

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Ներսիսյան Կարինե Հովհաննեսի

**Ֆունդային բորսայում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի հիմնախնդիրները
(«ՆԱՍՂԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» բորսայի օրինակով)**

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

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ- 2015

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
Կոնստանտին Ռաֆիկի Սարոյան

Առաջատար կազմակերպություն՝

ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան
տնտեսագիտության ինստիտուտ

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2015թ. հունիսի 4-ին ժամը 15³⁰-ին Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈՀ-ի տնտեսագիտության թիվ 014 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցե՝ 0025, ք. Երևան, Մ. Նալբանդյանի փող.128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2015թ. մայիսի 4-ին:

014 մասնագիտական խորհրդի

գիտական քարտուղար՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր



Ս.Ա.Գևորգյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Հետազոտության թեմայի արդիականությունը: ՀՀ տնտեսության ֆինանսավորման ներկա պայմանների ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ ՀՀ-ում տարեցտարի մեծանում է ֆինանսական ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկը, և անհրաժեշտություն է առաջանում արտաքին ֆինանսավորման աղբյուրներին, մասնավորապես վարկային ռեսուրսներին զուգահեռ զարգացնել նաև ֆինանսավորման այլընտրանքային գործիքները: Նմանատիպ եղանակներից են համարվում պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկները: Ֆինանսավորման այս երկու եղանակների ակտիվ կիրառումը թույլ է տալիս ձևավորել տնտեսության ֆինանսավորման գործուն համակարգ, խթանել ներդրումների աճը և ապահովել կայուն տնտեսական աճ: Արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկան նոր հնարավորություններ է ստեղծում ֆինանսավորման առավել արդյունավետ և երկարաժամկետ եղանակներից օգտվելու համար:

Միաժամանակ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ ՀՀ-ում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկան բավականաչափ զարգացած չէ: Վերջին տարիներին ՀՀ-ում առավել հաճախ են իրականացվում պարտատոմսերի հրապարակային առաջարկներ: Այսպես, 2013թ.-ին կորպորատիվ պարտատոմսերի հրապարակային առաջարկների ծավալը 2011թ.-ի համեմատ աճել է ավելի քան հինգ անգամ:

Միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տվել, որ արժեթղթերի և մասնավորապես բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկները հիմնականում իրականացվում են ֆոնդային բորսաների միջոցով: ՀՀ-ում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները հիմնականում իրականացվում են կարգավորվող շուկայից դուրս՝ արտաբորսայում: Ընդհանրապես ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի տեղաբաշխման իրականացման հիմնական առավելությունը բորսայի արդար գնագոյացման կառուցակարգի առկայությունն է, որի շնորհիվ էլ ձևավորվում են արժեթղթերի տեղաբաշխման համար արդարացի գներ: Մեկ այլ առավելություն է թողարկողի և նրա թողարկած արժեթղթերի մասին տեղեկությունները պոտենցիալ ներդրողներին հասանելի դարձնելու համար ստեղծված բորսայական տեղեկատվական ուղիների առկայությունը:

Արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացումը ֆոնդային բորսայի միջոցով հնարավորություն կտա տեղաբաշխման գործընթացը դարձնել առավել արդյունավետ և նվազ ռիսկային: Բացի այդ, «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ֆոնդային բորսայում և Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայում (ՀԿԴ) ներդրված ժամանակակից համակարգերը լավ են թակառուցվածք են ստեղծել, որպեսզի արժեթղթերի հրապարակային առաջարկներն իրականացվեն ֆոնդային բորսայի միջոցով: Ուստի անհրաժեշտ է պարզել արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները արտաբորսայում իրականացնելու իրական պատճառները և միջոցները ձեռնարկել հրապարակային առաջարկները ֆոնդային բորսայում իրականացնելու համար:

Արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների մեջ մեծ կշիռ ունեցող պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումները ներկայումս իրականացվում են Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի (ՀՀ ԿԲ) պետական

արժեթղթերի հաշվառման և հաշվարկային համակարգի միջոցով, ինչն առաջացրել է մի շարք խնդիրներ, որոնց լուծումը կապված է զգալի ֆինանսական միջոցների ներդրման հետ: Ակնհայտ է, որ ՀՀ ԿԲ-ն չունի անհրաժեշտ շարժառիթներ՝ կատարելու համապատասխան ներդրումներ համակարգի արդիականացման համար: Հետևաբար, պետական պարտատոմսերի աճուրդների կազմակերպման և վերջնահաշվարկի համակարգերի զարգացման առումով նպատակահարմար կլինի աճուրդներն իրականացնել «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ֆոնդային բորսայում, ինչը թույլ կտա առավել արդյունավետ կազմակերպել պարտատոմսերի աճուրդները:

Վերոնշյալ խնդիրներներն էլ պայմանավորել են հետազոտության թեմայի արդիականությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները ֆոնդային բորսայի միջոցով կազմակերպելու հիմնավորումն է, ինչպես նաև «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում» արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխումների կազմակերպման գործուն մեխանիզմների մշակումն ու առաջադրումը: Հետազոտության հիմնական նպատակի հետ կապված՝ ուսումնասիրման ընթացքում դրվել և լուծվել են հետևյալ հիմնական խնդիրները.

- ուսումնասիրել ընկերությունների կողմից արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների տեսակները, իրականացման հիմնական նպատակները և խնդիրները,
- գնահատել ֆոնդային բորսայի դերը՝ որպես արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկայի առանցքային մասնակից,
- միջազգային փորձից ելնելով՝ բացահայտել արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկայի զարգացման վրա ազդող հիմնական գործոնները,
- հարցումների և վերլուծությունների հիման վրա պարզել ֆոնդային բորսայի միջոցով արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների իրականացման շարժառիթները, ինչպես նաև բացահայտել ՀՀ-ում ընկերությունների կողմից արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները արտաբորսայում իրականացնելու դրդապատճառները,
- վերլուծել ՀՀ-ում հրապարակային տեղաբաշխումների գործող կառուցակարգը և բացահայտել թերությունները,
- բացահայտել «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխման եղանակների զարգացման ուղղությունները և մշակել գործուն մեխանիզմներ դրանց կենսագործման համար,
- կանխատեսել կորպորատիվ արժեթղթերի հրապարակային շուկա ուղղվող միջոցների մեծությունը առաջիկա տարիների կտրվածքով:

Ուսումնասիրության առարկան և օբյեկտը: Հետազոտության առարկան արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները ֆոնդային բորսայում իրականացնելու նպատակահարմարության տեսական և մեթոդական հիմնահարցերն են, ինչպես նաև ՀՀ-ում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրները:

Հետազոտության օբյեկտը միջազգային և հայրենական արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկան է, ֆոնդային բորսաները՝ որպես արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացման միջավայր, և

«ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսան՝ հրապարակային տեղաբաշխումների կազմակերպման իր հնարավորություններով:

Ատենախոսության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը:

Ատենախոսության համար տեսական և մեթոդաբանական հիմք են ծառայել այդ ոլորտին առնչվող հայրենական և արտասահմանյան ուսումնասիրությունները, ինչպես նաև ՀՀ-ում ոլորտին վերաբերող օրենսդրական և նորմատիվ իրավական այլ ակտերը:

Որպես տեղեկատվական հիմք ծառայել են ՀՀ Կենտրոնական բանկի, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության, «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայի, Հայաստանի Կենտրոնական դեպոզիտարիայի, ՀՀ ֆինանսների նախարարության, Համաշխարհային բանկի, Ֆոնդային բորսաների միջազգային ֆեդերացիայի, Միջազգային հաշվարկների բանկի տեղեկատվական նյութերը:

Հետազոտության ընթացքում հեղինակի կողմից կիրառվել են տնտեսավիճակագրական, գրաֆիկական, համադրման, գիտական արստրակցիայի, ինդուլցիայի և դեդուկցիայի մեթոդները:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն ու գիտական նորույթը: Ատենախոսության գիտական նորույթը պայմանավորված է հետազոտության ընթացքում ստացված մի շարք տեսական, մեթոդական և գործնական արդյունքներով, որոնք հետևյալն են.

- Բացահայտվել են ՀՀ թողարկողների կողմից արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները արտաբորսայում իրականացնելու դրդապատճառները, որոնցից կարևորվել են՝ ֆոնդային բորսայում արդար գնագոյացման կառուցակարգի չգործելը, բորսայական առևտրի փոքր ծավալները, ֆոնդային բորսայի և արտաբորսայի ներդրողների գրեթե միևնույն շրջանակը, ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի տեղաբաշխման կազմակերպումը միայն աճուրդների միջոցով և ֆոնդային բորսայում տեղաբաշխման հետ կապված ծախսերը:
- Մշակվել է Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայում դրամական չգրոյացվող հաշիվների վարման կառուցակարգ, ինչպես նաև հիմնավորվել դեպոզիտարիայի նկատմամբ տնտեսական գործունեության նորմատիվներ սահմանելու անհրաժեշտությունը:
- Բացահայտվել են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից կազմակերպվող պետական պարտատոմսերի աճուրդների ներկայիս գործող համակարգի թերությունները՝ պարտատոմսերին տրվող միջազգային ստանդարտին (ISO 6166) չհամապատասխանող պետական գրանցման համարները, պետական պարտատոմսերի աճուրդների վերջնահաշվարկի T+0 սկզբունքը և աճուրդների ընթացքում տեղեկատվության փոխանակման միայն տեղական կապուղիների օգտագործումը, ինչպես նաև մշակվել են «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում աճուրդների իրականացման հայեցակարգային դրույթներ:
- Սցենարային վերլուծության արդյունքում գնահատվել են կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից հավաքագրվող միջոցների՝ կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրումների հնարավոր ծավալները՝ առաջիկա տասնմեկ տարիների ընթացքում շուկա կարող են ուղղվել ավելի քան 124 մլրդ ՀՀ դրամ ծավալով միջոցներ, ինչը կնպաստի «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային

բորսայում կորպորատիվ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների ակտիվացմանը:

Ատենախոսության տեսական և գործնական նշանակությունը: Ատենախոսությունը և դրանում կատարված վերլուծությունները, ստացված արդյունքներն ու եզրակացությունները կարող են կիրառվել ֆինանսական շուկայի մասնակիցների և թողարկողների, կարգավորող մարմնի և ենթակառուցվածքային հաստատությունների կողմից զարգացման ռազմավարությունների, հայեցակարգային հիմնադրույթների մշակման և իրագործման համար:

Հետազոտությունում ներկայացված վերլուծությունները և կատարված ուսումնասիրությունները կարող են օգտակար լինել բարձրագույն ուսումնական հաստատությունների տնտեսագիտական ֆակուլտետների ուսանողների, ասպիրանտների, ֆինանսական շուկայի հիմնախնդիրներով զբաղվող մասնագետների համար:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Հետազոտության հիմնական արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի «Ֆինանսներ» ամբիոնում կազմակերպված գիտական սեմինարի, ինչպես նաև «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայի, Հայաստանի Կենտրոնական դեպոզիտարիայի մասնագետների, ներդրումային ընկերությունների աշխատակիցների և առևտրային բանկերի ներկայացուցիչների հետ հանդիպումների ժամանակ:

Ատենախոսության մի շարք առաջարկություններ փորձարկվել և ներդրվել են «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ֆոնդային բորսայում և «ԱՐՄԵՆԲՐՈՎ» ներդրումային ընկերությունում, ինչպես նաև հաշվի են առնվել ոլորտին վերաբերող իրավական ակտերի նախագծերի մշակման ընթացքում:

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

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսության ծավալը և կառուցվածքը պայմանավորված են առաջադրված նպատակով և խնդիրներով, ուսումնասիրության մակարդակով: Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունների բաժնից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից:

Ատենախոսությունը բաղկացած է 162 էջից՝ առանց հավելվածների: Ատենախոսությունը պարունակում է 14 աղյուսակ, 21 գծապատկեր, իսկ հավելվածներում ներկայացված են 8 աղյուսակ:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

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

Ատենախոսության առաջին՝ «Ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի ժամանակակից դրսևորումները և իրականացման առանձնահատկությունները» գլխում ուսումնասիրվել են արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի հիմնական տեսակները և դասակարգումը, որպես ֆինանսավորման եղանակ՝ դրա համեմատական առավելությունները և թերությունները, ինչպես նաև հրապարակային առաջարկների իրականացմանը բնորոշ առանձնահատկությունները, հիմնական մասնակիցները և կազմակերպման գործընթացները:

Վերջին մի քանի տասնամյակների ընթացքում տնտեսապես զարգացած գրեթե բոլոր երկրներում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկը դարձել է ընկերության գործունեության ֆինանսավորման միջոցների ներգրավման ամենատարածված եղանակներից մեկը:

Բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի շուկան կազմում է հրապարակային առաջարկի շուկաների ծավալով ոչ մեծ, սակայն կարևորագույն մասը: Պարտքային արժեթղթերի հիման վրա իրականացվող հրապարակային առաջարկները բազմապատիկ գերազանցում են բաժնային արժեթղթերի հրապարակային առաջարկներին: Այսպես՝ համաշխարհային շուկայում 2012թ.-ի ընթացքում թողարկողները պարտատոմսերի հրապարակային առաջարկի միջոցով ներգրավել են 4.4 տրիլիոն ԱՄՆ դոլարի միջոցներ, իսկ բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի միջոցով՝ 0.6 տրիլիոն ԱՄՆ դոլարի միջոցներ¹:

Ֆոնդային բորսայի միջոցով իրականացվող բաժնային արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները հիմնականում ներառում են բաժնետոմսերի նախնական, հաջորդող և երկրորդային հրապարակային առաջարկները (ՆՀԱ, ՀՀԱ և ԵՀԱ): ՆՀԱ-ի վերաբերյալ առկա սահմանումների համադրման արդյունքում ատենախոսը հանգել է այն եզրակացության, որ ՆՀԱ-ն ընկերության կողմից առաջին անգամ թողարկված բաժնետոմսերի առաջարկն է անսահմանափակ թվով ներդրողներին, ՀՀԱ-ն արդեն իսկ ՆՀԱ իրականացրած ընկերության բաժնետոմսերի երկրորդ և յուրաքանչյուր հաջորդող հրապարակային առաջարկն է, իսկ ԵՀԱ-ն՝ ընկերության սեփականատերերին պատկանող նախկինում թողարկված արժեթղթերի առաջարկը հանրության շրջանակում: Ընդ որում՝ հրապարակային առաջարկի այս երեք եղանակների իրականացումից հետո ընկերության բաժնետոմսերը ցուցակում են ստանում և շրջանառվում են ֆոնդային բորսայում:

Պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկների հիմնական տարբերությունն այն է, որ բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկը բաժնետիրական կապիտալի ներգրավման եղանակ է, իսկ

¹ WFE Annual Report 2012-p.80, p.98 (<http://www.worldexchanges.org/files/statistics/pdf/WFE2012%20final.pdf>)

պարտատոմսերի հրապարակային առաջարկը՝ պարտքային ֆինանսավորման եղանակ. վերջինս թույլ է տալիս կապիտալ ներգրավել վերադարձելության պայմանով:

Միջազգային պրակտիկայում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացման ընթացակարգը ընդունված է բաժանել երեք փուլերի՝ մինչտեղաբաշխում, տեղաբաշխում և տեղաբաշխումից հետո: «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացման համար ձևավորված ընթացակարգը նույնպես բաժանվում է երեք փուլերի:

Առաջին՝ մինչտեղաբաշխման փուլում, թողարկողի իրավասու կառավարման մարմնի կողմից արժեթղթերի թողարկման մասին որոշման կայացումից հետո թողարկողը տեղաբաշխման պայմանագիր է կնքում տեղաբաշխողի հետ: Այնուհետև թողարկողը կամ տեղաբաշխողը հրապարակում են թողարկման ազդագիրը, որից հետո ռեեստրի վարման պայմանագիր է կնքվում դեպոզիտար ծառայություններ մատուցող անձի (ՀԿԴ) հետ: Առաջին փուլն ավարտվում է կարգավորող մարմնում (ՀՀ ԿԲ) թողարկման ազդագրի գրանցմամբ:

Երկրորդ՝ տեղաբաշխման փուլում, հաշվի օպերատորի (դեպոզիտար ծառայությունների միջնորդի) կողմից ՀԿԴ-ում բացվում է տեղաբաշխվող արժեթղթերի հաշիվ: Այնուհետև իրականացվում է արժեթղթերի բուն տեղաբաշխումը աճուրդների կազմակերպման միջոցով: Ֆոնդային բորսան, աճուրդների արդյունքում կնքված գործարքների մասին տեղեկատվություն է տրամադրում ՀԿԴ-ին, ինչի հիման վրա էլ ՀԿԴ-ն կատարում է արժեթղթերի փոխանցումները: Այնուհետև թողարկողի իրավասու կառավարման մարմինը հաստատում է տեղաբաշխման արդյունքները:

Արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի երրորդ փուլում՝ տեղաբաշխումից հետո, թողարկողը տեղաբաշխման ավարտից հետո 30 օրվա ընթացքում ՀՀ ԿԲ է ներկայացնում տեղաբաշխման ընթացքի և արդյունքների մասին հաշվետվություն: Այնուհետև արդեն իսկ տեղաբաշխված արժեթղթերը թողարկողն իր իսկ ցանկությամբ կարող է ցուցակել «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում:

Ատենախոսության երկրորդ՝ «**Ֆոնդային բորսաները՝ որպես ազգային արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմք**» գլխում ներկայացվել են ֆոնդային բորսաների գործունեության համաշխարհային փորձը և միջազգային արժեթղթերի շուկայի զարգացման ժամանակակից միտումները, բացահայտվել են բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի վրա ներգործող մակրոտնտեսական և միկրոտնտեսական գործոնները, հետազոտվել են արժեթղթերի բորսայական շուկայի կազմակերպման առանձնահատկությունները, վերլուծությունների հիման վրա բացահայտվել են արժեթղթերի բորսայական շուկաների զարգացման ուղղություններն ու դրանք պայմանավորող գործոնները:

Այսօր արժեթղթերի շուկաներն իրենց առանցքային կազմակերպչի՝ ֆոնդային բորսաների հետ համաշխարհային տնտեսության մեջ առավել նշանակալից տեղ են զբաղեցնում: Այսպես, օրինակ, 2013թ.-ին աշխարհի 10 խոշորագույն ֆոնդային բորսաների բաժնետոմսերի շրջանառությունը կազմել է 22.5 տրիլիոն ԱՄՆ դոլար, այն ժամանակ, երբ նույն ժամանակահատվածում ապրանքների և

ծառայությունների արտահանման ծավալը այդ ցուցանիշով աշխարհի 10 առաջատար երկրներում կազմել է 9.4 տրիլիոն ԱՄՆ դոլար²:

Ընդհանրապես բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման վրա ազդում են բազմաթիվ գործոններ, որոնք պայմանականորեն կարելի է բաժանել մակրո և միկրոտնտեսական գործոնների: Առաջին խմբի մեջ են մտնում մակրոտնտեսական ցուցանիշները, ինչպիսիք են՝ գնաձի մակարդակը, բնակչության մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի, ազգային եմակտի, գործազրկության մակարդակը և այլն: Միկրոտնտեսական գործոններից արժեթղթերի շուկայի զարգացման վրա ազդում են շահութաբաժնային քաղաքականությունը, ընկերության շահույթի դինամիկան, ծախսերի մակարդակը, կառավարման համակարգը, մարքեթինգային միջոցառումները և այլն:

Առհասարակ ընդունված է համարել, որ ՀՆԱ-ի աճի բարձր տեմպ ունեցող երկրներում արժեթղթերի շուկան համեմատաբար ավելի զարգացած է, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ օտարերկրյա ներդրողները իրենց միջոցները ցանկանում են ներդնել այն երկրներում, որտեղ ավելի բարձր է ՀՆԱ-ի աճի տեմպը:

Այս առումով անհրաժեշտ է պարզել, թե գոյություն ունի արդյոք որևէ կապ ՀՆԱ-ի հավելաձի տեմպի և արժեթղթերի շուկայի զարգացման դինամիկայի (կապիտալացման հավելաձի) միջև: Առավել ընդգրկուն և համապարփակ պատկեր ստանալու համար հեղինակի կողմից դիտարկվել են աշխարհի տարբեր տարածաշրջաններում, մասնավորապես՝ Արևելյան Ասիայում և Խաղաղ օվկիանոսում, Լատինական Ամերիկայում և Կարիբյան կղզիներում, Եվրոպայում և Կենտրոնական Ասիայում, ինչպես նաև Միջին Արևելքում և Հյուսիսային Աֆրիկայում ՀՆԱ-ի և շուկայական կապիտալացման հավելաձի փոխկապվածությունը:

Նշված չորս տարածաշրջաններում այս երկու ցուցանիշների միջև կապը բացակայում է (նրանց միջև կոռելյացիայի գործակիցը վերջին 11 տարիների կտրվածքում միջինը կազմել է 0.1): Հայաստանում կապիտալացման հավելաձի և ՀՆԱ-ի հավելաձի ցուցանիշների կոռելյացիայի գործակիցը 2002-2012թ.թ. ընկած ժամանակահատվածում կազմել է 0.49, ինչը վկայում է այն մասին, որ ՀՆԱ-ի և կապիտալացման միջև կապը շատ թույլ է³:

Կոռելյացիայի նշանակալիության (էականության) ստուգման նպատակով վերոնշյալ երկու ցուցանիշների համար հաշվարկված մաթեմատիկական վիճակագրության կոռելյացիայի նշանակալիության ստուգման t թեստի արժեքը (t test value) ցույց է տալիս, որ դիտարկված ցուցանիշների միջև վիճակագրական կոռելյացիան 0-ից նշանակալիորեն չի տարբերվում: Ստացված արդյունքը ցույց է տալիս, որ ՀՆԱ-ի հավելաձի և շուկայական կապիտալացման հավելաձի միջև չկա վիճակագրորեն նշանակալից կոռելյացիա:

Արժեթղթերի շուկայի մեջ կարևոր դերակատարություն ունի նաև պարտատոմսերի շուկան: Զարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրներից

² <http://www.statista.com/statistics/270127/largest-stock-exchanges-worldwide-by-trading-volume/>, Central intelligence agency - The world factbook 2013 (<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2078rank.html>)

³ <http://data.worldbank.org/indicator?display=default>

շատերում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան մի քանի անգամ գերազանցում է բաժնետոմսերի շուկային:

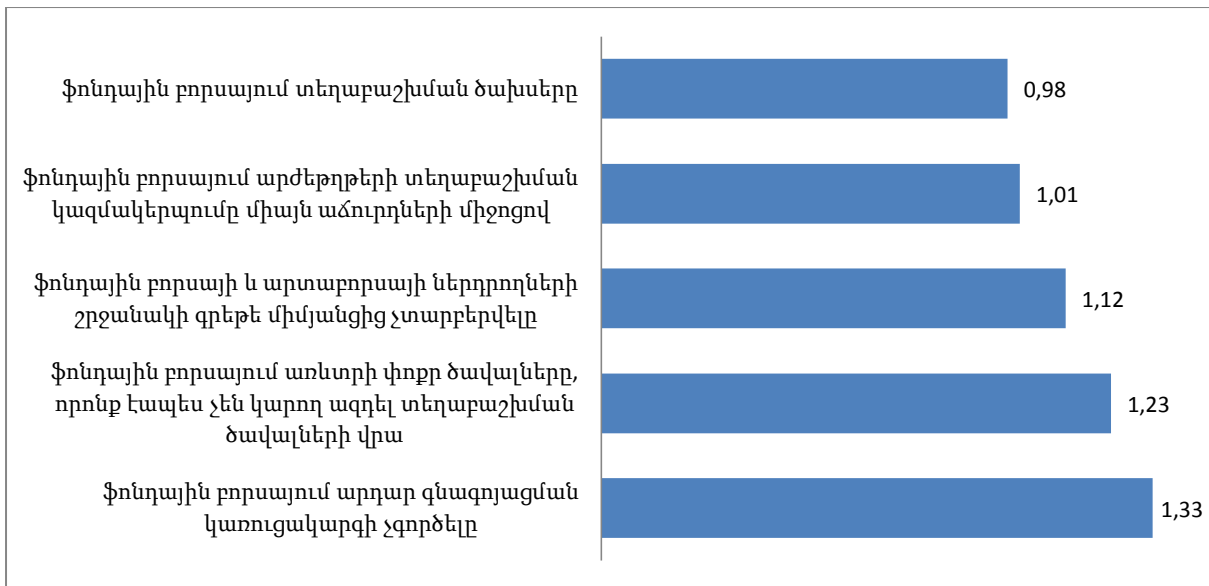
Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը խթանող կարևորագույն գործոն է համարվում նրանց առևտրի կազմակերպման բնույթը: Աշխարհի երկրների մեծամասնությունում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան համարվում է արտաբորսայական, և համեմատաբար ավելի քիչ երկրներ ունեն կորպորատիվ պարտատոմսերի բավականաչափ իրացվելի բորսայական շուկա: Ջարգացած երկրներից միայն Իսպանիայում է զարգացած կորպորատիվ պարտատոմսերի բորսայական շուկան (2006թ.-ի տվյալներով կորպորատիվ պարտատոմսերի բորսայական առևտրի ծավալների հարաբերակցությունը արտաբորսայում շրջանառության մեջ գտնվող ծավալներին կազմել է 144%)⁴:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացման վրա ֆոնդային բորսայի դրական ազդեցությունը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ բորսայական առևտուրն ապահովում է առավել իրացվելի շուկա, ինչի շնորհիվ էլ գնալով ավելի շատ նոր ընկերություններ են մուտք գործում ֆոնդային բորսա՝ ներդրումների ներգրավման նպատակով: Բացի այդ, մեկ անգամ ֆոնդային բորսայում պարտատոմսեր տեղաբաշխած կազմակերպությունը ստանում է վարկերի վերաֆինանսավորման, ինչպես նաև իր պարտավորությունների կառավարման առավելագույն արդյունավետ մեխանիզմ:

Ատենախոսության երրորդ՝ «ՆԱՍՂԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացման հիմնախնդիրները և դրանց հաղթահարման պայմանները» գլխում վերլուծվել են ՀՀ-ում գործող «ՆԱՍՂԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխման հիմնական պայմանները, մասնավորապես ուսումնասիրվել են ՀՀ-ում ֆոնդային բորսայում հրապարակային առաջարկների իրականացման գործընթացը և արտաբորսայում հրապարակային առաջարկների կազմակերպման շարժառիթները, ներկայացվել են ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխումների ընթացքում առաջացող հիմնական խնդիրները, ինչպես նաև մշակվել են դրանց լուծման մոտեցումներ ու մեխանիզմներ, և սցենարային վերլուծությունների միջոցով կատարվել է հրապարակային առաջարկների հնարավոր ծավալների կանխատեսում:

Ընդհանուր առմամբ նկատելի է, որ ՀՀ-ում ընկերությունները խուսափում են արժեթղթերի հրապարակային առաջարկներն իրականացնել ֆոնդային բորսայի միջոցով՝ գերադասելով արժեթղթերը տեղաբաշխել արտաբորսայում և այնուհետև դրանք ցուցակել ֆոնդային բորսայում: Թողարկողների նման վարվելակերպի հիմնական պատճառները բացահայտելու համար ատենախոսն անցկացրել է հարցում արդեն իսկ հրապարակային առաջարկ իրականացրած ընկերությունների ղեկավարների, արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի ոլորտի մասնագետների, ներդրումային բանկերի և ընկերությունների ներկայացուցիչների, ՀՀ ֆոնդային բորսայի և ՀԿԴ-ի փորձագետների շրջանում (տես, գծապատկեր 1.):

⁴ НАУФОР- «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра»- Москва 2008-стр. 135



Գծապատկեր 1. ՀՀ-ում արտաբորսայում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացման դրդապատճառները

Ինչպես երևում է գծապատկեր 1-ից, արժեթղթերի հրապարակային առաջարկն արտաբորսայում իրականացվում է առաջին հերթին ֆոնդային բորսայում արդար գնագոյացման համակարգի չգործելու պատճառով: Որպես արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները արտաբորսայում իրականացնելու կարևոր դրդապատճառ են նշվել նաև «ֆոնդային բորսայում առևտրի փոքր ծավալները, որոնք էապես չեն կարող ազդել տեղաբաշխման ծավալների վրա»: Այս երկու դրդապատճառները որոշակիորեն փոխկապված են. բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի ստացումն ուղղակիորեն կապված է բաժնետոմսերի իրացվելիության ապահովման հետ, իսկ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում» շատ փոքր են արժեթղթերով կնքված գործարքների քանակները, առևտրի ծավալը և հետևաբար նաև՝ իրացվելիության մակարդակը, ինչի պատճառով չի կարող գործել նաև արդար գնագոյացման համակարգ:

Այսպես օրինակ՝ 2012թ.-ին «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում» բաժնետոմսերով կնքվել է 413.1 մլն ՀՀ դրամ (1 մլն ԱՄՆ դոլար) ծավալի 253 գործարքներ, որոնք կազմել են բորսայական կապիտալացման 0.77%-ը, մինչդեռ ԼՖԲ-ում և Վարչավայի ֆոնդային բորսայում նույն ժամանակահատվածում բաժնետոմսերով իրականացվել են համապատասխանաբար 2.9 տրիլիոն ԱՄՆ դոլար ծավալի 234.1 մլն գործարքներ և 64.7 մլրդ ԱՄՆ դոլար ծավալի 12.3 մլն գործարքներ, որոնք էլ իրենց հերթին կազմել են բորսայական կապիտալացման 85.6%-ը և 36.4%-ը⁵: Միևնույն ժամանակ պետք է նշել, որ նման տարբերությունն ունի իր օբյեկտիվ պատճառները. զարգացած երկրները տարբերվում են կապիտալի շուկաների խորությամբ, ներդրողների անհամեմատ լայն շրջանակով, շուկայի լայնաշերտ մասնակիցներով: Նշված ֆոնդային բորսաները էապես տարբերվում են իրենց ցուցակված ընկերությունների քանակով. «ՆԱՍԴԱՔ

⁵ Հաշվարկները կատարվել են 1 ԱՄՆ դոլար = 404 ՀՀ դրամ փոխարժեքով, World Federation of Exchanges-Annual Report 2012 (<http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/WFE2012%20final.pdf>)

ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում» 2012թ.-ի ղեկտեմբերի դրությամբ ցուցակված են եղել 12 թողարկողներ, իսկ ԼՖԲ-ում և ՎՖԲ-ում համապատասխանաբար՝ 2767 և 867 ընկերություններ⁶:

Արտաբորսայում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացման կարևոր դրդապատճառ է համարվում նաև «ֆոնդային բորսայի և արտաբորսայի ներդրողների շրջանակի գրեթե միմյանցից չտարբերվելը»: Ներդրողների շրջանակի տարբերություն կնկատվի այն դեպքում, երբ բորսայի անդամ դառնան արտասահմանյան ընկերություններ՝ իրենց ներդրողների նոր, ավելի լայն շրջանակով:

Արժեթղթերի հրապարակային առաջարկը արտաբորսայում իրականացնելու հաջորդ դրդապատճառը «ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի տեղաբաշխման թույլտվությունն է միայն աճուրդների կազմակերպման միջոցով»: «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում» տեղաբաշխումն իրականացվում է միայն աճուրդների կազմակերպման միջոցով, ինչի արդյունքում էլ որոշվում է արժեթղթերի տեղաբաշխման գինը, մինչդեռ արտաբորսայում արժեթղթերի հրապարակային վաճառքը կարող է իրականացվել նաև ֆիքսված գների և հայտային համակարգի մեթոդներով:

Ըստ հարցվածների՝ արժեթղթերի տեղաբաշխումն արտաբորսայում իրականացնելու համար դրդապատճառ են համարվում նաև «ֆոնդային բորսայում տեղաբաշխման ծախսերը»: Թողարկողների շրջանակում ձևավորված կարծիքի համաձայն՝ ֆոնդային բորսայում տեղաբաշխման ծախսերը գերազանցում են արտաբորսայում տեղաբաշխման ծախսերին:

Ինչպես ցույց է տալիս ՀՀ վիճակագրությունը, տարեցտարի ավելանում են տնտեսությանը տրամադրված վարկային ներդրումների ծավալները, այսինքն՝ ֆինանսական ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկն աճում է: Եվ քանի որ բանկային վարկն ու կորպորատիվ պարտատոմսերը շատ հատկանիշներով նման են միմյանց, հետևաբար ընկերությունները կարող են միջոցներ ներգրավել արժեթղթերի շուկայից՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման ճանապարհով: Մինևույն ժամանակ պետք է նշել, որ ՀՀ-ում մեծանում են նաև բանկային ավանդների ծավալները, այսինքն՝ բնակչության մոտ ավելանում են ազատ դրամական միջոցները, որոնք կարող են ներդրվել նաև կորպորատիվ արժեթղթերում (տես Գծապատկեր՝ 3.): Առևտրային բանկերի կողմից տրամադրված վարկերի ծավալները 2013թ.-ին 2012թ.-ի համեմատ ավելացել են 12%-ով՝ 1.6 տրիլիոն ՀՀ դրամից հասնելով 1.8 տրիլիոն ՀՀ դրամի: Իսկ Առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված ավանդների ծավալները 2013թ.-ին 2012թ.-ի համեմատ ավելացել են 33%-ով՝ 1.2 տրիլիոն ՀՀ դրամից հասնելով 1.62 տրիլիոն ՀՀ դրամի⁷:

Ֆոնդային բորսայում հրապարակային տեղաբաշխումների իրականացման լուրջ խոչընդոտ է համարվում ներկայիս գործող վերջնահաշվարկի T+0

⁶ World Federation of Exchanges- Annual Report 2012

⁷ ՀՀ ՎԲ Վիճակագրական հրապարակումներ- Տարեկան տեղեկագրեր (<https://www.cba.am/am/SitePages/statspanannualbulletin.aspx>)

ընթացակարգը, որը կատարվում է միջոցների նախնական դեպոզիտացիայի⁸: Այն խիստ անհարմարություններ է ստեղծում հատկապես օտարերկրյա ինստիտուցիոնալ ներդրողների համար, որոնք սովորաբար արժեթղթերի ձեռքբերումն իրականացնում են առաքում վճարման դիմաց սկզբունքով և պատրաստ չեն դրամական միջոցներ փոխանցել ՀՀ-ում գործող ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց՝ հետագայում արժեթղթեր ստանալու պայմանով: Խնդիրն առավել սրվում է այն դեպքում, երբ տեղաբաշխման հարթակում հնարավոր է՝ օտարերկրյա մասնակցի արժեթղթեր ձեռք բերելու հայտը չբավարարվի և նրա դրամական միջոցները հետ փոխանցվեն, որը կապված է զգալի ֆինանսական և ժամանակային ծախսերի հետ:

Տվյալ խնդիրն համապարփակ լուծում տալու համար անհրաժեշտ է փոփոխել ոչ միայն վերջնահաշվարկի T+0 ընթացակարգը՝ անցնելով առանց նախնական դեպոզիտացիայի T+n ռեժիմին, այլ նաև անհրաժեշտ է ապահովել Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից վերջնահաշվարկի ապահովման նպատակով դրամական հաշիվների վարումը:

ՀԿԴ-ի կողմից դրամական հաշիվների վարումը թույլ կտա ներդնել մի շարք նոր ծառայություններ, մասնավորապես.

ա) արժեթղթերով գործառնությունների (այդ թվում՝ DVP սկզբունքով իրականացվող) դեպքում շուկայի մասնակիցները հնարավորություն կունենան դրամական միջոցները մինչև վերջնահաշվարկի օրը պահել Կենտրոնական դեպոզիտարիայում, ինչը ներկայում անհնար է և խոչընդոտում է հատկապես միջերկրային վերջնահաշվարկի (cross-border settlement) արդյունավետ իրականացմանը,

բ) ՀԿԴ-ում արժեթղթերի հաշիվ ունենալու դեպքում շուկայի օտարերկրյա մասնակիցները հնարավորություն կստանան արժեթղթերի գծով եկամուտները (արժեկտրոններ, շահութաբաժիններ) ստանալ անմիջականորեն ՀԿԴ-ում վարվող դրամական հաշիվներին՝ առանց ՀՀ առևտրային բանկերում հաշիվ բացելու անհրաժեշտության:

«ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ֆոնդային բորսայի տեղաբաշխման հարթակում տեղաբաշխվում են միայն կորպորատիվ արժեթղթեր: Միևնույն ժամանակ ներկայումս պետական պարտատոմսերի աճուրդներն իրականացվում են ՀՀ ԿԲ-ի պետական արժեթղթերի հաշվառման և հաշվարկային համակարգում և ունեն մի շարք թերություններ.

1. պետական պարտատոմսերին ՀՀ ԿԲ-ի կողմից տրամադրվող պետական գրանցման համարները չեն համապատասխանում արժեթղթերին շնորհվող միջազգային տարբերակիչ ծածկագրերի միջազգային ISO 6166 ստանդարտի պահանջներին, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերը չեն ստանում ֆինանսական գործիքների դասակարգման (CFI) ծածկագրեր, ինչի հետևանքով այդ պարտատոմսերը չեն կարող գրանցվել միջազգային ներդրողներին սպասարկող գլոբալ պահառուական համակարգերում:

⁸ Աղաբեկյան Է. Վ. - «Արժեթղթերի շուկայի ինստիտուցիոնալ կառուցվածքի դրսևորման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում» /թեկնածուական ատենախոսություն.- Երևան 2007- էջ 142

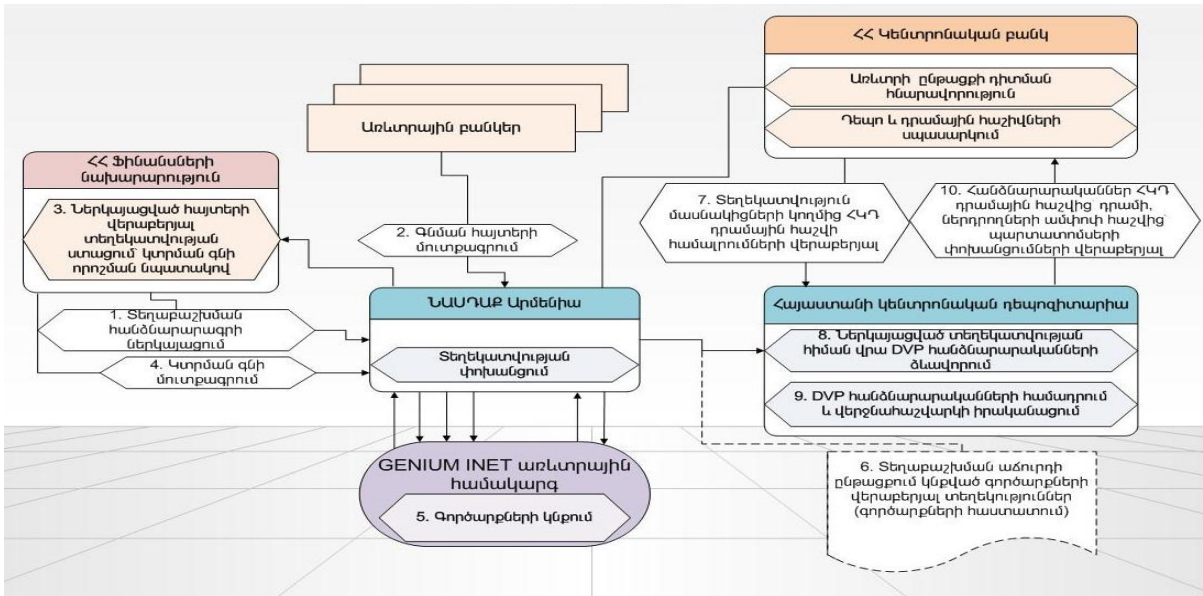
2. Պետական պարտատոմսերի աճուրդների վերջնահաշվարկն իրականացվում է T+0 սկզբունքով՝ այսինքն միջոցների նախնական դեպոնացմամբ, ինչը նույնպես դժվարացնում է կամ գրեթե անհնար է դարձնում օտարերկրյա ներդրողների մուտքը ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկա:

3. Աճուրդի ընթացքում մասնակիցների միջև տեղեկատվությունը հնարավոր է փոխանակել միայն տեղական ՍԻԲԻԷՆ Նեթ ցանցի միջոցով կամ թղթային եղանակով: Հայտերի ուղարկման այս ձևը ևս սահմանափակում է օտարերկրյա ներդրողների մուտքը ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկա: Միջազգային փորձը հուշում է, որ նման դեպքերում պետք է ներդրողները հնարավորություն ունենան աճուրդի կազմակերպչին հայտեր ներկայացնել էլեկտրոնային կապի ժամանակակից հուսալի և օպերատիվ միջոցներով (SWIFT, VPN և այլն):

Վերը նշված խնդիրների լուծումը կապված է զգալի ծավալով ֆինանսական միջոցների ներդրման հետ: Հաշվի առնելով այն կարևոր հանգամանքը, որ ՀՀ ԿԲ-ն պետական պարտատոմսերով կնքվող բոլոր գործարքների սպասարկումն իրականացնում է անվճար հիմունքներով, կենտրոնական բանկը չունի անհրաժեշտ միջոցներ և շարժառիթներ՝ կատարելու համապատասխան ներդրումներ համակարգի արդիականացման և միջազգային ներդրողների ներգրավման համար:

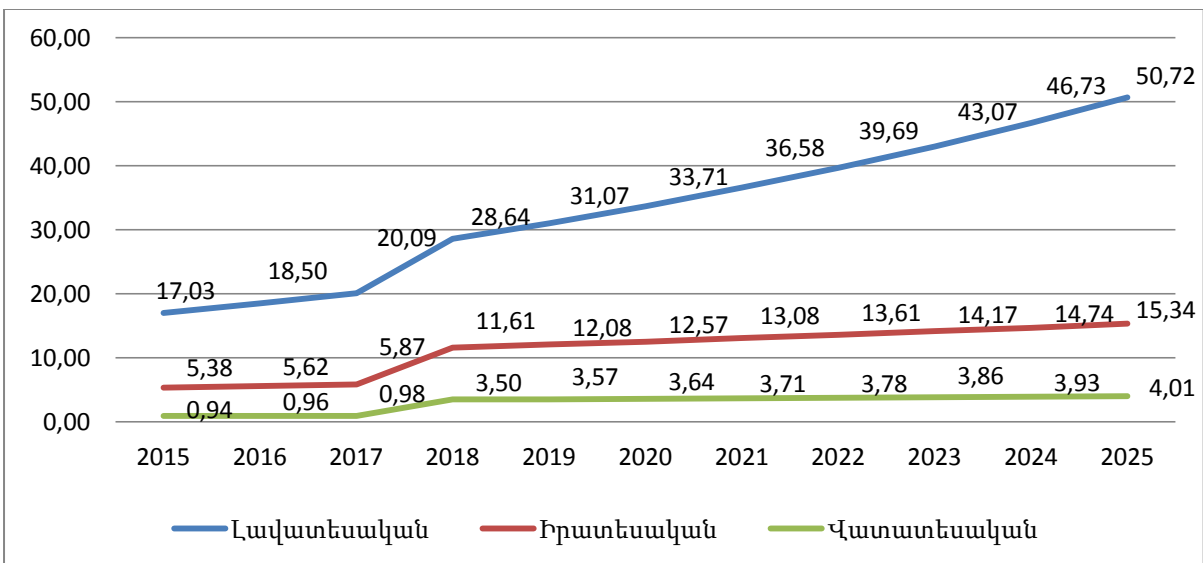
ՀՀ պետական պարտատոմսերի աճուրդները «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ֆոնդային բորսայում իրականացնելու դեպքում հնարավոր կդառնա գործարկել բորսայի ժամանակակից տեխնոլոգիական լուծումը (մասնավորապես, ժամանակակից «Ջենիում Այնեթ (Genium INET)» առևտրային համակարգը), որը թույլ կտա աճուրդներն անցկացնել ժամանակակից միջազգային լավագույն չափանիշներին համապատասխան՝ համապատասխան սպասարկող ենթակառուցվածքով և անհրաժեշտ կապուղիներով, իսկ համակարգը կգործի առանց դրամական միջոցների և արժեթղթերի նախնական դեպոնացման պահանջի:

Պետական պարտատոմսերը «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում անցկացնելու համար ատենախոսի կողմից մշակվել են հայեցակարգային դրույթներ, որտեղ սահմանված է պետական պարտատոմսերի իրականացման ընթացակարգը, որը համառոտ ներկայացված է գծապատկեր 2-ի միջոցով:



Գծապատկեր 2. Պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման աճուրդի կազմակերպումը «ՆԱՍՐԱՔ ՕԲՄԷՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում, երբ վերջնահաշվարկը իրականացվում է ՀԿԴ-ի կողմից

ՀՀ-ում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկայի զարգացմանը կնպաստի Կուտակային կենսաթոշակային համակարգի հետագա զարգացումը, քանի որ կենսաթոշակային ֆոնդերը իրենց ակտիվների մի զգալի մասը, որպես կանոն, ներդրում են արժեթղթերի շուկայում: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կորպորատիվ արժեթղթերի շուկա ուղղվող ներդրումները կանխատեսելու նպատակով ատենախոսն իրականացրել է սցենարային վերլուծություն, ինչի արդյունքում ստացել է 2015-2025թ.թ.-ներին կորպորատիվ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների այն մասը, որն ուղղվելու է կորպորատիվ արժեթղթերի շուկա (տես, գծապատկեր 3):



Գծապատկեր 3. Կենսաթոշակային հիմնադրամների կանխատեսվող ներդրումները կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում 2015-2025թ.թ. կտրվածքում (մլրդ ՀՀ դրամ)

Ինչպես երևում է գծապատկեր 3-ից, 2015թ.-ին, ըստ իրատեսական սցենարի, կենսաթոշակային ակտիվներից 5.38 մլրդ ՀՀ դրամը (11.2 մլն ԱՄՆ դոլար) ներդրվելու է կորպորատիվ արժեթղթերում, ինչը լուրջ խթան կհանդիսանա կորպորատիվ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկայի աշխուժացման համար⁹:

2013թ.-ին կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում իրականացվել են 19 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալի կորպորատիվ պարտատոմսերի տեղաբաշխումներ, որից արտարժույթային պարտատոմսերին բաժին է ընկել 5 մլն ԱՄՆ դոլարը, և 14 մլն ԱՄՆ դոլարը՝ ազգային արժույթով թողարկված պարտատոմսերին (տես, գծապատկեր 3.)¹⁰: Հետևաբար ենթադրվում է, որ 2015թ.-ին կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կորպորատիվ արժեթղթերի շուկա ուղղվող 11.2 մլն ԱՄՆ դոլարը շուկայում կառաջացնի լրացուցիչ պահանջարկ, ինչի շնորհիվ էլ կորպորատիվ պարտատոմսերի նոր թողարկումները կավելանան գրեթե 60%-ով: Ըստ իրատեսական սցենարի՝ առաջիկա տասնմեկ տարիների ընթացքում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կորպորատիվ արժեթղթերի շուկա կարող են ուղղվել ավելի քան 124 մլրդ ՀՀ դրամ ծավալի միջոցներ, ինչը կնպաստի «ՆԱՍԴԱԲ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում կորպորատիվ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների իրականացմանը:

Ատենախոսության «Եզրակացություններ» բաժնում ամփոփվել են ատենախոսության հիմնական արդյունքները և առաջարկվել են առկա խնդիրների լուծման հնարավոր եղանակները, մասնավորապես՝

1. Արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի շուկայում հիմնական և կարևոր տեղ են զբաղեցնում բաժնային արժեթղթերի հրապարակային առաջարկները, իսկ շուկայում առավել հաճախակի իրականացվում են բաժնետոմսերի հաջորդող հրապարակային առաջարկներ, սակայն գործնականում դրանք բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի շուկայից չեն տարանջատվում և ներկայացվում են որպես նախնական հրապարակային առաջարկ:

2. Արժեթղթերի շուկայի զարգացման ընթացքի վերլուծությունը թույլ է տալիս առանձնացնել արժեթղթերի առաջարկի և պահանջարկի, կապիտալացման և արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքում տեղի ունեցող դրական փոփոխություններով պայմանավորված մի շարք միտումներ, ինչպիսիք են կորպորատիվ արժեթղթերի շրջանառության ծավալների աճը, շուկայական կապիտալացման աճը, ինտերնետային տեխնոլոգիաների զարգացման շնորհիվ արժեթղթերի շուկայի հասանելիությունը ներդրողների հնարավորինս լայն շրջանակներին, շուկաների գլոբալացումը, ֆոնդային բորսաների միավորումը:

3. Ֆոնդային բորսաները, լինելով արժեթղթերի շուկայի կազմակերպիչ, իրենց ստեղծման պահից ենթարկվում են կազմակերպարավական փոփոխության՝ ինքնակարգավորվող կազմակերպություններից վերակազմակերպվելով բաժնետիրական ընկերությունների: Կազմակերպական կառուցվածքի փոփոխման հիմնական պատճառն այն է, որ մրցակցային պայքարում բորսաները պետք է կատարեն տեխնոլոգիական բարեփոխումները, ինչը պահանջում է մեծ

⁹ Հաշվարկի համար հիմք են հանդիսացել 1 ԱՄՆ դոլար= 478 ՀՀ դրամ փոխարժեքը (2015թ.)

¹⁰ Հաշվարկի համար հիմք է հանդիսացել 1 ԱՄՆ դոլար=409 ՀՀ դրամ փոխարժեքը (2013թ.)

կապիտալ ներդրումներ: Հետևաբար, կապիտալի ներգրավման նպատակով վերջիններս ստիպված են ոչ առևտրային կազմակերպություններից վերափոխվել առևտրային կազմակերպության:

4. Ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրների կազմում գնալով առավել մեծ տեսակարար կշիռ են կազմում արժեթղթերը և հատկապես բաժնետոմսերը: Արժեթղթերի շուկաների զարգացվածության աստիճանն ամենից ցածր մակարդակում է գտնվում անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում: Այս առումով ի տարբերություն անգլոսաքսոնական մոդելի՝ մայրցամաքային մոդելի երկրներում բանկային վարկի և պարտատոմսերի շուկաների դերը դեռևս բավականին մեծ է:

5. Բարձր գնաձի պայմաններում նվազում է անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների գրավչությունը, քանի որ նման դեպքերում սրվում են վարկավորման և իրացվելիության խնդիրները, ինչի հետևանքով թուլանում է արժեթղթերի շուկայի դերը: Գնաձի և կապիտալացման հավելաձի կոռելյացիոն ուսումնասիրությունը ցույց է տվել, որ դրանց փոփոխության միջև առկա է հակադարձ կախվածություն, այսինքն՝ գնաձի մակարդակի աճը բացասաբար է անդրադարձնում արժեթղթերի շուկայի զարգացման վրա: ՀՀ-ում գնաձի ցուցանիշի մեծացմանը զուգահեռ նկատվում է շուկայական կապիտալացման մեծացում, իսկ գնաձի նվազման դեպքում՝ ընդհակառակը: ՀՆԱ-ի հավելաձի և կապիտալացման հավելաձի ցուցանիշների կոռելյացիոն ուսումնասիրությունը ցույց տվեց, որ ՀՆԱ-ի և կապիտալացման միջև չկա վիճակագրորեն նշանակալից կոռելյացիոն կապ:

6. Արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի իրականացման փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի ցուցակումն իրականացվում է միայն տեղաբաշխումից հետո, այն էլ՝ թողարկողի ցանկության դեպքում: «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում ցուցակման դեպքում թողարկողներին ներկայացվող պահանջները բավականին մեղմ են՝ ի տարբերություն մի շարք զարգացող երկրների ֆոնդային բորսաների: «ՆԱՍԴԱՔ ԲԱԼԹԻՔ» խմբի ֆոնդային բորսաների նկատմամբ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի» գլխավոր առավելությունը առևտրին թույլատրման «C» ազատ շուկայի առկայությունն է, որն առկա չէ Մերձբալթյան երկրներում: Վերջինս հնարավորություն է տալիս ընկերություններին, կատարելով առաջին քայլերը կապիտալի շուկայում, ստեղծել անհատական պատմություն՝ աստիճանաբար համապատասխանելով ցուցակման առավել բարձր չափանիշներին:

7. Կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում կատարվող ներդրումների ծավալի գնահատման սցենարային վերլուծության արդյունքում հաշվարկվել է, որ առաջիկա տասնմեկ տարում շուկա կարող են ուղղվել ավելի քան 124 մլրդ ՀՀ դրամ ծավալի միջոցներ, ինչը կնպաստի «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայում կորպորատիվ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների ծավալների մեծացմանը:

Վերոնշյալ եզրակացությունների և աշխատանքի գիտական արդյունքների տրամաբանությունից կարելի է անել հետևյալ առաջարկությունները.

- «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում» ընկերությունների կողմից արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի խթանման համար անհրաժեշտ է միջոցներ ձեռնարկել ֆոնդային բորսայում արդար գնագոյացման կառուցակարգի

ծնավորման, իրացվելիության մակարդակի բարձրացման, բորսայի անդամների (այդ թվում՝ արտասահմանյան ընկերությունների անդամակցության միջոցով), ներդրողների շրջանակների ընդլայնման և շուկա ստեղծողի ինստիտուտի զարգացման ուղղությամբ:

- Ֆոնդային բորսայում տեղեքաշխումները խթանելու, ինչպես նաև տեղաբաշխումներին միջազգային ներդրողների մասնակցությունը հեշտացնելու համար առաջարկվել է ներկայումս գործող վերջնահաշվարկի դրամական միջոցների նախնական դեպոնացմամբ կատարվող T+0 ընթացակարգը փոխարինել T+n վերջնահաշվարկի մեխանիզմով: Առաջարկվող T+n վերջնահաշվարկի մեխանիզմը հնարավորություն կտա հեշտացնել օտարերկրյա ներդրողների մուտքը ՀՀ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների շուկա: Վերոնշյալ խնդրին համապարփակ լուծում տալու համար անհրաժեշտ է նաև ապահովել ՀԿԴ-ի կողմից վերջնահաշվարկի ապահովման նպատակով դրամական հաշիվների վարումը:

- Օտարերկրյա ներդրողների ազատ մուտքը պետական պարտատոմսերի շուկա ապահովելու և համակարգի արդիականացման համար պետական պարտատոմսերի աճուրդներն անհրաժեշտ է իրականացնել «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ֆոնդային բորսայում: «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում» այժմ գործում է ժամանակակից «Ջենիում Այնթ» առևտրային համակարգը, որն էլ թույլ կտա աճուրդներն անցկացնել ժամանակակից միջազգային լավագույն չափանիշներին համապատասխան, ինչի շնորհիվ օտարերկրյա ներդրողները կկարողանան ազատ մուտք գործել ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկա՝ աճուրդի կազմակերպչին հայտեր ներկայացնելով էլեկտրոնային կապի ժամանակակից հուսալի և արագ միջոցներով (SWIFT, VPN և այլն):

Հետազոտության հիմնական արդյունքներն արտացոլված են հրատարակված հետևյալ չորս գիտական հոդվածներում.

1. Ներսիսյան Կ.Հ. - «Կապիտալի շուկայի զարգացման հեռանկարները ՀՀ-ում»- Միջազգային գիտաժողովի նյութեր, Երևան-Դոնի Ռոստով, 2011թ., էջեր 651-656:
2. Ներսիսյան Կ.Հ.- «Եվրոպայի ֆոնդային բորսաներում բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի շուկայի արդի միտումները և ՀՀ-ում դրա զարգացման հեռանկարները»- Բանբեր Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի N1 (33), Երևան, 2014թ., էջեր 97-106:
3. Ներսիսյան Կ.Հ.- «ՀՀ կապիտալի շուկայի ենթակառուցվածքների զարգացման հիմնական ուղիները»- Ֆինանսներ և էկոնոմիկա հանդես, N 9-10 (171-172), Երևան, 2014թ. սեպտեմբեր- հոկտեմբեր, էջեր 4-5:
4. Ներսիսյան Կ.Հ.- «Պետական պարտատոմսերի հրապարակային տեղաբաշխումների կատարելագործման ուղիները ՀՀ-ում»- «Այլընտրանք» հետազոտական կենտրոն, Երևան, 2015թ. #1, հունվար-մարտ, էջեր 73-82:

Карине Оганесовна Нерсисян

Основные задачи публичного предложения ценных бумаг на фондовой бирже (на примере фондовой биржи “НАСДАК ОЭМЭКС Армения”)

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

Защита диссертации состоится 4-ого июня 2015г., в 15³⁰ 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

Диссертация посвящена исследованию задач одного из самых важных способов внешнего финансирования в Армении: публичных предложений ценных бумаг на фондовой бирже.

Актуальность диссертации заключается в том, что в экономике Армении существует растущий спрос на финансовые средства. Следовательно, для диверсификации внешних источников финансирования возникает необходимость развивать по всему миру широко распространенные публичные размещения акций и корпоративных облигаций параллельно с кредитными средствами.

Цель диссертации - раскрытие целесообразности организации публичных размещений ценных бумаг на фондовой бирже. А также разработка и номинация эффективных механизмов проведения публичных размещений ценных бумаг на фондовой бирже “НАСДАК ОЭМЭКС Армения”.

Для выполнения поставленной цели были выдвинуты следующие задачи:

- ✓ изучить типы публичных предложений ценных бумаг, а также основные цели и задачи их проведения,
- ✓ оценить роль фондовой биржи, как главного участника публичного предложения ценных бумаг,
- ✓ исходя из международного опыта, раскрыть основные факторы влияющие на развитие рынка публичных предложений ценных бумаг,
- ✓ на основе запросов и исследований выявить мотивы компаний, проводящих публичные предложения ценных бумаг на фондовой бирже, а также раскрыть причины проведения публичных предложений ценных бумаг на внебиржевом рынке,
- ✓ проанализировать текущую схему публичных размещений ценных бумаг РА и определить ее недостатки,
- ✓ выявить пути развития способов проведения публичных размещений ценных бумаг на фондовой бирже “НАСДАК ОЭМЭКС Армения”,
- ✓ предсказать объем средств, выделяемый на рынок корпоративных ценных бумаг, на ближайшие 10 лет.

В целом, армянские компании избегают проведения публичных предложений ценных бумаг на фондовой бирже, в то время как фондовые биржи рассматриваются как торговые площадки высококачественных ценных бумаг по всему миру. На фондовых биржах не обращаются случайные ценные бумаги, что и является свидетельством надежности предлагаемых ценных бумаг, и может стать дополнительным стимулом для инвесторов.

Основные результаты и научная новизна диссертации заключаются в следующем:

- Выявлены индицирующие причины проведения публичных предложений ценных бумаг на внебиржевом рынке эмитентами, из которых стоит выделить недействующий механизм справедливого ценообразования на фондовой бирже, небольшой объем биржевой торговли, почти тот же круг инвесторов на фондовой бирже и внебиржевом рынке, организация размещения ценных бумаг только по аукционным методам и расходы, связанные с размещением ценных бумаг на фондовой бирже.
- Разработан механизм ведения ненулевых денежных счетов Центральным депозитарием Армении, а также обоснована необходимость разработки стандартов экономической деятельности депозитария.
- Были выявлены основные недостатки нынешней системы аукциона по продаже государственных облигаций, организатором которого является Центральный банк Армении. В частности, несоответствие нумерации государственной регистрации государственных облигаций с международным стандартом ISO 6166, T+0 расчетный механизм аукционов государственных облигаций и методы подачи заявок в ЦБ на покупку государственных облигаций (с помощью CBANet локальной сети или в бумажном варианте). А также были разработаны концептуальные условия по организации аукционов государственных облигаций на фондовой бирже «НАСДАК ОЭМЭКС Армения».
- В результате сценарного анализа дана оценка ожидаемого объема инвестиций пенсионных фондов в корпоративные облигации: в течение ближайших одиннадцати лет в рынок может быть направлено больше чем 124 млрд армянских драм, что будет способствовать корпоративным размещениям ценных бумаг на фондовой бирже «НАСДАК ОЭМЭКС Армения».

Karine Hovhannes Nersisyan

The Issues of Securities Public Offerings in Stock Exchange (on the example of "NASDAQ OMX Armenia" Stock Exchange)

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

The defence of the thesis will take place on June 4, 2015 at 15³⁰ o'clock, at 014 Council of Economics at Armenian State University of Economics: 128 Nalbandian str., Yerevan, 0025.

ABSTRACT

At the current stage of economic development there is a rapidly growing demand for financial resources in the Armenian economy. Therefore, there is a need for diversifying external financial resources, and along with debt instruments, developing such a widespread financial instrument as public offerings of shares and corporate bonds.

The active use of these two financing methods will enable to form an effective system of financing economic activities, yielding good perspectives to foster sustainable investments and economic growth.

Securities public offerings create new opportunities for companies to benefit from more efficient and long-term financial methods. The international practice shows that securities public offerings, and particularly public offerings of stocks (IPO-s), are mainly undertaken at Stock Exchanges.

Securities public offerings in the RA are mainly conducted in OTC (Over-the-counter) market, while Stock Exchanges are considered as high-quality platforms for securities traded around the world, and are more secure from the viewpoint of investors and may create an additional stimulus for them to make equity investments.

The main advantage of allocating securities through Stock Exchange is generally the existence of fair pricing structure at the exchanges, due to which fair prices are formed during securities placement. Another advantage is the well-formed information distribution channels of Stock Exchange, through which the potential investors get the opportunity to be better informed about the issuer and its securities. Public offering of securities at the Stock Exchange makes the placement process more regulated and less risky.

Main results and scientific novelties of the thesis are as follows:

- Main motivations of Armenian companies to make securities public offerings in the OTC market have been revealed, such as the existence of improperly operating fair pricing structure of the Stock Exchange, small volumes of

exchange trading, almost the same range of investors in the Stock Exchange and OTC market, the organization of securities trading only via auctions in the Stock Exchange, and the costs associated with securities placement in the Stock Exchange.

- Non-zero balance cash account servicing mechanism with the Central Depository of Armenia has been developed, as well as economic standards of depository activities were argued.
- Drawbacks of government bonds auctions current system, organized by the Central Bank of the RA, were revealed. These drawbacks are the state registration numbers provided to the bonds without the compliance to international standard of ISO 6166, T+0 settlement principle of government bond auctions, the requirement of submitting government bonds purchase applications to the Central Bank of Armenia only via CBANet local network or in a paper copy. As well as conceptual provisions have been developed to organize government bond auctions in "NASDAQ OMX Armenia" OJSC .
- The foreseeable amount of pension funds' investments in corporate securities was estimated by the results of conducted scenario analysis. It has been estimated that during the next eleven years an amount of more than 124 bl. AMD drams is expected to be invested in the corporate securities market, which will foster the development of corporate securities public offerings in "NASDAQ OMX Armenia" Stock Exchange.

