

ՀՀ ԲԱԺՆԵՏՈՍՍԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՆԵՐԿԱ ՎԻՃԱԿԸ ԵՎ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

Բնականոն կերպով գործող ֆոնդային շուկան կազմված է երկու հիմնական հատվածներից՝ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայից և պետական արժեթղթերի շուկայից: Հայաստանը դասվում է այն երկրների շարքին, որտեղ առավել ակտիվ գործում է պետական արժեթղթերի շուկան. ավելին, կարելի է պնդել, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում հիմնական դերը պատկանում է հենց այդ շուկային: ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործարքների գերակշիռ մասը՝ ավելի քան 80%-ը, իրականացվում է պետական պարտատոմսերով: Չնայած այս հանգամանքին, մեր երկրում մույնպես կատարվում են քայլեր և միջոցառումներ արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման ուղղությամբ: Այնուամենայնիվ, այդ շուկան դեռևս ունակ չէ լուծելու տնտեսության ֆինանսավորման արդյունավետ միջոց հանդիսանալու իր դասական առաքելությունը:

ՀՀ ֆինանսական շուկայի և, մասնավորապես, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի հիմնախնդիրներն առաջացել են դեռևս արժեթղթերի շուկայի ձևավորման սկզբից: ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ստեղծման հիմքը դրվեց Խորհրդային Միության փլուզումից հետո երկրում տեղի ունեցող տնտեսական ընդհանուր բարեփոխումների հետ՝ դրա համար թե՛ սոցիալ-տնտեսական, թե՛ քաղաքական առումով ոչ այնքան նպաստավոր պայմաններում: Արդեն այդ ժամանակ առկա էին մի շարք խնդիրներ, որոնք բացասական ազդեցություն էին ունենում և առ այսօր իրենց հետքն են թողնում Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի, հատկապես կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման վրա: Հարկ ենք համարում նշել, որ մասնակի անհատույց սեփականաշնորհման արդյունքում բաժնետերեր դարձած բազմաթիվ անձինք առ այսօր չգիտակցելով իրենց՝ որպես բաժնետիրոջ հիմնական իրավունքներն ու պարտականությունները, մույնիսկ ամենատարրական դեպքերում չեն կարողանում պաշտպանել իրենց շահերը: Այդ են վկայում բաժնետիրական ընկերություններում հայտնաբերված խախտումները, բաժնետերերից ստացված դիմում-բողոքներ, ինչը փաստում է այն մասին, որ հայ իրականության մեջ դեռևս ցածր է հասարակության՝ բաժնետերերի, ներդրողների իրավագիտակցությունը, որն էլ իր հերթին օրենսդրական պահանջների բազմաթիվ խախտումների համար բարենպաստ պայմաններ է ստեղծում:

Հայաստանի կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ներկա վիճակը բնութագրվում է գործարքների աննշան ծավալներով, գործիքակազմի պարզությամբ, դրա գործառնություններում բնակչության չնչին մասնակցությամբ: 2001-2005թթ. ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում առկա էին միայն մասնավորեցված ընկերությունների բաժնետոմսեր, ըստ այդմ էլ այս շուկան մինչև 2005թ. ներկայացվում էր բաժնետոմսերի շուկայով:

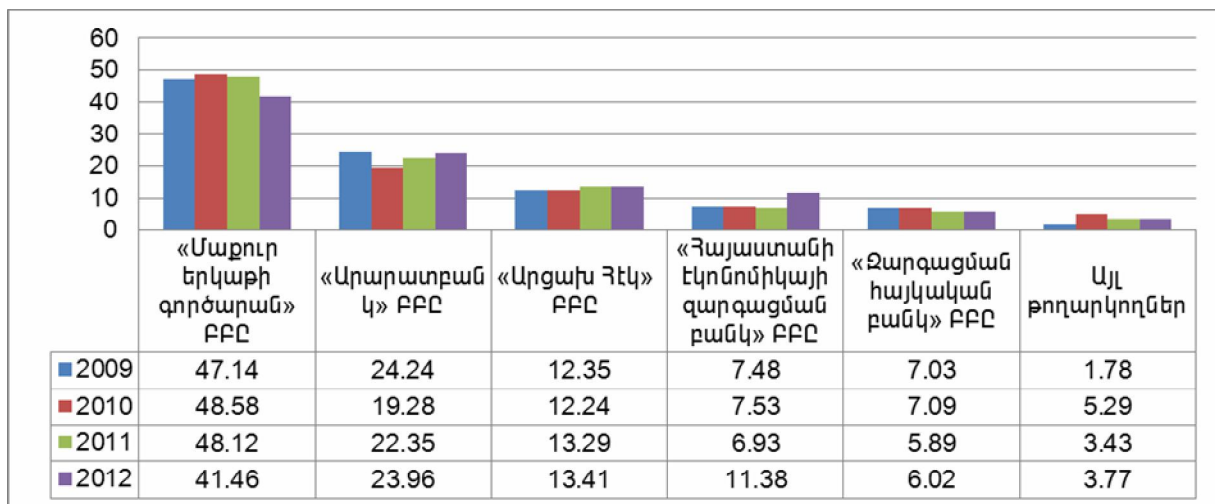
Եթե մինչև 2001թ. կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում իրականացված գործարքների ծավալները, պայմանավորված մասնավորեցման տեմպերով, ինչպես նաև շուկայի մասնակիցների մեծ թվով, համեմատաբար զգալի էին, ապա 2002թ. սկսած՝ դրանք կտրուկ նվազել են: Իսկ ինչ վերաբերում է բաժնետոմսերի շուկայի կարևորագույն, շուկայի վիճակը բնութագրող ամենացայտուն «կապիտալացում» ցուցանիշին, ապա այն 2008թ. հասել է բավականին բարձր մակարդակի, սակայն համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի ազդեցության հետևանքով 2009-2010թթ. նվազել է, որից հետո նորից վերականգնում է նախկին ծավալները՝ 2013թ. սեպտեմբերին գերազանցելով 63 մլրդ. դրամը: Այնուամենայնիվ՝ կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը դեռևս չի գերազանցել 1.7 % (տես աղյուսակ 1):

ՀՀ Բաժնետոմսերի շուկայական կապիտալացման ցուցանիշը 2008-2013թ. սեպտեմբերի դրությամբ¹

	Ընդամենը կապիտալացում (մլն. ՀՀ դրամ)	Այլ թողարկողներ (մլն. ՀՀ դրամ)	Առաջին 5 ընկերություններն ըստ շուկայական կապիտա- լացման (մլն. ՀՀ դրամ)	Կապիտա- լացում/ՀՆԱ
2008թ.	53,991	436	53,554	1.51
2009թ.	53,097	944	52,153	1.66
2010թ.	52,620	2,785	49,836	1.44
2011թ.	53,847	1,844	52,003	1.38
2012թ.	53,332	2,011	51,321	1.28
09.2013թ.	63,254	2,011	61,242	-

Աղյուսակից պարզ է դառնում, որ թեև վերջին տարիներին կապիտալացման մակարդակը առանձնապես չի փոփոխվել, սակայն կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը գնալով նվազում է՝ մնալով բավականին ցածր մակարդակի վրա: Միևնույն ժամանակ տեղի է ունենում նաև կապիտալացման կենտրոնացման խորացում ընդամենը մի քանի ընկերություններում (տե՛ս գծապատկեր 1):

Գծապատկեր 1

Առաջին հինգ ընկերությունների կապիտալացման տոկոսը ընդհանուր կապիտալացման ցուցանիշում²

Կարելի է միայն նշել, որ շուկայի կապիտալացման 40%-ից ավելին ապահովվում է «Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ-ի կողմից, որի կապիտալացման ցուցանիշը 2012թ. ընթացքում ըստ ՆԱՍԴԱԲ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի տեղեկագրերի չի փոփոխվել: Բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացման հարաբերական ցուցանիշով Հայաստանը մի քանի տասնյակ անգամ զիջում է անցումային մյուս երկրների համապատասխան ցուցանիշին: Նշենք նաև, որ զարգացած բաժնետոմսերի շուկա ունեցող երկրներում կապիտալացման և ՀՆԱ-ի ցուցանիշները համադրելի մեծություններ են (օրինակ՝ ԱՄՆ-ում ցուցակված թողարկողների կապիտալացումը 2010թ. ՀՆԱ-ի նկատմամբ կազմել է 117.5%, Մեծ Բրիտանիայում՝ 138.3%, իսկ Հոնգ Կոնգի բորսայինը՝ 1207.9%)³:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի համար հատկանշական է բորսայական շուկայի չնչին բաժինը արժեթղթերով գործառնություններում: Բորսայական գործարքների ծավալների դինամիկայում

¹ Աղյուսակը կազմված է Նասդաք ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի տվյալների հիման վրա:

² Գծապատկերը կազմված է Նասդաք ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի տվյալների հիման վրա:

³ <http://Data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

օրինաչափություն չի նկատվում: Նշված երևույթը հիմնականում պայմանավորված է առանձին խոշոր գործարքներով, ինչը բաժնետիրական կապիտալների կենտրոնացված կառուցվածքի հետևանք է: Խոշոր գործարքների մեծ բաժինն է պայմանավորում նաև բորսայական գործարքների ծավալի և գործարքների քանակի դինամիկայի հաճախ ոչ համընթաց բնույթը: Ըստ գործարքների ծավալով առաջատար 5 ընկերությունների՝ արժեթղթերով կատարված գործարքների տեսակարար կշիռն ընդհանուր ծավալում 2012թ. գերազանցել է 71%-ը, մինչդեռ նշված ընկերությունների տեսակարար կշիռը բորսայական գործարքների ընդհանուր քանակի մեջ կազմել է ընդամենը 5%:

ՀՀ-ում բաժնետոմսերի թե՛ առաջնային, և թե՛ երկրորդային շուկան հավասարապես թերզարգացած են: Մինչև 2007թ. ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկան ներկայացնում էր մասնավորեցման արդյունքը և առաջին անգամ միայն 2007թ. «Արարատբանկ» ԲԲԸ-ն սկսեց իրականացնել իր բաժնետոմսերի ուղիղ հանրային վաճառք՝ DPO (direct public offering): Թողարկված բաժնետոմսերը հասարակ (սովորական) անվանական, ոչ փաստաթղթային բաժնետոմսեր էին: Թողարկման ընդհանուր ծավալը կազմեց 381.500 հազ ՀՀ դրամ: Այնուհետև 2009թ. մարտի 3-ից մարտի 20-ը ընկած ժամանակահատվածում «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն իրականացրեց ՀՀ-ում բաժնետոմսերի առաջին հրապարակային տեղաբաշխումը: Տեղաբաշխված բաժնետոմսերի քանակը 862,074 հատ էր, որոնք ձեռք են բերվել տեղական և օտարերկրյա 1 111 ներդրողների կողմից¹: Սակայն, հարկ է նշել, որ այն իրենից IPO չէր ներկայացնում, քանի որ կատարվել էր արտաբորսայական շուկայի միջոցով:

«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի բաժնետոմսերի 1554000 ՀՀ դրամ ծավալով երկրորդ թողարկումը տեղի է ունեցել երկու փուլով՝ ընկերության բաժնետերերի կողմից նախապատվության իրավունքով բաժնետոմսերի ձեռքբերմամբ (2010թ. նոյեմբերի 2-ից դեկտեմբերի 1-ն ընկած ժամանակաշրջանում) և ազատ բաժանորդագրության միջոցով, որն ընթացել է 2010թ.-ից: Թողարկված բաժնետոմսերի ամբողջ ծավալը տեղաբաշխվել է²: 2011թ.-ից ֆոնդային բորսայում ցուցակվում են նաև «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի լրացուցիչ տեղաբաշխված թվով 1400000 հատ բաժնետոմսերը: Ներկայումս բորսայի Բ ցուցակում ընդգրկված են ընկերության 1000 ՀՀ դրամ անվանական արժեքով 7362074 հատ բաժնետոմսեր: Շուկա ստեղծողի կարգավիճակում «Արմսփիսբանկ» ՓԲԸ-ն ապահովում է բաժնետոմսերի անընդհատ երկկողմանի գնանշումներ՝ երաշխավորելով երկրորդային շուկայում «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի բաժնետոմսերի իրացվելիությունը և ներդրողների համար ստեղծելով ցանկացած պահին դրանք վաճառելու կամ գնելու հնարավորություն:

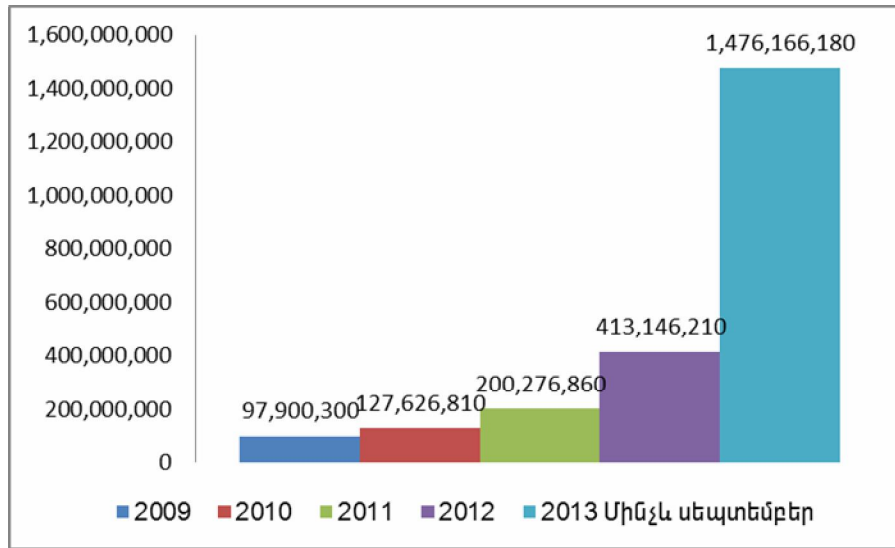
Այսքանով, սակայն, ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկան 2007-2013թթ. սահմանափակվում է, նույնը կարելի է փաստել նաև երկրորդային շուկայի վերաբերյալ:

Բաժնետոմսերի երկրորդային շուկան տարեցտարի ավելանում է, այնուամենայնիվ, 2012թ. ՀՀ արժեթղթերի շուկայի գործիքներով կատարված գործարքների ծավալում միայն 8%-ն է իրականացվել բաժնետոմսերով: Պետք է նաև նշել, որ ՀՀ ում բաժնետոմսերի երկրորդային շուկայում իրականացված գործարքները հիմնականում պայմանավորված են կամ առանձին խոշոր գործարքներով, կամ մանր ներդրողների բաժնետոմսերի գնմամբ և դրանով իսկ բաժնետիրական կապիտալների առավել կենտրոնացմամբ: Բաժնետոմսերով առևտրի ծավալները վկայում են, որ բացակայում է դրանց նկատմամբ առաջարկի ու պահանջարկի որոշակի կայուն ծավալ, և աննշան է գործարքների իրականացման տնտեսական շահագրգռվածությունը:

¹ Տե՛ս «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի պաշտոնական կայք <http://www.artsakhhpp.com>

² Տե՛ս նույն տեղում:

**ՆԱՍԴԱՐ ՕԷՄԷԸՍ Արմենիայում 2009-2013թթ. ընթացքում բաժնետոմսերով
կնքված գործարքների ընդհանուր ծավալը¹**



Գործարքը ֆոնդային բորսայում կնքելու դասական շարժառիթը արժեթղթերի լավագույն գնի ստացումն է, որը, սակայն, հայաստանյան շուկայում չի գործում այն պարզ պատճառով, որ բորսայական գործարքների գերակշիռ մասի համար ն՝ գնորդը, ն՝ վաճառողը նախապես հայտնի են, ինչը արժեթղթերի շուկայում արդար և արժանահավատ գնագոյացման համակարգի ձևավորման ամենաէական խոչընդոտներից է: Ուստի բրոքերի նպատակը ոչ թե արժեթղթերի վաճառքը շուկայում ձևավորված ամենաբարձր գնով կամ դրա ձեռքբերումը ամենացածր գնով իրացնելն է, այլ ինչ-որ գնով (կողմերի կողմից նախապես պայմանավորված) գործարքի կնքման կազմակերպումն է հենց տվյալ հաճախորդների միջև: Իսկ գործարքի իրական գինը տվյալ դեպքում կարող է էապես տարբերվել հրապարակվող (բորսայական) գնից: Հազվադեպ չեն նաև այն դեպքերը, երբ գործարքի առարկա մեկ բաժնետոմսի գինը սահմանվում է անվանական արժեքից տասնյակ անգամ ցածր կամ բարձր: Այս դեպքերը հերթական ապացույցն են այն բանի, որ բաժնետոմսերի շուկայում գնագոյացման մեխանիզմները բացակայում են: Այսպես, բորսայում 2004թ. ընթացքում գործարքի առարկա հանդիսացած 100 թողարկողի 101 դասի բաժնետոմսերից միայն 6 թողարկողի բաժնետոմսերի առավելագույն գինն է գերազանցել դրանց անվանական արժեքը, իսկ մնացած 86 թողարկողի բաժնետոմսերի դեպքում առավելագույն գինը փոքր է եղել անվանական արժեքից, ընդ որում, դրանցից 40-ի համար (46%)՝ 10-50 անգամ:

2012թ. ընթացքում բորսայում 8 թողարկողի բաժնետոմսերով կնքվել է 254 գործարք: Ընդ որում՝ գրեթե բոլոր դեպքերում բաժնետոմսերով գործարքները կնքվել են դրանց անվանական արժեքից խիստ տարբերվող գներով, բացառությամբ միայն «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ի, որի բաժնետոմսերով գործարքները կնքվել են անվանական արժեքին գրեթե հավասար գնով (տե՛ս աղյուսակ 2):

¹ Գծապատկերը կազմված է Նասդաք ՕԷՄԷԸՍ Արմենիայի տվյալների հիման վրա:

ՀՀ Բաժնետոմսեր թողարկող ընկերությունների բաժնետոմսերի գները 2012թ. ընթացքում¹

Բաժնետոմս թողարկող ընկերություն	Անվանական արժեք/ՀՀ դրամ/	Միջին կշռված գին /ՀՀ դրամ/	Արժեթղթերի քանակ/հատ/
«Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ	10000	320000	211
«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ	1000	1164.8	108168
«Արարատբանկ» ԲԲԸ	5000	11750	200
«Հայաստանի Էկոնոմիկայի զարգացման բանկ» ԲԲԸ	2500	8469	9660
«Զարգացման հայկական բանկ» ԲԲԸ	5500	4050	24881
«Ալմաստ» ԲԲԸ	1000	600	33254
«Արփա-Սևան» ԲԲԸ	2500	50000	14
Երևանի «Շամպայն գինիների գործարան» ԲԲԸ	4000	500	752

Ինչպես կարելի է նկատել աղյուսակ 2-ից՝ գործարքների քանակն այնքան էլ չատ չէ, սակայն, քանի որ դրանք անվանական արժեքից բավականին բարձր գնով են իրականացվում, ծավալները դառնում են համեմատաբար նկատելի, որի հիման վրա էլ ձևավորվում է բաժնետոմսեր թողարկողների առաջին հնգյակը: Վերջիններիս բաժնետոմսերով գործարքների ծավալի տեսակարար կշիռը գործարքների ընդհանուր ծավալում գերազանցում է 94%-ը: Ընդ որում, ուսումնասիրելով ՆԱՍԴ-ԱՔ ՕԷՄԷԲՍ Արմենիայի ամսական տեղեկագրերը, կարելի է նկատել, որ մինչև օրս բորսայում չի շրջանառվել այնպիսի բաժնետոմս, որով պարտադիր յուրաքանչյուր ամիս գործարք իրականացվի: Ուստի կարելի է եզրակացնել, որ բաժնետոմսեր թողարկողների առաջին հնգյակի բաժնետոմսերով գործարքների ծավալի տեսակարար կշիռը իրականում չի ապահովում բարձր իրացվելիություն, այլ շուկային տալիս է, այսպես կոչված, «օլիգոպոլիստական» բնույթ: Պետք է նկատել, որ այս վիճակին նպաստում է նաև բաժնետոմսերի շուկայում «մարքեթ-մեյքերի» ինստիտուտի պասիվությունը կամ գրեթե բացակայությունը: ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում միայն «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ բաժնետոմսերն են գնանշվում «մարքեթ-մեյքերի» կողմից: Այս իրավիճակը խոչընդոտում է արդար գնագոյացմանը:

Ինչպես վերը պարզաբանվեց՝ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկային բնորոշ են մի շարք թերություններ, որոնք խոչընդոտում են կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը: Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի հիմնախնդիրներից շատերն առաջացել են մեր երկրում արժեթղթերի շուկայի մասնավորեցմամբ ձևավորման իրավիճակից ելնելով: Այսպիսով, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի հիմնախնդիրներն են.

- կապիտալացման ցուցանիշի կենտրոնացումը մի քանի ընկերություններում,
- հասարակության՝ բաժնետերերի, ներդրողների իրավագիտակցության ցածր մակարդակը,
- բորսայական առևտրին ներդրողների չնչին մասնակցությունը,
- բաժնետոմսերի թե՛ առաջնային, և թե՛ երկրորդային շուկաների հավասարապես թերզարգացածությունը,
- իրացվելի արժեթղթերի բացակայությունը,
- գործարքների աննշան ծավալները,
- գործիքակազմի պարզությունը,
- արդար և արժանահավատ գնագոյացման համակարգի բացակայությունը,
- բաժնետոմսերի շուկայում «մարքեթ-մեյքերի» ինստիտուտի պասիվությունը կամ գրեթե բացակայությունը:

Այս բոլոր հիմնախնդիրները խիստ փոխկապակցված են, և մեկի առաջացման հետևանքով ծագում են հաջորդները, ուստի դրանց հարթեցման և լուծման համար անհրաժեշտ են համալիր միջոցառումներ:

¹ Գծապատկերը կազմված է Նասդաք ՕԷՄԷԲՍ Արմենիայի 2012թ տվյալների հիման վրա:

СОВРЕМЕННОЕ СТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ РЫНКА АКЦИЙ РА

Аннотация

Нормально функционирующий фондовый рынок состоит из двух основных сегментов: рынка корпоративных ценных бумаг и рынка государственных ценных бумаг. Рынку акций РА присущ ряд недостатков, которые препятствуют развитию рынка корпоративных ценных бумаг. Большинство проблемотечественного рынка акций лежит в плоскости методом формирования рынка ценных бумаг.

Amalya Sargsyan

THE CURRENT STATE OF DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET IN THE REPUBLIC OF ARMENIA AND THE ISSUES FACED

Abstract

Efficiently functioning stock markets is composed of two main sub-markets: corporate securities and government bonds sub-markets. The Armenian stock market has several setbacks that prevent the development of the corporate securities market. Many of the issues the stock market is currently facing in our country are owing to methods and practices that are utilized by securities market.

ԼԻԱՆԱ ՈՒԼԻԽԱՆՅԱՆ

*Հայաստանի պետական տնտեսագիտական
համալսարանի հայցորդ*

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՉԱՐԱՇԱՀՈՒՄՆԵՐԻ ԴԵՄ ՊԱՅՔԱՐԻ ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊՐԱԿՏԻԿԱՅԻՆ ՈՒՄ ԷԿՆՈՒՄ

Ֆոնդային շուկայում չարաշահումների իրականացումը խափանում է ազատ գնագոյացման մեխանիզմները, արժեթղթերով իրականացվող ազատ առևտրի սկզբունքները, թույլ չտալով բարեխիղճ ներդրողներին ընդունել որակավորված որոշումներ՝ մեծ վնասներ հասցնելով վերջիններիս և խաթարելով շուկայական տնտեսության կարևոր բաղկացուցիչներից մեկի հիմքերը: Այս խնդիրներն էլ նպաստել են զարգացած երկրներում արժեթղթերի չարաշահումների դեմ պայքարի օրենսդրական միջոցառումների հսկայական համակարգերի ստեղծմանը:

Գրեթե բոլոր զարգացած՝ հատկապես զարգացման անգլոսաքսոնական մոդել ունեցող երկրներում, մինչ 20-րդ դարը ֆոնդային շուկաների կարգավորումն իրականացվել է հենց իրենց՝ բորսաների կողմից: Սակայն 20-րդ դարի սկզբից պարզ դարձավ, որ ֆոնդային կարգավորումը հենց իր մասնակիցների կողմից չի ապահովում ներդրողների շահերի լիարժեք պաշտպանություն: Եվ ահա 30-ական թվականներին ԱՄՆ-ում առաջին անգամ ստեղծվեց պետական վերահսկողական մարմին՝ արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողով (Securities and Exchange Commission):

Ներկայումս, ինչպես ցույց է տալիս միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը, արժեթղթերի շուկայի չարաշահումների դեմ պայքարն իրականացվում է ֆինանսական շուկայի նկատմամբ վերահսկողություն իրականացնող մարմինների կողմից, որոնց վերապահված է իրավասությունների և գործիքների լայն շրջանակ՝ նպաստելու հնարավորինս արդյունավետ կազմակերպել արժեթղթերի շուկայի չարաշահումների դեմ պայքարը: Հայաստանի Հանրապետությունում այդ գործառնությունը վերապահված է ՀՀ կենտրոնական բանկին¹: Օտարերկրյա մի շարք պետությունների արժեթղթերի շուկայի չարաշահումների դեմ պայքարի իրականացման համար լիազորված մարմիններին վերապահվում են մի շարք իրավասություններ, որոնք ներկայացվում են ստորև բերվող աղյուսակ 1-ում:

¹ «Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքի 39¹ հոդված: