ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԱՎԵՏԻՍՅԱՆ ՍՈւՍԱՆ ԱԲԿԱՐԻ

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ԼՂՀ-ՈւՄ

Ը.00.03- «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
Մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի
հայցման ատենախոսության

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2016

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Աշոտ Բորիսի Սալնազարյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝ տնտեսագիտության դոկտոր Արմեն Աշմատի Հակոբյան

տնտեսագիտության թեկնածու Տիգրան Սերգեյի Կարապետյան

Առաջատար կազմակերպություն՝ Երևանի պետական համալսարան

Ատենախոսության հրապարակային պաշտպանությունը կայանալու է 2016թ. մարտի 10-ին, ժամը 14^{00}-ին Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈՀ-ի տնտեսագիտության թիվ 014 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցեն՝ 0025, ք. Երևան, Նալբանդյան 128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2016թ. փետրվարի 10-ին:

014 մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար,
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝ Ս.Ա. Գևորգյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

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

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

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

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

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

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

---

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

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

Այսօր ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտում է շուկայի ինստիտուցիոնալ համակարգի կարևորագույն ենթակառուցվածքների անկատարությունը (պարտադիր կենսաթոշակային համակարգը, ապահովագրական ընկերությունները և այլն): Խոսքը վերաբերում է հատկապես արժեթղթերի շուկայում ներդրողների շահերի պաշտպանությանը, արժեթղթերի շուկայի իրացվելիությանը, բրոքերային, դիլերային ինստիտուտների անկատարությանը և այլն:

Վերը նշված հիմնախնդիրների լուծման անհրաժեշտությամբ էլ պայմանավորված են ատենախոսության արդիականությունն ու հրատապությունը:

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

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

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

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

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

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

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

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

- ✓ Բացահայտվել են ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի գործողության վրա ազդող գործոնները և հարցումների մեթոդով տրվել շուկայի զարգացման վրա դրանց ազդեցության քանակական գնահատականները, մասնավորապես. բնակչության եկամուտների մակարդակը՝ 62.2%, ֆինանսական գրագիտության պակասը և տեղեկատվության ասիմետրիան՝ 25.0%, ներդրողների իրավունքների պաշտպանվածությունը՝ 24,7%, պետական ոչ պատշաճ աջակցությունը՝ 28.1%:
- ✓ Հիմնավորվել և առաջադրվել են ԼՂՀ-ում արժեթղթերի նախնական հրապարակային առաջարկի իրականացման հնարավորություն ունեցող ընկերությունները՝ ելնելով Արցախ ՀԷԿ ԲԲԸ փորձից, ինչպես նաև գնահատվել են ԼՂՀ ընկերությունների կողմից բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկների միջոցով արժեթղթերի շուկայից ներգրավվող ֆինանսական միջոցների ծավալները:
- ✓ Հիմնավորվել է ԼՂՀ պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման նպատակով պետական պարտատոմսերի թողարկման և տեղաբաշխման համակարգի ներդրումը, ինչպես նաև գնահատվել են պարտատոմսերի միջոցով ներգրավվող դրամական միջոցների ծավալները՝ հիմք ընդունելով ՀՀ-ում այդ համակարգի արդյունավետ գործողության փորձը և հաշվի առնելով ԼՂՀ-ում ներկայումս առկա դրամական միջոցները:

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

Հետազոտությունում ներկայացված վերլուծությունները և կատարված ուսումնասիրությունները կարող են օգտագործվել նաև ԼՂՀ ընկերությունների կողմից

արժեթղթերի նախնական հրապարակային առաջարկների իրականացման և ֆինանսական շուկայից դրամական միջոցների ներգրավման նպատակով:

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

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

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

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

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ներածությունում հիմնավորված է թեմայի արդիականությունը, ներկայացված են հետազոտման առարկան և օբյեկտը, տրվել են հետազոտման նպատակը և խնդիրները, աշխատանքի մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, գիտական նորույթը և ստացված հիմնական արդյունքների կիրառական նշանակությունը:

Ատենախոսության առաջին ՝<<**Արժեթղթերի շուկան տնտեսավարման արդի պայմաններում**>> գլխում ուսումնասիրվել են արժեթղթերի շուկայի դրսևորման առանձնահատկությունները ժամանակակից տնտեսական համակարգում, արժեթղթերի շուկայի գործառույթները և դրանց իրականացման պայմանները, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի օրենսդրաիրավական կարգավորումը ԼՂՀ-ում:

Աշխատանքի նպատակներից ելնելով ուսումնասիրության են ենթարկվել անցումային տնտեսությունում (ԼՂՀ-ում) ձևավորվող արժեթղթերի շուկայի գործառույթները, որոնց գլխավոր առանձնահատկությունը դրանց մասնակի իրականացումն է կամ ընդհանրապես բացակայությունը, այնինչ զարգացած երկրներում դրանք իրականացվում են մեծ ծավալներով: Վերջինս պայմանավորված է մի շարք խնդիրներով, որոնց լուծումը էականորեն կնպաստի շուկայի զարգացմանը: Ատենախոսությունում ներկայացվում են մի շարք գործառույթների իրականացման հետ կապված խնդիրները: Մասնավորապես. ՀՀ և ԼՂՀ տնտեսական աճի համար արժեթղթերի շուկան պետք է ապահովի իր գլխավոր գործառույթի կատարումը՝ խնայողությունների վերածումը ներդրումների: Մինչդեռ ՀՀ-ում շուկայական կապիտալացման ցածր ցուցանիշները վկայում են, որ տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորման գործում ցածր է կապիտալի շուկայի բաժինը:

Այստեղից ատենախոսը գալիս է այն եզրակացության, որ արժեթղթերի շուկայի գործառույթների ուսումնասիրությունը կարևոր դեր ունի շուկայի գործողության ճիշտ կազմակերպման, դրա արդյունավետության գնահատման և կառավարման գործում: Արժեթղթերի շուկայի ձևավորման ընդհանուր օրինաչափության հասկացությունը՝ որպես գործառույթների գործունեության համալիր ամբողջություն, հեղինակի կարծիքով, ենթադրում է երեք կարևոր մոտեցում, որոնք են.

- շուկայի զարգացման չափանիշներին համապատասխան ապահովել դրանց կիրառման անհրաժեշտ պայմանները,
- գնահատել արժեթղթերի շուկայի գործառույթների դրսևորման ձևերը, փոխկապակցությունն ու փոխազդեցությունը,
- հաշվի առնելով միջազգային փորձը՝ արժեթղթերի շուկայի գործառույթները դասակարգել միկրո և մակրո մակարդակներով:

Մինչև ՀՀ օրենսդրության խնդիրներին անդրադառնալը, ատենախոսը ներկայացնում է, որ այդ տարիներին ընդհանրապես բացակայել է արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը կարգավորող նորմատիվ իրավական որևէ ակտ. այն սկսել է կանոնակարգվել միայն 1993-ից սկսած[2]:

ԼՂՀ-ում ամենակարևոր և ընդհանրական փաստաթուղթը եղել է «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ԼՂՀ օրենքը, որն ընդունվել է 1996թ. հոկտեմբերի 15-ին, որն այնուհետև՝ 2008թ. ապրիլի 17-ին ուժը կորցրած է ճանաչվել: Ներկայումս ԼՂՀ-ի

[2] «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» Օրինագիծն ընդունված է ՀՀ Գերագույն խորհրդի կողմից «20» հուլիսի 1993 թ. Հ.Ն-0910-:

ֆինանսական ոլորտի ամբողջ հարաբերությունները կարգավորվում են ՀՀ համապատասխան օրենքներով:

Ընդ որում, ատենախոսը հիմնավորում է նաև, որ օրենսդրության կատարելագործման ժամանակ անհրաժեշտ է հաշվի առնել ինչպես տեսական դրույթները, այնպես էլ այդ ոլորտի կարգավորման միջազգային փորձը, քանի որ օրենսդրական թերություններից շատերն ի հայտ են գալիս վերջինների անտեսման պատճառով:

Ատենախոսության երկրորդ՝ <<**ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման և կայացման վերլուծությունը**>> գլխում ներկայացված են արժեթղթերի շուկայի ձևավորման նախադրյալները և դրա գործողության առանձնահատկությունները ԼՂՀ-ում: Կատարվել է արժեթղթերի շուկայի գործունեության քանակական և որակական ցուցանիշների համեմատական վերլուծություն, բացահայտվել են արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման միտումներն ու դիտարկվել արժեթղթերի շուկայի զարգացման առանձնահատկությունները:

Աշխատանքում ուսումնասիրությունները վկայում են,որ ԼՂՀ-ի արժեթղթերի շուկան գտնվում է սաղմնային վիճակում: Այդ գործընթացը տեղի է ունեցել այնպիսի սոցիալ-տնտեսական իրավիճակում, որը հնարավորություն է տվել ստեղծելու ԼՂՀ-ի համար յուրահատուկ գործող արժեթղթերի շուկա:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար կարևոր նախադրյալ է հանդիսացել 1998թ. հունիսի 29-ին <<Պետական գույքի մասնավորեցման մասին>> ԼՂՀ օրենքի ընդունումը: Մասնավորեցումից ստացված մուտքերը կազմել են 1937.9 մլն դրամ, որից 10.6 մլն դրամը մուտքագրվել է 2014թ.: Բյուջե մուտքագրված գումարների գերակշռող մասը բաժին է ընկնում ընկերությունների մասնավորեցումից մուտքերին՝ 52.9 տոկոսը և կազմում է 1024.2մլն դրամ[3]:

ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հաջորդ նախադրյալը ատենախոսը դիտարկում է 1997 թվականի նոյեմբերի 20-ին «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ԼՂՀ օրենքի ընդունումը: Այդ փաստաթղթի ընդունումից հետո ԼՂՀ-ում ստեղծվեցին մի շարք բաժնետիրական ընկերություններ: 2015 թվականի հունվարի 1-ի դրությամբ գրանցված է 441 ՓԲԸ, 7 ԲԲԸ:

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

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

---

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

ԼՂՀ տնտեսության մեջ 2000-2014թթ. ժամանակահատվածում արձանագրվել է տնտեսական աճի միտում: Տնտեսական բարեփոխումների և տնտեսության զարգացման արդյունքում տնտեսական աճի բարձր տեմպ է արձանագրվել 2002թ.-ից սկսած: 2014 թ. ԼՂՀ համախառն ներքին արդյունքը կազմել է 188.8 մլրդ դրամ՝ ապահովելով իրական աճի տեմպ 8.9տոկոսի չափով: Մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ն կազմել է 1268.1 հազ. դրամ՝ 2013թ. 1137.9 հազ. դրամի դիմաց:Հաշվետու տարվա պետական բյուջեի եկամուտները կազմել են 31.485.4մլն դրամ, ընդ որում՝ հարկային եկամուտները և պետական տուրքերը կազմել են 30.210.4 մլն դրամ:

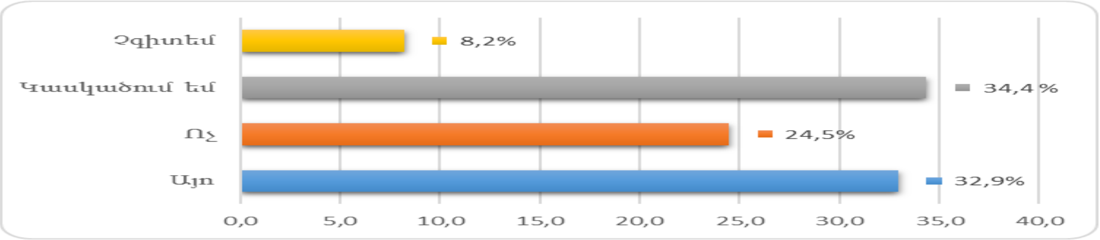
ԼՂՀ տնտեսության վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ դեռ երկար ճանապարհ է պետք անցնել զարգացած շուկայական համակարգին հասնելու համար: ԼՂՀ տնտեսության զարգացման ամենամեծ խոչընդոտը մնում է չկարգավորված հակամարտությունը: Պաշտոնական աղբյուրները վկայում են ԼՂՀ-ի տնտեսության աճի մասին, սակայն, այդպիսի աճը չի կարող երկար շարունակվել առանց տնտեսության կառուցվածքային փոփոխության:

Ըստ ատենախոսի, ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացումը պետք է սկսել պետական պարտատոմսերի շուկայի արմատավորումից: Պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումն ունի մի շարք առավելություններ՝ լրացուցիչ ռեսուրսների ներգրավման մյուս ուղիների նկատմամբ, քանի որ պետական պարտատոմսերի շուկան՝ կայուն է, վստահելի է, ցածր ռիսկային է և այլն:

Դրական տեղաշարժեր են կատարվել ԼՂՀ բյուջեի եկամուտների գծով: Պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումն ունի մի շարք առավելություններ լրացուցիչ ռեսուրսների ստացման մյուս ուղիների նկատմամբ: Բացի այդ, ԼՂՀ-ում կան նաև իրական նախադրյալներ: Ինչպես ցույց են տալիս վիճակագրական տվյալները տնային տնտեսությունների ազատ դրամական միջոցները 01.01.2015թ. դրությամբ 30.6մլրդ. դրամ են, իսկ ԼՂՀ պետական բյուջեի պակասուրդը 46.6դրամ: Եթե այդ միջոցների գոնե կեսն (15.0մլրդ դրամ) ուղղվի պետական պարտատոմսերի ձեռքբերմանը, արդյունքում բյուջեի պակասուրդը կկրճատվի 32%-ով:

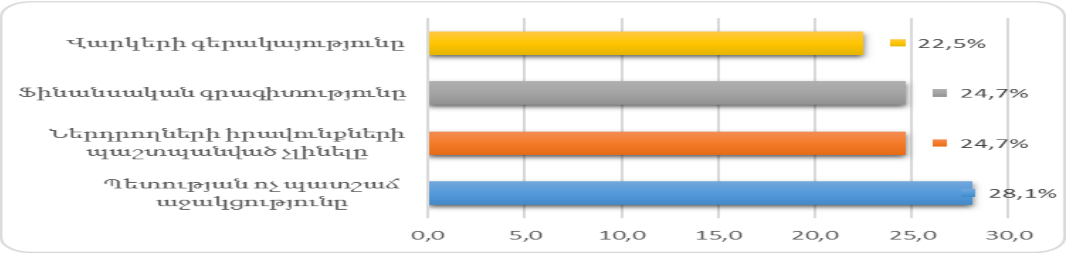
Արժեթղթերի շուկայի հիմնախնդիրների բացահայտման նպատակով կատարվել են հարցումներ ԼՂՀ տարբեր ոլորտների 1000-ից ավելի աշխատողների շրջանակներում: Հարցման հիմնական նպատակն եղել է՝ բացահայտել ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի վրա ազդող գործոնները և խոչընդոտները: Այդ նպատակով կազմվել է հարցաթերթիկ, որը բաղկացած է եղել 9 հարցից: Հարցվածների ցուցակում եղել են ինչպես պետական կառավարման ապարատի և բանկային ոլորտի աշխատողներ, այնպես էլ ուսանողներ, ուսուցիչներ, պաշտպանության ոլորտի ծառայողներ և այլ ոլորտների աշխատողներ:

Հետազոտության համաձայն հարցման արդյունքները, թե <<ԼՂՀ-ում հնարավոր է ստեղծել զարգացած արժեթղթերի շուկա>>, հարցվածների շուրջ 33%-ը վստահ է, որ ԼՂՀ-ում հնարավոր է ստեղծել զարգացած արժեթղթերի շուկա, և որի զարգացման հիմնական նախադրյալ հենարանը հարցվածների շուրջ 52%-ը համարում են բանկային խնայողությունները(տես գծապատկեր 1):



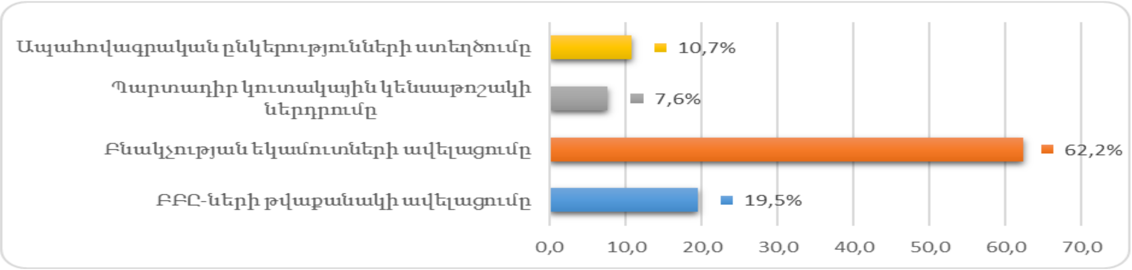
Գծապատկեր 1. <<ԼՂՀ-ում հնարավոր է ստեղծել զարգացած արժեթղթերի շուկա>> հարցի արդյունքները

Հաջորդ հարցման արդյունքները, թե ըստ Ձեզ, որոնք են արժեթղթերի շուկայի կայացման հիմնական խոչընդոտները(տես գծապատկեր 2), հարցվածների շուրջ 25%ը համարում է, որ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնական խոչընդոտը ԼՂՀ-ում ֆինանսական գրագիտության պակասն է և տեղեկատվության ասիմետրինան, հարցվածների շուրջ 24,7%-ը գտնում է ներդրողների իրավունքների պաշտպանված չլինելը, իսկ 28,1%-ը՝ պետության ոչ պատշաճ աջակցությունը:



Գծապատկեր 2. <<Որոնք են արժեթղթերի շուկայի կայացման հիմնական խոչընդոտները ԼՂՀ-ում>> հարցման արդյունքները

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



Գծապատկեր 3. «Որոնք են արժեթղթերի շուկայի կայացմանը նպաստող գործոնները» հարցման արդյունքները

Տնտեսական ցանկացած երևույթի, այդ թվում՝ ֆինանսական և հատկապես արժեթղթերի շուկայի կայացումն ու արդյունավետ գործողությունը, էապես կախված են դրանց վրա ազդող գործոններից, հետևաբար հաջորդ հարցադրումը, թե ինչ գործոններ կնպաստեն արժեթղթերի շուկայի կայացմանը, պարզվում է, որ հարցվածների 62.2%-ը,

որպես արժեթղթերի շուկայի կայացման նպաստող գործոն, համարում է բնակչության եկամուտների ավելացումը:

ԼՂՀ-ում վերջին տարիներին նկատվում է աշխատավարձի բարձրացում, որի միջին մակարդակը կազմում է 123,2.հազ. դրամ: Ըստ 2014թ. վիճակագրական տվյալների այն հետևյալն է:

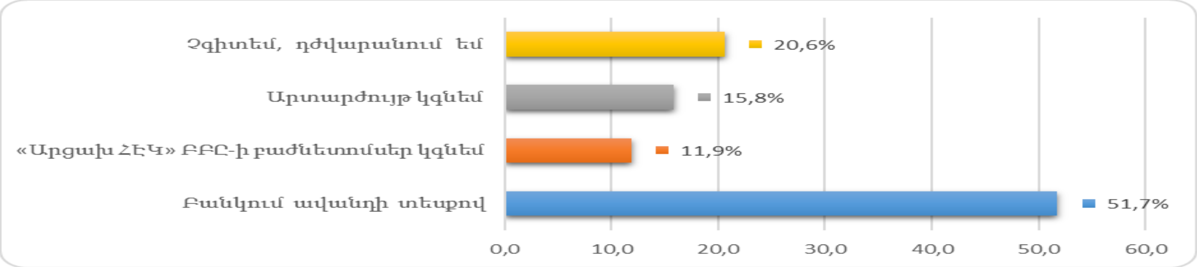
Աղյուսակ 1

ԼՂՀ-ում աշխատողների աշխատավարձի մակարդակը 31.12.2014թ.[4]

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

Աղյուսակ 1-ի տվյալներից պարզվում է, որ 250 հազ. դրամից բարձր աշխատավարձով տնտեսավարող սուբյեկտների թվաքանակը 19-ն է, իսկ աշխատողներինը՝ 875 մարդ: Սակայն իրողությունն այն է, որ եկամուտներից կատարվող խնայողությունների մակարդակը մնում է դեռ ցածր: Մի խնդիր, որը պայմանավորված է տնտեսական աճի և խնայողությունների միջև գոյություն ունեցող կախվածությամբ:

Կատարված հետազոտությունների հաջորդ հարցի՝ եթե ունենայիք խնայողություններ, ապա որտեղ կտեղաբաշխեիք, արդյունքներով, հարցվածների 52%-ը առավելությունը տալիս է բանկում ավանդի տեսքով տեղաբաշխմանը, իսկ «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ–ի բաժնետոմսերի ձեռք բերման ցանկություն են հայտնել հարցվածների 11.9%-ը :



Գծապատկեր 4. «Եթե ունենայիք խնայողություններ, ապա որտեղ կներդնեիք» հարցի արդյունքները

Բնակչությունը կատարում է ներդրումներ բանկերում ոչ թե այն պատճառով, որ ավանդները երաշխավորված են, (չնայած, որ դա մեծ նշանակություն ունի), այլ ատենախոսի կարծիքով, այստեղ կարևորն իրացվելիության դերակատարումն է, քանի որ բանկում ներդրողը ցանկացած ժամանակ կարող է հետ վերցնել իր գումարը, մինչդեռ, դրան առընթեր, ակնհայտ է, որ բաժնետոմսերը քիչ իրացվելի են: Այդ իսկ առումով էլ, շատ կարևոր է ունենալ բաժնետոմսերում ներդրումների իրացվելի երկրորդային շուկա:

Կատարված հետազոտությունը, միայն նշված վերլուծություններով չի կարող սահմանափակվել, այդուհանդերձ, հարցման արդյունքները բավականին ճշգրիտ մատնացույց են անում ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի զարգացման առկա նախա-

---

4 2014թ երկրորդ եռամսյակի հաշվետու հարկային տվյալներով www.tax-nkr.am:

դրյալների և գոյություն ունեցող հնարավոր խնդիրների մասին, որոնք ենթակա են լրացուցիչ հետազոտության: Բացի այդ, Լեռնային Ղարաբաղի տնտեսության ներկա մակարդակը ըստ ատենախոսի թույլ են տալիս զարգացնել արժեթղթերի շուկան, ինչը վկայում են նաև վերջին տարիների մակրոտնտեսական ցուցանիշները:

Շատ կարևոր է նաև գիտակցել, որ արժեթղթերի շուկայի զարգացումը կարող է նպաստել տնտեսությանն՝ ավելի էժան ու արդյունավետ ֆինանսավորման միջոցով, ի տարբերություն բանկային համակարգի սահմանափակ հնարավորությունների:

Ամփոփելով, ատենախոսը եզրակացնում է, որ տանելով ֆինանսական ոլորտի գծով գրագիտության բարձրացման ուղղությամբ շարունակական աշխատանքներ, ժամանակի ընթացքում կարելի է ունենալ ֆինանսապես կրթված բնակչություն:

Ատենախոսության երրորդ՝<<**Արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման ուղիները ԼՂՀ-ում**>> գլխում ուսումնասիրվել և վերլուծվել են արժեթղթերի շուկայի գործողության վրա ազդող գործոնները և բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկը համարվել է որպես ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման առաջնահերթ ուղղություն:

Ցանկացած երկրի ներդրումային իրավիճակը պայմանավորող հիմնական գործոնների շարքում կարևոր նշանակություն ունեն նաև երկրի ֆինանսական շուկայում գործող ինստիտուտների կայացվածության աստիճանը և երկրի ներսում գտնվող դրամական ռեսուրսների ծավալները: ԼՂՀ-ում ներքին խնայողությունների մակարդակը բավական ցածր է, իսկ վերջին տարիներին էլ տնային տնտեսությունների խնայողությունները բացասական են: Դա նշանակում է, որ սպառումն ավելի շատ է, քան եկամուտները: Բնակչության միջին ամսական անվանական աշխատավարձը 2014թ. կազմել է 134.3 հազ. դրամ: ԼՂՀ-ում խնայողությունների հիմնական մասը գտնվում է բանկերում:

Այսպիսով, ամենաընդհանուր հաշվարկներով ԼՂՀ բանկային համակարգի ներսում արժեթղթերի նկատմամբ կարող է ձևավորվել 6043.08 մլն. դրամի պահանջարկ: Ընդ որում բանկային համակարգում գտնվող միջոցների մասով բնակչության ներդրումային ներուժը կազմում է ընդհանուրի մոտ 50 %-ը: Եթե բնակչության դրամական եկամուտների 15 %-ը արժեթղթերում ներդրվի,ապա արժեթղթերի նկատմամբ ներդրումային պահանջարկը կկազմի 22636.125 հազ. դրամ: Արդյունքում տնային տնտեսությունների դրամական եկամուտներից 28679.205 հազ. դրամ կարող է ներդրվել արժեթղթերում(բնակչության եկամուտները և խնայողությունները կազմում են 150907.5 հազ. դրամ):

Ուսումնասիրությունները ցույց են տվել, որ հինգ տարի և ավելի ժամկետով խնայողությունները շատ քիչ են: Այլ գործիքներ չկան, ինչպես նաև կապիտալի շուկայի կամ արժեթղթերում երկարաժամկետ խնայողությունների գործիքները թերզարգացած են: Դա նշանակում է, որ տնտեսության մեջ առկա չեն <<երկար փողեր>>:

Դիտարկվող մյուս հիմնախնդիրը ԼՂՀ-ում ֆինանսական շուկայի ինստիտուցիոնալ կառույցների ձևավորումն է, որն արժեթղթերի շուկայի կայացման կարևոր գործոններից է: Այդ կառույցների համար առաջին հերթին անհրաժեշտ է ապահովել կատարյալ օրենսդրական դաշտ:

ԼՂՀ ֆինանսական շուկայում ներկա դրությամբ ամենաակտիվ գործող ինստիտուտներն առևտրային բանկերն են: Հետևաբար, ատենախոսը նշում է՝ անհրաժեշտ է, որ բանկերը ֆինանսական և հատկապես արժեթղթերի շուկայից ավելի շատ դրամական միջոցներ ներգրավեն, օգտագործեն իրենց լրիվ ներուժը, իրականացնեն մուրհակներով գործառնություններ, հասարակության մեջ ստեղծեն վստահության

լիարժեք մթնոլորտ, տեղեկատվությունների միջոցով բնակչությանը ներգրավեն արժեթղթերի շուկա:

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

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման կարևոր գործոններից է համարվում նաև պարտադիր և կամավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներդնումը, որը հնարավորություն կտա ինչպես բարելավել արժեթղթերի շուկայի գործիքների պարամետրերը, այնպես էլ ստեղծել նոր գործիքներ և ապահովել ներդրումային ռեսուրսների ձևավորումն ու ներհոսքը արժեթղթերի շուկա:

Արժեթղթերի շուկայի կայացումը՝ որպես ձևավորվող շուկայական տնտեսության բաղկացուցիչ, և տնտեսության մեջ դրա դերի բարձրացումն ամենից շատ կախված են դրա զարգացման ռազմավարությունից և վարվող քաղաքականությունից: Որպես շուկային անցման նոր ռազմավարության և քաղաքականության մոտեցում ատենախոսը նշում է հետևյալը. շուկայական առանձին ինստիտուտների ձևավորումը, որն ամբողջությամբ վերաբերում է նաև արժեթղթերի շուկային: Ֆոնդային շուկայի կայացման առումով պետության առաջ առաջին հերթին դրված է երեք փոխկապված խնդիր, որոնց լուծումից է կախված տնտեսության զարգացումը և արժեթղթերի շուկայի կայացումը:Այդ խնդիրներն են.

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

Արժեթղթերի շուկայի կայացումը կախված է նաև հետևյալ կարևոր գործոններից՝

- հստակ մշակված և վստահելի օրենսդրությունից,
- օրենքների կիրարկումից,
- տնտեսական բարենպաստ միջավայրից:

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի կայացմանը և զարգացմանը խոչընդոտում են ինչպես ներդրումների խթանման, այնպես էլ ներդրումային ռեսուրսների շուկայական ձևավորման ու վերաբաշխման համակարգերի թերզարգացվածությունը: ԼՂՀ ԱՎԾ տվյալների համաձայն, 2014թ. ճյուղային կառուցվածքով նախորդ տարվա համեմատ 61.1 տոկոսով ներդրումներն ավելացել են արդյունաբերությունում, 24.9 տոկոսով՝ շինարարությունում, իսկ գյուղատնտեսության, տրանսպորտ և կապ, առևտրի և այլ ոլորտներում կատարած ներդրումների ծավալները նվազել են համապատասխանաբար 26.5 , 76.6 ,36.0 և 3.2 տոկոսով:

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

Ի տարբերություն զարգացած երկրների՝ զարգացող շուկաներում ինստիտուցիոնալ ներդրումների դերն այնքան էլ մեծ չէ: Հիմնական պատճառը բավարար ծավալներով կորպորատիվ արժեթղթերի, թափանցիկ և իրացվելի շուկայի բացակայությունն է:

Վերջին մի քանի տասնամյակների ընթացքում տնտեսապես զարգացած գրեթե բոլոր երկրներում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկը դարձել է

ընկերությունների գործունեության ֆինանսավորման ամենատարածված եղանակներից մեկը: Ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավումը IPO-ի ընթացքում հնարավորություն է տալիս ընկերությանը ձեռք բերել զարգացման համար անհրաժեշտ ակտիվներ, որոնք հնարավոր չէ ձեռք բերել ներքին ռեսուրսներով և, որոնց ձեռքբերումը նպատակահար-մար չէ իրականացնել վարկեր ներգրավելու միջոցով:

ՀՀ և ԼՂՀ տարածքում ընկերությունը, որն հաջողված կերպով իրականացրել է IPO, «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն է[5], չնայած դասական մոտեցմամբ այն IPO չի ներկայացնում, քանի որ կատարվել է արտաբորսայական շուկայի միջոցով: Ընկերության հիմնադիրը և միակ բաժնետերը մինչև IPO-ի իրականացումը ԼՂՀ-ն էր: Բաժնետոմսերի տեղաբաշխման արդյունքում ընկերությանը հաջողվել է ներգրավվել 1,554,000,000 ՀՀ դրամ ծավալով միջոցներ, ինչը ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի պատմության մեջ եզակի դեպքերից է:

2013թ. հունվարի 16-ին ավարտվել է «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի կողմից թողարկված պարտատոմսերի տեղաբաշխման գործընթացը: Արդյունքում տեղաբաշխվել է 600 հատ պարտատոմս, յուրաքանչյուրը 10.000 USD անվանական արժեքով: Տեղաբաշխման ծավալը կազմել է 6.000.000 USD:

IPO-ների զարգացումը ֆոնդային շուկայի համար կարող է ապահովել՝

- իրացվելի գործիքների ոլորտների ընդլայնում,
- երկրորդային շուկայի ակտիվացում,
- կապիտալացման աճ:

Ներկա պայմաններում ԼՂՀ տնտեսության զարգացման առանցքային խնդիրներից մեկը ներդրումների ֆինանսավորման արտաքին աղբյուրների կազմում արժեթղթերի թողարկման միջոցով դրամական միջոցների ներգրավումն է: Այսպես՝ արդյունաբե-րական զարգացած երկրներում ընկերությունները միջոցների 60%-ը ներգրավում են ֆոնդային շուկայում բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի թողարկման միջոցով և միայն 40%-ը փոխառու այլ միջոցներով[6]:

Հաշվի առնելով ԼՂՀ տնտեսության զարգացման մեջ արդյունաբերության դերը, ինչպես նաև այն հանգամանքը, որ ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմքը կարող է լինել արդյունաբերությունը, ատենախոսությունում ուսումնասիրվել է արդյունաբերական կազմակերպությունների կողմից արժեթղթերի հնարավոր թողարկումն ու տեղաբաշխումը:

Վերջին երկու տարիներին առաջատար տեղը զբաղեցրել է մշակող արդյունաբերությունը 2013թ՝ 43,2%, 2014թ՝ 39.4%, իսկ հանքագործական և էլեկտրաէներգիայի, գազի, ջրի արտադրության և բաշխման բաժինները համապատասխանաբար կազմել են 25,7% 27.9% և 31,1%,32.7% :

ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպությունների կողմից IPO-ի իրականացման նպատակահարմարությունը և հնարավորությունները պարզելու համար ուսումնասիրվել են դրանց ֆինանսական ցուցանիշները:

Արդյունաբերական կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների ուսումնասիրությունից հեղինակը եզրակացրել է, որ դրանք կարող են ֆինանսական միջոցներ ներգրավել արժեթղթերի շուկայից:

---

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

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

Այնուհետև ուսումնասիրվել է ԼՂՀ արդյունաբերական ընկերությունների ֆինանսավորման աղբյուրների կազմում բանկային վարկի դերը՝ այն տարեցտարի աճում է : Եթե 2011թ.-ի տարեվերջին արդյունաբերությանը տրամադրվել է 5,11մլրդ ՀՀ դրամ ծավալի միջոցներ, ապա 2014-ին տարեվերջին այս ցուցանիշը կազմել է 9.0մլրդ ՀՀ դրամ:

Արդյունաբերությանը տրամադրված վարկերի ծավալը ՀՆԱ-ում տարիներ շարունակ մեծ բաժին է կազմում՝ 2013-ից ամեն տարի շուրջ 18-20%: Արդյունաբերական կազմակերպությունները և ֆինանսական միջոցների պահանջ ունեն, և վարկունակ են դրանք ներգրավելու համար, այսինքն՝ դրանք կարող են միջոցներ ներգրավել նաև արժեթղթերի թողարկմամբ: Համեմատելով տնտեսության մյուս ոլորտներին տրամադրված վարկերի ծավալը պարզվում է, որ տնտեսությանն ըստ ոլորտների տրամադրած վարկերի ընդհանուր ծավալում ամենամեծ տեսակարար կշիռը, առևտրից հետո, զբաղեցնում է արդյունաբերությունը:

Ուսումնասիրված ցուցանիշները, ըստ ատենախոսի, վկայում են, որ ԼՂՀ-ում կան համապատասխան նախադրյալներ իրականացնելու արժեթղթերի թողարկում: Եթե 9.0մլրդ ՀՀ դրամ միջոցների ձեռքբերումն իրականացվի ոչ թե վարկերի միջոցով, այլ կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկմամբ, ապա նախ, այն կարևոր քայլ կհանդիսանա ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման համար:

Ենթադրենք՝ կազմակերպությունը ցանկանում է ներգրավել 820.6 մլն ՀՀ դրամ ծավալով միջոցներ, ապա կարող է թողարկել 8206 պարտատոմս 100000ՀՀ դրամ անվանական արժեքով, որի տեղաբաշխման ծախսերը կկազմեն 410300ՀՀ դրամ: Տեղաբաշխման արդյունքում ձևավորված տարեկան միջին կշռված եկամտաբերությունը 8.8408% է, իսկ սահմանային եկամտաբերությունը՝ 9.3%: Ամսական միջին եկամտաբերությունը կկազմի 0.775%: Հետևաբար զուտ տոկոսի մարումը ամսական կկազմի 6359650ՀՀ դրամ, իսկ տարեկանը՝ 76315800ՀՀ դրամ:

Իսկ եթե կազմակերպությունը 820.6մլն ՀՀ դրամը ձեռք բերի բանկից վարկի տեսքով, ապա այդ միջոցների ներգրավման դեպքում, բացի տարեկան տոկոսային ծախսերից, զուտ տոկոսի մարումը կկազմի 118166400ՀՀ դրամ: Ընդ որում վարկը ձեռք է բերվել 12% տոկոսադրույքով, որի 6%-ը սուբսիդավորում է ներդրումային հիմնադրամը: Արդյունքում ստացվում է, որ հիմնադրամի կողմից տարեկան զուտ տոկոսի մարումը կկազմի 59083200ՀՀ դրամ: Հաշվարկներից պարզ է դառնում, որ IPO-ի դեպքում ներդրումային հիմնադրամը կխնայի 22156200ՀՀ դրամ:

Միջազգային փորձի համաձայն՝ ամենամեծ առավելությունը, որ կարող են ձեռք բերել նման ընկերությունները, ինչպես արդեն նշվել է. մուտքն է փոխառու էժան միջոցների շուկա: Սակայն դրանով թողարկող ընկերությունների հնարավորություն-ները և առավելությունները չեն սահմանափակվում: Մոտ ապագայում այդ ըն-կերությունները բավարար թափանցիկություն և պարտավորությունների կատարման պարտաճանաչություն ցուցաբերելու պարագայում հնարավորություն կունենան իրականացնել բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկ (IPO), ինչն արդեն ընկերու-թյան զարգացման լիովին նոր մակարդակ է:

Նախնական հրապարակային տեղաբաշխում իրականացնող հաջորդ ընկերու-թյունը կարող է լինել ԼՂՀ Ներդրումային հիմնադրամը: 2014թ. Արցախի ներդրումային հիմնադրամի կողմից <<Բեյս Մեթըլս>> ՓԲԸ-ին տրամադրվել է 58.0 մլն դոլարի, <<Գոլդ Սթար>> ՓԲԸ-ին՝2.5մլն դոլարի չափով փոխառություններ[7]: Եթե <<Բեյս

[7]Արցախի ներդրումային հիմնադրամ << 2014 թվականի գործունեության հաշվետվություն>>, www.aif.am, էջ 27, 28:

Մեթըլս>> և <<Գոլդ Սթար>> ՓԲԸ-երը վերակազմավորվեն ԲԲԸ-երի և ֆոնդային բորսաներում բաժնետոմսերի բաց բաժանորդագրություն իրականացնեն, ապա կարող են ունենալ ավելի քան 60 մլն դոլարի շուկայական կապիտալացում: Այդպիսի ընկերությունների կողմից IPO-ի իրականացումը հիմքեր կստեղծի ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար: Այն նաև հնարավորություն կտա ապահովել արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում, ՀՆԱ հարաբերակցության մի նոր մակարդակ՝ ընկերություններին պարտքային շուկայի զարգացումից տեղաշարժելով դեպի կապիտալի շուկա:

Ատենախոսության **<<Եզրակացություններ>>** բաժնում ամփոփվել են հետազոտության հիմնական արդյունքները և առաջարկվել առկա խնդիրների լուծման հնարավոր եղակները, մասնավորապես.

1. Արդի պայմաններում ԼՂՀ-ում առկա նախադրյալներն իրական հիմք են ստեղծում արժեթղթերի շուկայի կայացման համար, որտեղ գլխավոր ուղին աստիճանական, փուլային կազմակերպական մոտեցումն է՝ շուկայի առանձին տարրերի ձևավորմանը: Բացի այդ, շուկան պետք է ձևավորվի բնականոն, կազմակերպությունների և հանրության պահանջների միջոցով, շուկայական տնտեսության շրջանակներում և ոչ թե ֆինանսների նախարարության և Կենտրոնական բանկի կողմից պարտադրվող պայմանների և կառուցվածքի ճանապարհով: Այդ հիմնարկները պետք է ապահովեն բարենպաստ պայմաններ ինչպես շուկայական տնտեսության, այնպես էլ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար, իրականացնեն վերահսկողություն և կարգավորում համաշխարհային պրակտիկայում գործող չափանիշներին համապատասխան:

2. Ներկայումս ԼՂՀ ֆինանսական ոլորտում առավել հրատապ նշանակություն ունեցող խնդիրներից մեկը կարելի է առանձնացնել երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավումը, որին հասնելու իրական ուղիներն են. արժեթղթերի շուկայի կարգավորման եւ վերահսկման համակարգի հստակեցումը եւ կատարելագործումը, այդ թվում շուկայի ենթակառուցվածքային համակարգի կատարելագործմանն ուղղված միջոցառումների մշակումն ու իրականացումը, շուկայական գործիքակազմի համալրումը, կորպորատիվ կառավարման արդյունավետությունն ապահովող միջոցառումների կիրառումը և մասնավորեցման ձևերի ու մեթոդների բարելավումը:

3. ԼՂՀ-ում ներկայումս, որպես արժեթղթերի շուկայի զարգացման իրական և արդյունավետ ուղի, պետք քննարկել պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման պարտատոմսային համակարգի ներդրումը, ինչն արդեն 20 տարի է ներդրվել և արդյունավետ գործում է ՀՀ-ում: Նշված համակարգի ներդրման համար ԼՂՀ-ում առկա են բոլոր նախադրյալները, բացի այդ պետության կողմից արժեթղթերի թողարկումը կխթանի նաև տնտեսությունում արժեթղթերի շուկայի կայացմանը, ինչպես նաեւ կապահովի ֆինանսական շուկայի գործիքների միջոցով պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորմանը:

4. ՀՀ և ԼՂՀ արժեթղթերի շուկան ընդլանելու և զարգացնելու նպատակով պետք է մշակել նոր ռազմավարություն, որի նպատակն է IPO-ների կազմակերպումը և բորսայում նոր ընկերությունների ցուցակումը, ինչպես նաև բորսայի և դեպոզիտարիայի աշխատանքների, կիրառվող գործընթացների, ենթակառուցվածքի ու տեխնոլոգիաների բարելավումը, կառավարության և կենտրոնական բանկի հետ համագործակցումը՝ նպատակաուղղված IPO-ի շուկայի զարգացման ուղղությամբ տարբեր ծրագրերի իրականացմանը (կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների ներդրման ծրագիրը):

5. Հաշվի առնելով ԼՂՀ տնտեսության զարգացման մեջ արդյունաբերության դերը, ինչպես նաև այն հանգամանքը, որ ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմքը կարող է և պետք է լինի արդյունաբերությունը, ատենախոսությունում արդյունաբերական կազմակերպությունների ֆինանսական ցուցանիշների իրականացված ուսումնասիրությունը հիմնավորում է, գործնականում այդ կազմակերպություններն ի զորու են ֆինանսական միջոցներ ներգրավել արժեթղթերի շուկայից: Միաժամանակ, ունենալով բավարար ներուժ և ֆինանսական դրական ցուցանիշներ՝ արդյունաբերական կազմակերպությունները դրականորեն կընդունվեն շուկայի կողմից, կկարողանան իրականացնել հրապարակային առաջարկներներ և և ձևավորել ներդրողների համապատասխան զազված::

6. Ներքին IPO-ի շուկայի ստեղծման և զարգացման նպատակով, ՀՀ և ԼՂՀ IPO-ների շուկայի զարգացման ներկա փուլում կապիտալացման աճը պետք է գերազանցապես պայմանավորված լինի նոր ընկերություններ ֆոնդային շուկա դուրս բերելով:

Եթե <<Բեյս Մեթըլս>> և <<Գոլդ Սթար>> ՓԲԸ-երը վերակազմավորվեն ԲԲԸ-ների և ֆոնդային բորսաներում բաժնետոմսերի բաց բաժանորդագրություն իրականացնեն, ապա կարող են ունենալ ավելի քան 60 մլն դոլարի շուկայական կապիտալացում: Այդպիսի ընկերությունների կողմից IPO-ի իրականացումը հիմքեր կստեղծեն ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար: Այն նաև հնարավորություն կտա ապահովել արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում, ՀՆԱ հարաբերակցության մի նոր մակարդակ՝ ընկերություններին պարտքային շուկայի զարգացումից տեղաշարժելով դեպի կապիտալի շուկա:

7. Հարցումների միջոցով հետազոտությունները թույլ են տվել ատենախոսին կատարել հետևյալ եզրահանգումները, որ արժեթղթերի շուկայի կայացման համար անհրաժեշտ է.

- բարձրացնել բնակչության ֆինանսական ոլորտի վերաբերյալ գրագիտությունը,
- ավելացնել ԲԲԸ-ների քանակը,
- վերացնել արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող գործոնները,
- բարձրացնել հասարակության տեղեկացվածության գործում ԶԼՄ-ների դերը,
- հասարակության ուշադրությունը հրավիրել կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների վրա:

8. Արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ ՀՀ և ԼՂՀ օրենսդրությունն այսօր կարիք ունի կատարելագործման և մի շարք նոր օրենքների ընդունման: Մասնավորապես, ՀՀ-ում այսօր չկա օրենք արժեթղթերի շուկայի ներդրողների շահերի պաշտպանության վերաբերյալ, ինչպես նաև օրենքներ ֆոնդային բորսայի, արժեթղթերի շուկայի այլ կառույցների ու ենթակառուցվածքների վերաբերյալ և այլն:

9. ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման ներկա փուլում առկա են բազմաթիվ գործոններ, որոնք կարևորվում են դրա հետագա զարգացման տեսանկյունից: Առավել հրատապ նշանակություն ունեցողներից կարելի է առանձնացնել հետևյալները.

- երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավումը,
- արժեթղթերի շուկայի կարգավորման եւ վերահսկման համակարգի հստակեցումը և կատարելագործումը,
- շուկայական ենթակառուցվածքային համակարգի կատարելագործմանն ուղղված միջոցառումների մշակումն ու իրականացումը,
- շուկայի գործիքակազմի համալրումը,

- կորպորատիվ կառավարման ներդրումն ու դրա արդյունավետությունն ապահովող միջոցառումների կիրառումը:

Նշված հիմնախնդիրների լուծումն, անկասկած, կնպաստի ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հեռանկարների ապահովմանը, համաշխարհային տնտեսությանը ԼՂՀ ինտեգրմանը, շուկայի որակական հատկանիշների բարձրացմանը, շուկայական մեխանիզմների միջոցով ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ վերաբաշխմանը և այդ հիմքի վրա երկրում կայուն աճի ապահովմանը, ներքին և արտաքին ներդրողների համար վստահություն ներշնչող ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ստեղծմանը:

Հետազոտության հիմնական արդյունքներն արտացոլված են հրատարակված հետևյալ վեց գիտական հոդվածներում.

1. Ավետիսյան Ս.Ա. - Արժեթղթերի շուկայի զարգացման նախադրյալները ԼՂՀ-ում - Հայաստան, ֆինանսներ և էկոնոմիկա, N 7 (133), հուլիս Երևան, 2011, էջ 24-27:

2. Ավետիսյան Ս.Ա. - ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման արդի հիմնախնդիրները, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, N 6 (168), հունիս Երևան,2014,էջ 45-48:

3. Ավետիսյան Ս.Ա. - Արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնական ուղիները ԼՂՀ-ում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, N 6 (168), հունիս Երևան, 2014, էջ 40-44:

4. Ավետիսյան Ս.Ա. - IPO-ն որպես արժեթղթերի շուկայի ձևավորման գործոն, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, Թիվ 5-6 (177-178), Երևան, 2015,էջ 40-43:

5. Ավետիսյան Ս.Ա. - Նախնական հրապարակային թողարկման հնարավորությունները ԼՂՀ արդյունաբերական կազմակերպություններում, Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, Թիվ 5-6 (177-178), Երևան, 2015, էջ 44-47:

6. Սալնազարյան Ա.Բ.,Ավետիսյան Ս.Ա. ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման նախադրյալները, Սոցիալ-տնտեսական զարգացման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում (գիտական հոդվածների ժողովածու -2015)/ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան տնտեսագիտության ինստիտուտ: Պատ. խմբագիր՝ Վ.Լ.Հարությունյան.-Եր.: ՀՀ ԳԱԱ <<Գիտություն>>, հրատ., 2015-էջ 376:

Аветисян Сусан Апкаровна
Пути становления и развития рынка ценных бумаг в НКР

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 -“Финансы, бухгалтерский учет”.

Защита диссертации состоится 10-ого Марта 2016 года в 14^{00} часов на заседании специализированного Совета 014 ВАК РА по экономике, действующего в Армянском государственном экономическом университете, по адресу: 0025, г. Ереван, ул. Налбандяна, 128.

РЕЗЮМЕ

Диссертационная работа посвящена разработке путей становления и развития рынка ценных бумаг в НКР.

Финансовый рынок, в частности, его составная часть рынок ценных бумаг, создает возможности для привлечения более эффективных и долгосрочных способов финансирования. Наличие и функционирование рынка ценных бумаг создает возможность формирования деятельной системы финансирования в экономике, стимулирования инвестиций и обеспечения экономического роста.

Изучение современных условий финансирования экономики показывает, что в НКР возрастает спрос на финансовые ресурсы и возникает необходимость помимо кредитов развивать и другие альтернативные инструменты финансирования.

Актуальность диссертации заключается в том, что в экономике Арцаха, для диверсификации внешних источников финансирования возникает необходимость становления и развития рынка ценных бумаг.

Цель диссертации исследуя финансовую, в частности, проводимые реформы в сфере рынка ценных бумаг, разработать эффективные пути становления и развития рынка ценных бумаг в НКР.

Для выполнения поставленной цели были выдвинуты следующие задачи:

- ✓ изучение становления и особенностей рынка ценных бумаг в НКР,
- ✓ изучение правовой базы, регулирующих становление и развития рынка ценных бумаг РА и НКР,
- ✓ исследование и анализ количественных и качественных показателей развития рынка ценных бумаг РА и НКР,
- ✓ выявление проблем и препятствий развития рынка ценных бумаг на настоящем этапе,
- ✓ обоснование и выявление эффективных путей становления и развития рынка ценных бумаг НКР.

Основные результаты и научная новизна диссертации заключаются в следующем:

1. На основе методов социологического опроса выявлены факторы, влияющие на функционирование рынка ценных бумаг в НКР, дана количественная оценка их воздействия на развитие рынка ценных бумаг, в частности, уровень доходов населения - 62,2 %, недостаток финансовой грамотности и информационная ассиметрия - 25,0%, защищенность прав инвесторов – 24,7%, не действенная государственная поддержка - 28,1%.

2. Обоснованы и предложены организации, имеющие возможность проведения первичных публичных предложений ценных бумаг, исходя из примера Арцах ГЭС, а также прогнозированы и оценены объемы финансовых средств, привлеченных компаний НКР из рынка ценных бумаг посредством первичного публичного предложения ценных бумаг.

3. Обоснованы, с целью покрытия дефицита финансирования государственного бюджета НКР, внедрение системы выпуска и распределения государственных облигаций, а также объемов привлечения денежных средств посредством облигаций, на основе опыта эффективных действии данной в РА, с учетом имеющихся в наличии денежных средств в НКР.

Susan Abkar Avetisyan

Waysforgrowth and Development of the Securities Market in the NKR.

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.03-"Finance, Accounting".

The defence of the thesis will take place on March 2016 at 14^{00} o'clock at 014 Council of Economics of SCC RA at Armenian State University of Economics: 128 M.Nalbandyan Street, Yerevan 0025.

Abstract

The thesis is devoted to the ways of development of securities market formation and growth in the NKR. The financial market and its most important segment the securities market create opportunities for using more effective and long-term methods of financing. The availability and regular operation of the securities market allows to create an effective system for financing the economy, stimulate investments and support economic growth. The research on the current conditions of financing the economy shows that the demand for financial resources is growing in the NKR, and it becomes necessary to develop alternative financing instruments in addition to loans.

The relevance of the thesis is that it becomes necessary to develop the securities market for the diversification of the external sources of financing in the economy of Artsakh.

The aim of the thesis. The main aim of the dissertation is to develop effective ways for the formation and development of the securities market in the NKR by exploring the financial reforms, particularly made in the field of securities markets.

To accomplish this goal, the following tasks have been put forward:

- ✓ to studythe securities market development and its characteristics in the NKR,
- ✓ to explorelegislation regulating the formation and development of the securities market of Armenia and NKR,
- ✓ to investigate and analyze the quantitative and qualitative indicators of the securities market development in the Republic of Armenia and the Nagorno-Karabakh Republic,
- ✓ to identify problems and obstacles to the development of the securities market at the present stage,
- ✓ to explain and to show the effective ways for the formation and development of the securities market of the NKR

The main results and the scientific novelty of the dissertation are as follows:

-Social surveys have revealed the factors affecting the operation of the securities market,and their quantitative assessments of their impact on market development have been given. In particular, the level of population income - 62.2%, information asymmetry and lack of

financial literacy - 25.0%, investors' rights protection - 24.7% and State improper assistance - 28.1%.

- Preconditions for the formation and development of the NKR securities market have been identified, as well ascompanies have been grounded and proposed with opportunities to implement an initial public offering of securities.

- Fund volumes attracted from the securities market have been estimated and forecasted by the NKR companies through the initial public offerings of stocks.

- Investment of an issuance and distribution system of government bondsfor state budget deficit of NKR has been confirmed and the volumes of attracted funds through bonds have been estimated.

The basic results and scientific novelty of the dissertation consist in the following:

1. On the basis of methods of sociological interrogation the factors influencing functioning of a securities market in NKR are revealed, the quantitative estimation of their influence on development of a securities market, in particular, a level of incomes of the population - 62,2 %, lack of financial literacy and information asymmetry - 25,0 %, security of the rights of investors - 24,7 %, not effective state support - 28,1 % is given.

2. The organizations having an opportunity of carrying out of primary public offers of securities, proceeding from example Arcakh hydroelectric power station are proved and offered, and also predicted and estimated the financial assets, involved companies NKR from a securities market by means of the primary public offer of securities.

3. With the purpose of a covering of deficiency of financing of state budget NKR, was proved introduction of system of release and distribution of the state bonds, and also estimated levels of attraction of money resources by means of bonds, on the basis of experience of effective actions of the given system in RA, in view of available money resources in NKR.