործընթացի կազմակերպման հիմնախնդրի լուծման համար անհրաժեշտ է ճշգրտել արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքների գործունեության ուղղվածությունը, նպատակները, բարելավել ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման պայմանները, պահպանել ներդրողների իրավունքները, ինչը հնարավորություն կտա կանխատեսել և ուղղորդել ֆինանսական շուկայի զարգացման միտումները:

Խնդիրը բարդանում է նրանով, որ դեռևս չի մշակվել շուկայի կարգավորման ու ինքնակարգավորման ժամանակակից և ՀՀ առանձնահատկություններին բնորոշ մոդել, ինչի հետևանքով, ըստ էության, բացակայում են նաև արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման ու շրջանառության կազմակերպման վերաբերյալ տեսամեթոդական ու գործնական կիրառման հայեցակարգերը: Ծուկայի կարգավորման մեխանիզմի բերզարգացածության հետևանքով տարածաշրջանում են ֆինանսական շուկայի առանձին հատվածների ենթակառուցվածքների ներդրումային գործառույթները: Շատ դեպքերում դրանք չեն համապատասխանում տնտեսության տարբեր ոլորտներում արտադրական առկա կարողությունների տեխնիկական մակարդակին, թողարկվող արտադրանքի մրցունակությանը և մյուս պարամետրերին:

Արժեթղթերում ներդրումային գործունեության կազմակերպման համար անհրաժեշտ է մշակել ներդրումների մոդելավորման ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների գործունեությանը բնորոշ այնպիսի համակարգ, որի կիրառումը թույլ կտա, ավելի հիմնավորված ձևով ընտրել ֆինանսական միջոցների կազմավորման աղբյուրները, օգտագործման ուղիներն ու սկզբունքները ինչպես նաև էապես ընդլայնել արժեթղթերի շուկայի գործառույթների կիրառման ոլորտները: Ներդրումային գործընթացի իրականացման համար ոչ պակաս կարևոր խնդիր է նաև բաժնետիրական ընկերությունների (ԲԸ) կողմից ֆինանսավորման սեփական և փոխառու միջոցների միջև օպտիմալ հարաբերակցության սահմանում, որին կարելի է հասնել ֆինանսական և արտադրական լծակների կիրառման շնորհիվ:

Հաշվի առնելով ներդրումային գործընթացում առկա վերոհիշյալ հիմնախնդիրների լուծման անհրաժեշտությունը, արդիական է դարձել մշակել արժեթղթերի թողարկման, դրանցում ներդրումների իրականացման, շրջանառության կազմակերպման և կապիտալացման տեսամեթոդական ու գործնական կիրառման հայեցակարգերը: Դրանք կատարվել են ներդրումային գործունեության կազմակերպման հայրենական ու արտասահմանյան փորձի ուսումնասիրության, Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի վերջին տարիների գործունեության բազմակողմանի վերլուծության ու գնահատման, ինչպես նաև նշված հիմնախնդիրների վերաբերյալ աշխատությունների և միջազգային կազմակերպությունների հանձնարարականների ու չափորոշիչների հետազոտությունների հիման վրա:

Տնտեսությունում ներդրումների իրականացման և ԲԸ ֆինանսավորման առանձին ասպեկտներին տարբեր խորությամբ Չայաստանում անդրադարձել են տնտեսագետներ Մ.Զոբանյանը, Վ.Խոջաբեկյանը, Գ.Ղարիբյանը, Գ.Կիրակոսյանը, Վ.Բոստանջյանը, Լ.Բաղանյանը, Ա.Դարբինյանը, Բ.Եղիազարյանը, Գ.Չայրումյանը, Ա.Մարկոսյանը, Մ.Մելքունյանը, Յու.Սուվարյանը, Գ.Սարգսյանը և ուրիշներ: Սակայն արժեքթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների և արժեքթերում ներդրումների կազմակերպման հիմնախնդիրներին նվիրված համալիր և ամբողջական հետազոտություններ ԳԳ տնտեսագիտական գրականության մեջ դեռևս տեղ չեն գտել:

Նշված հիմնահարցերի ուսումնասիրության, ինչպես նաև արժեքթերում ներդրումային գործունեության կազմակերպման բնագավառում գոյություն ունեցող թերությունների բացահայտման ու վերացման անհրաժեշտությունն էլ պայմանավորում է ատենախոսության թեմայի արդիականությունը, հետազոտության առարկան, մեթոդները, շարադրման կառուցվածքն ու տրամաբանությունը:

Չետազոտության առարկան և օբյեկտը: Աշխատանքի ուսումնասիրության առարկան արժեքթերի շուկայի ներդրումային գործառույթներն են, դրանց իրականացման և արդյունավետության բարձրացման հիմնախնդիրները, արժեքթերում ներդրումների ներգրավման մեխանիզմները, մեթոդներն ու եղանակները, անցումային շրջանի տնտեսությունում արժեքթերի շուկայի կարգավորման քաղաքականության հայեցակարգային դրույթները, մոտեցումներն ու սկզբունքները:

Չետազոտության օբյեկտը անցումային շրջանում գտնվող ԳԳ տնտեսությունն է, մասնավորապես բաց և փակ բաժնետիրական ընկերությունները:

Չետազոտության նպատակը և խնդիրները: Չետազոտության նպատակն է տեսական, մեթոդաբանական և կիրառական կոնկրետ միջոցառումների առաջադրման ու գնահատման հիման վրա բացահայտել արժեքթերում ներդրումային գործունեության կազմակերպման հիմնախնդիրները, բնորոշել ԳԳ արժեքթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների դրսևորման ձևերը, հիմնավորել դրանց իրականացման և արդյունավետության բարձրացման մեխանիզմների կատարելագործման մոտեցումները, ինչպես նաև մշակել առանձին բաժնետիրական ընկերություններում իրական ներդրումների ներգրավման այն ուղիներն ու եղանակները, որոնք պայմանավորվում են արժեքթերի շուկայի զարգացման հետևյալ հիմնական մոտեցումներով, մասնավորապես.

- ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների ամբողջականությունը մեկնաբանվում է որպես տնտեսության լիակատար շուկայականացման հիմնական նախադրյալ,

- շուկայականացման գործընթացը գնահատվում է ինչպես տնտեսության ազատականացման, այնպես էլ ներդրումային քաղաքականության տեսանկյուններից,

- արժեքթերում ներդրումային գործունեության կազմակերպումը դիտարկվում է որպես ներդրումային տարբերակների ընտրության, արդյունավետության որոշման մեթոդական հիմունքների և մոտեցումների կարևոր պայման:

Նշված նպատակի իրականացումն էլ ամբողջությամբ պայմանավորել է ատենախոսության տեսանկյունային և գործնական նշանակության խնդիրների առաջադրումը, լուծման գիտական հիմնադրույթների մշակման ու ներկայացման անհրաժեշտությունը, որոնք վերաբերում են.

- արժեքթերում ներդրումների, այդ թվում փաթեթային, արդյունավետ ու օպտիմալ կահուցվածքի ձևավորմանը, գնահատման մեթոդական հիմունքների մշակմանը, ներդրումների ներգրավման նախադրյալների բննարկմանն ու գնահատմանը և այն գործոնների բնութագրմանը, որոնք առանձնահատուկ

նշանակություն ունեն Չայաստանի տնտեսության իրական հատվածի տարբեր ոլորտներում ներդրումային գործընթացի կազմակերպման համար.

- տնտեսության տարբեր ոլորտներում արժեքթերի արդյունավետ օգտագործման հետազոտությանը, արտադրաֆինանսական նախադրյալների, առանձին ճյուղերի ու ընկերությունների ներդրումային առանձնահատկությունների ուսումնասիրությանը, ներդրումային հիմնախնդիրների առաջադրմանը և դրանց լուծման մոտեցումների ու եղանակների մշակմանը.

- արդյունաբերության ճյուղերի, այդ թվում ԲԸ զարգացման ֆինանսական միջոցների հավաքագրմանը, ներդրումային գործընթացի ուղղվածությանը, տեղական և օտարերկրյա ներդրողների համար իրավական դաշտի ապահովմանը, ինչպես նաև ներդրումային կանոնակարգված միջավայրի ստեղծմանը.

- ներդրումների առանձին տեսակների արժեքթերավորման ուղիների ու ձևերի հիմնավորմանը, արժեքթերի շուկայի ենթակառուցվածքների գործունեության կատարելագործման նպատակով միջազգային փորձի կիրառման ու դրանց հիման վրա միջազգային շուկաներին ինտեգրմանը.

- շահաբաժնային քաղաքականությունում իրական ներդրումների պաշտպանվածությանը, բաժնետոմսերի շուկայական գնի որոշակիությանը, ներդրողի կողմից այսօրվա շահաբաժնի վճարման չափի նկատմամբ համապատասխան հայեցակարգերի ու իրավական ակտերի մշակմանն ու գործնական կիրառմանը:

Ատենախոսության մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը:

Աշխատանքում առաջադրված խնդիրների լուծման համար մեթոդաբանական հիմք են ծառայել արժեքթերի շուկայի զարգացման և դրա ներդրումային գործառույթությունների ուսումնասիրությանը վերաբերող հիմնադրույթները, նկատի ունենալով միջազգային փորձը, ներդրումային գործառույթների առանձնահատկությունները, ներդրումային և շահաբաժնային քաղաքականության վերաբերյալ հայտնի գիտնականների և հայրենական ու միջազգային կազմակերպությունների հետազոտությունների արդյունքները: Չետազոտության համար որպես տեղեկատվական հիմք օգտագործվել է ԳԳ արժեքթերի հանձնաժողովի, ԳԳ ազգային վիճակագրական ծառայության, ԳԳ ֆինանսների և էկոնոմիկայի, ԳԳ առևտրի և տնտեսական զարգացման նախարարությունների և ուսումնասիրված ԲԸ պաշտոնական տեղեկատվությունն ու նյութերը: Օգտագործվել են նաև թեմային առնչվող ԳԳ օրենսդրական և իրավական այլ ակտերը:

Չետազոտությունում կիրառվել են ծրագրանպատակային մոտեցումներ, գիտական սինթեզի, տնտեսալիճակագրական գործոնային համեմատական վերլուծության ու որակական գնահատման մեթոդներ:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն ու գիտական նորույթը:

Աշխատանքում առաջին անգամ իրականացվել է ԳԳ արժեքթերի շուկայի ներդրումային գործընթացների կազմակերպման և արդյունավետության բարձրացման համալիր հետազոտություն, որի արդյունքում ստացվել են տեսական ու կիրառական նշանակություն ունեցող գիտական հետևյալ արդյունքները.

- տրվել են ԳԳ արժեքթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների կազմակերպման և արդյունավետության ապահովման հիմնադրույթները, հիմնավորվել են դրանց իրականացման ուղիները և անհրաժեշտությունը, որպես արժեքթերի շուկայի զարգացման նախադրյալների ստեղծման կարևոր պայման.

- մշակվել են արժեքթերում ներդրումների գնահատման համակարգի մեթոդաբանական հիմքերը, սահմանվել ու բնութագրվել են ներդրումների ներգրավման գործոնները,

- բացահայտվել են ֆինանսական և իրական ներդրումների միջև առաջացած հակադրությունները, իրական ներդրումների սահմանափակման պատճառները, դրանց տնտեսական հետևանքները և հարթահարման պայմանները, տրվել է

ներդրումային գործունեության հորիզոնական և ուղղահայաց արդյունքների վերլուծությունը և գնահատումը.

- բացահայտվել են ԲԸ ներդրումների ներգրավման տեխնիկատնտեսական առանձնահատկությունները, հետազոտվել են ներդրումային պայմանների գնահատման բնութագրիչները, դրանք դիտարկվել են որպես ներդրումների արդյունավետության գնահատման չափանիշներ.

- բացահայտվել են ներդրումային միջավայրի կազմավորման անհրաժեշտ պայմաններն ու նախադրյալները, հիմնավորվել արտադրության անվնասաբերության, ներդրումային ռիսկի մեղմացման ուղիները, ներկայացվել են արժեքթերմում բանկերի ներդրումային գործունեության կազմակերպման մոտեցումները.

- տրվել են արտադրական ու ֆինանսական լծակների օգտագործման պայմանները, որոնք կապահովեն ԲԸ սեփական և փոխառու կապիտալների միջև օպտիմալ հարաբերակցությունը.

- բացահայտվել են կորպորատիվ արժեքթերմում ներդրումների ներգրավման, նոր բաժնետոմսերի թողարկման, շահաբաժնի և չբաշխված շահույթի օպտիմալ հարաբերակցության ձևավորման խթանման գործոնները, կապված կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության, փոխառու կապիտալի օգտագործման զեմի, շահութահարկի դրույքաչափի և շահաբաժնի վճարման հետ.

- դասակարգվել ու խմբավորվել են արժեքթերմումի շուկայում ներդրումային գործունեության կազմակերպման այն ոլորտներն ու ԲԸ-ները, որոնց իրական ներդրումները առաջնահերթ են համարվում ԳՀ տնտեսական աճի համար.

- մշակվել են ներդրումների առանձին ուղիների ընտրության գնահատման ցուցանիշներն ու չափանիշները, ինչպես նաև ներդրումային փաթեթի կառուցվածքի ձևավորման, ներդրումային տարբերակների ու դրանց ֆինանսավորման աղբյուրների սահմանման հայեցակարգի հիմնադրույթները.

- գնահատվել են բաժնետիրական ընկերության ներդրումային գործընթացով պայմանավորված դրամական հոսքերը և սեփական կապիտալի արժեքը.

- հիմնավորվել են արժեքթերմումի շուկայի կարգավորման մոդելի և կառուցվածքի ձևավորման պարամետրերը, բացահայտվել է արժեքթերմումի շուկայի վերաբերյալ ԳՀ օրենսդրության և միջազգայնորեն ընդունված պահանջների ու չափորոշիչների անհամապատասխանությունը, ներկայացվել են ԳՀ արժեքթերմումի շուկայի զարգացման հայեցակարգի հիմնադրույթները:

Ֆետագոտության գիտագործնական նշանակությունը և արդյունքները

օգտագործումը: Ֆետագոտության արդյունքները կարող են օգտագործվել տնտեսության շուկայացման, ինչպես նաև արժեքթերմումի շուկայի ներդրումային քաղաքականության մշակման ուղիների ու ձևերի բնորոշումների և գնահատումների նպատակով: Դրանք կրում են նաև գործնական նշանակություն, հատկապես գերակայելի են ներդրումային քաղաքականությանը նպաստող կապիտալ ներդրումների տարբերակների ու նախադրյալների առաջնայնության ընտրության, արդյունաբերության կառուցվածքային վերափոխումների նպատակային ուղղվածության և տնտեսական աճի ապահովման ուղղությամբ ներկայացված առաջարկությունները: Ուսումնասիրության արդյունքի մի մասն էլ կարող է կիրառելի լինել ընկերությունների ներդրումային գործընթացով զբաղվողների և դրա քաղաքականության մշակմանը մասնակցող կառավարման մարմինների ու կազմակերպությունների համար:

Ստացված արդյունքների մի մասն արդեն կիրառվել է իր արտացոլումն է գտել արժեքթերմումի շուկան կարգավորող ԳՀ օրենսդրությունում («Արժեքթերմումի շրջանառության մասին» ԳՀ օրենք, «Արժեքթերմումի շուկայի կարգավորման մասին» ԳՀ օրենք, ԳՀ կառավարության որոշումներ և այլ իրավական ակտեր), ԳՀ արդյունաբերության առանձին մյուզերի և ԲԸ տնտեսական զարգացման և

ներդրումային քաղաքականության իրագործման ծրագրերում, որոնց վերաբերյալ ներկայացվում են համապատասխան փաստաթղթեր:

Ֆետագոտության փորձարկումը:

Ստենախոսության հիմնական դրույթները ներկայացվել և քննարկվել են. ԳՀ ֆինանսների նախարարության, ԳՀ կառավարությանն առընթեր կառավարման և տնտեսական բարեփոխումների ինստիտուտի և Եվրոպական համայնքի TACIS FIN AR 9301 Հայաստանում ներդրումային հիմնադրամներին տեխնիկական օժանդակության ծրագրի կողմից կազմակերպված՝ Հայաստանում ֆինանսական շուկային և ներդրումային հիմնադրամներին նվիրված կլոր սեղանի քննարկումներում (1995թ., մայիսի 12, Երևան), Սեփականաշնորհումը Հայաստանում. գործընթացը, արդյունքները, հիմնախնդիրները՝ ԳՀ էկոնոմիկայի նախարարության և Երևանի ժողովրդական տնտեսության ինստիտուտի համատեղ կազմակերպած գիտագործնական խորհրդաժողովում (1996թ. մայիսի 17, Երևան), Գյումրիի տնտեսագիտական խորհրդատվական ընկերության նախաձեռնությամբ և «Եվրասիա» հիմնադրամի աջակցությամբ կազմակերպված՝ Սեփականաշնորհման գործընթացը և արդյունքները՝ թեմայով գիտաժողովում (1997թ., հոկտեմբերի 25-26, Գյումրի), Դումանիտար գիտությունների ռուսաստանյան ակադեմիայի Հայաստանի մասնաճյուղի կողմից կազմակերպված՝ «Քաղաքականություն և իրավունք» թեմայով գիտաժողովում (1999թ., ապրիլի 9-10, Երևան), ԳՀ կառավարման և տնտեսական բարեփոխումների ինստիտուտի կողմից կազմակերպված՝ «Գույքի կառավարման հիմնախնդիրները ԳՀ-ում» թեմայով գիտաժողովում (2001թ., ապրիլի 18-20, Երևան), ԳՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության ՏՀԻ-ի կողմից կազմակերպված, ԳՀ անկախության 10 և ՏՀԻ 35-ամյա հոբելյաններին նվիրված՝ Սոցիալ-տնտեսական վերափոխումները Հայաստանի Հարապետությունում անկախության տասը տարիներին՝ թեմայով գիտաժողովում (2001թ., հոկտեմբեր, Երևան), Երևանի պետական տնտեսագիտական ինստիտուտի կողմից կազմակերպված «Ներդրումային քաղաքականությունը և տնտեսական աճի հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում» թեմայով ԵՊՏԻ պրոֆեսորադասախոսական կազմի և ասպիրանտների 16-րդ գիտական նստաշրջանում (2001թ., Երևան), Երևանի պետական տնտեսագիտական ինստիտուտի կողմից կազմակերպված «Գլոբալացումը և ԳՀ տնտեսական զարգացման հիմնական ուղղությունները» թեմայով ԵՊՏԻ պրոֆեսորադասախոսական կազմի և ասպիրանտների 17-րդ գիտական նստաշրջանում (2002թ., նոյեմբերի 19-20, Երևան):

Յրապարակումները: Աշխատանքի գիտական արդյունքները հրապարակվել են մի շարք գրքերում, զբոյցներում և հոդվածներում, որոնք ներկայացված են սեղմագրի վերջում (այդ թվում «Արժեքթերմումի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը» մենագրությունում, 320 էջ):

Անտենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Աշխատանքի կառուցվածքը պայմանավորվում է հետազոտության նպատակով ու խնդիրներով, բաղկացած է առաջարանից, վեց զլուխներից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից (120 աճումն աղբյուր): Այն իր մեջ ընդգրկում է 50 աղյուսակ, 11 նկար և 8 գծապատկեր, հիմնական տեքստը շարադրված է 290 էջի վրա:

Առաջադրում տրված է թեմայի արդիականությունը, հիմնավորված են հետազոտության նպատակը, խնդիրները, ներկայացված են աշխատանքի գիտական նորույթը և ստացված արդյունքների տեսական ու գործնական նշանակությունը:

Առաջին գլխում («Արժեթղթերի շուկայի գործառնությունները, զարգացման խնդիրներն ու նախադրյալները») քննարկվել ու սահմանվել են արժեթղթերի շուկայի նշանակությունը, տնտեսական բովանդակությունը, զարգացման նախադրյալները, գործառնություններն ու դրանց գնահատման չափանիշները:

Արժեթղթերի շուկան շուկայական տնտեսության ռազմավարական կարևոր հատվածներից մեկն է, որը, գործակցելով շուկայական այլ կառույցների հետ և հիմնվելով ազատ մրցակցության վրա, վերածվում է ոչ միայն տնտեսական, այլև սոցիալական հիմնախնդիրների լուծման վճռական օղակի: Հետևաբար, շուկայի դրսևորման ձևերի իմացությունն ու ռազմավարական կարգավորումը պետության տնտեսական քաղաքականության կարևորագույն խնդիրներից մեկն է, որն իր հերթին տնտեսական աճի կայունության աղբյուր է և ենթադրում է ֆինանսական միջոցների ձևավորման ապահովում:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ գիտական մեկնաբանություններն ու բնորոշումները, կախված շուկայի նկատմամբ ձևավորված հայեցակարգերից, կարելի է բնութագրել հետևյալ հիմնական մոտեցումներով: Առաջին մոտեցումն այն է, որ արժեթղթերի շուկան ֆինանսական կապիտալով արտահայտված տնտեսական հարաբերությունների իրացման ոլորտ է: Երկրորդ մոտեցման համաձայն արժեթղթերի շուկան դիտարկվում է որպես իրավունքային կապիտալի շուկա: Երրորդ խումբ տնտեսագետների մոտեցումն այն է, որ արժեթղթերի շուկայի էությունը հանգում է վերջինիս դրսևորման կոնկրետ ձևերին, կոկրետ մեխանիզմներին: Աշխատանքում արժեթղթերի շուկայի գործողության բնույթը քննարկվում է որպես տնտեսական կատեգորիա, ինչպես նաև ներդրումների իրականացման դրսևորման կոնկրետ ձևերի տեսանկյունից:

Այդ առումով կարևորվում է նաև արժեթղթերի շուկայի մեկնաբանումը որպես գործառնության համակարգ, այսինքն արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման, և շրջանառության հետ կապված ֆինանսական հարաբերությունների ամբողջություն: որտեղ խաչաձևվում են գործառնություններ իրականացնող բոլոր ներդրողների և այլ մասնակիցների նպատակներն ու շահերը, և որի արդյունքում միաժամանակ ձևավորվում է արժեթղթերի իրական կապիտալացումը: Աշխատանքում դիտարկվում է այն փաստը, որ վերջին տասնամյակի ընթացքում համաշխարհային ֆոնդային շուկայի կապիտալացումն աճել է շուրջ 3 անգամ, այդ թվում նոր ստեղծվող շուկաներինը՝ 3.2 անգամ¹:

Արժեթղթերի իրական կապիտալացման իմաստն ու բովանդակությունը եապես կախված են տնտեսության կառավարման երկու հիմնական մոդելներից («անգլոսաքսոնական» և «մայրցամաքային»): Ուսումնասիրությունները ցույց են տվել, որ առաջին մոդելի դեպքում ընկերությունների բաժնետոմսերի մինչև 30%-ն ինքիլ են, դրանք գտնվում են մի քանի բաժնետերերի ձեռքում, կազմելով հսկիչ ծրարներ, իսկ մնացած բաժնետոմսերն ազատ շրջանառություն են կատարում ֆոնդային շուկայում²: Երկրորդ մոդելի դեպքում, ընդհակառակն՝ արժեթղթերի ընդհուպ մինչև 80%-ը գտնվում է մշտական բաժնետերերի ձեռքում, կազմում է ընկերությունների բաժնետոմսերի հսկիչ ծրարը և միայն մնացած (20%) բաժնետոմսերն են ազատ շրջանառություն կատարում: Ակնհայտ է, որ միայն առաջին

¹ Տե՛ս, Развитие фондового рынка. Руководство для разработчиков политики, Вашингтон, Институт экономического развития Всемирного банка, 1998, էջ 5.
² Տե՛ս, Fritsch U. Vor und hinter der kulissen der Borse: Tips für Investoren und solche die es werden wollen- Dusseldorf etc.: 1998, էջ 16.

դեպքում ֆոնդային շուկաները կարող են հանդես գալ որպես արժեթղթերի կապիտալացման և տնտեսական աճի ապահովման կարևոր աղբյուրներ:

Դասատանում արժեթղթերի շուկայի ձևավորումն սկսվեց տնտեսական ընդհանուր բարեփոխումների, ինչպես նաև տնտեսական ու քաղաքական ոչ նպաստավոր, ծանր սոցիալտնտեսական պայմաններում, որտեղ առաջացան մի շարք բացասական գործոններ: Այդպիսի գործոն է ռուբլու և այնուհետև (1993 – 1994 թթ.) դրամի արժեզրկումը, որը շատ կարճ ժամանակահատվածում գրեթե գոյի հավասարեցրեց քաղաքացիների դրամական խնայողությունները, որոնք պետք է ծառայեին, որպես կարևոր աղբյուր արժեթղթերում ներդրումների համար:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման բացասական գործոնների շարքին անհրաժեշտ է դասել նաև ֆինանսական առաջին կառույցների սնանկացումը, որոնք լուրջ հարված հասցրին շուկայի նկատմամբ ներդրողների ունեցած հավատին: Դրական գործոնների շարքին կարելի է դասել շուկայական տնտեսության անցնելու պետության տնտեսական քաղաքականությունը, որը վերաբերում էր հողի սեփականաշնորհմանը և պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցմանը: Այդ գործոնների պայմաններում արժեթղթերի շուկայի զարգացման նախադրյալ հանդիսացավ «Արժեթղթերի շրջանառության մասին», «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին», իսկ այնուհետև «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքների ընդունումը:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման օրենսդրական դաշտի համար «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումը հրատապ էր և կարևոր ոչ միայն այն պատճառով, որ պարունակում էր ընդգրկուն դրույթներ արժեթղթերի շուկայի, դրա կարգավորման մարմնի, կենտրոնացված դեպոզիտարիայի, ֆոնդային բորսայի վերաբերյալ, այլ, որ իր հիմքում ուներ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման նոր՝ ապակենտրոնացված մոդել: Այս կապակցությամբ, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ձևավորումն ու զարգացումը կարելի է տարբերակել երկու՝ շուկայի կարգավորման կենտրոնացված (մինչև 2000թ. օգոստոսը) և ապակենտրոնացված (2000թ. օգոստոսից հետո), փուլերի: Հատկանշական է նաև այն փաստը, որ շուկայի կարգավորման հանձնաժողովային ՀՀ մոդելը, բացառելով ՀՀ արժեթղթերի տեսչությանը բնորոշ թերությունները, նույնպես կատարյալ չէ և ունի հանրապետությունում ձևավորված ֆինանսական շուկայի նկատմամբ որոշակի անհամապատասխանություններ ինչպես օրենսդրական, այնպես էլ գործնական կիրառության տեսանկյունից:

Նախ անհասկանալի է և չի պարզաբանվում, թե ինչ է նշանակում «Հանձնաժողովն անկախ է պետական այլ մարմիններից» օրենքում ամրագրված դրույթը, քանի որ «Հանձնաժողովը» նույնպես պետական մարմին է և ֆինանսավորվում է պետական բյուջեից: Հետևաբար անհասկանալի են մնում անկախության բովանդակությունն ու դրա ապահովման մեխանիզմները: Օրինակ ՀՀ էներգետիկայի կարգավորող հանձնաժողովի դեպքում բերված հարցադրումն ունեցել է հետևյալ լուծումը, և այնտեղ նշվում է ոչ թե «անկախ», այլ «ինքնուրույն մարմին» արտահայտությունը: Մեր կարծիքով, բոլոր դեպքերում էլ վճռորոշն այն է, որ շուկայական հարաբերություններում կարգավորող ցանկացած մարմնի գործունեության առանցքային նպատակը շուկայի միևնույն դասի մասնակիցների համար «խաղի կանոնների», տեղեկատվության հավասար մասանելիության, ապրանքների ու ծառայությունների համար արդար գնագոյացման մեխանիզմների ու պայմանների ապահովումն է: Միաժամանակ անհրաժեշտություն է առաջանում ֆինանսական շուկայի կարգավորման միասնական համակարգի կիրառության համար, բացառելով մեկ ծայրահեղությունից մյուս ծայրահեղության անցնելու երևույթը: Թերևս այդ է պատճառը, որ աշխարհի մի շարք երկրներում (Մեծ Բրիտանիա, Կանադա, Ավստրալիա, Ճապոնիա, Դանիա, Նորվեգիա, Շվեդիա, Ֆինլանդիա և այլն) արդեն անցնում են ֆինանսական կարգավորման միասնական

համակարգերին: Բոլոր դեպքերում, ֆինանսական շուկայի կարգավորման ցանկացած մոդելի գործնական կիրառման դեպքում պետք է նկատի ունենալ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների լիակատար գործունեության հնարավորությունները:

Աշխատանքում արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը դասվում է տնտեսական հիմնարար կատեգորիաների հետազոտությունների շարքին և հենվում է շուկայի գործառույթների բացահայտման և գնահատման չափանիշների վրա:

Արժեթղթերի շուկայի գործելու հաջողությունը պայմանավորված է դրա գործառույթների առանձնահատկություններով, որոնք անհրաժեշտ է բացահայտել, գնահատել և օգտագործել ԲԸ ֆինանսական միջոցների ապահովման տեսանկյունից: Այդ գործառույթների ձևավորման հիմնական օղակը դրանց վաճառքի գործընթացն է, որտեղ արժեթղթերի հիմնական տեսակները ծառայում են որպես ներդրումների կազմավորման ֆինանսական գործիքներ: Արժեթղթերի շուկայի գործառույթների ձևավորման ընդհանուր օրինաչափության հասկացությունը, որպես համալիր ամբողջություն, ենթադրում է երկու հիմնական հայեցակարգեր: Առաջինը շուկայի զարգացման չափանիշների և դրանց կիրառման օբյեկտիվ պայմանների օգտագործման ապահովումն է, երկրորդը՝ գործառույթների դրսևորման ձևերի և դրանց փոխկապակցության ու փոխազդեցության գնահատումը:

Ատենախոսությունում բացահայտվում են արժեթղթերի շուկայի այն հիմնական գործառույթները, որոնք ապահովում են շուկայի գործելու ընդհանուր օրինաչափությունը: Արժեթղթերի շուկայի գործառույթների և դրանց արդյունավետության չափանիշների բացահայտումն ու օգտագործման գնահատումը թույլ է տալիս հիմնավորել, որ դրանց գործողությունը ուղղակի ձևով կարող է ապահովել շահաբաժինների վճարումները և այլ դրամական միջոցներ, որոնք անհրաժեշտ են արտադրական ներդրումների համար: Այստեղից էլ առաջանում է արժեթղթերում ներդրումների գնահատման հարցի ջնճարկման կարևորությունը, առավել ևս, երբ արժեթղթերի միջոցով ներդրումների փոխներգործությունը և դրանց միջև գործող հետադարձ կապը հանդիսանում է ԲԸ ֆինանսական գործունեության բնութագրման հիմքը: Այդ առումով ներդրումների տնտեսական արդյունավետության բարձրացումն իր հերթին ծառայում է որպես արժեթղթերի կուրսի պահպանման և շրջանառության արագացման կարևոր գործոն: Ատենախոսությունում փորձ է արվել իրականացնել արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործընթացների կազմակերպման և արդյունավետության համալիր հետազոտություն, որը կապված է ինչպես ներդրումային գործունեության պայմանների ու գործոնների գնահատման համակարգային մոտեցումների ու սկզբունքների մշակման, այնպես էլ ներդրումային գործունեության ֆինանսական ապահովման գնահատման հետ:

Դրանք աշխատանքում դիտարկվել են, ելնելով արժեթղթերի շուկայի կարևոր գործառույթների ռազմավարական կարգավորման առանձնահատկություններից: Այսպես, գործառույթների մի խումբ արտահայտում է շուկայի իրադրության կայունության պայմանները, որը գնահատվում է բաժնետոմսերի եկամտաբերության մակարդակով, ներկայացվում է զուտ շահույթի (առանց արտոնյալ բաժնետոմսերի շահաբաժինների գումարի) և սովորական բաժնետոմսերի՝ ընդհանուր քանակի հարաբերությամբ:

Այդ կարգի գործառույթները որոշակիորեն կապված են բաժնետոմսերի շուկայական գնի ձևավորման հետ և արտահայտում են բաժնետոմսերի ներդրումային ներուժը, այնքանով, որքանով վերջինս միաժամանակ ենթադրում է բաժնետոմսերում ներդրված կապիտալի օգտագործման արդյունավետությունը:

Զարգացած շուկայական տնտեսության պայմաններում առավելությունը պատկանում է ԲԸ ֆինանսական ակտիվներում կատարված ներդրումներին: Ամբողջ ակտիվների կառուցվածքում դրանց բաժինը հասնում է մինչև 32-35%-ի: Իսկ հետագա բարձրացումը կախված է նրանից, թե ինչպիսի բնույթ կկրի

շահաբաժինների և շահույթի կապիտալացման քաղաքականությունը և ինչ մոտեցումներով ու սկզբունքներով կորոշվի ներդրումների և շահաբաժինների մեծությունը արժեթղթերի գներում:

Շահաբաժնային քաղաքականություն վարելու հիմնական մոտեցումը վերաբերում է շահաբաժինների չափի որոշման մեթոդների ընտրությանը, որը միաժամանակ կարևոր դեր է խաղում արժեթղթերի մեջ ներդրումների որոշման համար: Այդ մեթոդներից առանձնացրել ու կարևորել ենք հետևյալները.

1. Շահույթի բաշխման կայուն տոկոսի կիրառման մեթոդը, որը հիմնվում է շահաբաժին՝ որպես կայուն եկամտի, և զուտ շահույթի (առանց արտոնյալ բաժնետոմսերի շահաբաժինների) հարաբերակցության վրա: Սակայն այս մեթոդը ենթադրում է բաժնետոմսի շահաբաժնի նվազում, որի հետևանքով իջնում է բաժնետոմսերի կուրսը:

2. Շահաբաժնի չափի կարգավորման մեթոդը, որն ապահովում է բաժնետոմսի շահաբաժնի կայունությունը, անկախ բաժնետոմսի կուրսի փոփոխությունից: Սակայն շահույթի կրճատումը, կապված կայուն շահաբաժինների վճարման հետ, էապես կրճատում է արժեթղթերի իրացվելիությունը:

3. Շահաբաժինների երաշխավորված նվազագույն ծավալի վճարման մեթոդը, որը պահանջում է պահպանել շահաբաժինների կայունացված վճարումները, սակայն մաքուր վճարումները չեն կարողանում մեծ դեր խաղալ բաժնետոմսերի կուրսի պահպանման գործում:

4. Շահաբաժինները բաժնետոմսերով վճարելու մեթոդը, ըստ որի բաժնետերերը ստանում են լրացուցիչ բաժնետոմսեր: Այս մեթոդը հեշտացնում է իրացվելիության խնդիրների լուծումը, երբ ընկերությունը ֆինանսական անկայուն իրավիճակում է, իսկ ամբողջ չբաշխված շահույթն օգտագործվում է զարգացման նպատակներով: Դրանից բացի ակնհայտ է միջոցների ձևավորման աղբյուրների շարժունակությունը և նկատելի են դառնում բաժնետոմսերի կառավարման հնարավորությունները:

Նշված մեթոդներից որևէ մեկի ընտրությունը կախված է շուկայական իրադրությունից և կապիտալի շուկայի զարգացման մակարդակից, որոնք դեռևս չեն համապատասխանում ոչ միայն շահաբաժինները վճարման, այլև ներդրումների մեծության որոշման և արդյունավետության ապահովման նկատմամբ ներկայացվող պահանջներին:

Ներդրումների մեծությունը արժեթղթերի մեջ որոշելու համար, պետք է վերագնահատել արժեթղթերի փաստացի արժեքը, ճշգրտել դրանց ֆինանսավորման աղբյուրները, որոշել ներդրումների կազմը, հաշվի առնել տվյալ ընկերության ներդրումների հաշվարկման և գնահատման, ինչպես նաև արժեթղթերի ժամկետային գործունեության առանձնահատկությունները: Փորձը ցույց է տալիս, որ շատ հաճախ արժեթղթերի ժամկետային գործունեության կարգը չի համապատասխանում ներդրումների կազմավորմանը և օգտագործմանը ներկայացվող պահանջներին, քանի որ դրանք միանշանակ չեն ազդում արժեթղթերի գնահատման և ներդրումների կազմավորման վրա: Մեր կարծիքով ժամկետային՝ գործող արժեթղթերի հասկացության տակ պետք է նկատի ունենալ ոչ այնքան դրանց գործողության տևողությունը, որքան իրացվելիության ձևը և աստիճանը:

Արժեթղթերի փոխակերպման ձևը անհրաժեշտ է նաև ԲԸ ներդրումների ակտիվացման, դրանց վրա հսկողությունը ուժեղացնելու և ներդրողների գործունեության ամրապնդման համար: Այդ ձևի առաջնությունը նաև նրանում է, որ այն միաժամանակ մասնակցում է ֆինանսական գործակիցների կազմավորմանը: Աշխատանքում տրվել է ֆինանսական գործակիցների կազմավորման պարամետրերի ու օգտագործման գնահատման չափանիշների կիրառման նշանակությունը՝ արժեթղթերի գործառույթների օգտագործման գնահատման գործընթացում, ինչն արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործունեության համալիր

հետազոտության հիմնավորման անհրաժեշտ պայման է: Դրա միջոցով բնութագրվում է, թե ինչ տեղ են գրավում ներդրումները արժեքների գների որոշման և ֆինանսական գործակիցների ձևավորման գործընթացում:

Արժեքներում ներդրումների ներգրավման ու ֆինանսական գործակիցների կազմավորման գնահատումը թույլ տվեց ձևակերպել հետևյալ կարևոր հիմնադրույթը. եթե շահաբաժինների վճարման դրույքաչափի փոփոխությունը համարվում է արժեքներում ներդրումների իրականացման կարևոր չափանիշ, ապա ֆինանսական գործակիցները ծառայում են որպես արժեքների օգտագործման գնահատման չափանիշներ: Այստեղից հետևում է, որ արժեքների մեջ ներդրումների որոշման մոտեցումների և սկզբունքների սահմանումը, որը ելակետային նշանակություն ունի ընկերության ֆինանսական կայունության կանխատեսման, իրացվելիության պահանջվող աստիճանի ապահովման, ֆինանսական միջոցների շարժունակության, ինչպես նաև փոխառու և սեփական կապիտալի հարաբերակցության կարգավորման համար:

Արժեքներում կատարվող ներդրումների ներգրավման կազմակերպման և կենսագործման նպատակով աշխատանքում կատարվել է նաև արդյունաբերության և դրա ճյուղերի տնտեսության զարգացման կանխատեսման այն կարևոր ֆինանսական ցուցանիշների ուսումնասիրությունը, որոնք ձևավորվում են ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների, կապիտալի և արժեքների շուկաների գործընթացների պայմաններում: Այդ կապակցությամբ աշխատանքում արդյունաբերության զարգացման ֆինանսավորման կարևոր գործընթաց է դիտարկվել արժեքների շուկայի ենթակառուցվածքների, ճյուղային ֆինանսավորման և զարգացման ցուցանիշների պլանավորման հետևյալ առանձնահատկությունները.

- առանձին ճյուղերի արժեքների շուկայականացման կողմնորոշվածությունը և արժեքների գնահատման ցուցանիշների ինտեգրումը, որոնք թույլ են տալիս ընդհանրացնել ճյուղերի զարգացման խնդիրները և դրա հիման վրա կազմել ամբողջ արդյունաբերության արժեքների շուկայի զարգացման ծրագիր.

- առանձին ճյուղերի ներդրումային միջոցառումների ու խնդիրների կողորդիմացումը, հաշվի առնելով դրանց առաջադրանքների իրականացման ժամկետները, լուծման մակարդակը, կառուցվածքն ու ուղղվածությունը.

- ներդրումային նպատակային ծրագրերի իրականացման ժամանակահատվածները և դրանց արդյունքների պլանավորման հիմնական տեսակները:

ՀՀ արդյունաբերության ներդրումային գործընթացների ծրագրերի մշակման և ցուցանիշների պլանավորման համար անհրաժեշտ է նաև նկատի ունենալ գնահատման չափանիշների երկու հիմնական խմբեր: Առաջին խմբում «արտադրանքի իրացման պայմանները», պետք է ներառել թողարկվող արտադրանքի պահանջարկի դինամիկան, շուկայական իրացման բաժինը, իրացման դիսկը, մրցունակությունը, շահութաբերությունը և արտադրության ծավալը: Երկրորդ խմբում «նորամուծության գնահատման պայմանները», պետք է նկատի ունենալ նոր արտադրանքի իրացման արդյունավետությունը, պետական և սոցիալական նշանակությունը, տեխնիկական մակարդակը, շահույթի նորման, ներդրումային միջոցների ֆինանսավորման աղբյուրների արժեքի գնահատումը և արտադրանքի միջճյուղային կիրառման նշանակությունը:

Արդյունաբերության զարգացման խնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ է մշակել արժեքների շուկայի ճյուղային կառավարման մոդել, նկատի ունենալով այն հիմնական մոտեցումները, որոնք վերաբերում են ճյուղերի ծրագրային զարգացման առանձնահատկություններին: Այլ կերպ ասած, պետք է առանձնացնել այն ընկերությունները, որոնք կարող են.

- արժեքների շուկայի միջոցով կողմնորոշվել գիտատեխնիկական առաջընթացում և իրականացնել խոշոր ծավալի նպատակային ծրագրեր, ընդգրկվել գիտատեխնիկական ցիկլի բոլոր փուլերում և կազմակերպել գիտահրամուծության ներուժը.

- կողմնորոշվել տարածելու նորամուծության տեսակների իրացումը, ստեղծել դրա պայմանները, ապահովել կայունությունը և մասնակցությունը արդյունաբերության տեխնիկական վերակառուցման գործում,

- խթանել ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին նորամուծության նվաճումների ներգրավումը արդյունաբերության ֆոնդաստեղծ ընկերություններում.

- ֆինանսավորվել բյուջետային հատկացումներով, բանկային համակարգի և կապիտալի շուկայի գործընթացների միջոցով:

Արդյունաբերության ճյուղերի ներդրումային գործունեության ցուցանիշների ընտրության ժամանակ պետք է հստակեցնել միջոցառումների համար կանխատեսվող ներդրումների ներգրավման դիսկը, կանխատեսել վնասի առաջացման գործոնների բացասական ազդեցության չափը: Ոչխկի առաջացումը կապված է ինչպես ներդրումների արդյունավետության ապահովման, այնպես էլ ներդրումների միջավայրում ձևավորվող արտադրական ու ֆինանսական լծակների ներուժի օգտագործման հետ:

Աշխատանքի *եռկրոտ գուտիս* («Արդյունաբերությունում ներդրումների ներգրավման պայմանները, ճյուղային առանձնահատկություններն ու խնդիրները») նվիրված է արդյունաբերության ճյուղերի զարգացման ներդրումների ներգրավման պայմանների ու առանձնահատկությունների ուսումնասիրությանը, ներգրավման նախադրյալների գնահատմանը, ուղիների ու խնդիրների առաջադրմանը և արդյունավետության գործոնների գնահատմանը:

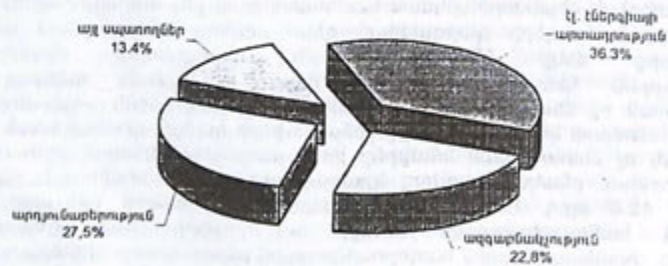
ՀՀ առևտրի և տնտեսական զարգացման նախարարության ներդրումների ներգրավման գործունեությունը պետք է նպատակաուղղված լինի տնտեսության մեջ նախանշված դրական միտումների պահպանմանն ու ամրապնդմանը: Դրա համար կարևոր նշանակություն ունի պետական ներդրումների քաղաքականության հետևողական իրագործումը, որը պահանջում է ներդրումների կառավարման իրականացնել դրանց գերակայելիության սկզբունքներով ու մոտեցումներով: Անհրաժեշտ է նշել, որ երկրի տնտեսական զարգացման ներդրումային գերակայությունը բխում է արտադրության կազմակերպման առանձնահատկություններից, որտեղ կարևորվում են արտադրանքի մրցունակությունը, արտադրության աշխատատարությունը, նոր ընկերությունների և նոր աշխատատեղերի վերագործարկման համեմատաբար քիչ ծախսատարությունը: Արդյունաբերության ճյուղերի զարգացման գերակայելիության որոշման կարևոր նախադրյալներից մեկը ներդրումային և ռեսուրսային միասնական քաղաքականության կենսագործումն է: Պետք է նկատի ունենալ, որ համարպետության ոչ մետաղական ռեսուրսների և շինանյութերի օգտագործման օգտակար հանածոների կորզվող արժեքը շինանյութերի համար գնահատված է 27 9 մլրդ.դոլար, իսկ ոչ մետաղական հումքինը իր 7 տարատեսակներով (դիատոմիտ, պեռլիտ, բենտոնիտ, բնական ցեոլիտ, կրաքար ռեֆլինյան սիենիտ և բնական պիզմենտներ)՝ 45.0 մլրդ. ԱՄՆ դոլար: Սակայն ռեսուրսային պաշարի նման պայմաններում հանրապետության հումքի և նյութերի շատ տեսակների սակավությունը, տրանսպորտային հաղորդակցության թանկացումը, շինարարության ծավալների կրճատումը հանգեցրին շինանյութերի արտադրանքի թանկացման և հետևաբար սպառողական շուկայի կտրուկ նվազեցման:

Ի դեպ, շինանյութերի արդյունաբերության ինտենսիվ զարգացման համար, օրինակ տուֆի արդյունահանման ոլորտում, էական ներդրումներ չեն պահանջվում: Արդյունաբերության ծավալները ուղղակի կախված են պահանջարկի ծավալներից և ունենալով համապատասխան պատվերներ ձեռնարկությունները լիովին

կապահովեն ինչպես ողջ հանրապետության, այնպես էլ արտահանման պահանջները:

Հիմնադրված արտադրության ճյուղում հնարավոր է նաև կազմակերպել երեք կողմանի կողմերացման նախագիծ, այն է. «Լույս» ՊՓԲԸ-ն կարող է տրամադրել ավտոմատ սարքավորում լամպերի կոլբաների արտադրությունը կազմակերպելու համար, որն իր տարածաչափերով համապատասխանում է «Գյումրու ապակու գործարան» ԲԲԸ տեղադրված վառարանի հնարավորություններին, «Նյութաբանություն զԱԶ» ՓԲԸ տեղադրված ապակու արտադրության վառարանների հզորությունները հնարավորություններ կտան արտադրել համաձուլվածքներ լամպերի համար: Բացի այդ, շինանյութերի ոլորտի ձեռնարկությունների կողմից նախկինում և ներկայիս ՍՊՀ անդամ և այլ պետություններում ունեցած կապերը վերականգնելու նպատակով հնարավոր է համագործակցել և ինտեգրվել Մասնավորապես «Արարատցեմենտ» ՓԲԸ կարող է ընդլայնել 400 և 500 մակնիշի ցեմենտի, հրակայուն աղյուսի և երկաթբետոնյա շալվերների արտադրությունը, իսկ «Ղիատմիտ» ՊԱ ԲԲԸ կարող է ընդլայնել դիատոմիտե լցուկների, մաքրող փոշիների բնական հանքային պիգմենտների արտադրությունը:

ՀՀ էներգետիկայի համակարգում էլեկտրաէներգիա արտադրող կառուցների գործունեության ապահովման համար վճարված նշանակություն ունի ներդրումների ներգրավումը գազի արդյունաբերությունում, քանի որ 2014-երը իրենց արտադրությունն ամբողջությամբ իրականացնում են բնական գազի հումքի բազայի վրա, ներկայումս սպառում են ՀՀ ներկրվող բնական գազի մինչև 70 %-ը և արտադրում են էլեկտրաէներգիայի ընդհանուր ծավալի շուրջ 45%-ը: Եվ պատահական չէ, որ ՀՀ գազի արդյունաբերության արտադրության ծավալները վերջին տարիներին ՀՀ արդյունաբերության ամբողջ արտադրանքի մեջ նշանակալիորեն բարձրացել են, 1998, 1999, 2000 թթ. համապատասխանաբար կազմելով 21, 18 և 19%: Բնական գազի ներկրման ամենամեծ ծավալները դիտվել են 1989թ-ին, երբ հանրապետությունում գազի օգտակար բաշխումը հասել է ընդհուպ մինչև 5757 մլն.խ.մ., իսկ բաշխման կառուցվածքն ըստ սպառողների ունեցել է հետևյալ պատկերը. էլեկտրաէներգիայի արտադրություն՝ 36.3%, արդյունաբերություն՝ 27.5 %, բնակչություն՝ 22.8%, այլ (կոմունակալացիայի կարիքներ)՝ 13.4% (տես նկար 1):



Նկար 1. 1989թ. ՀՀ ներքին շուկայում բնական գազի իրացման կառուցվածքը

Այժմ գազի արդյունաբերությունը ֆինանսական լուրջ ներդրումների և վերակառուցման կարիք ունի, առանց որի հնարավոր չէ վերականգնել բնական գազի մատակարարման գործունեությունը:

Ներդրումները հայ ռուսական համատեղ «Հանուսգազարդ» փակ բաժնետիրական ընկերությունում (այսուհետև «ՀՈԳԱ» ՓԲԸ) ունեն հետևյալ պատկերը. որպես բաժնետերեր հանդես են գալիս ՀՀ կառավարությունը, ի դեմս ՀՀ էներգետիկայի նախարարության, ՈՂ «Գազարոմ» բաց բաժնետիրական ընկերությունը և «Խտերա» միջազգային էներգետիկ ընկերությունը: «ՀՈԳԱ» ՓԲԸ հայտարարված և գրանցված կապիտալը կազմում է 280 մլն. ԱՄՆ դոլար, 28 մլն. հատ սովորական անվանական բաժնետոմս, 10 դոլար անվանական արժեքով: «ՀՈԳԱ» ՓԲԸ կանոնադրի կապիտալի 3.2%-ը՝ 9.0 մլն. ԱՄՆ դոլար, հիմնադրիչների կողմից ներդրվել է դրամական տեսքով, որն էլ ընկերությանը հնարավորություն է ընձեռնել իրականացնելու գործունեության սկզբնական փուլի բոլոր աշխատանքները: Կանոնադրի կապիտալի մնացած մասը 134043 մլն. դրամ (266.7 մլն. ԱՄՆ դոլար, ներդրման պահի համարժեքով 1 դոլարը =502.6 դրամ հաշվարկված) ներդրվել է հայկական կողմից գույքով ՀՀ գազամատակարարման համակարգը «ՀՈԳԱ» ՓԲԸ-ն որպես սեփականություն տրամադրելու միջոցով (4.3 մլն. ԱՄՆ դոլար ներդրվել է հետագա տարիների ընթացքում դարձյալ գույքով) Ինչ վերաբերում է ռուսական կողմի հիմնադիրներին, ապա կանոնադրի կապիտալի 55%-ի դիմաց «Գազարոմ» և «Խտերա» ընկերությունների կողմից ՀՀ կառավարությանը տրամադրվել է 2121.4 մլն.խ.մ. բնական գազ (01.01.2001թ. դրությամբ արդեն 1700 մլն.խ.մ. առաքվել էր և 421.4 մլն.խ.մ. գազ առաքվել է 2001թ. ընթացքում):

Իր հերթին «ՀՈԳԱ» ՓԲԸ բնական գազի անխափան և անվար մատակարարման հետ կապված մի շարք ծառայությունների և այլ գործունեության տեսակների իրականացման նպատակով 10367.5 մլն. դրամ ներդրումներ է կատարել 12 ՍՊԸ-ներում, տիրապետելով այդ ընկերությունների 100% բաժնեմասերին:

ՀՀ գազամատակարարման համակարգի շահագործման տարեկան ընդհանուր ծախսերը, ելնելով ներկայումս ձևավորված առանձնահատկություններից, ըստ մոտավոր հաշվարկների կկազմեն 5756 մլն. դրամ, որից բնական գազի ներկրման համակարգ՝ 1026, փոխադրման և պահեստավորման համակարգ՝ 1772, և բաշխման համակարգ 2958 մլն. դրամ: Եիշտ է, ՀՀ էներգետիկայի կարգավորող հանձնաժողովի (ԷԿՀ) կողմից ՀՀ ներքին շուկայում բնական գազի իրացման սակագներում ներառված է շահագործման ծախսերի որոշակի գումարի շուրջ 5018 մլն. դրամ (հաշվարկված գումարի շուրջ 87 %-ը), սակայն ֆինանսական հոսքերի բացակայության պատճառով «ՀՈԳԱ» ՓԲԸ գործնականում փաստացի հնարավորություն ունի համակարգի շահագործման համար նախատեսել և իրականացնել ընդամենը 4080 մլն. դրամի (հաշվարկված գումարի շուրջ 70%-ը) շահագործման ծախսեր:

Վերաներդրումների կարևոր բաղադրիչը շահույթը, նույնպես աննշան է ներառված բնական գազի սակագներում: Օրինակ, ՀՀ էներգետիկայի համակարգի այլ ընկերություններում, մասնավորապես փոքր ՀԷԿ-երի, էլեկտրաէներգիայի բաշխիչ ցանցերի մասնավորեցման պայմաններում էլեկտրաէներգիայի իրացման սակագներում շահութաբերությունը նախատեսվում է 10 - 15%-ի չափով: Բնական գազի իրացման գործող սակագնում (79.1 դոլար/1000խ.մ.) այն սահմանվում է 1.14 % ակտիվների արժեքի նկատմամբ և այն էլ միայն արտադրությանը մասնակցող մասի (60%-ի) հաշվարկով: Վերջինս գործնականում չի խթանում համակարգի զարգացման համար անհրաժեշտ ներդրումների իրականացումը: Վերլուծությունները ցույց տվեցին, որ գազի կորուստների ծավալի 1% իջեցումը (սակագնի կառուցվածքում կորուստների բաժինը կազմում է 3.83% և 1450 մլն.խ.մ. բնական գազի ներկրման դեպքում 4.332 հազ. դոլար) կազմում է 43.3 հազ. դոլար և կարող է բերել 79.1 դոլար/1000 խ.մ. սակագնի 0.04%-ի իջեցում: Համակարգի շահագործման ծախսերի 1 % իջեցումը նույն պայմաններում հանգեցնում է 115.0 հազ. դոլար տնտեսման և կարող է բերել սակագնի 0.11 % նվազեցման, այդ թվում նյութական ծախսերի,

ամորտիզացիայի, աշխատանքի վարձատրման ֆոնդի 1% իջեցումը կարող է բերել սակագրի համապատասխանաբար 0.17, 0.041և 0.013 % նվազեցման:

Ուսումնասիրություններից պարզվեց, որ սակագրային հոդվածներից ամենամեծ տեսակարար կշիռն ունեն ավելացված արժեքի հարկի (16.67%) և բնական գազի ներկրման գնի (67.00%) հոդվածները, որոնց ծավալների 1% իջեցումը կարող է հանգեցնել վերջնական սակագրի համապատասխանաբար 0.17 և 0.71 %-ների նվազեցման: Սակայն մի շարք ակնհայտ հանգամանքներից ելնելով, ճշված ուղղություններով սակագրերի իջեցման հասցելը, մեր կարծիքով, իրատեսական է:

Վերլուծելով ներկայիս գործող սակագրերի կառուցվածքն ու դրանով պայմանավորված ֆինանսական հոսքերը, որպես ընկերության ֆինանսական վիճակի բարելավման իրատեսական աղբյուրներ անհրաժեշտ է դիտարկել գազի ծավալների ավելացման հնարավորությունը, ինչը ՀՀ գազի արդյունաբերության հետագա զարգացման լուրջ նախադրյալ է, ինչպես նաև իրատեսական է քանի որ, ինչպես ցույց են տալիս 2003 - 2005թթ. ՀՀ գազի պահանջարկի վերլուծությունները, այն էական աճի միտումներ ունի:

ՀՀ տնտեսության մի շարք ճյուղերում, սկսած 1998 թվականից, ձևավորվեցին ներդրումների ֆինանսավորման որոշ հնարավորություններ, որոնք իրականացվեցին հիմնականում համատեղ ձեռնարկությունների, առանձին բաժնետիրական ընկերությունների սեփական միջոցների, արտաքին ներդրումների և հումքանյութային ռեսուրսների արտահանման, և ոչ թե պատրաստի արտադրանքի իրացման շահույթի հաշվին: ՀՀ տնտեսությունում կատարված ներդրումների ավելի բարձր տեմպեր ձևավորվեցին 1999թ.՝ օտարերկրյա ներդրումների բաժնի ավելացման հաշվին: Սակայն այդ ներդրումները էական դեր չեն խաղում արդյունաբերության վերականգնման գործում:

Դեռևս շատ ցածր է կուտակումների բաժինը արդյունաբերությունում, որտեղ սեփական միջոցների մասը կազմում է ընդամենը 30%, բյուջետային հատկացումները՝ 6.5%, իսկ այլ աղբյուրները՝ 63.5%: Արդյունաբերությունում ներդրումների կրճատման հետևանքով գնալով նվազել է ճյուղի արտադրանքի ֆիզիկական ծավալի ինդեքսը: Արտադրանքի նվազագույն մակարդակը հատկապես ցածր է մետաղամշակման, մեքենաների ու սարքավերականգնողի արտադրության ճյուղերում՝ ռեսուրսային բազայի լիակատար վերացման հետևանքով:

Ներդրումների ներգրավման հիմնական պայմանը պետք է համարել ոչ միայն արտադրանքի աճը, այլև սարքավորումների ֆիզիկական մաշվածության վերականգնումը: Արդյունաբերության հիմնական ֆոնդերի մաշվածության ամենաբարձր աստիճանը վերաբերում է մեքենաշինության, թեթև և շինանյութերի արդյունաբերության ճյուղերին, որտեղ ներդրումների հիմնախնդիրները կայանում են կարողությունների վերականգնման ու արդիականացման մեջ:

Արդյունաբերական հիմնական ֆոնդերի ինտենսիվ նորացման աստիճանը կազմում է 2.04 (10.8/5.3), այդ թվում էներգետիկայում՝ 6.93 (38.8/5.6)՝ իսկ մեքենաշինությունում ավելի շատ սարքավորումներ են դուրս գրվել (6.2%) քան թե գործարկվել են (4%): Ճիշտ է արդյունաբերության հիմնական ֆոնդերի գործարկման ծավալում ամենամեծ բաժինը (49%) ընկնում է մեքենաշինությանը՝ սակայն այդ ճյուղի սարքավորումների մաշվածությունը և արտադրական կարողությունների օգտագործման նվազման տեմպերը համեմատաբար ավելի բարձր են և դա այն դեպքում, երբ մեքենաշինության տեսակարար կշիռը արդյունաբերության հիմնական ֆոնդերի կազմում ամենաբարձրն է (29%): Սակայն կապիտալ ներդրումների դինամիկան ցույց է տալիս, որ այդ ֆոնդատեղծ ճյուղի բաժինը ընդհանուր ներդրումների ծավալում 1995 - 2000թթ. գնալով կրճատվել է (21%-ից 4%):

Արդյունաբերության ֆոնդատեղծ ճյուղերում ներդրումների ներգրավումը հասել է նվազագույն չափերի: Ընկերություններում ֆինանսական ծանր իրավիճակի

առաջացումը և վճարունակության ու իրացվելիության խիստ նվազումը դարձել են ներդրումների սահմանափակման հիմնական պատճառներ:

Արդյունաբերության ներդրումների գործընթացը հնարավոր է պահպանել որոշակի մակարդակի վրա, եթե այն իրականացվի երկու գերակայելի մոտեցումներով: Առաջինի համաձայն հնարավոր է ճյուղի արտադրական ներուժի գործունեությունը պահպանել 50 - 60%-ի սահմաններում, եթե կիրառվեն տեղական հանքանյութային ռեսուրսներն ու գիտական մշակումները, որոնք համապատասխանում են միջազգային համանման չափանիշներին: Երկրորդի համաձայն՝ նպատակահարմար է ներդրումները ապահովել համատեղ արտադրությունների ընդլայնման կազմակերպման միջոցով: Այժմ ներդրումային խնդիրների առաջադրման բարդությունը ավելի ակնհայտ է, քանի որ գործող տեխնոլոգիաների և արտադրանքի տեխնիկական անհրաժեշտ մակարդակի ստեղծման միջև առաջացել են լուրջ հակասություններ: Այսպես, տեխնոլոգիական սարքավորումների անհամեմատ ցածր մակարդակը սահմանափակում է առաջադիմական տեխնոլոգիական ներդրումը, որի հետևանքով նպատակահարմար չէ գործող տեխնոլոգիաների քանակական և որակական հատկությունները կիրառել որպես ներդրումների ներգրավման գնահատման չափանիշներ:

Արդյունաբերությունում ներդրումների հիմնախնդիրների լուծման նպատակով անհրաժեշտ է դրանց գործընթացի իրականացումը կանխատեսել հետևյալ չորս հիմնական փուլերում: Առաջինում պետք է մշակվեն ներդրումների շուկայի զարգացման մակրոտնտեսական խնդիրների գնահատման և կանխատեսման տեսակետ և գործնական կիրառման մեթոդները: Երկրորդում անհրաժեշտ է գնահատել ներդրումների ներգրավման այն նախադրյալները, որոնք կապված են կառուցվածքային քաղաքականության հիմնախնդիրների լուծման հետ: Երրորդում նպատակահարմար է գնահատել գործող տեխնիկայի և տեխնոլոգիաների մաշվածության և տեխնիկական ճշգրտության մակարդակը, ինչպես նաև դրանց օգտագործման արդյունավետության ցուցանիշները: Չորրորդում կոնկրետացնել ներդրումների ներքին և արտադրանքի արտադրանքի անվանացանկը, նորանուծության և ներդրումային խնդիրները:

Այդ փուլերի հիմնախնդիրների կենսագործման համար պետք է անցկացնել արտաքին միջավայրի հետազոտություն, դրանց շուկայի արդյունքների գնահատման, ինչպես նաև ներդրումների ներգրավման պայմանների բացահայտում: Դրա համար աշխատանքում ներդրումների ներգրավման հիմքում դրվել են նաև ներդրումային հեռանկարային ծրագրերի հիմնադրույթները, որոնց զլխավոր նպատակը «կայունացումից դեպի բյուջետային դիֆիցիտի վերացումն ու տնտեսական աճի ապահովումն է», որի արդյունքում հնարավոր կլինի տարեկան իրական տնտեսական աճը բնափայլին ձևով հասցնել մինչև 7 - 8%-ի, ապահովել նոր աշխատատեղերի ստեղծումը և արդյունաբերության արտադրական ներուժի 50 - 60% օգտագործումը: Սակայն արդյունաբերությունում ներդրումների կրճատման հետևանքով ճյուղի արտադրական ներուժի օգտագործման աստիճանը 1999 - 2000թթ. 20 - 25 %-ից չի անցել:

Առաջիկա տարիներին պետական ներդրումային քաղաքականության նպատակը ընդհանրացված կարելի է արտահայտել հետևյալ կերպ՝ իրացման իրական շուկա ունեցող գիտատար արտադրանքի արտադրության տեխնոլոգիական շրջայի պահպանումը և զարգացումը, թողարկվող արտադրանքի մրցունակության բարձրացումը ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին շուկայում, համապատասխան ուղղությունների վրա պետական աջակցության միջոցառումների կենտրոնացումը Այդ նպատակին հասնելու համար անհրաժեշտ է.

1. Մշակել և ներդնել տնտեսապես առավել արդյունավետ կարճ ժամկետներում ծախսախնայողություն ապահովող նախագծեր և ծրագրեր. Մշակել արդյունաբերության զարգացման գերակայելի ուղղությունների ի հայտ բերման

մեխանիզմը և այն հասցնել մինչև տնտեսավարող սուբյեկտներին: Այդ մեխանիզմը ըստ գերակայությունների պետք է ընդգրկի գիտատեխնիկական և տեխնիկատնտեսական քաղաքականության երկարաժամկետ և կարճաժամկետ պարտավորությունների ձևավորումը, դրանց փորձաքննությունը և գնահատումը, հաշվի առնելով ֆինանսական ներդրումների հնարավորությունները:

2. Չնավորել հիմնավորված, արդյունավետ նախագծերի և ծրագրերի իրականացման համար կազմակերպատնտեսական կառույցները, մշակել և իրագործել դրանց ներդրման մեխանիզմը, օգտագործելով պետական աջակցություն և ինտեգրման տարբեր ձևեր, ներառյալ ԱՊԳ անդամ և այլ արտասահմանյան երկրների հետ կոոպերացիաների, գիտաարտադրական կոնսորցիումների, համատեղ ընկերությունների, ինչպես նաև ֆինանսաարդյունաբերական խմբերի ստեղծումը:

3. Սուտակա ժամանակաշրջանում ձեռնամուխ լինել այն պետական ընկերությունների լուծարմանը, վերամասնագիտացմանը կամ արդիականացմանը, որոնց գործունեությունը համարվում է տնտեսապես անարդյունավետ և չի համապատասխանում անցկացվող կառուցվածքային քաղաքականությանը:

4. Չնավորել պետության կարիքների համար ապրանքների և ծառայությունների գնումների այնպիսի քաղաքականություն, որն ուղղված կլինի արտադրական և սոցիալական ենթակառուցվածքի զարգացմանը, գիտատեխնիկական առաջընթացի խրախուսմանը, սոցիալական նշանակության ինչպես նաև արտահանման կողմնորոշվածություն ունեցող արտադրությունների զարգացմանը:

5. Մշակել և իրագործել արդյունաբերության արտահանումը խթանող ծրագիր:

6. Ապահովել կազմակերպատնտեսական պայմաններ արդյունաբերական քաղաքականության ձևավորման և դրա իրագործման համար անհրաժեշտ ստույգ տնտեսական տեղեկատվության (գիտատեխնիկական և տնտեսական կանխատեսումներ, սցենարներ, գիտատեխնիկական և տնտեսական գերակայությունների ընտրության մեթոդիկաններ, պետական ծրագրեր, նրանցում մասնակցության ձևերը և այլն) ստացումը տեղեկատվական համակարգերում, որոնցից հնարավորություն կունենան օգտվել ինչպես նախարարությունները, գերատեսչությունները, այնպես էլ բոլոր շահագրգիռ տնտեսական սուբյեկտները:

Ներդրումային քաղաքականության իրականացման գլխավոր պայմանը ներդրումային գործունեության խթանումն է, որը պահանջում է.

- սեփականության բազմաձևության հիմքի վրա ներդրումային գործընթացի հետևողական ապակենտրոնացում, ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորում առավելապես ներքին (սեփական) աղբյուրների (շահույթից կուտակման մաս. արագացված ամորտիզացիա և այլն) հաշվին,

- կենտրոնացված ներդրումների իրականացման ծանրության կենտրոնը տեղափոխել բյուջետային անհատույց ֆինանսավորումից դեպի վերադարձվող վարկային ֆինանսավորումը, անվերադարձ բյուջետային ֆինանսավորումը պահպանել միայն սոցիալական այն կարևոր ծրագրերի և նախագծերի համար, որոնք չունեն առևտրային բնույթ և ֆինանսավորման սեփական աղբյուրներ,

- սահմանափակ կենտրոնացված կապիտալ ներդրումների հատկացումը միայն այն արտադրական ծրագրերի և նախագծերի իրականացման համար, որոնք համապատասխանում են կառուցվածքային քաղաքականության հիմնական գերակայելի ուղղություններին, ըստ որում իրականացնելով բաշխումը բացառապես մրցույթային կարգով,

- բնակչության միջոցների (այդ թվում ավանդների) առավելագույն օգտագործումը, հավաքագրելով դրանք մասնավորապես կազմակերպական կառուցվածքային տարբեր ինստիտուտների միջոցով (ներառյալ

վստահելի ներդրումային բանկերը, հիմնադրամները, կենսաթոշակային հիմնադրամը և ապահովագրական ընկերությունները):

Արդյունաբերական ներդրումային ժամանակակից քաղաքականությունը պետության կողմից միջին և երկարաժամկետ բնույթի իրականացվող ներդրումների ամբողջությունն է, որի նպատակն է երկրում ձևավորել բարձր զարգացած, մրցունակ արդյունաբերական արտադրություն, որը կբխի ազգային շահերից, կնպաստի բարձրացնել տնտեսության անվտանգության մակարդակը: Դրան կարելի է հասնել հետևողական, աստիճանական կառուցվածքային վերափոխումների պետական քաղաքականության ճանապարհով՝ առաջիկա 10 - 15 տարիների ընթացքում:

Արդյունաբերական ներդրումային կարևորագույն կարևորները պետք է լինի նորամուծության առանձին խմբերի նկատմամբ պետության գործունեության տարբերակայնությունը, դրանցից յուրաքանչյուրին պետք է համապատասխանի հովանավորչության մեխանիզմների իր խումբը: Ներդրումային ռեսուրսների սղության և դրանց միջնորդային հոսքի սահմանափակ պայմաններում ներդրումա- նորամուծության պետական տարբերակված գործողության իմաստը պետք է կայանա նրանում, որպեսզի նա հաղթահարի տնտեսության կառուցվածքային տեղաշարժերի գործընթացի տարբերակչությունը և, ելնելով արդյունաբերական կառուցվածքային քաղաքականության նպատակներից, օժանդակի ներդրումների ներգրավման արդյունավետության բարձրացմանը:

Այդ առումով աշխատանքում տրվել է ներդրումային տարբերակների գնահատումը, որը թույլ է տալիս հիմնավորելու դրանցից ավելի արդյունավետ տարբերակի իրականացման տնտեսական նշանակությունը և բացահայտելու հուսալիությունը: Այսպես, նպատակահարմար ենք համարում ներդրումային տարբերակների ընտրության դեպքում ելակետ ունենալ, թե որքանով կարող ենք ընկերությանը ապահովել մի կողմից մեքենայական համալիր, մեքենայական բարձր ճշգրտություն, մեքենայացման մեծ մասշտաբներ, վերջնական արտադրանքի թողարկման և դրա տեսակարար ծախսատարության կրճատման հնարավորություն, ինչպես նաև արտադրության տեխնոլոգիական ճշգրտություն, որակի բարձրացման և նյութերի խնայողության կանխատեսումներ, մյուս կողմից արժեթղթերի շուկայի ակտիվ գործունեություն:

Հանրապետության մեքենաշինության ձեռնարկությունների շուրջ 70 %-ի համար տարբերակների ընտրության ելակետային սկզբունքները գրեթե նույնն են: Անշուշտ, ներդրումային առավել հիմնարար տարբերակի ընտրությունը պետք է ապահովի նաև ներդրումների նպատակային ներգրավումը, որը հանդիսանում է նորամուծության, ավանդական արտադրանքի անվանացանկի նորացման ու արդիականացման, նոր նյութերի մշակման և գործող կապիտալի տեխնիկական մակարդակի բարձրացման նախադրյալը: Անհրաժեշտ է հստակեցնել ներդրումների ներգրավումը, որը ենթադրում է մի կողմից տեխնիկայի ու տեխնոլոգիաների, մյուս կողմից արտադրանքի քանակական և որակական փոփոխության, ինչպես նաև տնտեսական աճի հիմնական գործոն:

Ներդրումային տնտեսական քաղաքականության հիմնախնդիրները պետք է առաջադրվեն ու լուծվեն ներդրումների ներգրավման պետական կառավարման միջոցով, հաշվի առնելով, ներդրումավորման մակարդակը, ուղղությունը, նորամուծության մրցակցային առավելությունները և արտադրության անվտանգությունը: Այսպես օրինակ, «Հայրուսզագարդ» ՓԲԸ զարգացման ծրագրի անվնասության կետը առաջանում է կարողությունների նվազագույն (10%) օգտագործման պատճառով, դրա համար հասույթի և արտադրական ծավալները գրեթե համընկնում են միմյանց հետ: Կարողությունները 60 % օգտագործելու դեպքում, մեծանում են արտադրական ծախսերը, հասույթը հասնում է մինչև 83 մլն. դոլար և բարձրանում է ընկերության զարգացման նախագծի բյուջետային արդյունավետությունը:

Հաշվարկները ցույց տվեցին, որ տվյալ նախագծի զուտ վճարումների հոսքի և ներդրումների ընթացիկ արժեքի հարաբերությունը կազմում է 2000թ. 0.56 (871/1555), իսկ 2010թ. 0.29 (10989/37737), զնալով զուտ վճարումների հոսքը ավելանում է 12.6 անգամ (10989/871), զուտ ընթացիկ արժեքը 24.3 անգամ (37737/1555) «Հայրուսգագարդ» ՓԲԸ զարգացման ծրագրի տնտեսական արդյունավետությունը գնալով բարձրանում է, շահույթի ներքին նորման հասնում է մինչև 11%, զուտ վճարումների հոսքը 21331 հազ. դոլարից հասնում է մինչև 36662 հազ. դոլար կամ ավելանում է 1.7 անգամ, իսկ նախագծի ընթացիկ արժեքի մեծությունը կրճատվում ու հասնում է մինչև 50048 հազ. դոլար, կամ բացասական մեծությունը նվազում է 4.2 անգամ, որը դրական ազդեցություն է թողնում ներդրումների օգտագործման արդյունավետության վրա և միաժամանակ թույլ է տալիս ասելու, որ տվյալ նախագիծն իր ներդրումային գործունեությամբ կարող է համարվել արդյունավետ:

Ընկերության տնտեսության զարգացման նախագծի շահույթի նորմայի աստիճանաբար բարձրացումը կապված է որակի որոշակի աստիճանի հետ, որն իր հերթին կախված է գազի մատակարարման, ներդրումների ընթացիկ արժեքի և արտադրական ծախսերի ընթացիկ արժեքի փոփոխությունից:

Այդ ցուցանիշների հիման վրա իրականացվել է ընկերության զարգացման նախագծի վերլուծությունը, որի տվյալները գնահատվել են երեք հայեցակարգային մակարդակով:

Առաջինում որպես փոփոխական ցուցանիշ կիրառվել է գազի առաքման ծավալը, իսկ որպես վերլուծվող ցուցանիշներ՝ ներդրումային կապիտալի զուտ ընթացիկ արժեքը և շահույթը: Գազի առաքման ծավալը 5% փոփոխելու դեպքում զուտ ընթացիկ արժեքը ավելանում է 52 %-ով, որն ուղղիղ համեմատական է գազի առաքման ծավալին: Վերջինիս փոփոխության դեպքում տարեկան զուտ շահույթը միջին հաշվով փոփոխվում է 8 %-ով, սրանով էլ արտահայտվում է ընկերության զարգացման նախագծի զգայնությունը գազի առաքման ծավալից:

Երկրորդ հայեցակարգով, որպես փոփոխական պարամետր ընդունվել են ներդրումային ծախսերը (վերակառուցման), իսկ որպես վերլուծվող պարամետրեր զուտ ընթացիկ արժեքը և զուտ շահույթը: Արդյունքում նախագիծը ներդրումային ծախսերի նկատմամբ զգայուն չէ, քանի որ ներդրումները 5% փոփոխվելու դեպքում զուտ ընթացիկ արժեքը փոփոխվում է ընդամենը 1 %-ով, իսկ տարեկան զուտ շահույթը՝ 0.2 %-ով:

Երրորդ հայեցակարգով, որպես փոփոխական պարամետր ընդունվել է արտադրական ծախսերի մակարդակը, իսկ որպես վերլուծվող պարամետրեր՝ զուտ ընթացիկ արժեքը և զուտ շահույթը: Այս դեպքում նախագիծը զգայուն է համարվում արտադրական ծախսերի փոփոխության նկատմամբ՝ ծախսերը 5% փոփոխվելու դեպքում զուտ ընթացիկ արժեքը կրճատվում է 30 %-ով, իսկ տարեկան զուտ շահույթը միջին հաշվով՝ 5 %-ով:

Այսպիսով, ընկերության զարգացման նախագծի հայեցակարգերի զգայնության վերլուծության արդյունքների գնահատումը ցույց տվեց, որ արժեքների ներդրումային գործունեության արդյունավետության բարձրացումը պահանջում է հաշվի առնել արտադրանքի շուկայական պահանջարկը, ընկերության բաժինը արտադրանքի իրացման շուկայում, արտադրանքի որակը, մրցունակությունը, իրացման շահույթն ու շահութաբերությունը, ինչպես նաև արտադրանքի թողարկման տեսակարար ծախսերի կրճատումը: «Հայրուսգագարդ» ՓԲԸ կարողությունների գործարկման զարգացման նախագծի և արտադրության անվճարաբերության ձևավորման ու գնահատման արդյունքներից հայտնի դարձավ, որ ընկերության արժեքների թողարկման համար կարևոր նախադրյալներն են գազի առաքման ծավալի ավելացումը, ներդրումների զուտ ընթացիկ արժեքի դրական մեծությունը, շահույթի ներքին նորմայի բարձրացումը:

Աշխատանքի երրորդ գլխում («Արժեքներում ներդրումային գործունեության կազմակերպումը, ներդրումների ընտրության մոտեցումներն ու գործունեությունը») քննարկվում են ներդրումային գործունեության կազմակերպման, տարբերակների ընտրության, բանկային ներդրումային գործունեության և կարգավորման հիմնահարցերը:

Ներդրումային գործունեությունը ընկերության արտադրաֆինանսական իրավիճակի բարելավման հիմնական պայմաններից մեկն է, որն իրենից ներկայացնում է արժեքների ներդրումային նպատակների իրագործման և փաթեթների կազմավորման ամբողջություն: Ներդրումների նպատակների կիրառմանը կախված է արժեքների ներդրումային հնարավորություններից և նպատակների փոխկապակցության օպտիմալ կառուցվածքից:

Ներդրումների ներգրավման գործունեությունը ընդհանրապես արտադրությունում և մասնավորապես առանձին արտադրանքների թողարկման գործընթացներում ներկայացվում է որպես արտադրաֆինանսական ու տեխնիկանորմալության բարձր գործունեություն: Ներդրումային գործունեության կազմակերպման հետ կապված հիմնահարցերի քննարկման արդյունքների գնահատումից պարզվեց, որ ներդրումային գործունեության հիմնավորման համար անհրաժեշտ է նկատի ունենալ ներդրումային տարբերակների ընտրության այն մոտեցումները, որոնց կիրառումը կարող է նպաստել գնահատելու դրանց տնտեսական արդյունավետությունը:

Ներդրումային տարբերակների ընտրությունը առավելապես հետաքրքրում է ոչ միայն արժեքներ թողարկող ընկերություններին, այլև ներդրողներին, որոնք այդ ընտրությունը կարող են գնահատել ներդրումների արդյունավետության երկու հիմնական խումբ չափանիշներով: Առաջին խմբում պետք է ներառել ընկերության արժեքների օգտագործման արդյունավետության գնահատման տեղայնության չափանիշները, որոնց արտաքին ներդրումների սահմանափակումների դեպքում ավելի ճշգրիտ են արտացոլում ընկերության կամ ճյուղի ֆինանսական ներդրումների և շահույթի աճի գործոնները: Երկրորդ խմբում պետք է ներառել այն զլբալ չափանիշները, որոնց կարող են օգտագործվել ամբողջ տնտեսական գործունեության արդյունավետության գնահատման համար:

Ներդրումային տարբերակների գնահատման ցանկացած չափանիշների և մեթոդների կիրառման դեպքում, որպես հիմք անհրաժեշտ է ընդունել ներդրումային ծախսերի և ներդրումային արդյունքի հարաբերակցությունը, որը որպես ընդհանուր չափանիշ առնչվում է ներդրումների ցանկացած տարբերակի արդյունավետության գնահատման հետ: Ներդրումների որևէ տարբերակի ընտրության համար նպատակահարմար է կիրառել ընկերության դրամական միջոցների ներհոսքի և արտահոսքի ցուցանիշները: Ուսումնասիրությունից պարզվեց, որ ներդրումային տարբերակների գնահատման չափանիշները կիրառելի են հիմնականում միկրոտնտեսական մակարդակով: Այդ առումով աշխատանքում տրվել է ներդրումների զուտ դիսկոնտավորված եկամտի ինդեքսի, շահույթի ներքին նորմայի, ներդրումների հետ գնման ժամկետի և արտադրության անվճարաբերության շեմի վերլուծությունն ու գնահատումը: Ներդրումների առավել արդյունավետ տարբերակի ընտրությունը ենթադրում է որոշել ԲԸ ներդրումների զուտ իրական արժեքը, որի համար պետք է օգտագործել ներդրումների ընդհանուր ծավալը, սպասվող դրամական հոսքերը, ընկերության կապիտալի արժեքը և ներդրումների հետ գնման ժամկետը: Ներդրումային տարբերակների ընտրության համար կարելի է կիրառել նաև շահույթի նորման և դրամական հոսքերի եկամտաբերության դրույթաչափը:

Աշխատանքում ներդրումային գործունեության կառավարման հիմնահարցը քննարկվել է նաև ՀՀ բանկային համակարգի գործունեության շրջանակներում, որը համարվում է, որպես արժեքներ թողարկող և արժեքներում ներդրումներ կատարող

ակտիվ հիմնարկություն: Առևտրային բանկերի գործողության հիմնական նախադրյալը սեփական կապիտալի մեծությունն է: Ի դեպ սեփական կապիտալի անհորաժեշտ ծավալը կնպաստի իրականացնել արժեթղթերի գնումը, նոր թողարկված արժեթղթերի տեղաբաշխումը, դրանց առուվաճառը, արժեթղթերի կառավարումը, ինչպես նաև իրականացնել արժեթղթերի փաթեթի վերլուծություն և բացահայտել ներդրողի ակտիվների բաժինը: Այժմ հանրապետության բանկային ոչ բոլոր գործառնություններն են համապատասխանում ներդրումների իրականացման նպատակներին: Դրա համար արդյունաբերության ընկերություններում անհրաժեշտ է կազմել բանկային ներդրումային կոնկրետ ծրագրեր, որոնք պետք է հիմնվեն հետևյալ դրույթների վրա:

Դրանցից առաջինը արժեթղթերի փաթեթային տեսությունն է, որի կիրառումը բանկերին թույլ է տալիս ճիշտ բաշխել փաթեթի ռիսկի չափը և գնահատել շահույթը Փաթեթային տեսությունն իր մեջ ընդգրկում է նաև ակտիվների գնահատումը, ներդրումային որոշումները, փաթեթի օպտիմալացումը և արդյունքի գնահատումը:

Երկրորդը տնտեսության բարենպաստ պայմաններում արժեթղթերի վաճառքի (բանկերին) ապահովումն է, որն իրականացվում է ներդրումների միջոցով հաշվի առնելով բաժնետոմսերի գների մակարդակը, դրա համար վաճառվող բաժնետոմսերի գների պարբերաբար կրկնվող փոփոխությունները:

Երրորդ կարևոր դրույթը ինդեքսավորված փաթեթերի տեսությունն է, ըստ որի արժեթղթերի փաթեթի կազմավորումը կապակցվում է որոշակի ֆոնդային ինդեքսի հետ:

Չորրորդը գրաֆիկական մեթոդն է, որն իրենից ներկայացնում է բորսային ենթակառուցի վերլուծության միջոց, ըստ որի ներդրումային ծրագրի ծավալի գրաֆիկը համապատասխանում է ֆինանսական գործիքի արդյունավետության գրաֆիկին: Այդ գրաֆիկների հատման կետը գնահատվում է որպես արժեթղթերի գնման կամ վաճառքի կայն:

Ֆինգերորդը ներդրումային ռազմավարությունն է, որի էությունը կայանում է երկարաժամկետ ժամանահատվածում արժեթղթերի գնման ու տիրապետման մեջ:

Վեցերորդը բաժնետոմսերի գնման քաղաքականությունն է, որը ենթադրում է դրանց հետագա վաճառքը օպցիոնների միջոցով: Այդ դեպքում ներդրողը շարունակում է ստանալ եկամուտ, երբ արժեթղթերի շուկայական գինն ավելի բարձր է այդ արժեթղթերի կանչի («ջուլ») օպցիոնում ամրագրված գնից:

Նշված հիմնարկություններից հինգերորդը ենթադրում է բանկային ներդրումների ներգրավումը բաժնետոմսերում, որը կապված է տնտեսության առանձին ճյուղերի զարգացման արագացման, ներդրումների ֆինանսավորման իրավիճակի և բաժնետոմսերի շուկայական գների որոշման հետ:

Բաժնետոմսերի գնի որոշումը թույլ է տալիս բանկերին կանխատեսել շահույթի առավելագույն ծավալը, ընդ որում օպցիոնների հետ կատարվող գործարքն ավելի է նպաստում այդ խնդրի լուծմանը, քանի որ բանկերը կարող են միջոցները ներդնել օպցիոնների բազմաթիվ տեսակներում:

Արժեթղթերի շուկայում բանկային գործունեության գլխավոր խնդիրը պետք է կայանա նաև արժեթղթերի փաթեթի կազմավորման մեջ, սակայն այդ փաթեթի ստեղծման վերաբերյալ դեռևս լուրջ միջոցառումներ չեն կիրառվում: Ուստի կարևոր նշանակություն ունի արժեթղթերի փաթեթի կազմավորման բանկային այն միջոցների հուսալիության ապահովումը, որոնք պետք է ներգրավվեն արժեթղթերում: Արժեթղթերի փաթեթի էությունը կայանում է եկամտի և ռիսկի գործակիցների կիրառելի աստիճանների ընդլայնման մեջ: Ընդ որում, կարևոր նշանակություն ունի բանկային այն երաշխիքը, որը պետք է միջնորդի ներդրումների կատարումը արժեթղթերում: Այդ երաշխիքը կարող է լինել, երբ բանկը ուսումնասիրում է արժեթղթերի գործընթացի կազմակերպման կամ դրանց առջ ու վաճառքին մասնակցող երկու կողմերի ֆինանսական իրավիճակը: Դրանից հետո բանկային

միջնորդությունը կարող է տեղի ունենալ, երբ երկու ընկերություններ միաձուլվում են իրենց արժեթղթերով: Ընկերությունների միաձուլման գործընթացի դեպքում, որպես կանոն, տեղի է ունենում բաժնետոմսերի փոխանակում կամ միաձուլում, սակայն յուրաքանչյուր ընկերություն ձգտում է բաժնետոմսի արժեքը հասցնել առավելագույնի: Այստեղից էլ բանկերը, բաժնետոմսերի գինը ճշտելով, կարող են նախ նպաստել այդպիսի միաձուլմանը և բնութագրել միաձուլման նշանակությունը: Ինչպես նաև, գնահատելով այդ միաձուլումը, բանկերը կարող են ճշտել, թե, ինչպես կարող է միաձուլումը ազդել նոր ստեղծված ընկերության բաժնետոմսերի կուրսի վրա: Առևտրայինություններում կոնկրետ տվյալների հիման վրա տրված է ընկերությունների միաձուլման եղանակներն ու դրանց տնտեսական նշանակությունը:

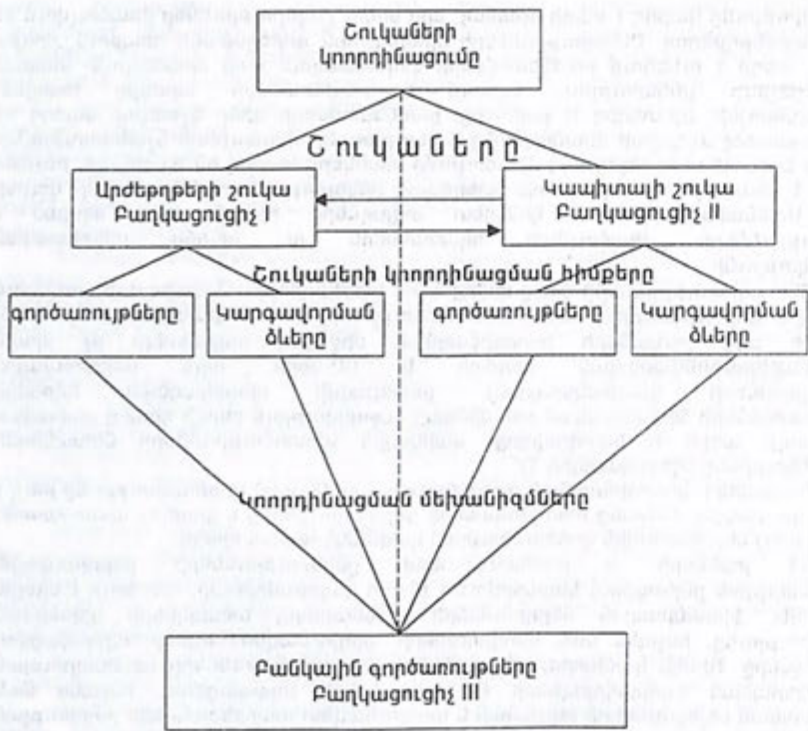
Չետազոտությունները ցույց տվեցին, որ արժեթղթերի և կապիտալի շուկայում բանկային գործունեության առանձնահատկությունը 3-րդ-ում կայանում է նրանում, որպեսզի այդ շուկաների կորոզիացման միջոցով ապահովվի ոչ միայն արդյունաբերաֆինանսական խմբերի և ԲԸ-ների, այլև ներդրումային հիմնարկումների կազմակերպումը, բարելավվի սնանկացման ենթակա ընկերությունների ֆինանսական իրավիճակը, աջակցություն բերվի դրանց սեփական կապիտալի աճին և կարգավորվի վարկային արտոնությունների մեխանիզմի գործունեությունը (գծապատկեր 1):

Շուկաների կորոզիացման գործընթացում բանկային գործունեությունը թույլ է տալիս զուգակցել միմյանց հետ շուկաների գործառույթները և դրանով պատասպարել (հեջավորել) ներդրումային գործունեության կազմակերպման ռիսկը:

3-ր բանկերի և բաժնետիրական ընկերությունների ներդրումային գործունեության ընթացքում կարևորվում է ռիսկի կարգավորումը, որը թույլ է տալիս ապահովել ֆինանսական ներդրումների ամենաբարդ տեսակների կիրառման հուսալիությունը, ինչպես նաև ներդրումների արդյունավետությանը ներկայացվող պահանջները: Ռիսկի կանխորոշումը բանկերի և ընկերությունների արտադրության կազմակերպման նախադրյալների և պայմանների զարգացման, ինչպես նաև ֆինանսական ներդրումների բաշխման և արդյունավետ տարբերակների ընտրության մեխանիզմն է:

Ռիսկի աստիճանը կախված է միջավայրի գործունեության առանձնահատկությունից և շուկայի իրավիճակից: Դրա համար կապիտալի վերակառուցման դեպքում առաջանում է ներդրումային ռիսկի աստիճանի որոշման տարբեր հիմքերի կիրառման անհրաժեշտությունը:

Ամբողջովին վերցրած ռիսկը ֆինանսական գործիք է, որն էական ազդեցություն է գործում գործընթացի արդյունքի վրա: Չատկապես կարևորվում են իրացվելիության, ճյուղային, առևտրային և ներդրումային ռիսկերը: Չանրապետության բաժնետիրական ընկերություններում ներդրումային ռիսկը պայմանավորված է արժեթղթերի անկայունությամբ, շուկայի թեղադրացած ենթակառուցվածքներով և օրենսդրական դաշտի անկատարությամբ: Ներկայումս կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ռիսկը կարելի է գնահատել ըստ չափի, աստիճանի, ժամկետի և իրադրության չափանիշներով: Ընդ որում ռիսկի աստիճանի գնահատումը պետք է կապակցել տարբեր տեսակի արժեթղթերի ներդրումային հնարավորությունների հետ: Չետազոտությունները ցույց տվեցին, որ ընկերությունում ռիսկն ըստ էության կապված է նաև ներդրվող կապիտալի և սպասվելիք եկամտի կորստի հետ: Կապիտալի կորստի ռիսկը կախված է համակարգային և րիզմա ռիսկերից, իսկ սպասվելիք եկամտի կորստի ռիսկը կախված է տոկոսային ռիսկի և դրամի գնողունակության ռիսկի փոփոխությունից: Տոկոսային ռիսկն իր հերթին կապված է պարտքային արժեքների փոփոխության հետ: Եթե տոկոսադրույքը բարձրանում է, ապա ընկերության փոխառության արժեքը իջնում է և՛ ընդհակառակը:



Գծապատկեր 1. Արժեթղթերի և կապիտալի շուկաների կորորինացման կառուցվածքը

Ներդրումային ռիսկի աստիճանը կախված է նաև ներդրումային փաթեթից որը ներկայացնում է տարբեր ակտիվների արժեքների գումար Փաթեթի գնահատումը թույլ է տալիս վերակառուցել ռիսկերը այնքանով, որքանով կապիտալը ներդրվում է տարբեր ակտիվներում, որոնց եկանոտների դրույքաչափը գտնվում է բացասական կորելյացիայում, այսինքն՝ եթե մի ակտիվի եկամտաբերության դրույքաչափն աճում է, ապա մյուս ակտիվինը՝ կրճատվում: Ինչը թույլ է տալիս մի ակտիվի եկամտաբերության դրույքաչափի նվազումը փոխհատուցել մյուս ակտիվի դրույքաչափի բարձրացման հաշվին:

Արժեթղթերի փաթեթը կարող է համարվել արդյունավետ, եթե տվյալ ռիսկի համար առավելագույն չափի է հասնում փաթեթի սպասվելիք եկամտաբերությունը: Դրա համար ներդրողները ընտրում են ռիսկի մակարդակը, իսկ ներդրումները ձևավորվում են ակտիվների փաթեթի ռիսկի միջին ժամկետայնությամբ: Փաթեթի ակտիվների դրամական արժեքը դիտարկվում է որպես ներդրումներ, իսկ կապիտալի շուկայական գինը բնութագրվում է ակտիվների փաթեթի ռիսկի և եկամտի հարաբերակցությամբ:

Ռիսկի գնահատման տեսանկյունից կարևորվում է ռիսկի, եկամտաբերության տոկոսադրույքի և կապիտալի արժեքի հարաբերակցության բնութագրումը: Կապիտալի կառուցվածքի որոշման խնդիրը կայանում է նրանում, որպեսզի որոշվի, թե կապիտալի կառուցվածքի և ռիսկի միջև ինչպիսի փոխկապակցություն պետք է սահմանել:

ՀՀ բաժնետիրական ընկերություններում կապիտալի կառուցվածքի որոշման նպատակով անհրաժեշտ է ցուցաբերել որոշակի մոտեցումներ, հաշվի առնելով, որ կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության տվյալ պայմաններում բացահայտվում են փոխառու կապիտալի օգտագործման հնարավորությունները ֆինանսական լծակի ներգործության ուժի միջոցով: Ֆինանսական լծակի արդյունքի բարձրացումը ենթադրում է շահույթի աճ փոխառու կապիտալի հաշվին: Փոխառու կապիտալը մի կողմից ավելացնում է ֆինանսական ծախսերը, մյուս կողմից մեծացնում է բաժնետոմսերին ընկնող շահույթը: Շահութահարկի բարձր նորմայի դեպքում ընկերությունը շահագրգռված է լինում օգտագործել փոխառու կապիտալը, եթե ֆինանսական լծակի դիֆերենցիալը դրական է:

Կապիտալի կառուցվածքի փոփոխությունը կապված է փոխառու կապիտալի օգտագործման դրույքաչափի, շահութահարկի և շահաբաժինների վճարման հետ:

Չորրորդ գլխում («Արժեթղթերի օգտագործման, փաթեթի ձևավորման և գնագոյացման շուկայական առանձնահատկությունները») ուսումնասիրվել են արժեթղթերի օգտագործման, փաթեթի եկամտաբերության գնահատման, գնագոյացման շուկայական առանձնահատկությունները, շահաբաժնային քաղաքականության և շահույթի կապիտալացման պայմանները:

Արժեթղթերի օգտագործման գնահատումը կապված է ֆինանսական գործիքների կիրառման հետ և պահանջում է անցկացնել արժեթղթերի շուկայի վերլուծություն, մշակել դրանց գնահատման մոդելը, որոշել կիրառման ուղղությունը ու նշանակությունը ներդրումային փաթեթի ձևավորման գործում: Արժեթղթերի օգտագործման գնահատման հիմնահարցը ենթադրում է ինչպես առանձին արժեթղթերի արդյունավետության որոշում, այնպես էլ դրանց կուրսի վիճակագրության փոփոխությունների առանձնահատկությունների բացահայտում, որոնք ձևավորվում են արժեթղթերի եկամտաբերության և ռիսկի տարբեր աստիճանների առաջացման դեպքում: Այսպես, եթե ներդրողը ձեռք է բերել «Հայֆուսգազարդ» ՓԲԸ բաժնետոմսերի փաթեթ (օրինակ, 20 հազ. դոլար արժեքով) բաժնետոմսի շուկայական ընթացիկ գինը կազմում է 23 հազ. դոլար, ստացված շահաբաժինը՝ 2 հազ. դոլար: Դետևաբար տվյալ բաժնետոմսի եկամտաբերությունը կկազմի 25%՝ $[2 + (23 - 20)]/20$:

Բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը որոշելուց հետո պետք է պարզել բաժնետոմսերով ներդրումների հետագա ներգրավման նպատակահարմարությունը: Օրինակ, եթե ընկերության համար ռիսկի գործակիցը որոշվել է 1.4, իսկ սովորական բաժնետոմսերում ներդրումների եկամտաբերությունը կազմում է 25%, ներդրումների շուկայական միջին եկամտաբերությունը՝ 30%, ապա ընկերության բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը կկազմի 32%՝ $[25 + 1.4 (30 - 25)]$, որն ապացուցում է մի կողմից արժեթղթերում ներգրավված ներդրումների կանխատեսվող շահույթի, մյուս կողմից ներդրումների փաստացի շահույթի նորման:

Կանխատեսված շահույթի նորմայից շեղումների չափը հիմնականում կախված է ընկերության ֆինանսական լծակի ներուժից և օգտագործման աստիճանից: Այդ հիմնահարցը քննարկելիս պետք է նկատի ունենալ, որ բաժնետոմսերում կատարված ներդրումների արդյունավետությունը դեռևս իրական չէ, և եթե անտեսվի ներդրումների փաստացի արդյունավետության գործոնների օգտագործման կարևորությունը, արժեթղթերի շուկայի զարգացման ուսումնասիրությունը դառնում է ինքնանալատակ:

Ներդրումների պլանավորված շահույթի և փաստացի շահույթի նորմաների տարբերության առաջացման պատճառների ու գործոնների բացահայտումն ու գնահատումը կապված է արտադրական և ֆինանսական լծակների ներուժի օգտագործման հետ: Այդ լծակները կարող են նպաստել ներդրումների համալիր խնդիրների լուծման նախադրյալների ստեղծման կանխատեսմանը: Այդ առումով անհրաժեշտ է որոշել, թե ֆինանսական լծակի ներուժը ինչ բնույթով, ուղիներով ու ձևերով է ազդում բաժնետոմսերում կատարված ներդրումների փաստացի շահույթի նորմայի ձևավորման վրա:

Ֆինանսական լծակը գործում է ընկերության ֆինանսական մեխանիզմի համակարգում, որը փոխկապակցված է արտադրական լծակի հետ: Ֆինանսական լծակի գործողությունը արտացոլվում է դրա արդյունքի և յուրաքանչյուր սովորական բաժնետոմսի զուտ շահույթի փոփոխության միջոցով: Ուստի ֆինանսական լծակի ներուժի ազդեցությունը կատարվում է բաժնետոմսի զուտ շահույթի և դրանց զուտ շահութաբերության ձևավորման ուղղությամբ:

Ֆինանսական լծակի ներուժի ազդեցությունը արտահայտվում է նրանում, թե յուրաքանչյուր սովորական բաժնետոմսի զուտ շահույթը քանի տոկոսով կփոխվի եթե ներդրումների զուտ շահույթը ավելանա մեկ տոկոսով: Այդ փոփոխությունն անմիջականորեն կապված է փոխառու և սեփական միջոցների հարաբերակցություններից: Ֆինանսական լծակի ներուժը գնահատելու համար անհրաժեշտ է նկատի ունենալ սովորական բաժնետոմսի զուտ շահույթի մեծությունը, որը որոշվում է առեմտախտությունում մշակված մոդելի միջոցով: Բերված մոդելի կիրառումը թույլ է տալիս բնութագրել արժեթղթերի կրիտիկական շեմի ձևավորման միջակայքը, որը կարող է բնորոշվել ներդրումների շահագործումից ստացվող շահույթի կամ վնասի առաջացման տարբեր ծավալներով:

Այստեղից հետևում է, որ բաժնետոմսերի շահութաբերության փոփոխության գնահատումը, կապված է նաև դրանցում կատարված ներդրումների ծավալի և արտադրության անվնասաբերության կրիտիկական շեմի հետ: Այդ առումով աշխատանքում շահույթի փոփոխության նկատմամբ կատարվել է գործոնային վերլուծություն, որը թույլ է տվել որոշել արտադրության անվնասաբերության սահմանի և շահույթի վրա ազդող գործոնների աճի ապահովման հնարավորությունները, որոնք կապված են ոչ միայն լրացուցիչ բաժնետոմսերի բաց բողման, այլև դրանց շահութաբերության բարձրացման հետ:

Բաժնետոմսի շահութաբերության և արժեքի որոշումը կախված է մի կողմից շահաբաժնային քաղաքականության, և մյուս կողմից կուտակման քաղաքականության իրականացումից:

Նոր բաժնետոմսերի գնի որոշումը անմիջականորեն կապված է կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման և արժեքի որոշման հետ, իսկ բաժնետոմսի օգտագործման գնահատումը պահանջում է կապիտալի արժեքը որոշելիս հաշվարկել դրա ձևավորման ֆինանսական աղբյուրների արժեքը, որոշել յուրաքանչյուր ֆինանսական աղբյուրի տեսակարար կշիռը, և ապա կապիտալի միջին կշռված արժեքը:

Կապիտալի միջին կշռված արժեքը ցույց է տալիս ներդրումների եկամտաբերության նվազագույն դրույքաչափը: Նոր թողարկվող բաժնետոմսերի արժեքը որոշելիս պետք է նկատի ունենալ, որ նոր բաժնետոմսերի բաց բողման նախագծի եկամտաբերության դրույքաչափը պետք է բարձր լինի, քան գործող կապիտալինը: Այդպիսի մոտեցումը պայմանավորված նրանով, որ ներդրումները այնպես պետք է կազմավորվեն, որպեսզի ԲԸ կապիտալի աճը (կամ նոր բաժնետոմսերի թողարկումը) չխախտի դրա օպտիմալ կառուցվածքը (հարաբերակցությունը փոխառու և սեփական կապիտալների միջև):

Այդ պահանջները լրացվում են նաև ինքնաֆինանսավորման աղբյուրների գնահատման միջոցով, նկատի ունենալով, որ ինքնաֆինանսավորման նորման

ձևավորվում է չբաշխված շահույթի հիման վրա և որոշվում է ինքնաֆինանսավորման աղբյուրների գումարը հարաբերելով հիմնական ակտիվներում ներառված ներդրումների և լրացուցիչ ընթացիկ ֆինանսական միջոցների ընդհանուր գումարին: Չետևաբար ներդրումային գործառույթը պետք է չսահմանափակի ԲԸ սեփական կապիտալի արդյունավետ օգտագործման մեխանիզմի գործողությունը, որը հնարավոր է կազմակերպել բաժնետոմսերի եկամտաբերության և դրանց արժեքի որոշման մեթոդական հիմքերի ճշգրտման միջոցով:

Նոր բաժնետոմսի գինը որոշելու նպատակով աշխատանքում ներկայացված մոդելը թույլ է տալիս հիմնավորել, որ նոր բաժնետոմսերը կարող են ավելի ակտիվորեն մասնակցել արժեթղթերի (ներդրումների) փաթեթի ձևավորման և եկամտաբերության բարձրացման ու կապիտալի նոր կառուցվածքի ձևավորման գործընթացներին:

Արժեթղթերի փաթեթի ձևավորումը ներառում է արժեթղթերի օգտագործման և կառավարման ամբողջություն, որի շնորհիվ կայանում է եկամուտների ապահովման, կապիտալի աճի և արժեթղթերում ներդրումային գործունեության կազմակերպման մեջ: Մեր կողմից կատարված հետազոտությունը ցույց տվեց, որ ԲԸ կարող է արժեթղթերի փաթեթը ձևավորել հետևյալ կառուցվածքով. պետական խնայողական փոխառության (20%), սովորական բաժնետոմսերի (15%), արտոնյալ բաժնետոմսերի (15%), ավանդների, բանկային վկայագրերի (20%), փոխառությունների (30%) միջոցով: Փաթեթում սովորական բաժնետոմսերի բաժինը կարելի է հասցնել 30%-ի, որի դեպքում ռիսկի մակարդակն ավելի ցածր է:

Արժեթղթերի փաթեթները գնահատելիս պետք է ռիսկերը միավորել երեք խմբերի մեջ, դրանք են՝ եկամտի ռիսկը, կապիտալի կառուցվածքի ռիսկը և փաթեթի կառավարման ռիսկը: Օրինակ, ընկերությունը օգտագործում է իր սեփական կապիտալը (սովորական բաժնետոմսերով)՝ 70% և փոխառու կապիտալը՝ 30%: Վարկի տարեկան արժեքը կազմում է 15%, սեփական կապիտալի արժեքը՝ 20%, այստեղից կապիտալի միջին կշռված արժեքը կազմում է 18.5% ($20 \times 0.7 + 15 \times 0.3$):

Սեփական կապիտալի արժեքը արժեթղթերի փաթեթի արդյունավետության, ռիսկի կառավարման և շահաբաժինների չափի որոշման կարևոր պայման է: Շահաբաժինների չափի, ինչպես նաև կապիտալի արժեքի որոշումը անմիջականորեն կապված են ընկերության բաժնետոմսերի գնի և դրանց կապիտալացման հետ: Բոլոր դեպքերում ընկերության ներդրումային քաղաքականության համար որպես բնորոշ չափանիշ պետք է ընդունել շահաբաժինների չափի որոշումը: Տնտեսագիտական գրականության մեջ շահաբաժնային տեսությունը բաժանվում է երկու հիմնական խմբերի՝

առաջին խմբի ներկայացուցիչները առավելագույն սահմանի են հասցնում շահաբաժինների չափը (արժեթղթերում ավելի մեծ չափով դրամական միջոցներ ներգրավելու նպատակով),

երկրորդ խմբի ներկայացուցիչները նախապատվությունը տալիս են զուտ շահույթի կապիտալացմանը (հետագայում իրենց արժեթղթերի շուկան մեծացնելու նպատակով):

Բոլոր դեպքերում անհրաժեշտ է հաշվի առնել այն գործոնները, որոնք ներգործում են շահաբաժինների չափի և չբաշխված շահույթի վրա: Այդ գործոններից են արտադրական և ֆինանսական լծակների օգտագործումը, կապիտալի գինը և կառուցվածքի փոփոխությունը: Եթե արտադրական և ֆինանսական լծակների ներուժը արտահայտում է արտադրաֆինանսական ռեսուրսների օգտագործման արդյունավետության բարձրացման հնարավորությունները, ապա կապիտալի գինը արդյունավետության բացարձակ ծավալը:

Ընդհանրացնելով ուսումնասիրության արդյունքները, հանգում ենք այն հայեցակարգերի ձևավորմանը, որ զուտ շահույթի բաշխումը ենթադրում է այնպիսի համամասնություն, որը պետք է ապահովի բաժնետոմսերում ներդրումների խթանումը

և արտադրության տեխնիկական զարգացումը: Ընդորոմ դեպքում զուտ շահույթի բաշխման համամասնությունները կարգավորելիս որպես հիմնական չափանիշ նպատակահարմար է կիրառել ոչ միայն արժեթղթերում ներդրումների ներգրավման, այլև գործող կապիտալի վերարտադրության ֆինանսական միջոցների պահանջարկը: Այլ կերպ ասած, կիրառել շահաբաժինների և չբաշխված շահույթի միջև գործող հետադարձ կապի ու փոփոխության բնորոշման չափանիշները, որոնք արտաջրում են շահաբաժինների և ներդրումների օպտիմալ հարաբերակցությունը, ընդորոմ շահաբաժինների վճարումը պետք է ապահովի բաժնետերերի շահերը և ընկերության ինքնաֆինանսավորումը, որոնք արտահայտվում են աշխատանքում մշակված մոդելների միջոցով:

Այսպիսով, զուտ շահույթի բաշխումը շահաբաժինների և չբաշխված շահույթի միջև պահանջում է նկատի ունենալ շահաբաժինների տարեկան զուտարի ու չբաշխված շահույթի հարաբերակցությունը, շահաբաժինների տարեկան վճարման տոկոսի և ավանդների տարեկան ակտիվների և կապիտալի կառուցվածքի կարևոր է շահույթի կապիտալացման նորման որոշելու համար:

Աշխատանքի *հինգերորդ գլխու* («Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային ներուժի ակտիվացման հիմնախնդիրները») ուսումնասիրվել են արժեթղթերի ներդրումային ներուժի գնահատման, ֆինանսական ակտիվների և կապիտալի կառուցվածքի բարելավման, ինչպես նաև շուկայի ակտիվացման հիմնախնդիրները:

Արժեթղթերի ներդրումային ներուժի գնահատումը ըստ էության ներդրումների որակի բնութագրումն է, որը կապված է տվյալ ընկերության ֆինանսական գործունեության հուսալիության, իրացվելիության և եկամտաբերության ներկա ու գալիք ժամանակաշրջանի այն հնարավորությունների ստեղծման հետ, որոնք պայմանավորվում են արժեթղթերի թողարկմամբ, տեղաբաշխմամբ և դրանց հետագա շրջանառության կազմակերպմամբ: Այդ կապակցությամբ պետք է հատուկ ուշադրություն դարձնել ներդրողների գործունեության որակի, մասնագիտացման, բիզնեսի ապագայի և իրապարակվող ազդագրերի վրա:

Արժեթղթերի ներդրումային ներուժը գնահատելու հիմնական մոտեցումը վերաբերում է ընկերության ֆինանսական իրավիճակին, որը բնորոշվում է միջոցների (ակտիվների) և դրանց ձևավորման աղբյուրների (սեփական և փոխառու), կապիտալի կազմավորման և օգտագործման միջոցով:

Նշված ցուցանիշների համակարգում նախապատվությունը պետք է տալ արտադրության ակտիվների և բաժնետոմսերի շահութաբերությանը, որոնք բնութագրում են ծախսերի փոխհատուցման, շահույթի կապիտալացման հնարավորությունը, ինչպես նաև բաժնետոմսերում ներգրավված միջոցների եկամտաբերությունը: Փորձը ցույց է տալիս, որ բաժնետոմսի շահաբաժինի չափը, բաժնետոմսերին ընկնող շահույթի մեծությունը և բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը կախված են իրական ներդրումների եկամտաբերությունից:

Բաժնետոմսերի եկամտաբերությունն իրենից ներկայացնում է զուտ շահույթի և իրական ներդրումների հարաբերությունը: Եթե ներդրումների եկամտաբերությունը նվազում է, ապա ներդրումների շահութաբերության գործակիցն իջնում է: Բաժնետոմսերի եկամտաբերությունն ավելի մեծ չափով նվազում է այնտեղ, որտեղ փոխառու կապիտալի բաժինը ընդհանուր կապիտալի կազմում ավելի մեծ է և ընդհակառակն:

Այստեղից դժվար չէ համոզվել, որ շահութահարկի նվազագույն սահմանի որոշման համար որպես չափանիշ պետք է ընդունել ներդրումների եկամտաբերության միջին նորման, որն ընդհանուր է և կարելի է կիրառել որպես կապիտալի օպտիմալ կառուցվածքի ձևավորման չափանիշ: Այդ չափանիշը նպատակահարմար է կիրառել կանխատեսելու ընկերության սեփական կապիտալի բաժինը, բաժնետոմսերի քանակը, ներդրումներից ստացվող շահույթը, ինչպես նաև շահութահարկի, շահաբաժինների և զուտ շահույթի նվազագույն չափերը, որոնք

պայմանավորվում են փոխառու կապիտալի արժեքի մակարդակով և միաժամանակ հանդիսանում են սեփական կապիտալի աճի գործոններ:

Կապիտալի արժեքի աճի հասկացությունը մեծ դեր է խաղում արժեթղթերի շուկայի գործառնությունների կարգավորման գործում, այն օգտագործվում է որպես միջոցների շահագործման գնահատման ցուցանիշ և կախված է շահաբաժիններից և ընկերության ֆինանսական կառուցվածքից:

Կապիտալի գնի որոշումը թույլ է տալիս բնութագրել ընկերության հեռանկարային ներդրումավորումը, որոշել դրա ֆինանսական կառուցվածքը և գնահատել կանխավճարված միջոցների արդյունավետությունը: Կապիտալի գինը բնութագրում է ներգրավված կապիտալի միավորի համար որքան զուտար պետք է վճարել: Այդ առումով կապիտալի գինը որոշելիս նախ պետք է նկատի ունենալ, որ սեփական կապիտալի գինն իրենից ներկայացնում է ներդրված ռեսուրսների հաստիքը (%), որը կարելի է օգտագործել սեփական կապիտալի շուկայական գնահատման համար, երկրորդ, փոխառու միջոցների գինը, որը համարվում է տոկոսների վճարման ձև և թույլ է տալիս ընտրել կապիտալի ներգրավման լավագույն տարբերակ, երրորդ, ընկերության շուկայական արժեքի առավելագույն սահմանը, չորրորդ, կապիտալի այն գինը, որը թույլ է տալիս օպտիմալացնել ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների գործունեությունը:

ԲԸ սեփական կապիտալի գնի որոշումը կանխավճարված կապիտալի կամ ֆինանսական կառուցվածքի կարգավորման կարևոր գործիք է: Այդ առումով ավելի է կարևորվում կապիտալի միջին կշռված գնի որոշումը, որը թույլ է տալիս կանխատեսել ներդրումները, հիմնավորել դրանց շահույթի ներքին նորման, հաշվարկել ֆինանսավորման տարբեր աղբյուրների արժեքը և կողմնորոշվել շահաբաժինների վճարումներում, ինչն անհրաժեշտ է արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման սկզբունքների և նախարկայների ճիշտ օգտագործման կազմակերպումից: Արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման հասկացությունն իրենից ներկայացնում է ֆինանսական միջոցների փոխանակության արագացումը, որն ընդգրկում է ինչպես ազգային, այնպես էլ միջազգային շուկաները:

Շուկայի ակտիվացման ներդրումային գործընթացներով պայմանավորված գործոնները նպատակահարմար է կանխատեսել երեք հիմնական մակարդակներով:

Առաջինը ներդրումների ներգրավումն է առանձին ընկերություններում, որը բնութագրվում է ներդրումների հեռանկարային զարգացման, արտադրանքի իրացման, կապիտալի կառուցվածքի ձևավորման, ակտիվների օգտագործման արդյունավետության, վճարունակության, իրացվելիության և ֆինանսական կայունության համալիր գնահատման տեսանկյուններից:

Երկրորդը ներդրումների ճյուղային ներգրավումն է, որը բնութագրվում է առանձին ճյուղերի հեռանկարային զարգացման, եկամտաբերության և ներդրումային ռիսկի միջոցով: Ճյուղի համար ներդրումների ներգրավումը պետք է գնահատել ընկերության ներդրումային ռազմավարության և ներդրումային փաթեթների կառուցվածքի ձևավորման տեսանկյունից:

Երրորդը ներդրումների տարածքային ներգրավումն է, որը բնութագրվում է առանձին տարածքների ներդրումային ենթակառուցվածքների զարգացման մակարդակով, ներդրումային ռեսուրսների ներառման մասշտաբներով, որոնք էապես ներգործում են ներդրումների եկամտաբերության ձևավորման, ռիսկի և տարածքի ներդրումային փաթեթների վերակառուցման վրա:

Արժեթղթերում ներդրումների ներգրավումը և ԲԸ ներդրումային ակտիվացումը պահանջում է ճյուղի, տարածքի և ընկերությունների համար կիրառել որոշակի չափանիշներ, որոնք ստորաբաժանվում են մակրոտնտեսական և միկրոտնտեսական խմբերի միջև:

Ակտիվացման առաջին չափանիշը ինֆլյացիայի դադարեցումն է Փորձը ցույց է տալիս, որ բարձր ինֆլյացիայի չափերն առաջանում են ներդրումների անկման

հետևանքով, քանի որ ինֆլյացիան սահմանափակում է արտադրական ներդրումները, բարձրացնում է բանկային տոկոսադրույքները, սահմանափակում է վարկերը, առաջացնում է տնտեսական և քաղաքական անկայուն իրավիճակ, որի հետևանքով բարձրանում է ներդրումային ռիսկը, որը տեղի է ունենում հատկապես երկարաժամկետ ներդրումների ճամբանակ:

Ընկերության շուկայական ակտիվության երկրորդ չափանիշը բանկային տոկոսադրույքի իջեցումն է, որն անուղղակիորեն նպաստում է արժեթղթերում ներդրումների ավելացմանը:

Շուկայական ակտիվացման գործընթացի երրորդ չափանիշը դրամական քաղաքականության խստությունն է և դրամի ներքին պահանջարկի հաշվեկշռումը: Այդպիսի չափանիշներ կարող են համարվել նաև հարկային բեռի թեթևացումը, հարկերի բազմազանության կրճատումը, հարկերի գանձման կարգի պարզեցումը, ինչպես նաև շահաբաժնային քաղաքականությունը:

Չորրորդ չափանիշը բնակչության խնայողությունների և այլ անձանց դրամական միջոցների վերածումն է ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրների:

Արժեթղթերում ներդրումների ներգրավման և ընկերության ներդրումային գործունեության ակտիվացման գնահատման չափանիշների կիրառման հիմնական գրավակները ներդրումային միջոցառումների իրականացման պայմանների ստեղծումն է, որն էլ յուրաքանչյուր պետության ներդրումային քաղաքականության առանցքային մասն է կազմում: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման ընթացքում առանձին երկրների դեռևս չի հաջողվել ստեղծել և աստիճանաբար կատարելագործել արժեթղթերի շուկայի ներդրումային ներուժի ակտիվացման համապատասխան մոդել: ԳՂ-ում նույնպես դեռևս չեն ձևավորվել համակարգային մոտեցումներ մշակելու այն բոլոր սկզբունքներն ու հայեցակարգերը, որոնք կարող են առանձնահատուկ նշանակություն ունենալ ինչպես արժեթղթերում ներդրումների կազմակերպման, այնպես էլ շուկայի կարգավորման որևէ մոդելի ընտրության համար:

Ատենախտության վեցերորդ գլխում («ԳՂ արժեթղթերի շուկայի զարգացման պայմանները և կարգավորման հիմնախնդիրները») բացահայտվում են ԳՂ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացման պատճառները, վերլուծվում արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ ԳՂ օրենքների համապատասխանությունը միջազգայնորեն ընդունված հանձնարարականների ու չափորոշիչների պահանջներին, վերհանվում են շուկայի կարգավորման հիմնախնդիրները և առաջադրվում դրանց լուծման մոտեցումները:

ԳՂ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացման պատճառները բացահայտելու նպատակով աշխատանքում տրվում է դրա ընդհանուր բնութագիրը, որն հիմնականում արտահայտվում է պետական պարտատոմսերի, բաժնետոմսերի, ֆորվարդային պայմանագրերի և մուրհակների գործարքներով: Այդ գործարքներում գնալով (1998 – 2000թթ.) նվազել է բաժնետոմսերի բաժինը, որն 8%-ից իջել է մինչև 2.7%-ի: 2000 թվականին գրանցվել է բաժնետոմսերով առևտրի նկատելի մակարդակ. շուկայում տեղի է ունեցել կառուցվածքային փոփոխություն, էականորեն ավելացել է պետական պարտատոմսերով կատարված գործարքների ծավալը, որը 1999թ. համեմատությամբ 2000թ. ավելացել է 3 անգամ, իսկ մյուս արժեթղթերի ընդհանուր ծավալը՝ 6-7 անգամ: Այնուամենայնիվ, արժեթղթերի շուկան դեռևս բավարար չափով չի խթանում բարձրացնելու ինչպես բաժնետոմսերի իրացվելիությունը, ակտիվությունը, բաժնետիրական ընկերությունների լայն ընդգրկումը արժեթղթերի գործարքներում, այնպես էլ իրական ներդրումների և արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման աճի տեմպերը:

ԳՂ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման գործառնություններում ֆինանսական կարևոր գործիք են համարվել այն բաժնետոմսերը, որոնք 2000թ. տվյալներով պատկանել են 61 բաժնետիրական ընկերությունների, որոնցից 58-ը

մասնավորեցման արդյունքում ստեղծվածներն են: Առաջարկված բաժնետոմսերի ընդհանուր ծավալը հասել է մինչև 6865 մլն. դրամի, որոնցից տեղաբաշխվել է 985 մլն. դրամի բաժնետոմս, կամ իրացվել է առաջարկի 14.3%-ը: Բաժնետոմսերի շուկայում 2000թ. ընթացքում փաստորեն գործարքների մասնակցել են 231 քողարկողների պատկանող 232 սովորական և արտոնյալ բաժնետոմսեր, ընդ որում իրացվել են համարվել 10 – 12-ը, որոնց միջոցով հիմնականում պայմանավորվել է շուկայի կապիտալացումը: Բաժնետոմսերով կատարված շուկայական գործարքների ծավալը 2000թ. հասել է մինչև 3733 մլն. դրամի, կամ շուրջ 7 մլն. դրար, որը կազմել է ԳՂ ՅԱ-ի 0.4%-ը, իսկ բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացումը, էլ ենթված թեթևած գործարքներից, 33.6 մլն. դրար, կամ ՅԱ-ի 1.74%-ը: 2000թ. բաժնետոմսերով գործարքների և շուկայի կապիտալացման ծավալների հարաբերությունը կազմել է 20.8%: Բերված ցուցանիշների դիմամիկայի գնահատումը թույլ տվեց բացահայտել այն հիմնականը, որ արժեթղթերի շուկայում ընդհանրապես և դրա ենթակառուցվածքներում մասնավորապես փոփոխություններ չեն կատարվել:

Դայաստանի արժեթղթերի շուկայում մինչև 2001թ. գործել են չորս ֆոնդային բորսաներ, որոնց գործարքների ծավալը բաշխվել է անհամաչափ: Բորսայական առևտրի և ընդհանուր առևտրի ծավալների հարաբերությունը կազմել է 8% (2000թ.), ինչը վկայում է շուկայի մասնակիցների գործարքների անբավարար մակարդակի մասին, որը վերջին երեք տարիներին նվազել է: Բաժնետոմսերով կատարվող գործարքների մոտ 50%-ը տեղի է ունեցել բորսաներից դուրս, բորսաներում կատարված գործարքների 95%-ը տեղի է ունեցել բաժնետոմսերով (1999թ.), որը 2000թ. նվազել է 2.8 անգամ:

Ուսումնասիրություններից հետևում է, որ արժեթղթերի շուկայում բորսայական գործունեությունը չի նպաստել շուկայի կապիտալացման ծավալի ավելացմանը Այսպես, բորսայական գործարքների մասնակցած բաժնետոմսերի կապիտալացման և բոլոր գործարքներին մասնակցած բաժնետոմսերի կապիտալացման հարաբերությունը դեռևս շատ ցածր է և կազմել է 1998թ. 32, 1999թ. 22 և 2000թ. 49.5%: Նման պայմաններում բորսայական առևտրի ծավալը կազմել է ամբողջ առևտրի ծավալի 50%-ը (2000թ.): Նշանակում է, բորսայական գործարքները կատարվել են փոքր ծավալներով, որոնք սահմանափակել են բորսայական կապիտալացման աճի տեմպերի բարձրացումը:

Արժեթղթերի շուկայի ձևավորման ու զարգացման ուսումնասիրությունն ու վերլուծությունը թույլ են տալիս մեր հանրապետության համար առանձնացնել այդ շուկայի հետևյալ բնորոշ գծերը.

առաջին, պետական պարտատոմսերով կատարված գործարքների ճնշող գերակշռությունը այլ արժեթղթերի նկատմամբ, որի արդյունքում ձևավորվել է արժեթղթերի շուկա պայմանավորված պետական պարտքի արժեթղթավորմամբ,

երկրորդ, երկրորդային շուկայի թերզարգացածությունը, կամ որ նույնն է չկայացումը, վերջինիս բնորոշ բոլոր բացասական հետևանքներով,

երրորդ, համակարգային (ենթակառուցվածքային) թերզարգացածությունը (անվանական արժեթղթերի գրանցման համակարգ, առևտրային համակարգ, քլիրինգային համակարգ և այլն),

չորրորդ, բաժնետիրական ընկերություններում կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների կիրառման բացակայությունը, արդյունքում արժեթղթերով ամրագրված իրավունքների չիրականացումը (իրացման չկայացումը),

հինգերորդ, արժեթղթերի շուկայի և յուրաքանչյուր գործարքի մասին տեղեկատվական թափանցիկության և բացահայտման թերզարգացածությունը,

վեցերորդ, ներդրողների շահերի պաշտպանության համակարգային և իրավական մեխանիզմների թերզարգացությունը,

յոթերորդ, ներդրումային և համակարգային բարձր ռիսկի առկայությունը:

Արժեթղթերի շուկայի հետագա զարգացման ապահովման, անհրաժեշտ հիմքերի ու զարգացման նախադրյալների ի հայտ բերման նպատակով ատենախոսությունում բացահայտվել են ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացության պատճառները: Նշենք, որ առանձին ընկերություններում չափազանց բարձր է որոշ բաժնետերերի ձեռքում բաժնետոմսերի կենտրոնացման աստիճանը: Մասնավորեցման արդյունքում ձևավորված մի շարք ՔԲԸ-ների տվյալների մեր կողմից կատարված վերլուծությունները ցույց տվեցին, որ բաժնետոմսերի 70 – 90%-ը գտնվում է մինչև 5 բաժնետերերի ձեռքում, իսկ այդ հինգ բաժնետերերից մեկի ձեռքում 50 և ավելի տոկոսը (վերլուծությունները կատարվել են 1997թվին 1995, 1996թթ. և 1997թ. առաջին կիսամյակի ընթացքում մասնավորեցված 160 ընկերությունների տվյալների հիման վրա): Դեռ ավելին, 1996 – 1997թթ. լայնամասշտաբ մասնավորեցման տարիներին, ապագա բաժնետերերը բանաձևեր էին մշակում ընկերության բաժնետոմսերի 50%+1 բաժնետոմս, իսկ այնուհետև նաև որակյալ մեծամասնությունը (2/3-ը) ձեռք բերելու համար: Նպատակն այստեղ ակնհայտ է, սակայն հետևանքն այն էր լինում, որ ընկերությունների արժեթղթերը դուրս չէին գալիս ֆոնդային շուկա՝ անգործության մատենելով ֆոնդային բորսաներին և արժեթղթերի շուկայի մյուս մասնակիցներին:

Ֆոնդային շուկաներում բաժնետոմսերի շրջանառություն չկատարելու պատճառներից մեկն էլ այն էր, որ Հայաստանում այդպես էլ չձևավորվեցին ներդրումային ինստիտուցիոնալ կառույցները: Չնայած 1994թ. սեպտեմբերին արդեն ընդունվել էր ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին իրավական համապատասխան փաստաթուղթ, միակ ինվեստիցիոն հիմնադրամը ստեղծվեց միայն երկու տարի անց: Ինչն իհարկե նույնպես ուներ իր պատճառները, մասնավորապես. հիմնադրամային մոդելի բարդությունը (փակ տեսակի և երեք իրավաբանական անձի պարտադիր մասնակցությամբ), ֆինանսավարկային, բանկային համակարգի ակտիվ մասնակցությունը մասնավորեցման գործընթացին և սեփականաշնորհման սերտիֆիկատների առջուկվածառքին, վերջիններիս անվանական ու շուկայական գների խիստ անհամապատասխանությունը, ինչպես նաև ռիսկի խիստ բարձր մակարդակը:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացման էական պատճառ է նաև գործարքների իրականացման արդյունավետության ապահովման վերահսկողության կանոնների ինչպես նաև այդ գործարքների համակարգում գործող համակարգային ռիսկի կառավարման ու ռիսկի գործակցի որոշման մեթոդների բացակայությունը: Համակարգային ռիսկի գործակցի գնահատումը և վերաբաշխումը անհրաժեշտ է ֆինանսական ներդրումների իրականացման և գործարքներից շահույթի կանխատեսման համար: Այդ գործակիցը կարևոր նշանակություն ունի նախ բորսայական առևտրի, դրա եկամտաբերության և կապիտալացման կանխատեսման համար, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի միջին եկամտաբերության (տվյալ փուլի կամ տարվա) որոշման դեպքում: Եթե ընկերության համակարգային ռիսկի գործակիցը («Գ») հավասար է մեկ միավորի, նշանակում է ընկերությունը բաժնետոմսերի շուկայում կարող է ունենալ ռիսկի միջին աստիճան, եթե «Գ» < 1, ապա ընկերության բաժնետոմսերը քիչ ռիսկավորված են և՛ ընդհակառակը, եթե «Գ» > 1, գործակիցը գնալով մեծանում է, նշանակում է արժեթղթերում ներդրումները ավելի են ռիսկային են: Օրինակ, «ՀՈՂԱ» ՓԲԸ արժեթղթերում ներդրումային գործընթացը նախատեսվում է երկու տարբերակով («Ա» և «Բ»), «Գ» գործակիցը «Ա» տարբերակի համար որոշվել է մինչև 1.4, իսկ «Բ» տարբերակի համար 0.8: Տվյալ պայմաններում բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը որոշվել է մինչև 7%, իսկ արժեթղթերի միջին եկամտաբերությունը՝ 13%: Բաժնետոմսերում ներդրումները կարող են կիրառելի համարվել այն դեպքում, երբ դրանց եկամտաբերությունը 13 %-ից բարձր է: Այսպես «Ա» տարբերակի համար բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը կազմում է 15.4% [7% + 1.4 (13% - 7%)], «Բ» տարբերակի համար՝ 11.8% [7% + 0.8 (13% - 7%)]: Ինչպես

տեսնում ենք ռիսկի բաշխման առումով ներդրումները ավելի նպատակահարմար են «Ա» տարբերակի դեպքում:

Այսպիսով, ստեղծված իրավիճակի և թերզարգացման պատճառների հետևանքով արժեթղթերի շուկան չի կատարում իրական ներդրումների գործառույթները: Աշխատանքում տրվում են բորսայական գործունեությանը վերաբերող այն անհրաժեշտ առանձնահատկություններն ու դրանց կիրառմանը ներկայացվող պահանջները, որոնք կապված են ներդրումային գործընթացների համակարգային ռիսկի, արժեթղթերի եկամտաբերության կանխատեսման և արժեթղթերի շուկայի զարգացման պետական կարգավորման հետ:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորումը պետք է նպատակաուղղված լինի ոչ միայն շահաբաժինների, այլև շահույթի չբաշխված մասի օպտիմալ համամասնությունների որոշմանը, ինչը տնտեսական աճի ապահովման գործոն է, որը լիարժեք հաշվի չի առնվել արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորման կենտրոնացված մոդելի գործողության ամբողջ ժամանակաշրջանում: Մեր կարծիքով, այդ նպատակով շուկայի կարգավորման ցանկացած մոդել պետք է ենթադրի արժեթղթերի արդյունավետության այն հիմնական գործառույթների իրականացումը, որոնք էական նշանակություն ունեն ներդրումների, հետևաբար կապիտալի միջոցադրային հոսքերի, ինչպես նաև կառուցվածքային ու ֆինանսական քաղաքականության հիմնախնդիրների լուծման համար: Այդ առումով մշակվել է արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մեխանիզմի ձևավորման մոտեցումները և հնարավորին չափով հիմնավորվել շուկայի կարգավորման այնպիսի մոդելի կիրառումը, որը կնպաստի տնտեսության և դրա մյուսների զարգացման կարևոր գործոնի՝ արժեթղթերի ներդրումային ներուժի, ստեղծմանը: Նշենք, որ տնտեսության զարգացման վրա հանրապետության արժեթղթերի շուկայի, որպես կարևոր գործոնի, ներդրության անհամեմատ ցածր և անբավարար մակարդակը ոչ թե պետական կենտրոնացված մոդելի կիրառման, այլ կառավարող մարմինների կողմից այդ մոդելի գործառույթների մի մասի ոչ լիակատար և մյուս մասի անկարող օգտագործման հետևանք է: Արդեն ակնհայտ է, որ շուկայի պետական կենտրոնացված կառավարման մարմինների չհաջողվեց ձևավորել արժեթղթերի և փոխառվական կապիտալի շուկաների համալիր կարգավորման մեխանիզմներ: Տեսադաշտից գրեթե դուրս մնաց այն հիմնախնդիրը, որ շուկայի կարգավորումը, որպես տնտեսական գործունեության քաղաքականություն, կարող էր արդարացվել նաև կարգավորման կենտրոնացված ձևով՝ կիրառելով փորձարկված կանոններ և համապատասխան մեխանիզմներ:

Այդուհանդերձ, տնտեսության վերականգնման և կառուցվածքային վերափոխումների բարդ պայմաններում շուկայի կարգավորման գործառույթների կենտրոնացումը պետության ձեռքում, անկախ կիրառվող մոդելի բնույթից, համարվում է տնտեսության լիակատար շուկայացման կարևոր պայման Կարուն ենք, որ շուկայի կարգավորման տարանջատումը կենտրոնացված և ապակենտրոնացված մոդելների միջև անհրաժեշտ է դիտարկել, ամբողջ ֆինանսական շուկայի հատվածների՝ արժեթղթերի և փոխառվական կապիտալի շուկաների, գործառույթների կենտրոնացումն տեխնոլոգիաներից: Նշված մոտեցումների կիրառումը թույլ է տալիս հիմնավորել նաև ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների ներդրումային գործունեության մեխանիզմների միաձուլման ուղիներն ու ձևերը:

Տարբեր երկրներում, կախված տվյալ երկրի զարգացման տնտեսական և քաղաքական պայմաններից ու ժամանակից, պատմականորեն ձևավորվել են ֆինանսական շուկայի պետական կարգավորման տարբեր մոդելներ (ձևեր): Որոշ երկրներում գործում է կապիտալի շուկայի կարգավորման բանկային մոդելը, որի դեպքում կարգավորման պատասխանատվությունը դրվում է կենտրոնական բանկի կամ բանկային վերահսկողություն իրականացնող մարմնի վրա և դրանով հստակեցվում են ներդրումների իրականացման սկզբունքներն ու պայմանները:

Ֆինանսական շուկայի կարգավորման համակարգում բանկերի նշանակությունը կայանում է նրանում, որ նախ հնարավորություն է ստեղծվում միավորել ֆոնդային լուկալ շուկաները մեկ միասնական ֆինանսական համակարգում, ապահովել զարգացող ճյուղերի համար վարկերի արագ հոսք և բարձրացնել դրանց օգտագործման արդյունավետությունը: Երկրորդ, կարգավորման արդյունքի համակարգի ստեղծումը հնարավորություն կտա ապահովել նաև այն հիմնական կազմակերպչական նախադրյալները, որոնք անհրաժեշտ են արժեթղթերի առք ու վաճառքի կազմակերպման, շուկայի ներդրումային գործընթացի զարգացման, վարկի և չբաշխված շահույթի միջև կիրառելի համաձայնությունների ձևավորման համար:

Ատենախոսությունում կատարվել է միջազգային կազմակերպությունների (Արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպություն, 30-ի խումբ, ԱՊՀ) կողմից ընդունված հանձնարարականները և ստանդարտները ՀՀ օրենքներում արտացոլելու վերաբերյալ համեմատական վերլուծություն: Պարզվել, որ մի շարք անհրաժեշտ դրույթներ ամրագրված չեն գործող օրենքներում, ինչը վերջիններիս դարձնում է անկատար, իսկ պահանջվող հանձնարարականների ու ստանդարտների կենսագործումը ոչ իրական: Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ժամանակակից և ՀՀ առանձնահատկություններին համապատասխան մոդելի առաջադրման նպատակով անհրաժեշտ է մշակել և ընդունել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հայեցակարգ, որում շուկայի կարգավորման մոդելի և մարմնի հետ մեկտեղ արտացոլել նաև շուկայի ֆինանսական գործիքներին, դրանց տեղաբաշխման ձևերին ու եղանակներին, ինչպես նաև օտարերկրյա թողարկողներին ու ներդրողներին և արժեթղթերի միջազգային շուկաների ինտեգրմանը վերաբերող դրույթները:

Աշխատանքի եզրակացություններում և առաջարկություններում ամփոփված են հետազոտության հիմնական արդյունքները, հակիրճ ձևակերպված են կատարված հիմնական եզրահանգումներն ու առաջարկությունները:

Ատենախոսության հիմնական դրույթները ներկայացված են հեղինակի կողմից հրատարակված հետևյալ աշխատանքներում.

1. О нормативном методе распределения прибыли. Тезисы участников Всесоюзной школы молодых ученых-экономистов "Политическая экономика как теоретическая основа совершенствования хозяйственного механизма" (часть I), Москва, 1984, 0.1п.л., էջ 114-116:

2. Շահույթի նորմատիվային բաշխման համակարգի կատարելագործումը, «Հայաստանի ժողովրդական տնտեսություն», #11, 1985, 0.7տ.մ., էջ 41-50, (համահեղ.):

3. Хозрасчетное самофинансирование и порядок распределения прибыли. Тезисы докладов научно-практической конференции "Совершенствование планирования и всего хозяйственного механизма". Москва, 1987, էջ 76-78, (համահեղ.):

4. Շահույթի բաշխման տնտեսական նորմատիվները Թեգիսներ երիտասարդ գիտնականների և մասնագետների գիտական կոնֆերանսի զեկուցումների (10-11-ը նոյեմբերի 1987թ.), Երևան, ՀԳԱ հրատ., 1987, 0.1տ.մ., էջ 74-75:

5. Շահույթի ձևավորման գործոնները և դրանց տնտեսամաթեմատիկական վերլուծությունը, «Հայաստանի ժողովրդական տնտեսություն», #12, 1987, 0.7տ.մ., էջ 3-11:

6. Նկատառումներ լրիվ տնտեսական հաշվարկի և ինքնաֆինանսավորման վերաբերյալ, «Հայաստանի ժողովրդական տնտեսություն», #6, 1988, 0.7տ.մ., էջ 10-19, (համահեղ.):

7. Տնտեսաշուկային ինքնաֆինանսավորման կազմակերպումը արտադրության հիմնական օղակում, ԵրՊԲԻ 68-րդ հաշվետու գիտական սեսիայի թեզիսներ, Երևան, 1989, էջ 147:

8. Շահույթի բաշխումը լրիվ տնտեսաշուկայի պայմաններում, Երևան, ՀԳԱ հրատարակչություն, 1990, 10 տ.մ.:

9. Ներդրումներ և ներդրողներ. արժեթղթերի շուկան. դրա դերը. սուբյեկտները և վերջիններիս նպատակները, «Ինվեստիցիոն հիմնադրամներ» գրքում, Երևան, «Հակոբ Մեղապարտ տպագրատուն» ՓԲԸ, 1995թ., 0.7 տ.մ., էջ 17-27 (համահեղ.):

10. Ֆինանսական շուկայի վերլուծությունը և նպատակը, «Ինվեստիցիոն հիմնադրամներ» գրքում, Երևան, «Հակոբ Մեղապարտ տպագրատուն» ՓԲԸ, 1995թ., 0.5 տ.մ., էջ 57-62:

11. Ինչպես ներգրավել միջոցներ, «Չեռներեցի սեղանի գիրք», Երևան, «Տնտեսագետ», 1997թ., 2.0 տ.մ., էջ 75-103:

12. Արժեթղթերի շուկայի ձևավորման ու զարգացման հիմնահարցերը Հայաստանում, «Էկոնոմիկա», #1-3, 1997, 0.7 տ.մ., էջ 46-53:

13. Արժեթղթերի շուկայի դերը ներդրումների ապահովման բնագավառում, «Սեփականաշնորհման գործընթացը և արդյունքները», Հողվածների ժողովածու 1997թ. հոկտեմբերի 25-26-ին Գյումրիում տեղի ունեցած գիտաժողովի, Գյումրի, 1998թ., 0.2 տ.մ., էջ 36-39 (համահեղ.):

14. Ինչու է անհրաժեշտ արժեթղթերի շուկայի մասին նոր օրենսդրությունը, «Սեփականաշնորհման գործընթացը և արդյունքները», Հողվածների ժողովածու 1997թ. հոկտեմբերի 25-26-ին Գյումրիում տեղի ունեցած գիտաժողովի, Գյումրի, 1998թ., 0.5 տ.մ., էջ 77-83 (համահեղ.):

15. Արժեթղթերի շուկայի զարգացումը Հայաստանում. «Տնտեսական վերափոխումները անցումային շրջանում. տեսություն և արդյունքներ» գրքում Երևան, «Պետական ծառայություն», 1999թ., 1.2 տ.մ. էջ 241-257:

16. Establishment of Capital Market in Republic of Armenia, "Small Enterprises Development, Management and Extension", Finance Special Journal, NISIET, Hyderabad, India, # 3, 1999, 0.9 p.sh., էջ 1-12:

17. Կապիտալի շուկայի կարգավորման տնտեսաիրավական հիմքերը, «Քաղաքականություն և իրավունք», Գիտաժողովի նյութեր, Երևան «Ոսկան Երևանցի», 2000թ., 0.7 տ.մ., էջ 78-87:

18. Ներդրումների ներգրավումը ՀՀ զազանատակարարման համակարգում, «Գույքի կառավարման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում», Գիտաժողովի նյութեր, Երևան, «Նահապետ», 2001, 0.3 տ.մ., էջ 200-204:

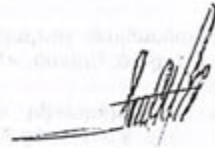
19. Բաժնետոմսերի գինը (կուրսը) և եկամտաբերությունը, «Ներդրումային քաղաքականությունը և տնտեսական աճի հիմնախնդիրները ՀՀ-ում» ԵՊՏԻ պրոֆեսորադասախոսական անձնակազմի և ասպիրանտների 16-րդ գիտական նստաշրջանի թեզիսներ, Երևան, «Տնտեսագետ», 2001թ., 0.3հ.մ., էջ 290-294:

20. Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը, Երևան, «Մակմիլան-Արմենիա», 2002թ., 20.0 տ.մ.:

21. Արդյունաբերության սցիալ-տնտեսական զարգացման ծրագրի ֆինանսավորման մեթոդական հարցեր, «Սոցիալ-տնտեսական վերափոխումները Հայաստանի Հանրապետությունում անկախության 10 տարիներին» Գիտական հողվածների ժողովածու, Երևան, 2002թ., 0.5 տ.մ., էջ 305-311(համահեղ)

22. Արժեթղթերի շուկայի կառավարման հիմնահարցերը ՀՀ-ում. «Սոցիալ-տնտեսական վերափոխումները Հայաստանի Հանրապետությունում անկախության 10 տարիներին», Գիտական հոդվածների ժողովածու, Երևան, 2002թ., 0.6 տ.մ., էջ 311-319:

23. Կապիտալի շուկայի ֆինանսական գործիքների օգտագործումը ՀՀ գազամատակարարման համակարգում, "Рынок капитала в Армении" Վերլուծական հանդես, #11,12 (93,94), 2002, 0.8 տ.մ., էջ 9-14:



Салназарян Ашот Борисович

Инвестиционные функции и эффективность рынка ценных бумаг (на примере Республики Армения)

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.03 - "Финансы, денежное обращение и кредит".

Защита состоится 20.03.2003г. в 13⁰⁰ часов на заседании специализированного совета 014 ВАК РА при ЕрГЭИ. по адресу: 375025, г. Ереван, ул. Налбандяна 128.

Р Е З Ю М Е

Работа посвящена одной из актуальных проблем развития экономики Республики Армения – осуществлению политики реальных инвестиций посредством активизации инвестиционных функций рынка ценных бумаг.

Целью диссертационной работы является исследование проблем реализации инвестиционных функций рынка ценных бумаг РА, обоснование предложенных подходов к повышению их эффективности и совершенствованию механизмов осуществления инвестиций в ценные бумаги на основе изучения и оценки теоретических, методологических и прикладных задач, а также разработка путей и методов привлечения реальных инвестиций в отдельные акционерные общества, исходя из опыта развития рынка ценных бумаг.

Характерной особенностью работы является комплексный одноуровневый подход к исследованию политики инвестиций и развития рынка ценных бумаг, рассмотрение их как единого взаимосвязанного целого.

В работе впервые проведено комплексное исследование инвестиционных функций рынка ценных бумаг и их эффективности в РА, которое позволило получить следующие научные результаты:

- даны основные положения организации и обеспечения эффективности инвестиционных функций рынка ценных бумаг, обоснованы необходимость и пути их реализации, как важное условие создания предпосылок развития рынка ценных бумаг,
- разработаны методические основы системы оценки инвестиций в ценные бумаги, установлены и охарактеризованы факторы их привлечения.

- изучены противоречия, возникшие между финансовыми и реальными инвестициями, выявлены причины снижения реальных инвестиций, их экономические последствия и условия преодоления, даны анализ и оценка горизонтальных и вертикальных результатов инвестиционной деятельности,
- выявлены технико-экономические особенности привлечения инвестиций в акционерные общества, изучены показатели оценки инвестиционной привлекательности, рассматривающиеся как критерии оценки эффективности инвестиций,
- изучены и выявлены необходимые условия и предпосылки формирования инвестиционной среды, пути достижения безубыточности производства, смягчения инвестиционных рисков, представлены подходы к организации инвестиционной деятельности банков в ценные бумаги.
- даны условия использования производственных и финансовых рычагов, которые способны обеспечить оптимальное соотношение собственного и заемного капиталов,
- выявлены факторы стимулирования привлечения инвестиций в корпоративные ценные бумаги, выпуска новых акций, формирования оптимального соотношения между дивидендами и нераспределенной прибылью, связанные с изменением структуры капитала, ценой использования заемного капитала, ставкой налога на прибыль и выплатой дивидендов,
- классифицированы и сгруппированы те сферы и акционерные общества, связанные с организацией инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг, реальные инвестиции которых считаются первоочередными для экономического роста республики.
- разработаны показатели и критерии оценки выбора отдельных направлений инвестиций, основные положения концепции формирования структуры инвестиционного портфеля, а также определения вариантов инвестиций и источников их финансирования.
- дана оценка денежных потоков, обусловленных инвестиционной деятельностью, стоимости собственного капитала акционерного общества.
- обоснованы параметры формирования модели регулирования рынка ценных бумаг, его структуры, выявлено несоответствие законодательства РА с признанными в мировой практике рекомендациями и стандартами, представлены основные положения концепции развития рынка ценных бумаг в РА.

