

ԱՐԺԵՔՐԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԴԻՄՆԱԽՆԳԻՐՆԵՐԸ ԶՅՈՒՄ

Արժեքների զարգացած շուկայի առկայությունը յուրաքանչյուր երկրի տնտեսական առաջընթացի գլխավոր նախապայմաններից է, որի արդյունավետ գործունեությունը կախված է դրանում առկա կառույցներից: Խնդիրն առավել է կարևորվում ՀՀ-ում, որտեղ գոյություն ունի ներդրումների անբավարար քանակ, իսկ տնտեսական աճ ապահովելու նպատակով անհրաժեշտ է ունենալ ֆինանսավորման ճկուն համակարգ:

Հայտնի է, որ ընկերություններն իրենց ընթացիկ և երկարաժամկետ կարիքները հոգալու համար հիմնականում օգտագործում են բավականին թանկ փոխառություններ: Բացի թանկությունից, վարկային միջոցները սահմանափակ են և շատ դեպքերում անհնար են դարձնում խոշոր ծրագրերի ֆինանսավորումը: Փոխառու միջոցների բարձր տոկոսադրույքները խոչընդոտում են բազմաթիվ ընկերությունների մրցունակության բարձրացումը և շահույթի ավելացումը: Մյուս կողմից բանկերն ավելի բարձր եկամուտներ են ստանում պետության կողմից երաշխավորված արժեքներում ներդրումներ կատարելիս, որտեղ ցածր է ներդրումային ռիսկը: Բանկերը վարկեր տրամադրում են արտադրողի համար բարձր տոկոսադրույքով և այն էլ միայն գրավի առկայության դեպքում՝ պահանջելով բարձր իրացվելիություն ունեցող ակտիվներ:

Ուստի անհրաժեշտ է կարևորել արժեքների շուկան, որի միջոցով ընկերությունները կարող են ներգրավել ֆինանսական միջոցներ իրենց գործունեության անընդհատությունն ապահովելու և ընդլայնելու համար՝ շրջանցելով բանկային համակարգը: Արտերկրյա փորձը վկայում է, որ զարգացած բանկային համակարգ ունենալը դեռևս բավարար չէ զարգացած տնտեսություն ունենալու համար: Անհրաժեշտ է զարգացնել նաև արժեքների շուկան, որը շատ ավելի ճկուն է, դինամիկ և ավելի արագ է արձագանքում իրավիճակի փոփոխություններին, քան բանկային համակարգը:

Ցանկացած պահի կողք կողքի գործում են տնտեսվարող սուբյեկտներ, որոնք ունեն ֆինանսական միջոցների ավելցուկ և այնպիսիները, որոնք դրանց պահանջարկն ունեն: Այդ իսկ պատճառով տնտեսության դինամիկ զարգացման համար մշտապես պահանջվում է ֆինանսական միջոցների հավաքագրում, բաշխում և վերաբաշխում նրա ոլորտների և ճյուղերի միջև: Արդյունավետ գործող տնտեսություններում այդ գործընթացն իրականացվում է ֆինանսական շուկաների միջոցով: Այլ կերպ ասած, արժեքների շուկան ընդգրկում է փոխառության և սեփականության գործիքների, ինչպես նաև նրանց ածանցյալների թողարկման և շրջանառության հետ կապված գործառնությունները:

Սակայն ՀՀ-ում կիրառված մոդելներն արդյունավետ չգտնվեցին արժեքների շուկայի կայացման համար և ցանկալի արդյունք չտվեցին, քանի որ այդ գործընթացում լրիվությամբ չհաշվառվեցին Հայաստանին բնորոշ առանձնահատկությունները: Անցնելով զարգացման որոշակի փուլեր՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսան ներկայումս էլ կանգնած է նոր փոփոխությունների և ձևավորումների շեմին՝ կապված չվեդական OMX Group ընկերության կողմից 100% բաժնետոմսերի ձեռքբերման հետ:

Ներկայումս ՀՀ արժեքների շուկան ընդամենը կայացման փուլում է: Չնայած այն փաստին, որ իրավական և տնտեսական մեխանիզմներն արդեն առկա են, սակայն երկրորդային շուկայի անբավարար վիճակը թույլ չի տալիս արդյունավետ իրագործել այդ մեխա-

միզմները: Արժեթղթերի զգալի մասը, որոնք ներկայումս շրջանառվում են, պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցման հետևանքով թողարկված բաժնետոմսերն ու պետական պարտատոմսերն են:

Կորպորատիվ արժեթղթերն ամնշան ծավալ են կազմում, որի պատճառներից են արհեստական գնագոյացումը, տեղեկատվության պակասը, անբարենպաստ ներդրումային միջավայրի առկայությունը, կոռուպցիայի բարձր մակարդակը, ցուցակման ընթացակարգի կիրառման թերությունները, ազգի մտածելակերպը և այլն: Ուստի անհրաժեշտ է նախադրյալներ ստեղծել արժեթղթերի թողարկման ծավալի ավելացման, դրանց որակական հատկանիշների ապահովման, գների օպտիմալ մակարդակի որոշման և կապիտալացման ծավալի մեծացման համար:

Տեղեկությունների բացակայության հետևանքով ներդրողը շատ հաճախ գրկվում է ճիշտ որոշում կայացնելու հնարավորությունից, որն էլ հանգեցնում է արժեթղթերի արհեստական գնագոյացմանը: Անհրաժեշտ է բարձրացնել ձեռնարկությունների թափանցիկության աստիճանը, կատարել անհրաժեշտ բարեփոխումներ օրենսդրության մեջ, արտոնություններ սահմանել բաժնետոմս թողարկող ձեռնարկությունների համար, ինչպիսիք են օրինակ շահութահարկի գծով արտոնությունները և այլն:

Օպտիմալ գնագոյացմանը կնպաստի ցուցակման գործընթացի կարգավորումը, առանց որի հնարավոր չէ կարգավորել երկրորդային շուկայի արդյունավետ գործունեությունը: Անհրաժեշտ է, որ ինչպես ցուցակման գործընթացը, այնպես էլ դրա վերաբերյալ տեղեկատվության ապահովումը լինեն պարտադիր: Եթե ցուցակման գործընթացով անցած ընկերություններին տրվեն որոշակի արտոնություններ, այդ ընկերությունները շահագրգիռ կլինեն կամավոր սկզբունքով գրանցվելու ֆոնդային բորսայում: Սակայն մինչ օրս Հայաստանի Հանրապետությունում թե՛ բորսայում պարտադիր գրանցվելու, թե՛ արտոնությունների վերաբերյալ օրենք չի ընդունվել: Այդ մոտեցումը շատ ընդունված է միջազգային պրակտիկայում, որը օգնում է ձեռնարկություններին ցուցակվելու ֆոնդային բորսայում:

Ռեյտինգային համակարգի ներմուծումը նույնպես կնպաստի տեղեկատվական միջավայրի բարելավմանը: Համաշխարհային պրակտիկայում գոյություն ունեն բազմաթիվ անկախ ռեյտինգային ընկերություններ (Standard&Poor's, Moody's, Fitch Ratings), որոնք հրատարակում են ընկերությունների մասին ռեյտինգներ, ինդեքսներ, իրականացնում են վերլուծություն, ներդրումային հետազոտություն: Նրանք ներդրողներին տրամադրում են անկախ ռեյտինգներ, որը նրանց օգնում է ավելի վստահ լինել իրենց ներդրումներում և ֆինանսական որոշումներում: Ռեյտինգային համակարգի ներմուծումը մեծ նշանակություն ունի նաև թողարկողների համար՝ թողարկվող արժեթղթերի իրացվելիության որոշման համար:

Այդ իսկ պատճառով անհրաժեշտ է ուսումնասիրել բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի փոխարժեքի, որակի և եկամտաբերության վիճակագրական ցուցանիշները, առանձնահատուկ ուշադրություն դարձնել պետական արժեթղթերի շուկային:

Անհրաժեշտ է ինդեքսային մեթոդով վերլուծել առանձին ընկերությունների բաժնետոմսերի շուկայական գների դինամիկան, տալ նրանց տնտեսավիճակագրական մեկնաբանությունները: Մշակել և առաջարկել Հայաստանի ֆոնդային բորսային շուկայական ինդեքսը, որը հնարավորություն կընձեռի տարբեր բաժնետոմսերի վերլուծությունները համադրել շուկայի ընդհանուր ուղղվածության հետ: Բաժնետոմսերի այսօրվա շուկայի վերլուծության ժամանակ կարևոր դեր է խաղում «բետտա»¹ գործակիցը, որը որոշակի համեմատություն է բորսային ինդեքսի շարժի և տվյալ բաժնետոմսի գնանշման արժեքի փոփոխության միջև:

Եթե ինդեքսն աճում է 2%-ային կետով, իսկ բաժնետոմսի կուրսը

¹ Van Horne, James C., Financial Market Rates and Flows, 6th ed. Upper Saddle River, NJ: Pentice Hall, 2001, Chap. 3.

- չի փոփոխվում, նշանակում է, որ բաժնետոմսի կուրսը կախված չէ բորսայական ինդեքսից: Այդ դեպքում $\beta=0$:
- Ավելանում է 2%-ային կետով, որ բաժնետոմսի կուրսը ուղիղ կախվածության մեջ է գտնվում շուկայական ինդեքսից: Սա նշանակում է, որ բաժնետերերը միշտ պետք է տեղեկացված լինեն շուկայական ինդեքսից՝ արժեթղթերի շուկայում ճիշտ կողմնորոշվելու նպատակով: Այս դեպքում ինդեքսի եւ գնանշման արժեքի շարժը լիովին համընկնում են, այսինքն՝ $\beta=1$:
- Ավելանում է 4%-ային կետով, այսինքն՝ գնանշումը կատարվում է 2 անգամ մեծ ամպլիտուդով, ապա՝ $\beta=2$:

Բաժնետերերի համար β -ի արժեքն իմանալը ունի առանցքային նշանակություն, որը շատ կարևոր է ներդրումային որոշումներ իրականացնելիս: Պահպանողական ստրատեգիայի դեպքում ընտրվում են գործակցի փոքրագույն արժեք ունեցող բաժնետոմսերը: Այս ստրատեգիան օգտագործվում է, երբ ավելի քան հնարավոր է բորսային ինդեքսի անկումը և, երբ ներդրողը գերադասում է ավելի ցածր, բայց ավելի կայուն եկամուտ ստանալ: Այն դեպքում, երբ ներդրողը պատրաստ է որոշ չափով զոհաբերել իր կապիտալը, բայց փոխարենը հաջողության դեպքում հույս ունի գերշահույթ ստանալ, ապա առավել գրավիչ են դառնում β -ի բարձր արժեքով բաժնետոմսերը:

Անհրաժեշտ է բացահայտել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման համակարգի հիմնական թերությունները՝ կապված ՀՀ ԿԲ կողմից վերահսկողության ոլորտում իրականացվող քաղաքականության հետ, ինչպես նաև հիմնավորել արժեթղթերի շուկայում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումային մասնակցությունը:

Բացի բաժնետոմսերի և պարտքային արժեթղթերի շրջանառությունից, անհրաժեշտ է նաև մեծացնել ածանցյալ արժեթղթերի՝ ֆյուչերսային, ֆորվարդային, օպցիոն գործարքների կազմակերպումը: Դրանց տեսակարար կշիռների բարձրացումը էական նշանակություն կունենա շուկայի զարգացման, գործարքների ծավալի ավելացման և իրական ներդրումային ռեսուրսների ներգրավման համար: Ածանցյալ արժեթղթերով պայմանագրերի կազմակերպումը ներկայացնում է մի շարք առավելություններ. կրճատում է գործարքների ձևավորման և կատարման տևողությունը, ավելացնում է կնքվող պայմանագրերի քանակը, պարզեցնում է գործարքների հաշվարկը: Մասնավորապես, բորսայում ֆինանսական ֆյուչերսների և օպցիոնների թողարկման և շրջանառության ապահովման միջոցով ներդրողներին հնարավորություն կտա հեջավորել զների տատանումների հետ կապված ռիսկերը, իսկ արտահանման և ներմուծման ոլորտներում գործող հաճախորդներին, ինչպես նաև ֆինանսական այլ կազմակերպություններին թույլ կտա առավել արդյունավետ դարձնել իրենց ֆինանսական հոսքերի կառավարումը:

Ներդրումային հիմնադրամների փայերի ստեղծումը առանցքային նշանակություն կունենա Հայաստանի ֆոնդային բորսայի զարգացման գործում: Մեփական բաժնետոմսերի թողարկման միջոցով ներդրումային հիմնադրամները հավաքագրում են դրամական միջոցներ և դրանք ներդնում ֆինանսական շուկայի այլ գործիքների մեջ՝ պրոֆեսիոնալ կառավարչի միջոցով կառավարելով հիմնադրամի կապիտալը: Իր միջոցները ներդնելով ներդրումային հիմնադրամներում՝ հաճախորդը ստանում է ներդրումային գործիքների դիֆերսիֆիկացիայի և պորտֆելի կառավարման այնպիսի մակարդակ, որը հաստի չէ անհատ ներդրողին, քանի որ դա պահանջում է հատուկ գիտելիքներ, պրոֆեսիոնալ տեղեկատվությամբ ապահովվածության բարձր մակարդակ և արժեթղթերի շուկայի տեխնիկական և ֆունդամենտալ վերլուծության անընդհատ իրականացման անհրաժեշտություն: Ներդրումային հիմնադրամների փայերն, ի տարբերություն բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի, ապահովում են եկամտաբերության բավականին բարձր մակարդակ՝ չափավոր ռիսկայնության պայմաններում: