

ՀՀ ԱՐԺԵՐՈՒԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՁԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

ԱՐԱՄԻԱՇԱՏՐՅԱՆ

Ըստ էության՝ ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում արդեն կատարվել են առաջին քայլերը, մասնավորապես՝ որոշ չափով կարգավորվել է ոլորտի օրենսդրական դաշտը, ստեղծվել են շուկայի հիմնական ենթակառուցվածքները, իրականացվում են միջնորդական ծառայություններ և այլն, սակայն նույնիսկ այս դեպքում շուկան դեռևս ունակ չէ հանդես գալու որպես տնտեսության ֆինանսավորման արդյունավետ միջոց: Պատճառն այն է, որ ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում առկա են դրա զարգացմանը խոչընդոտող բազմաթիվ գործոններ: ՀՀ արժեթղթերի՝ մասնավորապես կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում զարգացման կայուն միտումներ դեռևս չեն նկատվում:

Աշխարհի բազմաթիվ երկրներում ֆինանսական շուկան կարգավորում և վերահսկում են մի քանի մարմինների միջոցով՝ ֆինանսների նախարարություն, ԿԲ, արժեթղթերի և ապահովագրության հանձնաժողովներ: Ժամանակի ընթացքում շատ երկրներ ստիպված են լինում հիմնել լրացուցիչ մարմիններ շուկայական որոշակի գործառնություններ վերահսկելու նպատակով, օրինակ՝ ածանցյալների հետ գործառնությունները, միջնորդների (վարկային միություններ, բանկեր, կենսաթոշակային ֆոնդեր) գործունեությունը, ստեղծում են նաև մարմիններ, որոնք զբաղվում են ներդրողների շահերի պաշտպանությամբ և այլն:

Թեև մի քանի կարգավորողների և վերահսկողների միջոցով կանոնակարգումը տարածված է աշխարհի շատ երկրներում, սակայն վերջին 20 տարիներին դրանց մի մասը սկսեց քննարկել, վերանայել ֆինանսական շուկայի կարգավորման և վերահսկման համակարգերը: Արդյունքում բազմաթիվ երկրներ անցում կատարեցին, այսպես կոչված՝ «միավորված կամ միասնացված վերահսկողական համակարգին»՝ ստեղծելով մեկ մարմին ամբողջ ֆինանսական շուկայի համար կամ միավորելով երկու գլխավոր վերահսկող մարմիններ, օրինակ՝ բանկային գործունեությունը և ապահովագրությունը, բանկային գործունեությունը և արժեթղթերը, արժեթղթերը և ապահովագրությունը:

ՀՀ արժեթղթերի շուկան անցել է կարգավորող մարմնի երկու հակադիր մոդելների գործողության միջով, որոնցից ոչ մեկը, շուկայի զարգացման առումով, չտվեց սպասված արդյունքը, ինչի պատճառը կիրառված մոդելների անկատարությունն ու անհամապատասխանությունն էր ՀՀ պայմաններին:

Այս համակարգի միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ երկրների մեծ մասում գոյություն ունի ֆինանսական շուկան կարգավորող անկախ մարմին:

Աղյուսակ 1
 ՀՆԱ և բորսայական կապիտալացման տոկոսային հարաբերակցությունը 2008 թ.¹

Երկիրը	Բորսայի անվանումը	ՀՆԱ ծավալը (մլրդ ԱՄՆ դոլար)	Շուկայական կապիտալացումը (մլրդ ԱՄՆ դոլար)	ՀՆԱ և բորսայական կապիտալացման տոկոսային հարաբերակցությունը
Գերմանիա	Deutsche Borse	3673.1	1110.6	30.2%
Ֆրանսիա, Բելգիա, Հոլանդիա, Պորտուգալիա	NYSE Euronext (Europe)	4494.7	2101.7	46.8%
Իտալիա	Borsa Italiana	2313.9	522.1	22.6%
Իսպանիա	BME Spanish Exchanges	1602.0	948.4	59.2%
ԱՄՆ	NYSE Euronext (US)	14441.4	9208.9	63.8%
Մեծ Բրիտանիա	London SE	2680.0	1868.2	69.7%
Կանադա	TSX Group	1499.6	1033.4	68.9%
Ավստրալիա	Australian SE	1013.5	683.9	67.5%

Աղյուսակ 1-ում բերված են զարգացած երկրների բորսայական և վերլուծական որոշ տվյալներ: Ինչպես երևում է, ուսումնասիրված բոլոր երկրներում բորսայական շուկայի կապիտալացումը ՀՆԱ-ի նկատմամբ նշանակալի տոկոս է կազմում:

ՀՀ ֆոնդային բորսայի այս մույն ցուցանիշները շատ հեռու են ուսումնասիրված երկրների ցուցանիշներից: Մեր երկրում այս ցուցանիշը մույնիսկ 1% չի կազմում: Բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացման մակարդակով մենք շատ հեռ ենք մույնիսկ Վազախստանից, որի դիրքերը ուսումնասիրված երկրների շարքում ամենաթույլն են²:

¹ Աղյուսակը կազմել է հեղինակը Ֆոնդային բորսաների համաշխարհային ֆեդերացիայի ինտերնետային էջի՝ <http://www.world-exchanges.org> տվյալների հիման վրա:

² Տե՛ս <http://www.world-exchanges.org>

2002-ից մինչև 2010 թվականը ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գրանցված ընկերությունների թիվն աստիճանաբար նվազել է: Ի հակադրության սրա՝ շուկայի կապիտալացումը շարունակ աճել է: Միայն 2004 թ., նախորդ տարվա համեմատությամբ, այն կրճատվել է 43.1%-ով: Ցուցակված ընկերությունների թիվը տարեցտարի նվազել է, որի պատճառը արժեթղթերի հանձնաժողովի՝ պարտադիր ցուցակման պահանջն էր, իսկ երբ այդ լիազորությունները տրվեցին Կենտրոնական բանկին, վերացան պարտադիր ցուցակման պահանջները:

ՀՆԱ մակարդակը այդ տարիներին նույնպես շարունակ աճել է: Միայն 2009 թ., նախորդ տարվա համեմատությամբ, այս ցուցանիշը նվազել է 13.1%-ով:

Աղյուսակ 2

ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշներ³

Տարե- թիվ	Ցուցակված ընկերություն- ների թիվը տարեվերջին	Շուկայական կապիտա- լացումը	ՀՆԱ բացարձակ արժեքը (մլն)	ՀՆԱ և բորսայական կապիտալացման տոկոսային հարաբերակցությունը
2002	161	6000000000	1362471.7	0.00044
2003	211	15169217320	1624642.7	0.00093
2004	194	8635239564	1907945.4	0.00045
2005	197	18876980896	2242880.9	0.00084
2006	35	21872334390	2656189.8	0.00082
2007	28	32089897910	3149283.4	0.00102
2008	9	53991052180	3568227.6	0.00151
2009	11	53097234300	3102815.1	0.00171

Այս փաստը կարելի է դրական գնահատել, քանի որ նույնիսկ այն դեպքում, երբ կազմակերպությունները սկսեցին հերթով ապացուցակվել արժեթղթերի շուկայից, և 2009-ին դրանց թիվը ընդամենը 11 էր, շուկայում շարունակվում է գործարքների կնքումը, և կապիտալացումը շարունակում է աճել: Իսկ ՀՆԱ աճի և շուկայի կապիտալացման միջև առկա է ուղիղ կախվածություն, որը օրինաչափ է: Մտահոգում է միայն 2009 թ. այս ցուցանիշների նվազումը:

2008 թ. դրությամբ ՀՀ ֆոնդային բորսայում մասնագիտացված մասնակիցների թիվը կազմել է 32՝ 2003 թ. համեմատությամբ լսճելով 11-ով⁴: Անկասկած, արժեթղթերի շուկայի զարգացումը ուղղակիորեն կախված է մասնագիտացված մասնակիցներից:

³ Աղյուսակը մշակել է հեղինակը Հայաստանի ֆոնդային բորսայի պաշտոնական կայքի տվյալների հիման վրա. <http://www.nasdaqomx.am/am/reports.htm>

⁴ Տե՛ս <http://www.nasdaqomx.am/am/reports.htm>

2006-ից ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման և վերահսկողության գործառնություն իրականացնում է ԿԲ-ն: Ներկայումս գործում է հարկային արտոնություն շահութահարկի և ավելացված արժեքի հարկի գծով այն կազմակերպությունների համար, որոնք ցուցակվում են արժեթղթերի շուկայում:

Մինչև 2012 թ. դեկտեմբերի 31-ը ՀՀ տարածքում գործող ֆոնդային բորսայում օրենքով սահմանված կարգով հասարակ անվանական բաժնետոմսեր ցուցակված ռեզիդենտ ընկերությունները օգտվում են հաշվետու տարիների շահութահարկը 50%-ով, բայց ոչ ավելի, քան յուրաքանչյուր տարվա համար 300 մլն դրամով նվազեցնելու արտոնությունից:

Ընդ որում՝ այդ ընկերությունները պետք է բավարարեն հետևյալ պահանջները.

1. միջին տարեկան հաշվարկով բաժնետոմսերի 20% և ավելի մասը պատկանում է հանրությանը,

2. ֆինանսական հաշվետվությունները կազմվում և հրապարակվում են ֆինանսական հաշվետվությունների միջազգային չափորոշիչներին համապատասխան,

3. բաժնետերերի թիվը միջին տարեկան հաշվարկով 100 և ավելի է:

Հարկային արտոնությունից օգտված ռեզիդենտ ընկերությունից զանգվում է արտոնության կիրառման հետևանքով չվճարված (պակաս վճարված) շահութահարկի գումարը, ինչպես նաև հարկային օրենսդրությամբ սահմանված կարգով և չափով հաշվարկված տույժը՝ արտոնյալ ժամանակահատվածի համար, եթե այդ ժամանակահատվածում կամ դրան հաջորդող երեք տարիների ընթացքում՝

1. ռեզիդենտ ընկերության թողարկված հասարակ անվանական բաժնետոմսերն ապացուցակվում են (այդ թվում՝ ռեզիդենտ ընկերության վերակազմակերպման դեպքում),

2. ռեզիդենտ ընկերությունը լուծարվում է (բացառությամբ սնանկացման պատճառով լուծարման դեպքի),

3. ռեզիդենտ ընկերությունը չի ապահովում միջին տարեկան հաշվարկով հանրությանը պատկանող բաժնետոմսերի առնվազն 20%-ը,

4. ռեզիդենտ ընկերությունը չի կազմել և հրապարակել ֆինանսական հաշվետվություններ՝ միջազգային չափորոշիչներին համապատասխան:

ՀՀ ռեզիդենտ ընկերություններին տրամադրվում է նաև հարկային արտոնություն ավելացված արժեքի հարկի գծով այն դեպքում, երբ դրանք իրենց սովորական անվանական բաժնետոմսերը ֆոնդային բորսայում ցուցակելիս օգտվում են օրենքով սահմանված որոշակի ծառայություններից: Այդ դեպքում ընկերությանը փոխհատուցվում է ծառայությունները մատուցողներին վճարված ավելացված արժեքի հարկի գումարը՝ ՀՀ Կառավարության սահմանած կարգով:

Սակայն, ինչպես տեսնում ենք, կազմակերպությունները նախընտրում են չցուցակվել, չօգտվել հարկային արտոնություններից, քանի որ, ի թիվս այլ պատճառների, աշխատելով ոչ օրինական հարկման դաշտում, նրանք ավելի մեծ եկամուտներ են ունենում և նույնիսկ պատրաստ են վճարել

արտոնությամբ նախատեսված շահութահարկը՝ բայց թաքցնելով իրենց իրական շահույթի չափը: Իսկ ցուցակվելու դեպքում նրանք չեն կարող աշխատել ստվերում, որովհետև ֆոնդային բորսան ունի տեղեկատվության բացահայտման շատ խիստ պահանջներ և վերահսկում է տրամադրված տեղեկությունների ճշտությունը: Ավելացված արժեքի հարկի և շահութահարկի մասին օրենքներում լրացումներ կատարելու վերաբերյալ օրենքները ընդունվել են 2009 թվականին, իսկ 2010 թ. հոկտեմբերի դրությամբ ցուցակված ընկերությունների թիվը, ընդհանրապես՝ նվազել է (8 կազմակերպություն):

Ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով գործարքների ծավալները աճել են մինչև 2006 թ., այնուհետև, մինչև 2010 թ.՝ նվազել: Սա կարելի է պայմանավորել 2006 թ. ՀՀ արժեթղթերի շուկայի վերահսկողության և կարգավորման գործառույթները ԿԲ-ին փոխանցելով, նաև համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով:

Աղյուսակ 3⁵

Տարե- թիվ	Բաժնետոմսեր			Բաժնետոմսերով գործարքների տեսակարար կշիռն ընդհանուր գործարքների մեջ (%)		
	գործարք	քանակ	ծավալ	գործարք	քանակ	ծավալ
2001	167.00	26,973.00	18,457,500.00	93.82022472	0.071660519	34.15323799
2002	4,035.00	2,492,331.00	798,869,591.45	100	100	100
2003	3,391.00	755,440.00	423,045,743.43	100	100	100
2004	3,289.00	1,340,122.00	851,385,565.00	100	100	100
2005	1,596.00	1,098,264.00	604,912,737.00	81.9301848	4.818582305	5.821978726
2006	1,134.00	703,453.00	2,149,700,924.00	24.71665214	0.182620718	1.408196917
2007	220.00	476,371.00	1,517,098,109.00	3.360831042	0.061885411	0.586993452
2008	75.00	334,313.00	262,017,276.00	0.791306183	0.012125392	0.0763994
2009	27.00	82,934.00	97,900,300.00	0.386764074	0.00766488	0.025523023
2010	28.00	11,578.00	22,858,030.00	0.566457617	0.000205831	0.011508778

Բաժնետոմսերով գործարքների թիվը ֆոնդային բորսայում 2002-2010 թթ. ընթացքում շարունակ նվազել է, գործարքների առարկա հանդիսացող բաժնետոմսերի քանակը, ընդհանուր առմամբ, նույնպես նվազման միտում ունի: Բաժնետոմսերով գործարքների ծավալը հստակ աճման կամ նվազման միտում չունի: Ի հակադրություն այս փաստի, շուկայի կապիտալացումն այս տարիներին միայն աճել է: Դա նշանակում է, որ շուկայում պակասել է ցուցակված բաժնետոմսերի թիվը, սակայն դրանց շուկայական արժեքն ամեն տարի աճել է՝ ի հաշիվ տնտեսական աճի: Փաստորեն՝ արժեթղթերի շուկան գոյատևում է տնտեսական աճի շնորհիվ, այնինչ

⁵ Աղյուսակը մշակել է հեղինակը Հայաստանի ֆոնդային բորսայի պաշտոնական կայքի տվյալների հիման վրա. <http://www.nasdaqomx.am/am/reports.htm>

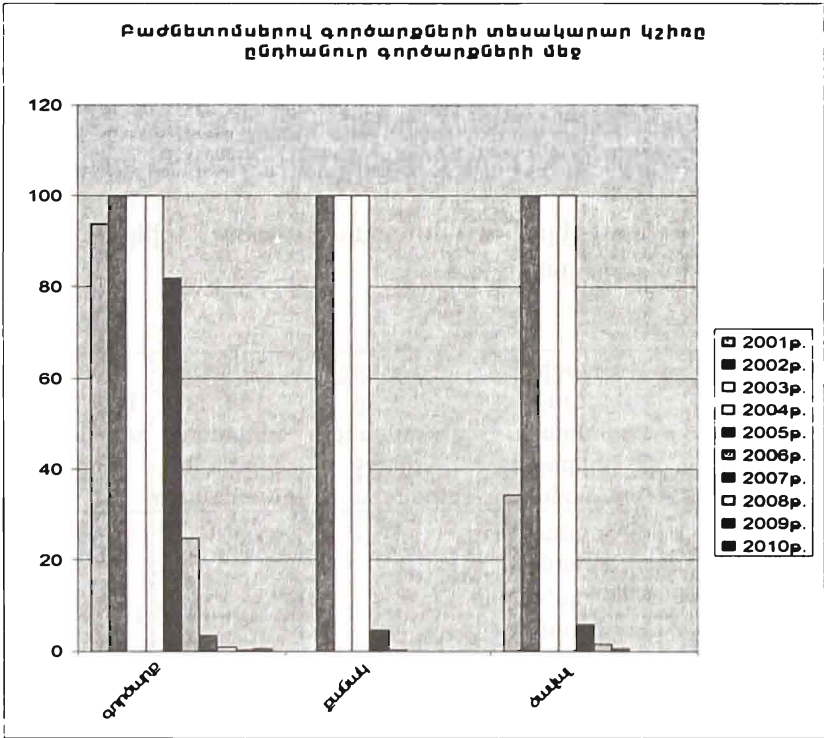
պետք է հակառակը լիներ. արժեթղթերի շուկան պետք է նպաստի տնտեսական աճին:

Ընդ որում՝ ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով գործարքների տեսակարար կշիռը նույնպես կրճատվել է թե՛ գործարքների, թե՛ քանակի և թե՛ ծավալի առումներով:

Հետաքրքիր է, որ 2003-2009 թթ. ընթացքում ֆոնդային բորսայում միշտ գրանցված է եղել երկու-երեք կազմակերպություն, որոնց բաժին է ընկել բաժնետոմսերով գործարքների ծավալի 50%-ից ավելին⁶: Նշանակում է՝ ֆոնդային բորսայում գործարքների գերակշիռ մասը իրականացնում է մի քանի կազմակերպություն:

Գծանկար 1-ում ներկայացված է ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով գործարքների տեսակարար կշիռն ընդհանուր գործարքների մեջ.

Գծանկար 1



Այսպիսի իրավիճակի հիմնական պատճառը, ի թիվս այլ փաստարկումների, բաժնետիրական ընկերություններին ազատ կամքի դրսևորման հնարավորության ընձեռումն է: Անշուշտ, յուրաքանչյուր ընկերություն ինքը պետք է որոշի՝ ցուցակվե՞լ ֆոնդային բորսայում, թե՛ ոչ: Իսկ ֆոնդային բորսան պետք է գործի այնքան արդյունավետ, որ ընկերությունները

⁶ Տե՛ս <http://www.nasdaqomx.am/am/reports.htm>

չերկմտեն և ցուցակվեն: Ինչպես փորձը ցույց տվեց, նույնիսկ հարկային արտոնությունը չնպաստեց ցուցակված ընկերությունների թվի ավելացմանը: Ուստի ճիշտ է պարտադիր ցուցակվելու պահանջը այն կազմակերպությունների համար, որոնք բավարարում են որոշակի պայմանների: Սա կարող է կիրառվել ժամանակավորապես, մինչև կազմակերպությունները զգան, որ, ֆոնդային բորսայում ցուցակվելով, շահում են թե ներդրումների ներգրավման, թե՛ իրենց համբավի առումով:

ՀՀ ֆոնդային բորսայի անդամ ընկերությունների թվի աճը 2002-2009 թթ. ընթացքում անկանոն բնույթ է կրել: 2009 թ. դրությամբ դրանք 27-ն էին, որը ամենալավ ցուցանիշն է ամբողջ ժամանակահատվածի համար: Թվի ամենամեծ նվազումը դիտվել է 2007 թ., որը կարելի է պայմանավորել ֆինանսատնտեսական համաշխարհային ճգնաժամով, երբ ընկերությունները զգուշանում էին ֆինանսական շուկայում ներդրումներ կատարելուց⁷:

ՀՀ ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերություններում կապիտալն ունի մեծ կենտրոնացվածություն: Բոլոր կազմակերպություններում կան մեկ կամ մի քանի խոշոր բաժնետերեր, որոնց պատկանում է կանոնադրական կապիտալի մոտ 50%-ը: Կանոնադրական կապիտալի կենտրոնացվածության մասին տվյալներ են բերված աղյուսակ 5-ում: Հետազոտության համար հիմք են ծառայել միայն ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերությունները:

Խոշոր բաժնետերերի ցանկում կան ինչպես ֆիզիկական, այնպես էլ իրավաբանական անձինք:

Աղյուսակ 5⁸

Կազմակերպությունը	Առաջին խոշոր սեփականատիրոջ բաժնեմասը	Երկրորդ խոշոր սեփականատիրոջ բաժնեմասը	Երրորդ խոշոր սեփականատիրոջ բաժնեմասը	Բաժնետոմսերի թիվը	Բաժնետերերի թիվը
«Երևանի ոսկերչական գործարան» ԲԲԸ	ՀՀ Կառավարություն՝ ի դեմս Էկոնոմիկայի նախարարության (80%)			10348896	1452
«Արփա-Սևան» ԲԲԸ	Ֆիզիկական անձ (55%)	Ֆիզիկական անձ (13%)		20452	637
«Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ	„CROMIMET MINING GMBH” (Գերմանիա) (50.97%)	Ֆիզիկական անձ (41.5%)		69093	91

⁷ Տե՛ս <http://www.nasdaqomx.am/am/reports.htm>
⁸ Աղյուսակը կազմել է հեղինակը Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի տրամադրած տվյալների հիման վրա:

«Երևանի շամպայն գինիների գործարան» ԲԲԸ	Խորհրդի անդամ (39%)	Խորհրդի անդամ (38.9%)	Գործադիր տնօրեն (3.78%)	222183	462
«Երևանի ոսկերչական գործարան-1 ԳՆՈՍՈՆ» ԲԲԸ	«ԳՆՈՍՈՆ» ՍՊԸ (Ռուսաստան) (75.88%)	Գործադիր տնօրեն (10.13%)		1095340	1455
«Ալմաստ» ԲԲԸ	«Էլիտ-ՆՆ ֆինանս քամփնի» ՍՊԸ (71.032%)			418217	775
«Հայաստանի էկոնոմիկայի զարգացման բանկ» ԲԲԸ	Զարգացման և վերակառուցման եվրոպական բանկ (25%)	Խորհրդի նախագահ (23.6%)	Ֆիզիկական անձ (19.5%)	933335	1422
«Զարգացման հայկական բանկ» ԲԲԸ	Ֆիզիկական անձ (27.7%)	Ֆիզիկական անձ (Շվեդիա) (10%)	«Իստինվեստոյ» ՍՊԸ (Բրիտանական Վիրջինյան կղզիներ) (7%)	792685	75
«Արարատ-բանկ» ԲԲԸ	«Ֆելեշ» ՍՊԸ (74.0978%)	«Զարգացման եվրոպական բանկ» (25%)		1192401	84
«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ	ԼՂՀ Կառավարություն (85.54%)	«ՎՊԲՊ» ՓԲԸ (Լեռնային Ղարաբաղ) (6%)		5962074	1111
«Արաքս» ԲԲԸ	«Էլիտ-ՆՆ ֆինանս քամփնի» ՍՊԸ (65.88%)			116879	115

Ընդ որում՝ որոշ կազմակերպություններում խոշոր բաժնետերեր են խորհրդի նախագահը, անդամները, գործադիր տնօրենը: Որոշ հեղինակների կարծիքով՝ այս դեպքում կարող են համընկնել վարձու կառավարիչների և բաժնետերերի շահերը:⁹ Այս հանգամանքը լուրջ չարաշահում-

⁹ St'u Aukutsionck S., Kapeliushnikov R., Zhukov V., Op. cit Кленач А., Кузнецов., Крючкова П., Корпоративное управление в России в 1995-1996 гг., „Вопросы экономики“ 1996, N12: Earle J., Estrin S., Leshchenko L., The Effects of Ownership on behaviour: Is Privatization Working in Russia? The World Bank Workshop “Are Russian Enterprises restructuring?” April 11-12, 1995:

ների հնարավորություն կարող է ընձեռել նաև, քանի որ բոլոր լծակները կենտրոնացնում են կառավարիչների ձեռքում:

Այսպիսի բաշխում ունեցող ընկերություններում որոշումները բաժնետերերի ժողովում ընդունվում են միանձնյա: Միևնույն տար սեփականատերերը ինչքան էլ համաձայն չլինեն ընկերության ընտրած ռազմավարությանը կամ ընդունվող որոշումներին, միևնույն է, չեն կարող վճռորոշ դեր ունենալ կազմակերպության կառավարման գործում: Սակայն ոչ իրացվելի ֆոնդային շուկայի պայմաններում այնքան էլ հեշտ չէ վաճառել բաժնետոմսերն ու դուրս գալ կազմակերպությունից: Մյուս կողմից՝ ֆոնդային բորսայում գործարքների գերակշիռ մասը հենց խոշոր սեփականատերերի կողմից մանր սեփականատերերի բաժնեմասի ձեռքբերմանն է վերաբերում: Այս իրավիճակը հակասում է կորպորատիվ կառավարման սկզբունքներին, երբ բաժնետերերի ճնշող մեծամասնությունը անօգնական է և ստանում է միայն իրեն հասանելիբ շահաբաժինը (դիվիդենդ):

Ամփոփելով ասվածը՝ կարելի է առանձնացնել կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի հետևյալ հիմնախնդիրները.

1. Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման 2 հակադիր մոդելներից ոչ մեկը ՀՀ-ում ցանկալի արդյունք չտվեց: Ուստի ոչ թե պետք է պարզապես ընտրել շուկայի կարգավորման այս կամ այն մոդելը և փորձել ներդնել, այլ, հաշվի առնելով սեփական խնդիրները, ֆինանսական համակարգի զարգացման խոչընդոտներն ու նպատակները, հարկ է ձևավորել ուրույն մոտեցումներ:

2. ՀՀ արժեթղթերի բորսայում ցուցակված ընկերությունների թիվը տարեցտարի նվազում է, որի պատճառը արժեթղթերի հանձնաժողովի գործունեության ժամանակ առկա պարտադիր ցուցակման պահանջն էր, իսկ երբ համապատասխան լիազորությունները տրվեցին Կենտրոնական բանկին, այդ պահանջը վերացավ: Ինչպես տեսնում ենք, երբ կազմակերպություններին ազատ կամքի դրսևորման հնարավորություն տրվեց, շատերը գերադասեցին չցուցակվել, թեև ցուցակվելու դեպքում կարող էին օգտվել հարկային արտոնություններից: Այսինքն՝ կարելի է ենթադրել, որ շատ կազմակերպություններ մեր հանրապետությունում աշխատում են ստվերում:

3. 2003-2009 թթ. ֆոնդային բորսայում միշտ գրանցված է եղել 2-3 կազմակերպություն, որոնց բաժին է ընկել բաժնետոմսերով գործարքների ծավալի 50%-ից ավելին:

4. ՀՀ ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերություններում կապիտալն ունի մեծ կենտրոնացվածություն: Բոլոր կազմակերպություններում կան մեկ կամ մի քանի խոշոր բաժնետերեր, որոնց պատկանում է կանոնադրական կապիտալի մոտ 50%-ը: Այս պարագայում կազմակերպությունները հակված չեն տրամադրելու ճշգրիտ տեղեկատվություն, քանի որ պահանջող չկա: Միևնույն տար սեփականատերերի համար լրացուցիչ դժվարություններ են առաջանում տեղեկատվության ստացման և վերահսկման համար:

5. ՀՀ-ում կան կազմակերպություններ, որտեղ խոշոր սեփականատերեր են տնօրենների խորհրդի նախագահը, անդամները, գործադիր տնօրենը: Սա կարող է նպաստել մի քանի անհատների ձեռքում իշխանության կենտրոնացմանը՝ բացասաբար անդրադառնալով կազմակերպության աշխատանքի արդյունավետության վրա: Կարծում ենք՝ ճիշտ կլինի օրենսդրական ակտի ընդունումը, որով կսահմանափակվեն գործադիր մարմինների՝ բաժնետոմսերի տիրապետման հնարավորությունները:

ԱՐԱՄ ԽԱՇԱՏՐՅԱՆ – *Проблемы развития рынка ценных бумаг в РА.* По сути на корпоративном рынке ценных бумаг Армении уже сделаны первые шаги, в частности, было частично урегулировано законодательное поле, созданы основные инфраструктуры рынка, осуществляются брокерские услуги и.т.д, но даже в этом случае рынок еще не способен выступить как эффективный способ финансирования экономики. Причина этому является то, что на корпоративном рынке ценных бумаг Армении существуют множество факторов препятствующих его развитию. В работе представлена нынешняя ситуация, и указаны основные причины и факторы, которые мешают развитию рынка ценных бумаг.

ԱՐԱՄ ԽԱՇԱՏՐՅԱՆ – *Problems of development of stock market in the RA.* As a matter of fact the first steps in Armenian stock market are taken in particular towards the settlement of legislative field, the main infrastructures of the stockmarket are created, brokerage services are provided and so on, but even in this case the market is still not able to appear as an effective way of financing the economy. And the reason for this are the factors interffering its developement. In the article the present situation is described and the main reasons and factors interffering the developement of the stock market in Armenia are identified.