

**ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՀԻՄՆԱԴՐԱՄՆԵՐԻ ԿԱՅԱՑՄԱՆ  
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ  
ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ**

**Լ. Ա. ԱՎԵՏԻՍՅԱՆ, Ա. Ս. ՕՀԱՆՁԱՆՈՎ**

Հայաստանի Հանրապետությունում (ՀՀ) ներդրումային հիմնադրամների ձևավորման ուղղությամբ առաջին քայլերը կատարվել են պլանային տնտեսությունից շուկայականի անցնելու սկզբնական ժամանակահատվածում, երբ արժեթղթերի շուկան գտնվում էր ձևավորման նախնական փուլում: Ի տարբերություն Ռուսաստանի, որտեղ ներդրումային հիմնադրամների աստիճանական կայացումն ուղեկցվում էր երկրում արժեթղթերի շուկայի զարգացման զգալի գործընթացներով, ՀՀ-ում առաջին ներդրումային հիմնադրամները ստեղծվեցին գործնականում արժեթղթերի շուկայի բացակայության և հետագա զարգացման չափազանց դանդաղ ընթացքի պայմաններում: Ավելին. ՀՀ-ում ոչ միայն չկային ներդրումային հիմնադրամների ներդրումային քաղաքականության իրականացման համար անհրաժեշտ ֆինանսական գործիքներ, որոնց պարագայում հնարավոր կլիներ ապահովել արդյունավետ փաթեթային (պորտֆելային) կառավարում, այլև, որպես այդպիսին, դեռևս չէր ձևավորվել արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքը: Պակաս կարևոր չէր նաև այն հանգամանքը, որ հասարակության ամենալայն շրջանակներն անգամ տարրական պատկերացումներ չունեին արժեթղթերում ներդրումների իրականացման հնարավորությունների մասին:

ՀՀ-ում առաջին ներդրումային հիմնադրամը (««Կապիտալ» սերտիֆիկատային ներդրումային հիմնադրամ») ստեղծվել է 1996թ. սեպտեմբերին՝ ներդրումային հիմնադրամների գործունեությունը կանոնակարգող հիմնական իրավական փաստաթղթի՝ դեռևս 1994թ. սեպտեմբերի 19-ին «Ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին» ՀՀ կառավարության թիվ 469 որոշման ընդունումից երկու տարի անց: Չնայած ներդրումային

հիմնադրամի ստեղծման և բաժնետոմսերի թողարկման բարեհաջող ընթացքին՝ հետագայում ««Կապիտալ» սերտիֆիկատային ներդրումային հիմնադրամը» դադարեցրեց իր գործունեությունը: Կարծում ենք՝ կորպորատիվ շուկայական արժեթղթերի իսպառ բացակայության պայմաններում հիմնադրամի կողմից տեղական կորպորատիվ արժեթղթերի վրա հիմնական շեշտադրումը մեծապես պայմանավորեց վերոհիշյալ հիմնադրամի չկայացումը:

1997թ. ՀՀ-ում գրանցվել է ևս մեկ սերտիֆիկատային ներդրումային հիմնադրամ՝ «Հգոր հիմնադրամը», որն առաջին թողարկման բաժնետոմսերի ազդագրի գրանցումից հետո այդպես էլ ներդրումային հիմնադրամի գործունեություն չի իրականացրել:

Ֆինանսական համակարգի կարևորագույն ինստիտուտներից մեկի՝ ներդրումային հիմնադրամների ոլորտում առկա են որոշակի հիմնախնդիրներ, որոնց արդյունավետ լուծումից մեծապես կախված կլինի ոլորտի հետագա ճակատագիրը: Նշված հիմնախնդիրներից կարելի է առանձնացնել ոլորտի կայացումը և հետագա զարգացումը խրախուսող համապատասխան մոդելի բացակայությունը, ոլորտը կարգավորող իրավական դաշտի անկատարությունը, երկրում արժեթղթերի շուկայի դեռևս բավարար չափով զարգացած չլինելը, կորպորատիվ կառավարման միջազգայնորեն ընդունված սկզբունքների պահպանման ցածր կուլտուրան և, որպես հետևանք, շուկայում հուսալի երկարատև և մեծ չափով իրացվելի կորպորատիվ արժեթղթերի բացակայությունը, արժեթղթերում ներդրումների նկատմամբ բնակչության լայն շրջանակներում վստահության բացակայությունը և այլն:

Ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման ու զարգացման ինչպես միջազգային փորձը, այնպես էլ ՀՀ-ում տարիներ առաջ մեկնարկած ու այդպես էլ փաստացի գործունեություն չծավալած ներդրումային հիմնադրամների փորձը փաստում են, որ ՀՀ-ում ներդրումային հիմնադրամների ստեղծումն ու գործունեությունը կանոնակարգող իրավական ակտերով սահ-

մանված մոդելը և սկզբունքները չեն խրախուսում ոլորտի կայացումը: Ըստ էության, կարելի է նույնիսկ արձանագրել, որ այդ մոդելը հաշվի չի առնում բազմաթիվ առանձնահատկություններ, հետևաբար և՛ չի օժանդակում ներդրումային հիմնադրամների արդյունավետ գործունեության իրականացմանը:

Ներդրումային հիմնադրամների ոլորտի գործող մոդելի էական առանձնահատկություններից մեկն այն է, որ ՀՀ-ում բացառվում է բաց ներդրումային հիմնադրամների առկայության հնարավորությունը՝ նախատեսելով միայն փակ ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման և գործունեության հնարավորություն: Դա ամրագրված է «Ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին» ՀՀ կառավարության 1994 թ. N 469 որոշմամբ [1]: Այսպես, սույն որոշման 2.1 կետի համաձայն՝ ներդրումային հիմնադրամը պետք է հիմնադրվի որպես բաց բաժնետիրական ընկերություն, իսկ ներդրողները ներդրումային հիմնադրամներում դառնում են հիմնադրամի բաժնետերեր [1, 2-3]: Ըստ այդմ՝ ներդրումային հիմնադրամների և բաժնետերերի հարաբերությունները կարգավորվում են բաժնետիրական ընկերությունների գործունեությունը կանոնակարգող իրավական ակտերով, մասնավորապես «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքով, ըստ որի՝ բաժնետիրական ընկերության բաժնետոմսերը բաժնետերերի պահանջով հետգնման կամ մարման ենթակա չեն (բացառությամբ բաժնետիրական ընկերությունների մասին օրենսդրությամբ նախատեսված՝ վերակազմակերպման, նախապատվության իրավունքի կասեցման, խոշոր գործարքի կնքման, կանոնադրության մեջ փոփոխությունների կատարման դեպքերում օրենքով սահմանված պայմանների առկայության պարագայի) [2, 49-50]:

Ավելին, ՀՀ կառավարության՝ 1994թ. թիվ 469 որոշմամբ ուղղակիորեն արգելվում է ներդրումային հիմնադրամների կողմից իրենց բաժնետոմսերի հետգնումը, քանի որ ըստ նշված որոշման 7.1 կետի՝ ներդրումային հիմնադրամները չեն կարող գնել կամ հետգնել իրենց բաժնետոմսերն այլ կերպ, քան բաց բաժնետիրական ընկերությունների կանոնադրա-

կան դրամագլխի նվազեցումը կամ նման ընկերությունների լուծարումը կարգավորող ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված դեպքերում և կարգով: Այսինքն՝ ՀՀ կառավարության թիվ 469 որոշումը, վերոհիշյալն ուղղակի չնշելով, այնուամենայնիվ, նախատեսում է միայն փակ ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման հնարավորություն: Մինչդեռ, ինչպես ցույց է տալիս միջազգային փորձը, հիմնականում հենց բաց ներդրումային հիմնադրամներն են խթանել ոլորտի հետագա զարգացումը, իսկ այդ հիմնադրամների կողմից իրենց թողարկած արժեթղթերի հետզման կամ մարման սկզբունքը, բաց ներդրումային հիմնադրամների այլ առանձնահատկությունների հետ միասին, մեծապես պայմանավորել է ներդրումային հիմնադրամների մասսայականությունը և գրավչությունը շարքային ներդրողների համար:

Ներդրումային հիմնադրամների ոլորտի ներկայումս գործող մոդելի մյուս էական առանձնահատկությունն էլ այն է, որ այդ մոդելի շրջանակներում բացառվում է նաև պայմանագրային ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման հնարավորությունը: Այսպես, ՀՀ կառավարության 1994թ. թիվ 469 որոշման 1.1 կետում ներդրումային հիմնադրամների հասկացությունը սահմանելիս նշվում է, որ ներդրումային հիմնադրամն իրավաբանական անձ է կամ իրավաբանական անձի կարգավիճակ չունեցող ձեռնարկություն: Միևնույն ժամանակ, նույն որոշման 2.1 կետում սահմանվում է, որ ներդրումային հիմնադրամը պետք է հիմնադրվի որպես բաց բաժնետիրական ընկերություն: Մինչդեռ, ըստ ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի՝ բաժնետիրական ընկերությունը հանդիսանում է իրավաբանական անձ [3, 1-2, 26-27]: Այսինքն՝ ՀՀ կառավարության 1994թ. թիվ 469 որոշումը, սահմանելով, որ ներդրումային հիմնադրամը կարող է ստեղծվել բացառապես բաց բաժնետիրական ընկերության կարգավիճակով, ըստ այդմ՝ բացառում է այլ կարգավիճակ ունեցող ներդրումային հիմնադրամների, մասնավորապես, իրավաբանական անձ չհանդիսացող՝ պայ-

մանագրային ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման հնարավորությունը:

Ներդրումային հիմնադրամների գործող մոդելի շրջանակներում ներդրումային հիմնադրամը չի կարող ներդրում կատարել այլ ներդրումային հիմնադրամների կողմից թողարկված արժեթղթերում: Դա ամրագրված է «Ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին» ՀՀ կառավարության թիվ 469 որոշմամբ (12.1 կետ՝ 3-րդ ենթակետ): Նշված նորմի պարագայում բացառվում է հիմնադրամների հիմնադրամի ստեղծման հնարավորությունը:

«Ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին» ՀՀ կառավարության 1994 թվականի թիվ 469 որոշմամբ սահմանված՝ ներդրումային հիմնադրամի և վերջինիս ակտիվների կառավարչի փոխհարաբերությունների մեխանիզմը չի ապահովում ակտիվների կառավարման գործառույթների բարձր արդյունավետություն: Այսպես, չնայած այն հանգամանքին, որ ներդրումային հիմնադրամների գործունեության կարևորագույն խնդիրը փաթեթային (պորտֆելային) կառավարման արդյունքում ակտիվների հնարավորինս արդյունավետ կառավարումն է, ՀՀ կառավարության 1994թ. թիվ 469 որոշումը զգալի չափով սահմանափակում է ակտիվների կառավարչի գործողությունները՝ արդյունավետ փաթեթային (պորտֆելային) կառավարում իրականացնելու տեսանկյունից: Մասնավորապես, ՀՀ կառավարության 1994 թվականի թիվ 469 որոշմամբ հաստատված «Կառավարման օրինակելի պայմանագրի» 3.1 կետի համաձայն՝ «Առանց Վարչության նախնական գրավոր համաձայնության՝ կառավարիչը չի կարող Հիմնադրամի անունից տնօրինել հիմնադրամների միջոցների զուտ արժեքի 10% գերազանցող միջոցները»: Նման դրույթի առկայության պարագայում, բնականաբար, կարող են ի հայտ գալ տեխնիկական բնույթի բազմաթիվ խնդիրներ, և որպես արդյունք՝ էականորեն նվազել ակտիվների կառավարման արդյունավետությունը, քանի որ ֆինանսական շուկաներում հնարավոր են գնային զգալի տատանումներ, որոնք ենթադրում են ակտիվ-

ների կառավարչի կողմից ճիշտ ժամանակին անհրաժեշտ գործողությունների ձեռնարկում: Մինչդեռ նշված դրույթի առկայությունը սահմանափակում է այդ հնարավորությունը:

Բնականաբար, ներդրումային հիմնադրամների գործունեության համար էական նշանակություն ունի երկրում ֆինանսական շուկայի զարգացած լինելու աստիճանը: Առանց հուսալի և բարձր իրացվելի ներդրումային գործիքների առկայության՝ ներդրումային հիմնադրամները չեն ունենա արդյունավետ գործունեության դաշտ: Այսօր Հայաստանում, չնայած արժեթղթերի շուկայում կատարված բազմաթիվ դրական տեղաշարժերին և կուտակված ներուժին, դեռևս բացակայում է համապատասխան ներդրումային գործիքների այն անհրաժեշտ քանակն ու որակը, որոնց պարագայում ներդրումային հիմնադրամները կունենային գործունեության բավարար դաշտ՝ արդյունավետ փաթեթային (պորտֆելային) կառավարում իրականացնելու համար: Այնուամենայնիվ, խնդիրն ունի նաև մի այլ կողմ. դա պետք է դիտարկել ոչ թե այն տեսանկյունից, որ երկրում սկզբից ևեթ պետք է ձևավորել միջազգային չափանիշներին համապատասխան արժեթղթերի շուկա ու դրանից հետո միայն անդրադառնալ ներդրումային հիմնադրամների կայացման խնդիրներին, այլ այդ գործընթացները պետք է ընթանան միաժամանակ, մկատի ունենալով, որ ֆինանսական համակարգում նոր ինստիտուցիոնալ կառույցները մեծացնելու են մրցակցությունը և, իրավամբ, բերելու են ֆինանսական շուկայի և դրա առանձին հատվածների հետագա կայացմանն ու զարգացմանը:

ՀՀ-ում ներդրումային հիմնադրամների կայացման գործընթացում հիմնախնդիրների արդյունավետ լուծումից ուղղակի կախված կլինի ոլորտի հետագա ճակատագիրը: Այժմ փորձենք ներկայացնել ՀՀ-ում ներդրումային հիմնադրամների ոլորտում վերը նշված հիմնախնդիրների հնարավոր լուծումները:

ՀՀ-ում ներդրումային հիմնադրամների ոլորտի կայացման առաջնային նշանակություն և հրատապ լուծման կարիք ունի ներդրումային հիմնադրամների կայացման և զարգաց-

ման մոդելի ընտրությունը, քանի որ այդ մոդելի շրջանակներում սահմանվելու են այն սկզբունքներն ու մեխանիզմները, որոնց շրջանակներում ձևավորվելու և հետագայում գործելու է համակարգը: Միանշանակ է, որ ներդրումային հիմնադրամների կայացման և հետագա զարգացման մոդելը պետք է հաշվի առնի ինչպես ոլորտի զարգացման միջազգային լավագույն փորձը, այնպես էլ երկրի ֆինանսական համակարգի արդի վիճակը և առանձնահատկությունները:

Հայաստանում ներդրումային հիմնադրամների ոլորտի կայացումը պետք է ամենից առաջ հիմնված լինի հենց բաց ներդրումային հիմնադրամների ինստիտուտի ձևավորման վրա՝ միաժամանակ չբացառելով նաև գործառնական կառուցվածքի առումով այլ տեսակի (մասնավորապես, փակ և միջակայքային) ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման հնարավորությունը:

Ներդրումային հիմնադրամների ոլորտում, այդ գործող մոդելի շրջանակներում որևէ ներդրումային հիմնադրամ չի կարող ներդրումներ կատարել այլ ներդրումային հիմնադրամների կողմից թողարկված արժեթղթերում: Նշված սկզբունքի առկայության պարագայում բացառվում է հիմնադրամների հիմնադրամի ստեղծման հնարավորությունը, որը Հայաստանի պայմաններում կարող է բավական արդյունավետ միջոց լինել ներդրումային հիմնադրամների կայացման սկզբնական փուլում: Հիմնադրամների հիմնադրամի պարագայում ակտիվների փաթեթային (պորտֆելային) կառավարման հարցը կարող է հանգել այլ ներդրումային հիմնադրամների կողմից իրականացվող վերոհիշյալ տիպի կառավարման արդյունքներն օգտագործելու խնդրին, որն ակտիվների կառավարման բավարար փորձի բացակայության պայմաններում կարող է բավական արդյունավետ միջոց լինել ակտիվների կառավարման ինստիտուտի կայացման գործընթացում: Տեղական ներդրումային գործիքների սակավության պայմաններում հարկ կլինի ներդրումային փաթեթում (պորտֆելում) ներառել արտասահմանյան թողարկողների հուսալի և արագ իրացվելի արժեթղ-

թեր: Դա մի կողմից ենթադրում է ակտիվների կառավարման զարգացած հմտությունների անհրաժեշտություն, մյուս կողմից՝ միջազգային շուկաներում տարբեր միջնորդ կազմակերպություններից բազմաթիվ արժեթղթերի ձեռքբերման հետ կապված տեխնիկական խնդիրների առկայություն: Նշված խնդրի լուծումն էականորեն կարող է դյուրին դառնալ օտարերկրյա ներդրումային հիմնադրամների կողմից թողարկված արժեթղթերը ներդրումային փաթեթի (պորտֆելի) կազմում ներառելու միջոցով, այսինքն՝ որպես հիմնադրամների հիմնադրամ հանդես գալու պարագայում: Այլ կերպ ասած՝ թույլատրելով ներդրումներ իրականացնել այլ ներդրումային հիմնադրամների կողմից թողարկված արժեթղթերում, ըստ էության, դրանով իսկ հնարավորություն կստեղծվի օգտագործելու լավագույն արտասահմանյան ներդրումային հիմնադրամների փաթեթային (պորտֆելային) կառավարման փաստացի արդյունքները՝ այդ ընթացքում աստիճանաբար կայանալով որպես ակտիվների ինքնուրույն կառավարիչ: Ակնհայտ է, որ նմանատիպ լուծման դեպքում ակտիվների կառավարման խնդիրը հանգում է պասիվ փաթեթային (պորտֆելային) կառավարման եղանակի կիրառմանը՝ օգտագործելով այլ ներդրումային հիմնադրամների կողմից փաթեթային (պորտֆելային) կառավարման իրականացման գործոնը (նշված մոտեցման պարագայում կարող է կայանալ նաև ինդեքսային հիմնադրամը): Այդ իսկ պատճառով, կարծում ենք, Հայաստանում ներդրումային հիմնադրամների կայացման և հետագա զարգացման մոդելը պետք է նախատեսի նաև այլ ներդրումային հիմնադրամներում ներդրումների իրականացման հնարավորություն: Ըստ էության, ժամանակի ընթացքում նման հիմնադրամների դերում կարող են հանդես գալ նաև հայաստանյան ներդրումային հիմնադրամները:

ՀՀ-ում ներդրումային հիմնադրամների կայացման և հետագա զարգացման մոդելը, ի թիվս ոլորտում առկա հիմնախնդիրների վերաբերյալ վերը նշված լուծման հնարավոր ուղիներ-

րի, պետք է ապահովի նաև միջազգային փորձով հաստատված այնպիսի սկզբունքների իրագործումը, ինչպիսիք են՝

- ներդրումային հիմնադրամների արդյունավետ գործունեության այնպիսի կառուցվածքի ձևավորումը, որն առավելագույնս կհստակեցնի ներդրումային հիմնադրամների, վերջինիս ակտիվների կառավարչի ու պահառուի գործառույթներն ու փոխհարաբերությունները, կապահովի նրանց կողմից փոխադարձ և հավասարակշռված վերահսկողության իրականացումը,
- ներդրողի շահերի պաշտպանության նպատակով այնպիսի մեխանիզմների ամրագրումը, որոնք ներդրողներին հնարավորություն կտան առավելագույնս տիրապետելու ներդրումային որոշում կայացնելու համար անհրաժեշտ տեղեկատվությանը, մասնավորապես, ներդրումային հիմնադրամների արժեթղթերի ամենօրյա երկկողմանի գնանշումների, ներդրումային պորտֆելի (ներդրումային հիմնադրամների զուտ ակտիվների) արժեքի և միավոր արժեթղթի արժեքի հրապարակման պարտադիր պահանջ,
- ներդրումային հիմնադրամների կողմից ներդրումների բավարար դիվերսիֆիկացիայի (բազմազանեցման) ապահովման նպատակով ներդրումային ուղղությունների վերին սահմանների հստակեցումը՝ հիմք ընդունելով Հայաստանում ֆինանսական շուկայի արդի իրավիճակը և դրան բնորոշ հիմնական առանձնահատկությունները:

Հայաստանում ներդրումային հիմնադրամների ոլորտի կայացման հարցում կարևորագույն նշանակություն ունի համապատասխան իրավական դաշտի ձևավորումը, որը պետք է սահմանի և իրավական լուծում տա Հայաստանում ներդրումային հիմնադրամների կայացման ու հետագա զարգացման մոդելով նախանշված սկզբունքներին և ապահովի դրանց հստակ կիրառումը: Չնայած որ 2010 թվականի դեկտեմբերի 22-ին ընդունվել է «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքը [4], որը որոշակիորեն լուծում է տվել ներդրումային դաշտում

առկա իրավական ակտերի հակասություններին, այնուամենայնիվ, օրենսդրական կարգավորման հիմքում, որպես հիմնական գերակայություն, պետք է դրվի ներդրողների պաշտպանության խնդիրը՝ այդ նպատակի իրագործման համար սահմանելով ներդրումային հիմնադրամների գործունեության կարգավորման և վերահսկողության խստագույն ռեժիմ: Կարծում ենք, որ ներդրումային հիմնադրամների ոլորտը կարգավորող իրավական դաշտի նկատմամբ նման մոտեցումների պարագայում վերջինս ոչ թե կսահմանափակի, այլ կխթանի ոլորտի կայացումը և հետագա զարգացումը:

Ներդրումային հիմնադրամների գործունեության համար էական նշանակություն ունի երկրում ֆինանսական շուկայի, մասնավորապես, արժեթղթերի շուկայի զարգացվածության աստիճանը: Առանց հուսալի և արագ իրացվելի ներդրումային գործիքների առկայության՝ ներդրումային հիմնադրամները չեն ունենա արդյունավետ գործունեության դաշտ, քանի որ ներդրումային հիմնադրամների գործունեության հիմքում ընկած է սեփական արժեթղթերի թողարկման միջոցով դրամական միջոցների հավաքագրման ու եկամուտ ստանալու նպատակով այլ արժեթղթերում այդ միջոցների ներդրման սկզբունքը:

Հայաստանում արժեթղթերի շուկայի հետագա զարգացման համար էական նշանակություն կարող են ունենալ մաս ընթացող հիփոթեքային վարկավորման շուկայի կայացման ուղղությամբ իրականացվող քայլերը, որոնք ենթադրում են հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման գործընթացներ, և որոնց արդյունքում շուկա մուտք կգործեն նոր արժեթղթեր (հիփոթեքային պարտատոմսեր):

Հասկանալի է, որ ներդրումային հիմնադրամների ինստիտուտի կայացումն ինքնին կարող է, որպես հետևանք, փաստացի նախադրյալներ ստեղծել նույն արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար, քանի որ նման պարագայում շուկայում հայտնվում է նոր ինստիտուցիոնալ ներդրող, որը կարող է էապես խթանել երկրում արժեթղթերի շուկայի զարգացումը, մասնավորապես, հանդես գալով որպես «մեծածախ»

գնորդ արժեթղթերի նոր թողարկումների ժամանակ: Իսկ դա իր հերթին ենթադրում է համապատասխան թողարկողների կողմից այնպիսի միջոցառումների իրականացում, որը մասնավորապես ենթադրում է գործունեության քափանցիկություն, արժանահավատ տեղեկությունների հրապարակային բացահայտում, կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների պահպանում, արժեթղթերի երկրորդային շուկայում մշտական գնանշումների ապահովում և այլն: Մյուս կողմից՝ նշված գործունեների բավարարումն արդեն իսկ նշանակում է արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնական նախապայմանների ապահովում, որն էլ իր հերթին աստիճանաբար կրերի բնակչության լայն շրջաններում արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ վստահության կայունացման և, որպես հետևանք, նաև արժեթղթերում ներդրումների կատարման փաստացի արդյունքների:

Եթե Հայաստանում ներդրումային հիմնադրամների ուղրտի մոդելի անկատարությունը թերևս ամբողջ սրությամբ չէր զգացվում մոտ 10 տարի առաջ, ապա ներկայումս ավելի քան կարևորվում է ուղրտի կայացման ու զարգացման նոր մոդելի անհրաժեշտությունը: Դա մեծապես պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ Հայաստանում ֆինանսական շուկայի կայացման գործընթացներն արդեն հաստատուն առաջընթաց են արձանագրում: Մասնավորապես, ինչպես ֆինանսական շուկայի առանձին հատվածները, այնպես էլ ֆինանսական շուկան ամբողջությամբ վերցրած, արձանագրում են զարգացման դրական միտումներ: Այսպես. բանկային համակարգում առկա են կայուն առաջընթացի դրսևորումներ, արժեթղթերի և ապահովագրական շուկաներում իրականացվում են կառուցվածքային բարեփոխումներ: Էական առաջընթաց է արձանագրել արժեթղթերի շուկան, մասնավորապես, միջազգային չափանիշներին համապատասխան՝ աստիճանաբար ձևավորվում է ուղրտը կանոնակարգող իրավական դաշտ, գործում են շուկայի ենթակառույցներ, ոչ քիչ թվով ընկերություններ նախապատրաստում են արժեթղթերի հրապարակային թողարկում: Երկրում ընթանում են կենսաթոշակային բարեփո-

խումներ, որոնց շրջանակներում նախատեսվում է կուտակային կենսաթոշակային բաղադրիչի ներդրում և ոչ պետական կենսաթոշակային հիմնադրամների ձևավորում: Միջազգային փորձը վկայում է, որ վերևը նշված նախադրյալները կարող են էական ազդեցություն ունենալ ներդրումային հիմնադրամների ոլորտի կայացման վրա:

Այսպիսով՝ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը չի կարող միջազգային փորձով չարձանագրված զարգացման այլ ուղիով ընթանալ: Ներդրումային հիմնադրամների ոլորտի կայացման ու զարգացման համապատասխան մոդելի ներդրման պարագայում Հայաստանի ֆինանսական շուկայում մոտ ապագայում կձևավորվի ներդրումային հիմնադրամների ինստիտուտ, որն աստիճանաբար էական դերակատարություն կունենա երկրի ֆինանսական համակարգում:

**Առանցքային հասկացություններ.** *ներդրումային հիմնադրամ, արժեթղթերի շուկա, ներդրումային գործիքներ, կորպորատիվ արժեթղթեր, հիփոթեքային պարտատոմսեր, կորպորատիվ կառավարում, ֆինանսական շուկա:*

## ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. «Ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին» ՀՀ կառավարության 1994թ. N 469 որոշում,  
URL:<http://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=50786>  
(Մուտքի ամսաթիվը՝ 10.05.2012թ.)
2. Բաժնետիրական ընկերությունների մասին ՀՀ օրենք/Պաշտոնական տեղեկագիր, «Տիգրան մեծ», Երևան, 2009, 82 էջ:
3. ՀՀ Քաղաքացիական Օրենսգիրք/ Պաշտոնական տեղեկագիր, «Տիգրան Մեծ», Երևան, 2007, 478 էջ:
4. «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՕ-245-Ն ՀՀ օրենք, 22.12.2010թ.,  
URL:<http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4040&lang=arm> (Մուտքի ամսաթիվը՝ 15.05.2012թ.):

**Л. А. АВЕТИСЯН, А. С. ОГАНДЖАНОВ**  
**ПРОБЛЕМЫ СТАНОВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ**  
**ФОНДОВ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ**

**Резюме**

Основная цель статьи - разработка основных решений по формированию и развитию инвестиционных фондов в Республике Армения.

В статье анализируются проблемы становления инвестиционных фондов в Армении и пути их решения, а также факторы, обуславливающие создание и дальнейшее развитие инвестиционных фондов, и постепенное осуществление шагов и мероприятий, направленных на их эффективное использование.

**Ключевые понятия:** *инвестиционный фонд, рынок ценных бумаг, инвестиционные инструменты, корпоративные ценные бумаги, ипотечные облигации, корпоративное управление, финансовый рынок.*

**L. A. AVETISYAN, A. S. OHANJANOV**  
**INVESTMENT FUNDS ESTABLISHMENT PROBLEMS IN**  
**THE REPUBLIC OF ARMENIA**

**Summary**

The main aim of the article is some principle solutions to the problem of investment funds establishment and development in the Republic of Armenia.

The article analyses investment funds establishment problems in Armenia and the ways of their solutions, as well as the factors that lead to the creation of the funds and their further development, and the steps of their effective implementation.

**Key concepts:** *investment fund, securities market, investment tools, corporate securities, mortgage bonds, corporate management, financial market.*