

ՀԱՅ-ՌՈՒՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԹՈՐՈՍՅԱՆ ՀԱՄԱԻԿ ԱՐԾՐՈՒՆՈՒ

**ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ
ԻՐԱԿԱՆԱՑՄԱՆ ԱՐԴԻ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ
ՀՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ**

**Ը.00.03. – «Ֆինանսներ, հաշվապահական
հաշվառում» մասնագիտությամբ
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման ատենախոսության**

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2017

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Երևանի «Գլաժոր» համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝
Աշոտ Բորիսի Սալնազարյան

**Պաշտոնական
ընդդիմախոսներ՝**

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝
Աշոտ Հակոբի Բայադյան

տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ՝
Կարեն Վասիլիի Ներսիսյան

**Առաջատար
կազմակերպություն՝**

Երևանի պետական համալսարան

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2017 թ. մարտի 21-ին, ժամը 14⁰⁰-ին Հայ-Ռուսական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈՀ-ի Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցեն՝ 0051, ք.Երևան, Հովսեփ Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայ-Ռուսական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2017 թ. փետրվարի 21-ին:

008 մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝
Ա.Մ.Սուվարյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Հետազոտության թեմայի արդիականությունը: Արդի պայմաններում ցանկացած երկրի կայուն զարգացման ապահովման ֆինանսատնտեսական հիմքը արդյունավետ գործող ֆինանսական շուկաներն են: Այլ կերպ ասած՝ որքան կայացած է ֆինանսական շուկան, այնքան արդյունավետ է գործում «խնայողություններ — ֆինանսական ներդրումներ — իրական ներդրումներ — տնտեսական աճ» շղթան: Վերջինս էլ, իր հերթին, կյանքի է կոչվում ֆինանսական և հատկապես կապիտալի շուկաներում մատուցվող ծառայությունների՝ ներդրումային ծառայությունների կազմակերպման և իրականացման միջոցով: Այդ գործընթացներում կարևորվում են ինչպես ֆինանսական միջոցները խնայողներից վերջնական սպառողներին հասցնելու ֆինանսական գործիքներն ու դրանց օգտագործման մեթոդներն ու կառուցակարգերը, այնպես էլ ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք՝ ներդրողներին ու թողարկողներին մատուցվող ծառայությունների տեսակներով ու եղանակներով:

Ֆինանսական զարգացած շուկա ունեցող երկրներում ներդրումային ծառայությունների արդյունավետ կազմակերպման միջոցով ներկայումս լուծվում է երկու կարևոր հիմնախնդիր. մի կողմից խնայողությունները «հոսում են» կապիտալի շուկաներ, մյուս կողմից՝ նպատակաուղղվում տնտեսության իրական հատված կամ ծառայությունների ոլորտ:

Հայաստանի Հանրապետությունում այսօր կապիտալի շուկաները, ինչպես նաև դրանցում մատուցվող ներդրումային ծառայությունները դեռևս կայացած չեն: Մասնավորապես՝ ֆինանսական շուկայի առանցքային հատվածը կազմող արժեթղթերի շուկան, իր ֆինանսական գործիքներով և ներդրումային ծառայություններով, տնտեսավարող անձանց համար որպես ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր չի ծառայում: Չնայած այն հանգամանքին, որ ՀՀ-ում օրենսդրորեն ներկայացված ու հստակ սահմանված են ներդրումային ծառայությունները, դրանց տեսակներն ու իրականացման պայմանները¹, իսկ հանրապետությունում գործող առևտրային բանկերն ու ներդրումային ընկերությունները ունակ են տնտեսավարող անձանց մատուցելու ներդրումային ծառայությունների ամբողջ համալիրը, այդուհանդերձ, ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների մատուցումը կրում է եզակի կամ պատահական բնույթ: Առկա են բազմաթիվ և բազմաբնույթ խնդիրներ, որոնք դրսևորվում են ինչպես արժեթղթերի ու կապիտալի շուկաներում, այնպես էլ դրանցից դուրս, ինչպես հաճախորդների ու ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց, այնպես էլ ֆինանսական գործիքների, կառուցակարգերի, մեթոդների ու եղանակների հետ կապված:

¹ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, բաժին 3. ընդունված է 11.10.2007 թ.:

Վերը նշված խնդիրների ուսումնասիրությանն ու համապատասխան լուծումների մշակմանն էլ նվիրված է սույն հետազոտությունը, որոնցով էլ պայմանավորվել են նաև ատենախոսության թեմայի ընտրությունը, արդիականությունն ու կատարման անհրաժեշտությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպատակը արժեթղթերի ՀՀ և արտերկրյա շուկաներում մատուցվող ներդրումային ծառայությունների փորձի վերլուծության հիման վրա ՀՀ-ում առկա հիմնախնդիրների բացահայտումն է և դրանց լուծման որոշակի ուղիների մշակումն ու առաջադրումը:

Ըստ այդ նպատակի՝ առաջադրվել են հետազոտության կառուցվածքը և տրամաբանությունը կանխորոշող հետևյալ խնդիրները.

- հետազոտել ներդրումային ծառայությունների մատուցման տնտեսաիրավական հիմքերը և բացահայտել դրանց դրսևորման արդի առանձնահատկությունները արժեթղթերի շուկայում,
- դասակարգել արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության տեսակները՝ ներկայացնելով դրանց առանձնահատկությունները,
- ներդրումային ընկերությունները դիտարկել որպես արժեթղթերի շուկայում ներդրումային համալիր ծառայություններ մատուցող անձինք,
- վերլուծել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի և դրանում իրականացվող ներդրումային ծառայությունների արդի վիճակը,
- կատարել ներդրումային ծառայությունների իրականացման արտասահմանյան փորձի համեմատական վերլուծություն,
- հիմնավորել անդերռայթինգի՝ որպես ՀՀ-ում ներդրումային ծառայությունների և արժեթղթերի առաջնային շուկայի զարգացման գործոնի դերը,
- մշակել ներդրումային ծառայությունների պետական կարգավորման կատարելագործման ուղիներ և կառուցակարգեր ՀՀ արժեթղթերի շուկայում:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ արժեթղթերի շուկան է, ինչպես նաև ներդրումային ծառայություններ մատուցող ընկերությունները, իսկ առարկան՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների կազմակերպմանն ու մատուցմանն առնչվող հիմնախնդիրներն ու դրանց հաղթահարմանն ուղղված մոտեցումները:

Հետազոտության տեսամեթոդաբանական հիմքերը և տեղեկատվության ապահովումը: Հետազոտության համար որպես տեսամեթոդաբանական հիմք են ծառայել ՀՀ սահմանադրությունը, արժեթղթերի շուկան կարգավորող ՀՀ օրենքները, ՀՀ Կառավարության և ԿԲ-ի կողմից մշակված հայեցակարգերն ու ընդունված որոշումները, ներդրումային ծառայությունների ոլորտին առնչվող միջազգային

կազմակերպությունների հաշվետվություններն ու գիտամեթոդական մշակումները, այլ երկրների մեթոդական նյութերը և փորձը, ինչպես նաև տնտեսագիտության դասականների, հայրենական և արտասահմանյան գիտնականների՝ արժեթղթերի շուկայի և ներդրումային ծառայությունների վերաբերյալ աշխատությունները:

Հետազոտության տեղեկատվական ապահովման համար օգտագործվել են ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության և ՀՀ ԿԲ-ի հրապարակումներն ու ներդրումային ծառայությունների ոլորտը ներկայացնող համացանցային կայքերի տեղեկատվական նյութերը:

Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են գիտական վերացարկման, վերլուծության և համադրության, տնտեսավիճակագրական, համեմատական, համակարգային և գործոնային, ինչպես նաև պատմատրամաբանական վերլուծության մեթոդները:

Հետազոտության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը: Ատենախոսությունում կատարված ուսումնասիրությունների և վերլուծությունների արդյունքում առաջարկված մոտեցումների գիտական նորույթը հետևյալն է.

- Տարբերակվել են արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության տեսակներն ու դրանք իրականացնող անձինք, կատարվել է նորովի դասակարգում:
- Հիմնավորվել է ՀՀ մարզերում «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» ԲԲԸ տարածքային ստորաբաժանումների՝ որպես հաշվի օպերատորների ստեղծման անհրաժեշտությունը՝ առաջարկելով այդ գործառույթների իրականացումը պայմանագրային հիմունքներով վերապահել ՀՀ-ում գործող առևտրային բանկերին, ներդրումային ընկերություններին և փոստային կապի օպերատորներին:
- Մշակվել է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի համար տեղաբաշխման գործունեության (անդերռայթինգ) արդյունավետության հաշվարկման նոր մոտեցում. Վան Հորնի բանաձևը լրացվել է լոբբիստական հնարավորությունների K_L գործակցով:
- Հիմնավորվել է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գերշահույթ ստանալու նպատակով ներքին տեղեկատվության անբարեխիղճ օգտագործման (ինսայդերական տեղեկատվություն) և գնային չարաշահումների (մանիպուլյացիա) քրեականացման անհրաժեշտությունը:

Հետազոտության արդյունքների գիտագործնական և կիրառական նշանակությունը: Հետազոտության հիմնական դրույթները 2015-2016 ուսումնական տարվանից սկսած, օգտագործվում են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում՝ «Արժեթղթերի շուկա» և «Մասնագիտացված գործունեությունը արժեթղթերի շուկայում» ուսումնական դասընթացների դասավանդման ժամանակ:

Ներդրումային ծառայությունների իրականացման բարեփոխումներին վերաբերող առանձին դրույթներ հավանության են արժանացել և կիրառվում են «Ռենեսա» ՓԲԸ-ի (ներդրումային ընկերություն) կողմից:

Հետազոտության գիտական արդյունքներն ու ներկայացված առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ ԿԲ-ի կողմից՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի և դրանում մատուցվող ներդրումային ծառայությունների զարգացման հայեցակարգերի և քաղաքականության մշակման նպատակով:

Հետազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնական դրույթները և ստացված արդյունքները քննարկվել են ՀՊՏՀ-ում 2015 թ. նոյեմբերի 11-13-ը կայացած «Գիտելիք, նորաստեղծություն և զարգացում» XXV գիտաժողովում, Երևանի «Գլաժոր» համալսարանի «Ընդհանուր տնտեսագիտություն» ամբիոնի 10.10.2016 թ. նիստում և ՀՀ Կենտրոնական բանկի մասնագետների հետ:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքներն ամփոփված են հեղինակի գիտական յոթ հոդվածներում:

Հետազոտության կառուցվածքը և ծավալը: Աշխատանքը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից, շարադրված է 184 էջի վրա: Ներառում է 14 աղյուսակ և 14 գծապատկեր:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության **ներածությունում** հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, ձևակերպվել են աշխատանքի նպատակն ու խնդիրները, ներկայացվել են հետազոտության օբյեկտը և առարկան, տեսամեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, ստացված հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը, ինչպես նաև հետազոտության գիտագործնական նշանակությունը, փորձարկումն ու աշխատանքի կառուցվածքը:

Ատենախոսության առաջին՝ **«Արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների մատուցման տնտեսաիրավական հիմքերը»** գլխում պարզաբանվել են ներդրումային ծառայությունների մատուցման տնտեսաիրավական հիմքերը և դրսևորման առանձնահատկություններն արժեթղթերի շուկայում, համադրվել են տնտեսագիտական տարբեր ուղղությունների և դպրոցների մոտեցումները, ներկայացվել են արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության տեսակները, տրվել է դրանց դասակարգումը, ինչպես նաև, արժեթղթերի շուկայի կազմակերպման և կարգավորման օրենսդրական հիմքերի տեսանկյունից, ներդրումային ընկերությունները դիտարկվել են որպես ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք:

Դրամական կապիտալի տեղաբաշխման (ներդրման) ձևերի և եղանակների բարդացումն առաջ է բերել պրոֆեսիոնալ (արհեստավարժ) գործունեության նոր հատուկ տեսակներ, որոնք, աստիճանաբար առանձնանալով բանկային ծառայություններից, ուղղվում են դրամական կապիտալի սպասարկմանը: Տվյալ դեպքում խոսքը ներդրումային ծառայությունների մասին է:

Տնտեսագետներից շատերը արժեթղթերի շուկան բնորոշում են որպես արժեթղթերի թողարկմանն ու դրա մասնակիցների միջև շրջանառությանն առնչվող տնտեսական հարաբերությունների ամբողջություն²:

Երբեմն արժեթղթերի շուկան դիտարկվում է ոչ միայն որպես տնտեսական հարաբերությունների ամբողջություն, այլ նաև իբրև մեխանիզմների, ինստիտուտների և գործիքների համալիր, որն օգտագործվում է տնտեսությունում ներդրումների ներգրավման համար՝ ներդրումների կարիք և ներդրումներ կատարելու ցանկություն ունեցողների միջև տնտեսական հարաբերությունների հաստատման ճանապարհով³: Տնտեսագիտական գրականության մեջ կա նաև մեկ այլ մոտեցում, համաձայն որի՝ արժեթղթերի շուկան բազմակողմ, բազմաշերտ երևույթ է: Այսպես՝ Վ.Ա. Գալանովը արժեթղթերի շուկան դիտարկում է ոչ միայն իբրև առանձնահատուկ տեսակի ապրանքի շուկա, այլ նաև որպես կապիտալի շուկա⁴: Արժեթղթերի շուկայի բազմակողմանիությունը, մեր կարծիքով, պայմանավորված է արժեթղթերի բնույթով և շուկայի սուբյեկտների միջև փոխհարաբերությունների բնութագրով: Վերջինս ընդունված է վերագրել թողարկողներին, ներդրողներին, մասնագիտացված մասնակիցներին և պետությանը: Հարկ է նշել, որ պետությունը հանդես է գալիս ինչպես թողարկողի և ներդրողի, այնպես և արժեթղթերի շուկայի կարգավորողի դերում: «Թողարկող–ներդրող» տնտեսական հարաբերությունների տեսակը արժեթղթերի շուկայի՝ որպես կապիտալի շուկայի հիմքում է, քանի որ արտահայտում է վերաբաշխման գործընթացի մասնակիցների փոխհարաբերությունների ներդրումային, ֆոնդային բնույթը, որի արդյունքում թողարկողը ստանում է անհրաժեշտ ֆինանսական ռեսուրսներ, իսկ ներդրողը հնարավորություն է ունենում մեծացնելու իր դրամական միջոցները:

«Ներդրող–ներդրող» հարաբերությունների տեսակը արժեթղթերի շուկան բնութագրում է որպես այնպիսի շուկա, որում շրջանառվում է հատուկ

² St'eu Боровкова В.А., Рынок ценных бумаг. – СПб.:Питер, 2005, 320 с.; Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Павленко В.А., Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования: учебное пособие. – 2-е изд., перераб. – М.: КНОРУС, 2005, 272 с.; Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям/под ред. Е.Ф.Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009, 567 с.; Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Ալանգարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ - 97», 2009, 335 էջ:

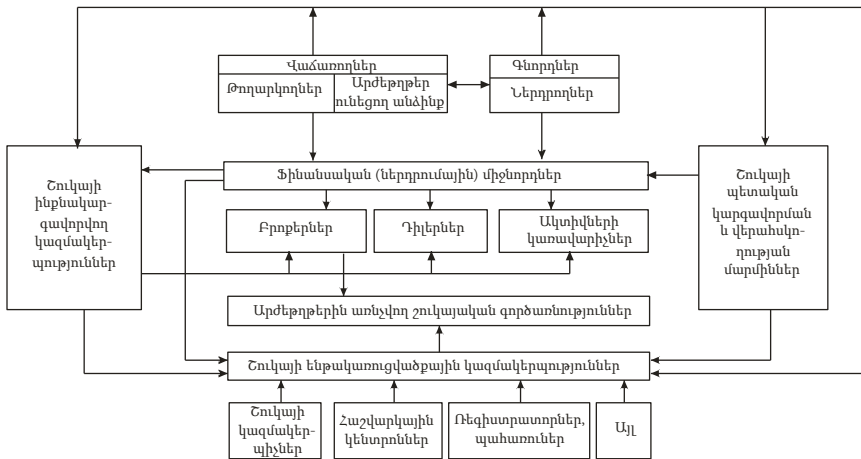
³ St'eu Едренова В.Н., Новожилова Т.Н., Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: Магистр, 2007, 684 с.

⁴ St'eu Галанов В.А., Рынок ценных бумаг: учебник. – М.: ИНФРА-М, 2007, 379 с.

ապրանք՝ արժեթույթը: Այդ շրջանառության գործընթացում ներդրողները արժեթղթերի հետ կապված գործարքից ստանում են եկամուտներ և/կամ վերաբաշխում են արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրենց իրավունքը:

Տնտեսական հարաբերություններում մասնագիտացված մասնակիցների առկայությունը թույլ է տալիս արժեթղթերի շուկայում առանձնացնել մեկ էական դրսևորում ևս: «Թողարկող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» կամ «ներդրող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» հարաբերությունների տեսակները պայմանավորում են արժեթղթերի շուկայի ծառայությունների մատուցման կերպը: Այլ կերպ ասած՝ արժեթղթերի շուկան կարելի է դիտարկել որպես յուրահատուկ ծառայությունների շուկա: Արժեթղթերի շուկայի երեք գործառնությունների (արժեթղթերի շարժ, ներդրումներ և սպասարկում) փոխկապվածության ուսումնասիրությունը համակարգված պատկերացում է տալիս այդ տնտեսական երևույթի մասին:

Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների կազմը ատենախոսությունում ներկայացված է գծապատկերի միջոցով (տե՛ս գծապատկեր 1):



Գծապատկեր 1. Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներ*

Արժեթղթերի շուկայի ծառայություններն իրենց բնույթով մասնագիտացված են, որոնց բովանդակությունը բխում է արժեթղթերի հիմնական նկարագրից: Այսպես՝ առաջինն այն հատկանիշներն են, որոնցով կարելի է բնորոշել արժեթույթը՝ որպես ինքնուրույն տնտեսաիրավական երևույթ: Դա բացատրվում է նրանով, որ արժեթույթը ոչ միայն տնտեսական, այլև իրավական հասկացություն է, ուստի ոչ բոլոր ֆինանսական գործիքներն են արժեթույթ, այլ միայն նրանք, որոնց կարգավիճակն ամրագրվում է օրենքով:

* Գծապատկերը կազմվել է հեղինակի կողմից:

Երկրորդը արժեթղթի՝ որպես առանձնահատուկ ապրանքի հատկություններն են, որոնք տարբերում են արժեթուղթը ավանդական ապրանքից (փոխարկելիություն, պետության կողմից կարգավորելիություն և ճանաչելիություն, միօրինակություն, շրջանառելիություն):

Երրորդը՝ արժեթղթերի բազային սպառողական հատկությունները, որոնք արտացոլում են դրա սպառողական որակը (դիսկ, հուսալիություն, եկամտաբերություն, իրացվելիություն):

Չորրորդը՝ թողարկման ձևը և արժեթղթերի հետ կապված իրավունքների փոխանցման եղանակը:

Մասնագիտացված սուբյեկտների ծառայությունների առումով արևմտյան գրականության մեջ հատուկ ուշադրություն է դարձվում սպասարկման կողմին: Մասնագիտացված սուբյեկտների ծառայությունները դիտարկվում են գործարքային ծախսերի կրճատման և ներդրումային որոշումներ ընդունելիս անհամաչափ տեղեկատվության հաղթահարման տեսանկյունից⁵:

Ռուսաստանյան հեղինակների աշխատություններում մասնագիտացված սուբյեկտների գործունեությունն ուսումնասիրվում է արժեթղթերի շուկայի ազգային առանձնահատկություններին համապատասխան⁶: Ռուս հեղինակները մասնագիտացված մասնակիցների գործունեությունն ուսումնասիրում են ֆինանսական շուկայի գործառնության մյուս ձևերի հետ համեմատության համատեքստում: Այդ դեպքում շեշտը դրվում է ոչ թե մասնագիտացված ծառայությունների, այլ արժեթղթերի գործառնությունների հետ կապված գործարքների վրա, որոնք ուղեկցում են դրանց կատարումը և ավարտը⁷:

Մասնագիտացված սուբյեկտների ծառայությունների մեկնաբանման առումով արևմտյան և ռուսաստանյան հեղինակների մոտեցումների տարբերությունները պայմանավորված են արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված սուբյեկտների գործունեության ուսումնասիրության տեսական տարբերություններով: Ռուս հեղինակների գերակշիռ մասը որպես հիմք է ընդունում դասական տնտեսագիտության կանխադրույթները, ըստ որոնց շեշտը դրվում է արտադրության ոլորտի, ինչպես նաև ֆինանսների տեսության վրա: Այդ դեպքում, որպես կանոն, նկարագրվում են նոր ի հայտ եկող դրսևորումները՝ առանց դրանց էության և բովանդակության վերլուծության: Արևմտյան հետազոտողները արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներին դիտարկում են ֆինանսների նորինստիտուցիոնալ և նորդասական տեսությունների տեսանկյունից: Այսինքն՝ ընդունվում է ծառայությունների, մասնավորապես՝ ֆինանսական հատվածի աճող դերը տնտեսական կյանքում: Նոր ինստիտուցիոնալիզմի գործիքակազմը

⁵ St' u Колб Р.В., Родригес Р.Дж., Блэкуэлл Д.У., Финансовые институты и рынки: учебник: пер. 2-ого америк. издания. – М.: изд-во «Дело и Сервис», 2003, 688 с.

⁶ St' u Галанов В.А., Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2007, 379 с.

⁷ St' u Едронова В.Н., Новожилова Т.Н., Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: Магистр, 2007, 684 с.

հնարավորություն է տալիս ուսումնասիրելու արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներին ոչ միայն տնտեսությունում դրամական ռեսուրսների դասական վերաբաշխման, այլ նաև սպասարկման գործունեության բովանդակության տեսանկյունից:

Ֆինանսների դասական տեսության շրջանակներում, արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ծառայությունների առումով, ելակետային են ֆինանսական ծառայությունները, իսկ նորդասական տեսության շրջանակներում՝ ներդրումային ծառայությունների մատուցումը: Տարբերությունն այն է, որ ֆինանսների նորդասական տեսության սահմաններում հստակորեն տարանջատվում են «ֆինանսավորում» և «ներդրում» հասկացությունները: Մասնագիտացված սուբյեկտների գործունեության բովանդակության մեջ շեշտը դրվում է ներդրումների՝ որպես դրամական միջոցների կառավարման գործընթացի վրա⁸, այն դեպքում, երբ ֆինանսների դասական տեսությունը որպես հիմք է ընդունում ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուրների հետազոտությունը:

Այսպիսով՝ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված (արհեստավարժ) մասնակիցները համապատասխան ընկերություններ են (առանձին դեպքերում կարող են լինել նաև ֆիզիկական անձինք), որոնք իրականացնում են արժեթղթերի հետ կապված մասնագիտացված գործունեություն:

Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեությունը արժեթղթերի միջոցով դրամական ռեսուրսների վերաբաշխման, արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության կազմակերպատեսնիկական և տեղեկատվական սպասարկման գործունեությունն է:

Մասնագիտացված գործունեության յուրաքանչյուր տեսակի համառոտ բնութագիրը և արհեստավարժ մասնակիցների հիմնական տեսակները հեղինակի կողմից ատենախոսությունում ներկայացվել են նորովի դասակարգմամբ:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայություններ մատուցող առևտրային բանկերի, ներդրումային ընկերությունների և ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների գործունեության վերլուծությունը, հեղինակի կարծիքով, վկայում է այդ ծառայությունների մատուցմանը արհեստավարժ մասնակիցների դեռևս ոչ բավարար գործակցության մասին:

Ատենախոսության երկրորդ՝ **«ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների իրականացման և միջազգային փորձի վերլուծություն»** գլխում իրականացվել է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի և ներդրումային ծառայությունների վերլուծություն, կատարվել է նաև ներդրումային ծառայությունների իրականացման արտասահմանյան փորձի համեմատական վերլուծություն:

⁸ St' u Tyulz P., Brzdli Э., Tyulz T., Фондовый рынок: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 648 с.; Фабощи Ф., Управление инвестициями: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.

Ինչպես ցույց են տալիս «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում կնքված գործարքների տվյալները, ընդհանուր առմամբ, 2005-2014 թթ. նկատվել է գործարքների ծավալների աճի միտում (բացառությամբ որոշ տարիների):

Միաժամանակ, ըստ ատենախոսի, 2005-2009 թթ. ընթացքում կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալն ունեցել է հստակ արտահայտված աճի միտում, ընդ որում, կտրուկ աճ է գրանցվել 2009 թ.: Սակայն հաջորդ տարիներին սկսվել է նվազման գործընթացը, որը կանգ է առել միայն 2013 թ., իսկ 2014-ին կրկին գրանցվել է կտրուկ աճ: Այնուամենայնիվ, 2014 թ. կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալը դեռևս 3 անգամ պակաս էր ինչպես բաժնետոմսերով, այնպես էլ պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալից:

Բոլոր դեպքերում, ատենախոսի կարծիքով, ցուցանիշները վկայում են բորսայական գործարքների դրական միտումների մասին, բացառությամբ 2009-2011 թվականների, որը, ըստ հեղինակի, պայմանավորված էր համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով⁹:

Աղյուսակ 1

ՀՀ-ում շուկայի կապիտալացումը յուրաքանչյուր տարվա վերջի դրությամբ (2005-2015 թթ.)¹⁰

մլն ՀՀ դրամ

Տարեթիվ										
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
18.876.981	21.872.334	31.058.154	52.929.752	53.097.234	52.020.740	53.847.175	53.332.818	61.697.675	73.001.035	103.770.515

Ինչպես վկայում են աղյուսակ 1-ի տվյալները, շուկայի ընդհանուր կապիտալացումը 2005-2015 թթ. ունեցել է հստակ արտահայտված աճի միտում, բացառությամբ 2010-2012 թթ., որը, հեղինակի կարծիքով, նույնպես պայմանավորված էր համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով:

2016 թ. հոկտեմբերի 31-ի դրությամբ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ընդհանուր շուկայական կապիտալացումը կազմել է 134.784.445.554 ՀՀ դրամ:

⁹ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 106:

¹⁰ Կազմված է ըստ՝ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ-ի՝ <https://nasdaqomx.am/am/index.htm>, պաշտոնական կայքի [Էլեկտրոնային ռեսուրս]՝ www.nasdaqomx.am/am/bulletins.htm տվյալների հիման վրա:

Ընկերության շուկայական կապիտալացումը հաշվարկված է որպես ընկերության կողմից թողարկված հասարակ անվանական բաժնետոմսերի քանակի և դրանցով կնքված վերջին գործարքի գնի արտադրյալ:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 2-ի տվյալները, 31.10.2016 թ. դրությամբ կապիտալացման ցուցանիշով շուկայում առաջատարը «Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ-ն է՝ ընդհանուրի մեջ 44,99% տեսակարար կշռով:

Աղյուսակ 2

ՀՀ-ում բաժնետոմսեր թողարկողների առաջատար հնգյակն ըստ կապիտալացման՝ 29.02.2016թ. և 31.10.2016 թ. դրությամբ¹¹

N	Թողարկող	Կապիտալացում, ՀՀ դրամ առ		Տեսակարար կշիռ, % առ	
		29.02.2016թ.	31.10.2016թ.	29.02.2016թ.	31.10.2016թ.
1	«Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ (MQER)	60.640.024.194	60.640.024.194	47,20	44,99
2	«ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ (UNIB)	25.223.978.330	33.245.978.360	19,64	24,67
3	«ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ (ARBK)	14.052.511.000	14.052.511.000	10,94	10,43
4	«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ (AHEK)	10.863.000.000	10.969.500.000	8,46	8,14
5	«Հայաստանի էկոնոմիկայի Ջարգացման բանկ» ԲԲԸ (HEZB)	11.200.020.000	9.393.972.500	8,72	6,97
	Այլ թողարկողներ	6.482.459.500	6.482.459.500	5,05	4,81
	Ընդամենը	128.461.993.024	134.784.445.554		

ՀՀ ֆինանսական շուկայում 2010-2015 թթ. հավատարմագրային կառավարման վերցված միջոցների նկարագիրը յուրաքանչյուր տարվա դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ներկայացված է աղյուսակ 3-ում:

Ըստ աղյուսակ 3-ի տվյալների՝ կառավարման վերցված արժեթղթերի գծով կտրուկ աճ է գրանցվել 2011-ին, ապա, հետագա տարիներին՝ կտրուկ նվազում, և 2014 թ. արձանագրվել է 158,8 մլն ՀՀ դրամի ծավալ՝ 2011 թ.

¹¹ Կազմված է ըստ՝ ՆԱՍԴԱԲ ՕԷՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ-ի՝ <https://nasdaqomx.am/am/index.htm>, պաշտոնական կայքի [Էլեկտրոնային ռեսուրս]՝ www.nasdaqomx.am/am/bulletins.htm տվյալների հիման վրա:

4015,5 մլն ՀՀ դրամի դիմաց: Ավելին, 2014-ին պետական պարտատոմսերի գծով գրանցվել է 0-ական ցուցանիշ: Որոշակի դրական միտում է արձանագրվել 2015-ին:

Ատենախոսը հանգում է այն եզրակացության, որ ներկայացված ցուցանիշները խոսում են այս ոլորտում ներդրումային ծառայությունների ոչ դրական դրսևորումների և անբավարար վիճակի մասին:

Աղյուսակ 3

**ՀՀ-ում 2010-2015 թթ. հավատարմագրային կառավարման
վերցված միջոցները (մլն ՀՀ դրամ)¹²**

Ցուցանիշներ	Առ					
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Կառավարման վերցված դրամական միջոցներ	62,8	110,3	77,2	64,3	21,8	278,2
Կառավարման վերցված արժեթղթեր	1399,2	4015,5	2620,7	1472,8	158,8	1266,0
Այդ թվում՝ պետական պարտատոմսեր	723,1	3671,8	2617,6	1470,9	0,0	1152,9

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում 2010-2015 թթ. պահառության վերցված արժեթղթերի նկարագիրը յուրաքանչյուր տարվա դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ներկայացված է աղյուսակ 4-ում:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 4-ի տվյալները, 2010-2012 թթ. արձանագրվել են պահառության վերցված պետական արժեթղթերի աճի միտումներ, ընդ որում, կտրուկ աճ է գրանցվել 2012-ին, սակայն հետագայում ցուցանիշը նվազել է, իսկ 2014 թ. կտրուկ անկում է գրանցվել: Արձանագրված միտումները բնորոշ են եղել նաև ոչ պետական արժեթղթերին:

Այսպիսով՝ ըստ վերլուծության արդյունքների, 2014 թ. ինչպես հավատարմագրային կառավարման, այնպես էլ պահառության գործառնությունների առումով գրանցվել են բացասական դրսևորումներ:

¹² Կազմված է ըստ՝ ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2010, Եր., 2011, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2011, Եր., 2012, էջ 100, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2012, Եր., 2013, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 106, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2015, Եր., 2016, էջ 107:

ՀՀ-ում 2010-2015 թթ. պահառության վերցված արժեթղթերը¹³

Ցուցանիշներ	Առ					
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Պետական արժեթղթեր (մլն ՀՀ դրամ)	5135,7	7235,5	59659,2	39597,2	10617,3	10383,5
Ոչ պետական արժեթղթեր (մլն հատ)	3,1	54,0	60,3	54,2	12,0	10,5

Արևմտյան Եվրոպայի բորսաները գործարքների և բորսայական կապիտալացման ծավալներով հետ են մնում ԱՄՆ-ի և Ճապոնիայի բորսաներից: Այսպես՝ ԱՄՆ-ում արժեթղթերի բորսայական կապիտալացումը կազմում է համաշխարհայինի 35%-ը, Ճապոնիայում՝ 32,4%, Արևմտյան Եվրոպայում՝ 26,5%, այդ թվում. Անգլիայում՝ 10,2%, Գերմանիայում՝ 3,6%, Ֆրանսիայում՝ 3,5%¹⁴:

ԱՄՆ-ի ֆոնդային շուկայի արժեքային շրջանառությունը աշխարհում առաջին տեղում է՝ կազմելով 48%, Ճապոնիայում՝ 13%, Անգլիայում՝ 6%¹⁵:

Խոսելով ԱՄՆ-ի արժեթղթերի շուկայի մասին, հեղինակը նշում է, որ արևմտյան երկրների ազգային շուկաների մեջ այն ամենահզորն ու ճյուղավորվածն է: Նա էականորեն ազդում է այլ երկրների արժեթղթերի շուկաների վրա և սերտորեն համագործակցում է վերջիններիս հետ:

Ատենախոսության երրորդ՝ **«Ներդրումային ծառայությունների զարգացման հիմնական ուղիները ՀՀ արժեթղթերի շուկայում»** գլխում պետական կարգավորման և ինքնակարգավորման կատարելագործումը դիտարկվել է որպես ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների զարգացման ուղի, իսկ անդերոայթինգը՝ որպես ՀՀ-ում ներդրումային ծառայությունների և արժեթղթերի շուկայի զարգացման գործոն:

Արժեթղթերի շուկան կանոնակարգվում է կարգավորման գործառնությի իրականացմանը կոչված մարմինների և կազմակերպությունների կողմից: Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը կատարվում է պետական և ոչ

¹³ Կազմված է ըստ՝ ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2010, Եր., 2011, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2011, Եր., 2012, էջ 100, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2012, Եր., 2013, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 106, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2015, Եր., 2016, էջ 107:

¹⁴ St'e Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям/ под ред. Е.Ф.Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009, с. 154.

¹⁵ St'e 'u նույն տեղը, էջ 226:

պետական մեթոդների օգտագործմամբ: Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ պետական կարգավորումը ցանկացած շուկայական համակարգի, այդ թվում՝ ֆինանսական գործունեության կարևոր և անքակտելի մասն է: «Արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորում» հասկացությունը բազմակողմ է և ընդգրկում: Հարկ է նշել, որ տնտեսագիտական գրականության մեջ հանդիպում են ինչպես «արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորում», այնպես և «արժեթղթերի շուկայի կարգավորում» հասկացությունները: Այդպիսի տարանջատումը պայմանավորված է նրանով, որ շուկայի կարգավորումը (կամ դրա առանձին գործառույթներ) կարող է իրականացվել ոչ միայն պետական լիազորված մարմինների, այլև ոչ պետական՝ անկախ կազմակերպությունների կողմից:

Բացի դրանից, վերոնշյալ հասկացությունները, մի շարք պատճառներից ելնելով, նույն իմաստն են արտահայտում: Ցանկացած շուկա, հատկապես՝ ֆինանսականը, այսպես թե այնպես կարգավորվում է պետության կողմից՝ անկախ երկրի իրավական հիմքերից, ինքնակարգավորվող ինստիտուտների զարգացման աստիճանից և այլն: Դա պայմանավորված է նրանով, որ պետությունը, որպես կառավարման գլխավոր ինստիտուտ, ի սկզբանե տիրապետում է տնտեսության բոլոր ոլորտները կարգավորող գործառույթներին:

Այդ տեսակետից՝ զարգացման տարբեր շրջաններում ֆինանսական շուկայի կարգավորման հարցում պետության դերը փոխվում է: Այսպես՝ ինչպես նշում է Միրկինը, պետությունն ակտիվ դեր պետք է կատարի արժեթղթերի շուկայի կայացման փուլում (ինչպես և ցանկացած այլ շուկայի դեպքում), երբ պետությունը հատկապես մտահոգված է երկրի ֆինանսական անվտանգությամբ¹⁶: Նման մոտեցումը հատկապես արդիական է Հայաստանի համար, քանի որ հանրապետության ֆինանսական համակարգն այսօր դեռևս գտնվում է իր կայացման և ամրապնդման փուլում:

Ինչպես ցույց է տալիս արժեթղթերի շուկայի կարգավորման արտասահմանյան փորձը, համաշխարհային ֆինանսական շուկայում գերակշռում են մեգակարգավորիչի ստեղծման միտումները: Ընդ որում, մեգակարգավորիչի ինստիտուտները ստեղծվում են ինչպես զարգացած, այնպես և զարգացող տնտեսությամբ երկրներում:

Ֆինանսական շուկայի արտասահմանյան փորձի վրա հիմնվելով՝ Հայաստանի Հանրապետությունում 08.12.2005 թ. «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունմամբ, փաստորեն, Կենտրոնական բանկի հիմքի վրա ձևավորվեց ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգ (մեգակարգավորիչ): Այդ մարմինն հանձնարարվեց ամբողջ

¹⁶ Ст. 4 Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ: учебник. – М.: Перспектива, 1995. – с. 455.

ֆինանսական շուկայի զարգացման և օրենսդրական նախաձեռնության հարցերի կարգավորումը:

Ատենախոսի կարծիքով՝ մեգակարգավորիչի ստեղծումը թելադրված էր օբյեկտիվ անհրաժեշտությամբ:

ՀՀ-ում նախնական հրապարակային առաջարկի (ՆՀԱ) շուկան դեռևս ձևավորված չէ: Դրա մասին է վկայում այն փաստը, որ մինչև այժմ ՆՀԱ-ի միջոցով կապիտալ է ներգրավել միայն 2 ընկերություն՝ «Արարատբանկ» ԲԲԸ-ն և «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն, նախապատրաստական փուլում է գտնվում «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ը: Փաստորեն, բավարար ծավալային ցուցանիշների բացակայության պատճառով հնարավոր չէ ցուցանիշների վերլուծությամբ բացահայտել ՀՀ-ում ՆՀԱ հիմնական գործոնները:

Անդերռայթինգի արդյունավետությունը կարելի է հաշվարկել ԱՄՆ-ի գիտնական Վան Հորնի կողմից մշակված բանաձևով, իսկ Հայաստանի համար՝ ատենախոսի կողմից մշակված գործակցի լրացմամբ.

ներգրավված ռեսուրսների ծավալը
միանվագ ծախսեր + պարտքի սպասարկում · 100% · K_L = արդյունավետություն,

որտեղ K_L -ը լոբբիստական հնարավորությունների գործակիցն է:

Գործակցի էությունը ներդրումային դիսկերի գնահատման վրա պայմանադիր կողմերի միջև վստահության ազդեցության հաշվառումը և անձնական հարաբերությունների փոխազդեցության հնարավորություններն են: Այսպիսով՝ արդյունավետության գործակիցը որոշելու համար անհրաժեշտ է ներգրավված ռեսուրսների ծավալը բաժանել այդ ռեսուրսների ներգրավման ծախսերի վրա և բազմապատկել ուղղիչ գործակցով, որտեղ՝ $K_L \geq 1$:

Նկատի առնելով հայաստանյան իրականությունը՝ անհրաժեշտ է նշել, որ այդ մոդելը լիարժեք չի կարող աշխատել առանց առաջարկված գործակցի, որն արտացոլում է թողարկողի կողմից իր շահերի լոբբիստական ճնշման ներքո որոշումների ընդունման հնարավորությունը:

Անդերռայթինգը ներկայումս տնտեսության զարգացման հեռանկարային ուղղություններից է և բանկային վարկի նկատմամբ ունի հսկայական առավելություններ՝ հատկապես զարգացող նորամուծական (ինովացիոն) կազմակերպությունների պարագայում: Իհարկե, անդերռայթինգը չի կարող լուծել հանրապետության արժեթղթերի շուկայում առկա բոլոր հիմնախնդիրները, սակայն կարող է էականորեն մեղմել դրանք: Անդերռայթինգային հարաբերությունների համակարգի զարգացումը անհրաժեշտ է զարգացած շուկայի ձևավորման, ներդրումային ակտիվության մեծացման, դեպի արտասահման կապիտալի վիթխարի չափերի հոսքի կանխման և ընդհանուր տնտեսական իրադրության բարելավման համար:

Ատենախոսության **«Եզրակացություններ և առաջարկություններ»** բաժնում հեղինակն ընդհանրացրել և ամփոփել է հետազոտության հիմնական արդյունքները, որոնք, մասնավորապես, ներկայացվել են հետևյալ դրույթներով.

1. Ֆինանսների դասական տեսության շրջանակներում, արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ծառայությունների առումով, ելակետը ֆինանսական ծառայություններն են, իսկ նորդասական տեսության շրջանակներում՝ ներդրումային ծառայությունների մատուցումը: Տարբերությունն այն է, որ ֆինանսների նորդասական տեսության սահմաններում հստակորեն տարանջատվում են «ֆինանսավորում» և «ներդրում» հասկացությունները: Մասնագիտացված սուբյեկտների գործունեության բովանդակության մեջ շեշտը դրվում է ներդրումների՝ որպես դրամական միջոցների կառավարման գործընթացի վրա, այն դեպքում, երբ ֆինանսների դասական տեսությունը որպես հիմք է ընդունում ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուրների հետազոտությունը:
2. «Թողարկող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» կամ «ներդրող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» հարաբերությունների տեսակները պայմանավորում են արժեթղթերի շուկայի ծառայությունների մատուցման կերպը: Այլ կերպ ասած՝ արժեթղթերի շուկան կարելի է դիտարկել որպես յուրահատուկ ծառայությունների շուկա: Արժեթղթերի շուկայի երեք գործառնությունների (արժեթղթերի շարժ, ներդրումներ և սպասարկում) փոխկապվածության ուսումնասիրությունը համակարգված պատկերացում է տալիս այդ տնտեսական երևույթի մասին:
3. Արժեթղթերի բազային սպառողական հատկությունների (դիսկ, հուսալիություն, եկամտաբերություն, իրացվելիություն) իրացման ժամանակ դրսևորվում են ներդրումային դիսկեր: Ռիսկեր առկա են նաև թողարկողի համար: Այդ իսկ պատճառով դիսկերի վերաբաշխումն իրենց վրա են վերցնում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված անձինք՝ արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներին մատուցելով ծառայություններ:
Թողարկողի համար արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները բխում են հիմնականում արժեթղթերի՝ որպես յուրահատուկ տեսակի ապրանքի հատկություններից, այն դեպքում, երբ ներդրողի համար դրանք հիմնականում պայմանավորված են արժեթղթերի բազային սպառողական հատկություններով: Պետության համար արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները կարող են բխել և՛ մեկ, և՛ մյուս հատկություններից՝ կախված այն բանից, թե պետությունը ինչ դեր է խաղում արժեթղթերի շուկայում. հանդես է գալիս որպես թողարկող, թե՛ ներդրող:
4. Արժեթղթերի ապանյութականացման գործընթացի իրականացման հետ փոխվել է «սեփականության իրավունքի անցման պահի» հասկացության էությունը: Ներկայացուցչական արժեթղթերի

սեփականության իրավունքի անցումը կատարվում էր գործարքի իրականացման գործընթացում՝ փոխանցման պահին:

Նախկինում ընդունվում էր, որ թողարկողի հաշվին անվանական արժեթղթերի գրանցումը միայն սեփականության կանխավարկած է, այսինքն՝ հաշվին գրառումը սեփականության ապացույց է միայն, այլ ոչ թե սեփականություն՝ որպես այդպիսին:

Ապանյութականացմանը զուգընթաց, երկար բանավեճերից հետո, այն տեսակետը հաստատվեց, որ հաշվին գրառումը սեփականության իրավունք չի ստեղծում, բայց մնում է որպես դրա ապացույց: Արժեթղթերի փոխանցումը դարձավ ոչ թե սեփականության, այլ պահանջի (պարտավորության) փոխանցում:

5. «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» ԲԲԸ-ն հանրապետության մարզերում դեռևս չունի տարածքային ստորաբաժանումներ: Հետևաբար՝ անհրաժեշտ է ստեղծել հաշվի օպերատորի գրասենյակներ, որոնք կմիջնորդավորեն ՀԿԴ-ի և շուկայի մասնակիցների միջև հարաբերությունները: Հաշվի օպերատորներ կարող են լինել ՀՀ-ում գործող առևտրային բանկերը, ներդրումային ընկերությունները և փոստային կապի օպերատորները:
6. ՀՀ-ում 2005-2015 թթ. շուկայի ընդհանուր կապիտալացումն ունեցել է հստակ արտահայտված աճի միտում, բացառությամբ 2010-2012 թթ., որը, ատենախոսի կարծիքով, նույնպես պայմանավորված էր համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով:
7. Ինչպես ցույց են տալիս ՀՀ-ում 2010-2015 թթ. հավատարմագրային կառավարման վերցված միջոցների վերլուծության արդյունքները, կտրուկ աճ է գրանցվել 2011-ին, սակայն հետագայում ցուցանիշը կտրուկ նվազել է, և 2014 թ. արձանագրվել է 158,8 մլն ՀՀ դրամի ծավալ՝ 2011 թ. 4015,5 մլն ՀՀ դրամի դիմաց: Ավելին, 2014 թ. պետական պարտատոմսերի գծով գրանցվել է 0-ական ցուցանիշ: Որոշակի դրական միտում է արձանագրվել 2015-ին:
8. 2010-2012 թթ. արձանագրվել են պահառության վերցված պետական արժեթղթերի աճի միտումներ, ընդ որում կտրուկ աճ է գրանցվել 2012 թ., սակայն ցուցանիշը հետագայում նվազել է, իսկ 2014 թ. կտրուկ անկում է գրանցվել: Արձանագրված միտումները բնորոշ են եղել նաև ոչ պետական արժեթղթերին:
9. Ֆինանսական շուկայի արտասահմանյան փորձի վրա հիմնվելով՝ Հայաստանի Հանրապետությունում 08.12.2005 թ. «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունմամբ, փաստորեն, Կենտրոնական բանկի հիմքի վրա ձևավորվեց ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգ (մեգակարգավորիչ): Այդ մարմնին հանձնարարվեց ամբողջ

ֆինանսական շուկայի զարգացման և օրենսդրական նախաձեռնության հարցերի կարգավորումը:

Մեզակարգավորիչի ստեղծումը թելադրված էր օբյեկտիվ անհրաժեշտությամբ:

10. ՀՀ-ում նախնական հրապարակային առաջարկի (ՆՀԱ) շուկան դեռևս ձևավորված չէ: Դրա մասին է վկայում այն փաստը, որ մինչև այժմ ՆՀԱ-ի միջոցով կապիտալ է ներգրավել միայն 2 ընկերություն՝ «Արարատբանկ» ԲԲԸ-ն և «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն, նախապատրաստական փուլում է գտնվում նաև «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ը: Փաստորեն, բավարար ծավալային ցուցանիշների բացակայության պատճառով հնարավոր չէ ցուցանիշների վերլուծությամբ բացահայտել ՀՀ-ում ՆՀԱ հիմնական գործոնները:
11. Անդերոայթինգի արդյունավետությունը կարելի է հաշվարկել ԱՄՆ-ի գիտնական Վան Հորնի կողմից մշակված բանաձևով, իսկ Հայաստանի համար՝ ատենախոսի կողմից մշակված գործակցի լրացմամբ.

ներգրավված ռեսուրսների ծավալը

միանվագ ծախսեր + պարտքի սպասարկում · 100% · K_L = արդյունավետություն,

որտեղ K_L -ը լոբբիստական հնարավորությունների գործակիցն է:

Նկատի առնելով հայաստանյան իրականությունը՝ անհրաժեշտ է նշել, որ այդ մոդելը լիարժեք չի կարող աշխատել առանց առաջարկված գործակցի, որն արտացոլում է թողարկողի կողմից իր շահերի լոբբիստական ճնշման ներքո որոշումների ընդունման հնարավորությունը:

12. Անդերոայթինգը ներկայումս տնտեսության զարգացման հեռանկարային ուղղություններից է և բանկային վարկի նկատմամբ ունի հսկայական առավելություններ՝ հատկապես զարգացող նորամուծական (ինովացիոն) կազմակերպությունների պարագայում: Իհարկե, անդերոայթինգը չի կարող լուծել հանրապետության արժեթղթերի շուկայում առկա բոլոր հիմնախնդիրները, սակայն կարող է էականորեն մեղմել դրանք: Անդերոայթինգային հարաբերությունների համակարգի զարգացումն անհրաժեշտ է զարգացած շուկայի ձևավորման, ներդրումային ակտիվության մեծացման, դեպի արտասահման կապիտալի վիթխարի չափերի հոսքի կանխման և ընդհանուր տնտեսական իրադրության բարելավման համար:

Ատենախոսության հիմնական դրույթները հրապարակվել են հեղինակի հետևյալ գիտական հոդվածներում.

1. Թորոսյան Հ.Ա., «Ներդրումային ծառայությունների դրսևորման առանձնահատկությունները արժեթղթերի շուկայում»// «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 2015 թ., #5-6 (177-178), էջ 82-86:
2. Թորոսյան Հ.Ա., «Դրամական կապիտալի դասական տնտեսագիտության ըմբռնումը» // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 2015 թ., #7-8 (179-180), էջ 40-42:
3. Թորոսյան Հ.Ա., «Ներդրումային ընկերությունները որպես ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք» // «Գիտելիք, նորաստեղծություն և զարգացում» ՀՊՏՀ XXV գիտաժողովի նյութեր, Երևան, նոյեմբեր 11-13, 2015 թ., էջ 421-426:
4. Թորոսյան Հ.Ա., «Պետական կարգավորման և ինքնակարգավորման կատարելագործումը որպես ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների զարգացման ուղի» // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 2016 թ., #7-8 (191-192), էջ 63-67:
5. Թորոսյան Հ.Ա., «Ներդրումային ընկերությունների գործունեության գնահատումը ՀՀ արժեթղթերի շուկայում» // «Հանրային կառավարում», 2016 թ., 2, էջ 119-131:
6. Թորոսյան Հ.Ա., «ՀՀ արժեթղթերի շուկայի արդի վիճակը և զարգացման միտումները» // «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2016 թ., 2 (42), էջ 61-68:
7. Թորոսյան Հ.Ա., «Անդերոայթինգը որպես ՀՀ-ում ներդրումային ծառայությունների և արժեթղթերի առաջնային շուկայի զարգացման գործոն» // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 2016 թ., #9-10 (193-194), էջ 69-72:

ТОРОСЯН АСМИК АРЦРУНОВНА

**СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ УСЛУГ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ РА**

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

Защита диссертации состоится 21-ого марта 2017 г., в 14⁰⁰ на заседании Специализированного совета 008 ВАК РА по экономике, действующего при Российско-Армянском университете. Адрес: 0051, РА, г. Ереван, ул. Овсепя Эмина 123.

РЕЗЮМЕ

В современных условиях основой финансово-экономического обеспечения устойчивого развития любой страны являются эффективно действующие финансовые рынки. Иначе говоря, чем эффективнее действуют финансовые рынки, тем эффективнее действует цепочка «сбережения – финансовые инвестиции – реальные инвестиции – экономический рост». Эта цепочка, в свою очередь, реализуется посредством организации и осуществления инвестиционных услуг, предоставляемых на финансовых рынках и, в частности, на рынках капитала.

В Республике Армения в настоящее время рынки капитала, а также предоставляемые на них инвестиционные услуги, нельзя считать состоявшимися. В частности, рынок ценных бумаг, являющийся стержневым участком финансового рынка, со своими финансовыми инструментами и инвестиционными услугами, не принадлежит к числу основных источников финансирования для хозяйствующих субъектов. Несмотря на то обстоятельство, что в настоящее время в РА инвестиционные услуги, их виды и условия осуществления законодательно представлены и четко определены, а функционирующие в Армении коммерческие банки и инвестиционные компании способны предоставлять хозяйствующим субъектам весь комплекс инвестиционных услуг, тем не менее, на рынке ценных бумаг РА предоставление инвестиционных услуг носит единичный или случайный характер. Имеются многочисленные и разнообразные проблемы, которые проявляются как на рынках ценных бумаг и капитала, так и за их пределами, и связаны как с клиентами и субъектами, предоставляющими инвестиционные услуги, так и с финансовыми инструментами, механизмами, методами и способами функционирования финансового рынка.

Настоящее исследование посвящено рассмотрению вышеуказанных проблем и разработке соответствующих решений, которые и обусловили выбор темы диссертационной работы, ее актуальность и необходимость ее изучения.

Объектом исследования являются рынок ценных бумаг РА, а также компании, предоставляющие инвестиционные услуги. Предметом исследования являются проблемы в области организации и предоставления инвестиционных услуг на рынке ценных бумаг РА и подходы к их преодолению.

Основной целью диссертационного исследования является выявление существующих на рынке ценных бумаг РА проблем, на основе изучения опыта предоставления инвестиционных услуг на зарубежных рынках ценных бумаг и

рынках ценных бумаг РА, а также разработка и выдвижение конкретных путей их решения.

В соответствии с вышеуказанной целью были выдвинуты следующие задачи исследования, предопределившие его логику и структуру:

- исследовать экономико-правовые основы предоставления инвестиционных услуг и выявить особенности их проявления на рынке ценных бумаг на современном этапе;
- представить классификацию видов специализированной деятельности на рынке ценных бумаг и их особенности;
- рассмотреть инвестиционные компании в качестве субъектов, предоставляющих комплексные инвестиционные услуги на рынке ценных бумаг;
- проанализировать современное положение рынка ценных бумаг РА и предоставляемых инвестиционных услуг;
- провести сопоставительный анализ зарубежного опыта предоставления инвестиционных услуг;
- обосновать, что андеррайтинг является фактором развития инвестиционных услуг и первичного рынка ценных бумаг в РА;
- разработать пути и механизмы совершенствования государственного регулирования инвестиционных услуг на рынке ценных бумаг РА.

В результате проведенного исследования получен ряд научных результатов, из которых в качестве содержащих научную новизну, можно выделить следующие:

- разграничены виды специализированных услуг на рынке ценных бумаг и осуществляющие их субъекты, даны их новые классификации;
- обоснована необходимость создания в марзах РА территориальных подразделений ОАО «Центральный депозитарий Армении» в качестве операторов счета, при этом было предложено предоставить осуществление этих функций действующим в РА коммерческим банкам, инвестиционным компаниям и операторам почтовой связи на договорной основе;
- разработан новый подход к подсчету эффективности осуществления андеррайтинга для рынка ценных бумаг РА, при этом формула Ван-Хорна была дополнена коэффициентом K_L лоббинговых возможностей;
- обоснована необходимость установления уголовной ответственности за недобросовестное использование внутренней информации (инсайдерская информация) и за ценовые злоупотребления (манипуляции) на рынке ценных бумаг РА с целью получения сверхприбыли.

TOROSYAN HASMIK ARTSRUN

CONTEMPORARY ISSUES OF INVESTMENT SERVICES PROVISION IN THE RA SECURITIES MARKET

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

The defense of the thesis will take place on March 21st, 2017 at 14⁰⁰ o'clock, at the 008 Council of Economics of SCC RA at Russian-Armenian University: 123 Hovsep Emin Str., Yerevan, 0051, Armenia.

ABSTRACT

The effectively operating financial markets are the financial-economic basis for the sustainable development of any country under the contemporary conditions. In other words, the more efficient financial markets are, the more efficient the chain of actions «savings – financial investments – real investments – economic growth» is. This chain, in its turn, is realized through the organization and provision of investment services, i.e. the services provided in the financial markets and, in particular, in the capital markets.

The capital markets, as well as the provision of investment services rendered to them, aren't yet fully operating in the Republic of Armenia today. In particular, the securities market, which is the pivotal sector of financial market, with its financial tools and investment services is not one of the main sources of financing economic entities. Despite the fact that investment services, their types and conditions of their implementation are currently legally presented and clearly defined in the RA, and the commercial banks and investment companies operating in Armenia are able to provide economic entities with the entire range of investment services, the provision of investment services bears a single or occasional character in the RA securities market.

There are numerous and various problems that are manifested both in the securities and capital markets, as well as outside them and are connected with both clients and entities providing investment services and with the financial tools, mechanisms, methods and techniques.

The present research is devoted to the consideration of the abovementioned problems and the elaboration of corresponding solutions, which have conditioned the choice of the theme of the thesis, its contemporaneity and the necessity of its study.

The object of research is the securities market in the RA, as well as companies providing investment services. The subject of the thesis is the main issues connected with the organization and delivery of investment services in the securities market and approaches to their solving.

The main purpose of the research is to identify the existing problems in Armenia on the basis of the study of the experience of provision of investment services in foreign and Armenian securities markets, as well as the development and promotion of certain ways of their solutions.

In accordance with the abovementioned purpose, the following research tasks, which predetermined its logics and structure, have been put forward:

- to examine the economic and legal bases of the provision of investment services and to identify the peculiarities of their manifestation in the securities market at the contemporary stage;
- to present the classification of types of specialized activities in the securities market and their peculiarities;
- to consider the investment companies as entities providing comprehensive investment services in the securities market;
- to analyze the contemporary situation of the Armenian securities market and the investment services rendered in them;
- to conduct the comparative analysis of the foreign experience of providing investment services;
- to prove that underwriting is a factor of investment services development and the primary securities market in the Republic of Armenia;
- to elaborate the ways and mechanisms of state regulation improvement of investment services in the securities market of Armenia.

The conducted research yielded to series of scientific results, the following of which could be highlighted as having scientific novelty:

- The types of specialized services in the securities market and the entities carrying out them are differentiated, and their new classification is given.
- The necessity of the establishment of territorial divisions of the «Central Depository of Armenia» OJSC as account operators in the marzes of the RA was substantiated, and at the same time, it was suggested that these functions should be performed by the commercial banks, investment companies and operators of postal services functioning in the RA on a contractual basis.
- A new approach to the calculation of the efficiency of the implementation of underwriting for the RA securities market was elaborated, and at the same time, Van Horn's formula has been supplemented by lobbying opportunities K_L coefficient.
- The necessity of establishing criminal liability for the unfair use of insider information and for price abuse (manipulation) in the RA securities market was substantiated with the purpose of getting surplus profits.