

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ ԱԾԱՆՑՅԱԼ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ՀԱՅԵՑԱԿԱՐԳԱՅԻՆ ՄՈՏԵՑՈՒՄՆԵՐ

Ա. Պ. ՀՈՎՀԱՆՆԻՍՅԱՆ

*Տեխնիկական գիտությունների թեկնածու, ԳՊՀ պրոֆեսոր,
ՀՊՏՀ-ի տեխնոլոգիայի և բնական գիտությունների ամբիոնի դոցենտ*

Է. Մ. ԳԵՎՈՐԳՅԱՆ

ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան տնտ. ինստիտուտի հայցորդ

19-րդ դարից սկսած՝ համաշխարային ֆինանսական համակարգի ամենատարբեր շուկաներում սակարկվող ապրանքների գնային տատանումներից առաջացող անբարենպաստ ռիսկերի կառավարման միջոցով հատուկ ներդրված ածանցիվ գործիքների շնորհիվ երկրի ինչպես տնտեսական, այնպես էլ ֆինանսական հատվածի ընդհանուր զարգացման աջակցումը չպետք է անուշադրության մատնվի տնտեսապես զարգացման փուլում գտնվող երկրների կողմից:

ՀՀ կառավարությունը, իր ստորաբաժանումներով հանդերձ, պարբերաբար ձեռնարկում է քայլեր երկրում ինչպես ֆինանսական համակարգի, այնպես էլ տնտեսության իրական հատվածի կայուն դինամիկ զարգացումն ապահովելու համար: Ի տարբերություն համեմատական կարգով զարգացած երկրների՝ ՀՀ-ում տնտեսության ընդհանուր զարգացմանը ուղղված միջոցառումները պետք է լինեն հնարավորինս արդյունավետ՝ առաջադրված նպատակներին հասնելու, հետևաբար նաև համաշխարային տնտեսության մեջ Հայաստանի մասնակցությունը բնութագրող ցուցանիշները բարելավելու համար: Ահա և այս պայմաններում ՀՀ համար կարևորվում է տնտեսապես զարգացած երկրներում տվյալ զարգացվածությանը նպաստող ժամանակին կիրառված, ինչպես նաև կիրառման արդյունքում դրական և բացասական կողմերով բացահայտված նորարարությունները, այսինքն՝ միջազգային փորձը:

Զնայած ՀՀ-ում տեսականորեն առկա են ածանցյալ արժեթղթերով առևտուրը կազմակերպելու գրեթե բոլոր անհրաժեշտ մախաղրյալները (որպես բազիս՝ արտարժույթի կայացած սփոթ շուկան, ածանցյալ արժեթղթերի առևտրի կենսունակ գործունեությանը նպաստող օրենսդրական դաշտը, օտարերկրյա ներդրումները խրախուսելու նպատակով ածանցյալների շուկայի նկատմամբ մեծ պահանջարկը)¹, այնուամենայնիվ վերջիններիս կայացմանը

¹ Գևորգյան Էմիլ, Կարապետյան Արփի, «Արժույթային ածանցյալների առևտրի կազմակերպման հնարավոր տարբերակ», «Հայաստան: Ֆինանսներ և էկոնոմիկա» հանդես, #12(150) դեկտեմբեր

չխոչընդոտելու, ինչպես նաև հետագա զարգացմանը խաթարող արգելքները հնարավորինս նվազագույնի հասցնելու համար, պետք է իրականացնել որոշակի համալիր միջոցառումներ: Նման միջոցառումների կամ քայլերի իրականացումն ինքնանպատակ չդարձնելու, այլ կերպ ասած, նշված միջոցառումների կատարման վերջում հնարավորինս շահավետ արդյունք ապահովելու համար՝ հարկավոր է ՀՀ-ում ածանցիկների առևտրի արմատական կայացմանը նպաստող ինչպես ֆինանսական, այնպես էլ օրենսդրական համակարգում որոշակի բարեփոխումների իրականացում կամ, այլ կերպ, սկզբունքային ընթացակարգի մշակում և հետևողական կատարում:

Ելնելով վերոհիշյալից՝ անհրաժեշտություն է առաջանում ՀՀ-ում ածանցյալ արժեթղթերի ձևավորման համար ներկայացնել այն համալիր միջոցառումների փաթեթը, որը մեր կարծիքով կարող է նպաստել ՀՀ-ում նման շուկայի ձևավորմանը: Այս առումով ստորև ներկայացնում ենք առաջարկվող հայեցակարգային հիմնարար դրույթները՝ կապված ՀՀ-ում ածանցյալ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման հետ: Վերջինս արտացոլում է ՀՀ-ում ածանցյալ արժեթղթերով առևտրային համակարգի ձևավորման և խթանման մեկնարկային ռազմավարության քաղաքականությունը:

ՀՀ-ում ածանցյալ արժեթղթերի առևտրի կազմակերպման և հետագա զարգացմանն ուղղված ռազմավարության հայեցակարգը ենթադրում է. 1) ամենատարբեր շուկայական ապրանքների գնային տատանումների հիմքում ընկած արժույթային ռիսկերը կառավարելու միջոցով ապրանքների ոչ հիմնավոր գնային բարձրացումների կրճատում, հետևաբար տնտեսությունների և՛ առավելապես տնային տնտեսությունների խնայողությունների ծավալների բարձրացում, 2) ինչպես և՛ օտարերկրյա, և՛ տեղացի ներդրողների, այնպես էլ վերջիններիս կողմից ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածներում կատարվող ներդրումների ծավալների շարունակական մեծացում, 3) այս գործիքներին յուրահատուկ գործառնությի՝ պայմանագրի հիմքում ընկած բազիսի ապագա սփոթ ձևերի ընձեռած տեղեկատվության հիման վրա տնտեսվարողների կողմից ընդունվող որոշումների որակի շարունակական բարելավման ապահովում, 4) սպեկուլիատիվ և ներդրումային գործարքների լայն հնարավորություն, 5) ինչպես բազիսի այնպես էլ վերջինիս հետ սերտորեն փոխկապակցված թե՛ ֆինանսական, և թե՛ ապրանքային սփոթ շուկաների աշխուժացման, այլ կերպ ասած, իրացվելության հետևաբար նաև՝ արդյունավետության բարձրացում, 6) ինչպես ֆինանսական ինստիտուտների, այնպես էլ հաշվարկային պալատի կամ վերջինիս յուրահատուկ ֆունկցիաներով օժտ-

ված այլ մարմինների զարգացվածության լիովին նոր մակարդակը բնորոշող ծառայությունների մատուցում, 7) կախված առևտրի կազմակերպման մոդելի բնույթից (ինչպես ՀՀ-ում գործող «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՍԷՔՍ Արմենիա» ֆոնդային բորսայի էլեկտրոնային հարթակում արժույթային ածանցյալներին առանձին առևտրային հրապարակի տրամադրմամբ, այնպես էլ բորսայական կամ արտաբորսայական կազմակերպված համակարգչային հատուկ ածանցյալների համար նախատեսված էլեկտրոնային առևտրային հարթակի մշակմամբ)՝ ՀՀ-ում գործող ֆոնդային բորսայի առևտրային հարթակի ունիվերսալացում կամ ՀՀ ֆինանսատնտեսական պատմության մեջ ամբողջովին նոր, որոշակի ֆինանսական ակտիվի առևտրի շուրջ նեղ մասնագիտացված կազմակերպված համակարգչային շուկաների ձևավորում, 8) ինտերնետային ցանցով կա-հավորված ցանկացած վայրից հեռախոսի, համակարգչի, էլեկտրոնային պլանշետների և այլ բարձրագույն տեխնոլոգիաներով զինված սարքավորումների միջոցով էլեկտրոնայի առևտրային հարթակ մուտք գործելու հնարավորությամբ օժնային ռեժիմով կնքվող գործարքների բազմազանության ապահովում, 9) ՀՀ-ում ինովացիոն տեխնոլոգիաների զարգացման շարունակական բարելավմանն ուղղված միջոցառումների խորացում:

Ածանցյալների, մասնավորապես արժույթային ածանցյալների, առևտրի կազմակերպման նպատակաուղղված քաղաքականության մշակմամբ և նրա արդյունավետ իրականացմամբ է առավելապես պայմանավորված ՀՀ ֆինանսական համակարգի այսպես ասած «ամբողջականացումը», հետևաբար և տնտեսության ինչպես ֆինանսական, այնպես էլ իրական հատվածների ոչ թե դեֆորմացված, այլ ընդհանուր ամբողջական համապարփակ զարգացումը:

Բազիսային ակտիվի ընտրությունը: Ներդրումների և հատկապես օտարերկրյա ներդրումների խրախուսումը ՀՀ կառավարության տնտեսական քաղաքականության որոշիչ ուղղություններից մեկն², որն ամրագրվում է ՀՀ կառավարության գործունեության ծրագրերում:

Ներդրումային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման նպատակով անհրաժեշտ է ունենալ ներդրումներն օժանդակող և խթանող, ինչպես նաև վերջիններս ֆինանսական շուկայում առկա ռիսկերից պատռսպարող ֆինանսական գործիքներ, չէ որ յուրաքանչյուր խելամիտ ներդրողի ներդրումը կատարելուց առաջ առաջնահերթ հետաքրքրում է թե ինչ եկամուտ կապահովի տվյալ ներդրումը և ինչպիսի ռիսկեր կարող են առաջանալ վերջինովս պայմանավորված:

² «ՀՀ ներդրումային քաղաքականության» հայեցակարգ, էջ 1, հաստատվել է ՀՀ կառավարության 2005 թ ապրիլի 21-ի թիվ 15 նիստի արձանագրային նիստի որոշմամբ http://www.mfa.am/u_files/file/businessarm/35_am.pdf

Եվ այսպես, ածանցյալներով վերը մատնանշված առաքելությունն հնարավորինս արդյունավետ կյանքի կոչելու, ինչպես նաև ՀՀ-ում ածանցյալ շուկաների արմատական կայացումն ապահովող առաջնահերթ քայլն տվյալ գործիքների բազիս հանդիսացող ակտիվի «ծիշտ» ընտրությունն է:

Յուրաքանչյուր ակտիվ ածանցյալ արժեթղթերի առարկա (բազիս) ճանաչվելու համար պետք է բավարարի ներքոհիշյալ օրենսդրական պայմանները. 1) ակտիվի համար պետք է գոյություն ունենա կայացած սփոթ շուկա իր ենթակառուցվածքներով՝ մասնակիցների բավական լայն շրջանակով, որոնք պետք է ապահովեն առևտրի անընդհատությունը, 2) ակտիվը պետք է անընդհատ գնանշվի և դրա գինը ժամանակի ընթացքում, կախված օրենսդրական պայմաններից, պետք է անընդհատ փոփոխվի, 3) այդ փոփոխությունների միտումները հնարավորինս պետք է կանխատեսելի լինեն, 4) ակտիվի շուկան, պետք է լինի ազատ մրցակցային, թափանցիկ, հրապարակային և մշտական գործող, այլ կերպ ասած, արդյունավետ³:

Հաշվի առնելով ներկայիս ՀՀ ֆինանսատնտեսական հատվածում արժույթային շուկայի համեմատական զարգացվածության աստիճանը, ինչպես նաև, որ թերևս ցանկացած բազմարժույթ թե՛ ֆինանսական, և թե՛ առևտրային գործարք հղի է արժույթային, վստահ կարելի է արձագանքել, որ ածանցյալ արժեթղթերի բազիս ճանաչելու առավել նպատակահարմար և օրենսդրական պայմաններ առկա են առայժմ միմիայն արտարժույթի համար:

Շուկայի մասնակիցները: Թերևս ցանկացած շուկայի ընթացիկ գործունեություն առավելապես պայմանավորված է տվյալ համակարգին համապատասխան մասնակիցների առկայությամբ: Ինչպես յուրաքանչյուր երկրում, այնպես էլ ՀՀ-ում արժույթային ածանցյալների առևտրի կազմակերպումը (անկախ կազմակերպման բնույթից բորսայական կամ արտաբորսայական էլեկտրոնային առևտրային հարթակների միջոցով), ինչպես նաև հետագա ընթացիկ գործունեության ապահովումը, պահանջում է հետևյալ խումբ մասնակիցների պարտադիր առկայություն. 1) արժույթային ածանցյալների առևտրի կազմակերպական կողմը ապահովող մասնակիցներ, 2) արժույթային ածանցյալների առևտրի մասնագիտացված միջնորդներ, 3) ներդրողներ:

Արժույթային ածանցյալների առևտրի կազմակերպական կողմը ապահովող մասնակիցները առաջինը և ամենազխտավորը, կախված առևտրի կազմակերպման բնույթից, բորսան (արտաբորսայական կազմակերպված համակարգչային առևտրային համակազմ) է: Վերջինս, իր առաքելությունը (տվյալ

³ Աշոտ Սալմազարյան, Հայկ Մամասեյան, «Արժույթային ֆուչերսները Հայաստանում. Օրենսդրական հիմնադրություն», թե՛ ուղղակի ցանկություն», «Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի Բանբեր» 2010 N 2, «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, Երևան 2010 թ.:

շուկայի գնորդներին ու վաճառողներին իրար համտեղելը) արդյունավետ կազմակերպելու նպատակով, պետք է իրականացնի. 1) արժութային ածանցյալ արժեթղթերի առևտրային գործընթացի կորդինացում, 2) առևտրի զարգացմանը խթանող առևտրի կազմակերպման յուրահատուկ կանոնների սահմանում, 3) էլեկտրոնային հարթակի տրամադրմամբ արժութային ածանցյալների հրապարակային սակարկությունների ապահովում:

Արժութային ածանցյալների առևտրի կազմակերպական կողմը ապահովող մասնակիցներից մյուսը հաշվարկային (քլիրինգային) պալատն է (կամ վերջինիս ֆունկցիաներով օժտված այլ մարմինները): Հաշվարկային պալատն իր գործունեությունը՝ արժութային ածանցյալներով կնքվող գործարքների հաշվարկների կազմակերպումը և իրականացումը, կազմակերպելու համար անհրաժեշտ է, որ լուծի մի շարք խնդիրներ, որոնց շարքին են դասվում. 1) արժութային ածանցյալ պայմանագրերի առք ու վաճառքի գծով բոլոր տեսակի հաշվարկների իրականացումը, 2) մարժային գանձումների մեխանիզմի միջոցով առևտրի օպերատիվ կարգավորումը, 3) կատարվող արժութային ածանցյալ պայմանագրերի գծով ակտիվների առաքման կազմակերպումը, 4) արժութային ածանցյալների գծով պարտավորությունների իրականացման երաշխավորումը:

Արժութային ածանցյալների առևտրի մասնակիցների մյուս խումբը կազմում են տվյալ շուկայի մասնագիտացված միջնորդները: Վերջիններս բաժանվում են երկու խմբի. 1) բրոքերներ, որոնք գործարքներ են կատարում իրենց հաճախորդների միջոցների հաշվին (հանձնարարության կամ կոմիսիայի պայմանագրի հիման վրա), 2) դիլերներ, որոնք հաճախորդների հետ գործարքներ են կատարում իրենց սեփական միջոցների հաշվին:

Բրոքերները, բացի իրենց հիմնական գործառնությունից, իրենց հաճախորդներին պետք է մատուցեն նաև մի շարք այլ ծառայություններ՝ վարեն իրենց հաճախորդների հաշիվները, ընդունեն և պահպանեն հաճախորդների դրամական միջոցները, կատարեն նրանց գործարքները, տեղեկացնեն դրանց արդյունքները, պահպանեն և տրամադրեն հաճախորդների բաց դիրքերի, նրանց միջոցների մնացորդի, ինչպես նաև շահույթների ու վնասների մասին ամբողջական տեղեկատվություն, տրամադրեն շուկայի ընթացիկ վիճակի և գների վարքի մասին վերլուծական հաշվետվություններ:

Արժութային ածանցյալների առևտրի մասնակիցների երրորդ խումբը կազմում են ներդրողները, այլ կերպ ասած, շուկայի հիմնական շահառուները: Եթե բորսան (արտաբորսայական կազմակերպված համակարգչային առևտրային համակազ) վերը նշված գործիքների առևտրի կարևորագույն մասնակիցն է այդ առևտրի կազմակերպման տեսանկյունից, ապա ներդրող-

ները կարևորագույնն են առհասարակ տվյալ գործիքների առևտրի գոյության տեսանկյունից: Առանց ներդրողների խոսք անգամ չի կարող լինել արժույթային ածանցյալ արժեթղթերի առևտրի մասին, քանի որ իրականում հենց սրանք են այդ կնքվող պայմանագրերի կողմերը: Սրանք իրենց նպատակներից կախված, բաժանվում են երկու խմբի՝ հեջավորողներ, սպեկուլյանտներ:

Շուկայի իրավական կարգավորումը: Քանի որ ՀՀ-ում ածանցյալ արժեթղթերի առևտրի կարգավորման հիմքերը բավական թուլիկ կերպով են դրված, ուստի առաջարկվում է կամ տվյալ ոլորտը կարգավորող մայր օրենքի բարելավում, կամ էլ ածանցյալ արժեթղթերի առևտրի կայացման և հետագա զարգացմանը խթանող նոր օրենքի սահմանում՝ ներառելով հետևյալ կետերը. 1) ածանցյալ արժեթղթերով ծագող իրավունքների և պարտականությունների հստակ սահմանում, 2) Ֆինանսական ածանցիալ արժեթղթերի շրջանառությունն ապահովող հնարավոր տարբերակների, եղանակների (ներկայիս գործով ֆոնդային բորսայի էլեկտրոնային առևտրային հարթակում համապատասխան իրապարակի տրամադրմամբ կամ ինչպես բորսայական, այնպես էլ արտաբորսայական այս գործիքների շուրջ մասնագիտացված կազմակերպված համակարգչային առևտրային համակարգի ստեղծմամբ) սահմանում, 3) ածանցյալ արժեթղթերով պայմանավորված քլիրինգ և վերջնահաշվարկի իրականացնող մարմնի ընտրություն, 4) էլեկտրոնային առևտրային հարթակների միջոցով կնքվող ածանցյալ գործիքների քլիրինգի և վերջնահաշվարկի նկատմամբ պահանջների սահմանում, 5) շուկայի վերահսկողություն և կարգավորում իրականացնող մարմնի սահմանում:

Այսպիսով ամփոփելով վերոհիշյալը հարկավոր է նշել, որ ՀՀ-ում արժույթային ածանցյալ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման քաղաքականության հայեցակարգում ներկայացված ռազմավարության իրականացումը կնպաստի Հայաստանում ածանցյալ արժեթղթերի շուկայի բարենպաստ միջավայրի ձևավորմանը, ներդրումների ծավալների մեծացմանը, հետևաբար և երկրի տնտեսական կայուն զարգացման ապահովմանը:

***Բանալի բառեր** - բազիսային ակտիվ, ակտիվ ածանցիալ արժեթղթեր, արժութային ածանցիալներ, մարժային զանձումներ, բրոքերներ, դիլերներ*

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. **Գևորգյան Էմիլ, Կարապետյան Արփի»** «Արժութային ածանցյալների առևտրի կազմակերպման հնարավոր տարրերակ», «Հայաստան: Ֆինանսներ և էկոնոմիկա» հանդես, #12(150) դեկտեմբեր 2012 թ., «ԼԻՄՈՆ» հրատարակչություն, Երևան 2012:
2. «ՀՀ ներդրումային քաղաքականության» հայեցակարգ, էջ 1, հաստատվել է ՀՀ կառավարության 2005 թ. ապրիլի 21-ի թիվ 15 նիստի արձանագրային նիստի որոշմամբ:
3. **Աշոտ Սալմազարյան, Հայկ Մանասեյան,** «Արժութային ֆյուչերսները Հայաստանում. Օրենսդիր անհրաժեշտություն, թե՞ ուղղակի ցանկություն», «Հայաստանի Պետական Տնտեսագիտական Համալսարանի Բանբեր» 2010, N2, «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, Երևան, 2010 թ.:

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К СТАНОВЛЕНИЮ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В РА

А. П. ОГАННИСЯН

Кандидат технических наук,

доцент кафедры технологии и естественных наук ГЭУ

Э. М. ГЕВОРГЯН

Соискатель института экономики им. М. Котаняна НАН РА

Статья посвящена радикальному становлению рынка производных ценных бумаг в РА и обеспечению их жизнедеятельности, иначе говоря, разработке шагов, направленных на "целостность" финансовой системы РА. Целью разработки является формирование равной, стабильной, предсказуемой и деловой среды, а также законодательства, регулирующего инвестиции.

CONCEPTUAL APPROACHES OF MARKET DEVELOPMENT OF DERIVATIVE SECURITIES IN RA

A. P. HOVHANNISYAN

Candidate of Technical sciences, GSU professor,

Assistant professor of the Chair of Technology and Natural sciences of ASUE

E. M. GEVORGYAN

Applicant for Ph.D of the M. Kotanyan Institute of the NAS of RA

Work is entirely devoted to the formation of radical market derivative securities in RA and provision of their activity, in other words, the elaboration of steps, directed to the "integrity" of the financial system of Armenia. The purpose of that elaboration is to create an equal, stable, predictable business environment, as well as legislation of the governing investment.