

ՍՈՒՍԱՆ ԱՐԿԱՐԻ ԱՎԵՏԻՍՅԱՆ

*ԱրՊՀ-ի տնտեսաճարտարագիտական ֆակուլտետի
ֆինանսահաշվային ամբիոնի դասախոս*

ԼՂՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՀՈՒԿԱՅԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԽՁՈՒՄԱՆ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

Հուկայական տնտեսության պայմաններում հատկապես կարևորվում է արդյունավետ գործող արժեթղթերի շուկայի առկայությունը, քանի որ վերջինս հանդիսանում է տնտեսության զարգացման արդյունավետ միջոց: Միջազգային պրակտիկայում, ինչպես նաև Հայաստանում ու Լեռնային Ղարաբաղում նույնպես ընդունված է արժեթղթերի շուկայի միջոցով կապիտալի ներգրավման գործընթացը: Սակայն, ԼՂՀ-ում այդ գործընթացի իրականացմանը խոչընդոտում են որոշակի գործոններ, ինչն էլ սահմանափակում է ԼՂՀ-ի կապիտալի շուկայի զարգացումը: Չեն կայացել ինչպես ներդրումների խթանման, այնպես էլ ներդրումային ռեսուրսների շուկայական ձևավորման ու վերաբաշխման համակարգերը: Արդյունքում տեղի ունեցավ ֆինանսական ռեսուրսների անցանկալի տեղաշարժ արտադրության ոլորտից առևտրի ոլորտ, իսկ դրանց զգալի մասը ուղղակի արտահոսել է ԼՂՀ-ից դուրս:

Զարգացած արժեթղթերի շուկա ունենալու համար կարևորագույն խնդիրներից է ներդրումների խթանումը, իսկ զարգացող երկրների համար ներդրումների ներգրավման հիմնական գրավականը պետության նկատմամբ վստահության աստիճանի բարձրացումն է:

Ներդրումային ակտիվության բացակայությունը պայմանավորված է հետևյալ պատճառներով.

- երկրում բացակայում է համապատասխան ներդրումային միջավայրը, մասնավորապես, առկա է քաղաքական որոշակի անկայունություն,
- պետության կողմից վարվող բյուջետային և դրամավարկային խիստ քաղաքականությունը վատթարացնում է բնակչության և տնտեսվարող սուբյեկտների ֆինանսական վիճակը՝ դրանով իսկ սահմանափակելով ներդրումային հնարավորությունները,
- երկրում արժեթղթերի շուկան և շուկայի ենթակառուցվածքը դեռևս ամբողջական ձևավորված չէ:

Ինչպես գիտենք, արժեթղթերի շուկայի առանցքային խնդիրը ներդրումների ներգրավումն է, որը ստեղծում է տնտեսության երկարաժամկետ զարգացման հնարավորություն: Այդ խնդրի հետ մեկտեղ, արժեթղթերի շուկան պետական բյուջետային քաղաքականության գլխավոր գործիքներից մեկն է և, միաժամանակ, այդ շուկան մշտապես զարգացման փուլում է և ամուր կապերով կապված է ֆինանսատնտեսական գործունեության տարբեր ոլորտների հետ:

ԼՂՀ-ում տնտեսական աճի ապահովման համար անհրաժեշտ է տնտեսության կառուցվածքային վերափոխումների իրականացում, ինչը նշանակում է նորագույն տեխնոլոգիաների ներդրում, ընկերությունների տեխնիկական վերազինում ու կատարելագործում, որը պահանջում է որոշակի ներդրումներ:

ԼՂՀ-ում զարգացած տնտեսություն ունենալու համար որպես ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուր, բացի բանկային վարկերից և փոխառություններից, պետք է օգտագործել նաև արժեթղթերի թողարկման ճանապարհով ֆինանսական ռեսուրսների հավաքագրումը: Այսպիսով՝ ԼՂՀ-ում առաջնային հիմնախնդիր է դառնում ֆինանսավորման աղբյուրների «դիվերսիֆիկացիան», այսինքն՝ դրա առավել ճկուն շուկայական մեխանիզմի ձևավորումը, որը կնպաստի ֆինանսական ռեսուրսների վերաբաշխման արդյունավետության բարձրացմանն ու տնտեսության իրական հատված ուղղվող միջոցների ավելացմանը: Այդ առումով առանձնակի հրատապություն է ձեռք բերում արժեթղթերի շուկայի՝ որպես ներդրումային ռեսուրսների ձևավորման և տնտեսության ճյուղերի ու ոլորտների միջև դրանց օպտիմալ վերաբաշխման գործառնություն իրականացնող մեխանիզմի զարգացումը:

Արժեթղթերի շուկան տնտեսության մեջ իրականացնում է ներդրումների կարգավորիչի դեր, արժեթղթերի միջոցով հավաքագրվում են լրացուցիչ ֆինանսական միջոցները և տեղաբաշխվում տնտեսության համար կարևորագույն ճյուղերի ու ոլորտների միջև:

Այսպիսով՝ արժեթղթերի շուկան մի կողմից արտահայտում է տնտեսության վիճակը, մյուս կողմից՝ գործարար ակտիվության դինամիկան:

Ցանկացած երկրի ներդրումային իրավիճակը պայմանավորող հիմնական գործոնների շարքում (տնտեսական զարգացման մակարդակ, բնակչության լայն շրջանակների մոտ խնայողությունների առկայություն և այլն) անգնհատելի դեր ունի երկրի ֆինանսական շուկայում գործող ինստիտուտների կայացվածության աստիճանը: Նոր զարգացող երկրներում տնտեսական հաջող բարեփոխումներն առավելապես կախված են նրանից, թե տվյալ երկրի ֆինանսական շուկան ինչքանով է ունակ նպաստելու խնայողություններ-ներդրումներ-տնտեսական աճ-խնայողությունների փոխակերպումների փակ շրջապտույտի իրագործմանը: Այդ տեսակետից, տնտեսապես զարգացած երկրներում կարևորագույն դեր ունեն ինստիտուցիոնալ ներդրողները, հանձինս բանկերի, ապահովագրական ընկերությունների, ներդրումային և կենսաթոշակային հիմնադրամների, որոնց գործունեությունն, ըստ էության, հանգում է բազմաթիվ մանր ներդրողների խնայողությունների ներգրավմանը և կուտակված միջոցների հետագա ներդրմանը: Հանդիսանալով յուրատեսակ միջանկյալ օղակ արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական համակարգի մնացած մասնակիցների միջև, այդ ինստիտուտները կառավարում են մեծածավալ ակտիվներ: Շատ դեպքերում հենց նրանք են որոշում արժեթղթերի շուկայի հետագա զարգացման դինամիկան:

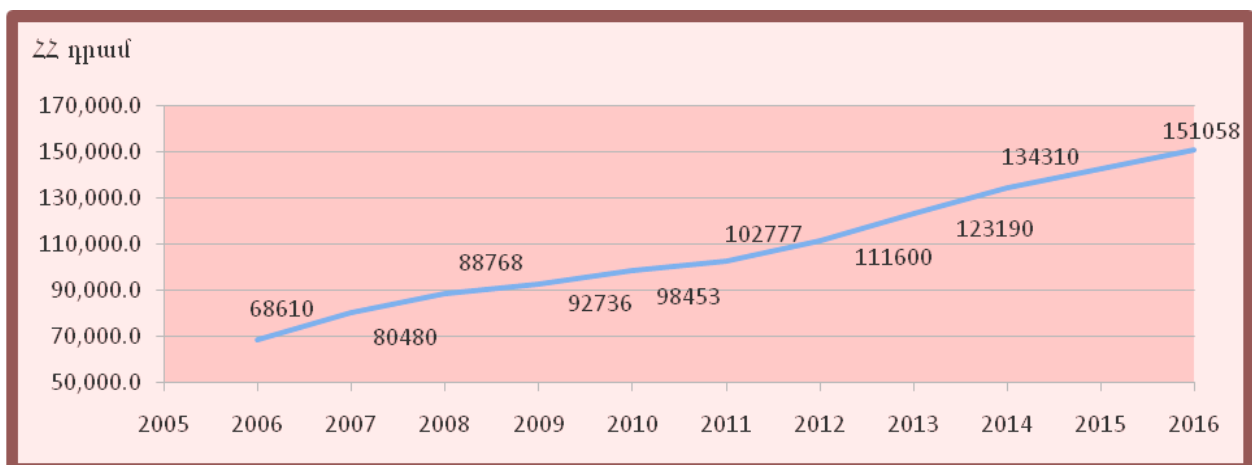
ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկա ձևավորելու և կայունություն ապահովելու համար կարևոր գործոններից են համարվում երկրի ներսում գտնվող դրամական ռեսուրսների ծավալները: Առաջին հերթին, բնակչության (տնային տնտեսությունների) կուտակումները, դրանց այն մասը, որոնք կարող են ուղղվել արժեթղթերում ներդրումներ կատարելուն: Հենց բնակչության, մանր ներդրողների միջոցներն իրենց մասսայականության շնորհիվ կարող են ստեղծել «երկար փողեր»՝ տնտեսական աճի ֆինանսավորման համար:

Ինչպես հայտնի է, ֆոնդային շուկայում բնակչության ներգրավվածությունը պայմանավորված է նրանց խնայողությունների մակարդակով¹: ԼՂՀ-ում բնակչության միջին ամսական անվանական աշխատավարձը 2015թ. կազմել է 151.1 հազ. դրամ: Խնայողությունների հիմնական մասը գտնվում է բանկերում:

Բանկերում ֆիզիկական անձանցից ներգրավված ավանդների մնացորդը 2015թ. հունվարի մեկի դրությամբ կազմեց 36191.9 մլն. դրամ, և 2015թ. հունվարի 1-ի նկատմամբ աճեց 5551.5 մլն. դրամով կամ 18.1%-ով: Իսկ Հայաստանի Հանրապետության բանկերում բնակչությունից ներգրավված ավանդների մնացորդը 2015թ. դեկտեմբերի վերջի դրությամբ կազմեց 1005959 մլն. դրամ, և 2014թ. նույն ժամանակաշրջանի համապատասխան աճեց 111807 մլն. դրամով կամ 12.5%-ով:

Գծապատկեր 1

ԼՂՀ-ում միջին ամսական անվանական աշխատավարձը 2006-2015 թթ.²



¹ Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года), при участии Центр развития фондового рынка, ErnstandYoung, ThomasMurray, Москва 2008., стр. 149.

² Գծապատկերը կազմված է ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքում(<http://stat-nkr.am/անվաւ>) տվյալների հիման վրա:

Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ հինգ տարի և ավելի ժամկետով խնայողությունները շատ քիչ են: Մինչև 1 տարի ժամկետայնությամբ ավանդները մեծամասնություն են կազմում (ընդհանուրի մոտ 66%-ը)¹: Այլ գործիքներ չկան: Նկատի ունենք, որ կապիտալի շուկայի կամ արժեթղթերում երկարաժամկետ խնայողությունների գործիքները թերզարգացած են: Սա նշանակում է, որ տնտեսության մեջ «երկար փողեր» չկան:

Աղյուսակ 1

ԼՂՀ առևտրային բանկերի ավանդներն ըստ տնտեսության հատվածների(2014-2015թթ.)²

Անվանումը	01.01.2016	01.01.2016	Շեղումը (+,-)	
			բացարձակ	հարաբերակն(%)
Ցպահանջ (ներառյալ հաշիվները)	8542.6	9205.0	662.4	7.8
Կազմակերպություններին	3745.3	3704.8	-40.5	-1.1
Մասնավոր	2274.8	2323.6	48.8	2.1
Պետական	1470.5	1381.2	-89.3	-6.1
Տնային տնտեսություններին	4368.5	4821.8	453.3	10.4

ԼՂՀ-ում արժեթղթերի շուկայի միջոցով տնտեսության արդիականացման ֆինանսավորման հնարավորությունները գնահատելու համար չափազանց կարևոր է այն հարցը, թե ֆինանսական ռեսուրսների ո՞ր մասը կարող է օգտագործվել որպես ներդրումային ռեսուրս, ո՞ր մասը պետք է ձևավորվի արժեթղթերի վաճառքի միջոցով:

ԼՂՀ-ում զարգացած արժեթղթերի շուկա ստեղծելու համար հաջորդ կարևորագույն գործոններից է հանդիսանում ազգաբնակչության վստահությունն իր կողմից իրականացված ներդրումների հուսալիության կապակցությամբ:

Այսօր ԼՂՀ-ում բնակչության գերակշռող մասն իր միջոցների ներդրման առաջնահերթությունը տալիս է բանկային ավանդներին և ոչ թե որևէ կազմակերպության բաժնետոմսերի ձեռքբերմանը: Այն պայմանավորված է հետևյալ պատճառներով.

- «Ֆիզիկական անձանց բանկային ավանդների հատուցումն երաշխավորելու մասին» օրենքի ընդունումը հիմքեր ստեղծեց ավանդներն ավելի երաշխավորված դարձնելու համար,
- բնակչության տեղեկացվածության ցածր մակարդակը,
- մարդկանց ոչ պատշաճ կենսամակարդակը,
- բնակչության ֆինանսական գրագիտության ցածր մակարդակը և այլն:

ԼՂՀ-ում շուկայական տնտեսության ձևավորման առաջնահերթ խնդիրներից է ֆինանսական շուկայի ինստիտուցիոնալ կառույցների ձևավորումը, որն արժեթղթերի շուկայի կայացման կարևոր գործոններից է: Այդ կառույցների համար, ամենից առաջ, անհրաժեշտ է ապահովել կատարյալ օրենսդրական դաշտ:

Զարգացած պետություններում արժեթղթերի շուկայում հիմնական ներդրողները համարվում են ինստիտուցիոնալ կառույցները (ապահովագրական ընկերությունները, ոչ պետական կենսաթոշակային ու ներդրումային հիմնադրամները և այլն): Ինստիտուցիոնալ ներդրումային համակարգը զարգացման ընթացքում կրել է կառուցվածքային փոփոխություններ: Դեռևս 40 տարի առաջ ինստիտուցիոնալ ներդրողներ են համարվել բանկերը և ապահովագրական ընկերությունները: Ներդրումային կենսաթոշակային հիմնադրամների դերը ֆինանսական շուկաներում գրեթե բացակայում էր: Անցյալ դարի 60-70-ական թվականներից ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների ակտիվ զարգացում սկսվեց, որն առավել ցայտուն արտահայտվեց ԱՄՆ-ում և Արևմտյան Եվրոպայի երկրներում: Ֆոնդային շուկայի վերելքը, բուռն թափ ստացած արժեթղթավորման գործընթացները, ինովացիաների ալիքը, ֆինանսական շուկաների միջոցով ավելի ու ավելի մեծ չափերի ռեսուրսների տեղաբաշխման, կուտակային կենսաթոշակային համակարգի

¹ Հայաստանի ազգային մրցունակության գեկույցը 2013-2014թթ. «Աճի հրամայականը և խոչընդոտները», Ի-Վի Քոնսալթինգ, «Տնտեսություն և արժեքներ» հետազոտական կենտրոն, 2014, էջ 61:

² ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք <http://stat-nkr.am/>:

անցման գործընթացները բերեցին ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների, մասնավորապես, ակտիվների կառավարման գործառույթներ իրականացնող ներդրումային կենսաթոշակային հիմնադրամների արագ և որակական առաջխաղացմանը¹:

Արդի պայմաններում գրեթե բոլոր երկրներում բանկերը համարվում են բնակչության ազատ միջոցների ներգրավման կարևորագույն ինստիտուտը: Այն պայմանավորված է նրանով, որ շատ երկրներում բանկային ոլորտը գտնվում է կոշտ կարգավորման և վերահսկման ներքո:

ԼՂՀ ֆինանսական շուկայում ներկա դրությամբ ամենաակտիվ գործող ինստիտուտները առևտրային բանկերն են: Հետևաբար՝ շատ կարևոր է, որպեսզի բանկերը ֆինանսական և հատկապես արժեթղթերի շուկայից ավելի շատ դրամական միջոցներ ներգրավեն, օգտագործեն իրենց լրիվ ներուժը, իրականացնեն մուրհակով գործառնություններ, հասարակության մեջ ստեղծեն վստահության լիարժեք մթնոլորտ, բնակչությանը ներգրավեն արժեթղթերի շուկա և այլն:

Տարբեր երկրների արժեթղթերի շուկայի համեմատական վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ յուրաքանչյուր երկրում այդ շուկայի կառուցվածքի և զարգացման հեռանկարների խնդիրները ներառում են նաև տվյալ երկրի առանձնահատկություններին առնչվող հիմնահարցերը:

Անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների ներդրումների կարևորագույն աղբյուրներից է համարվում արժեթղթերի շուկայի ինստիտուցիոնալ մասնակիցների գործունեությունը: Վերջին տարիներին ԼՂՀ-ում հաստատված մակրոտնտեսական կայունությունը, ՀՆԱ-ի աճի դրական փոփոխությունները, ինֆլյացիայի չափավոր մակարդակը, բնականոն գործող բանկային համակարգը, բարեփոխումների հետևողական գործընթացը և սեփականաշնորհման գործընթացի ընդլայնումը հիմք հանդիսացան ֆինանսական ինստիտուտների ստեղծման համար:

Ինչպես նշվել է, զարգացած արժեթղթերի շուկա ստեղծելու համար կարևորագույն խնդիրներից է ներդրումների խթանումն, իսկ զարգացող երկրների համար ներդրումների ներգրավման կարևոր նախապայմանը պետության նկատմամբ վստահությունն է²: ԼՂՀ-ում ներդրումային ակտիվի բացակայությունը կապված է որոշակի պատճառների հետ՝

- երկրի անբարենպաստ աշխարհագրական դիրքը,
- տարածաշրջանային ռազմաքաղաքական անկայունությունը,
- ներքին շուկայի փոքր ծավալները,
- գրավիչ ներդրումային միջավայրի բացակայությունը,
- արժեթղթերի շուկայի և շուկայական ենթակառուցվածքի թերզարգացվածությունը:

Ինչպես հայտնի է, ներդրումները տնտեսության համեմատ պետք է աճեն ավելի արագ: Որպեսզի տնտեսությունը տարեկան աճի 7-10%-ով, անհրաժեշտ է, որ հիմնական կապիտալում ներդրումները տարեկան աճեն առնվազն 12-15%-ով³:

ԼՂՀ տնտեսության մեջ իրական ակտիվներում ներդրումների ծավալը վերջին տարիներին դրսևորել է աճի կայուն միտում: Ըստ հավաքագրված վիճակագրական տվյալների՝ 2008թ. իրական ակտիվներում իրականացված ներդրումների ծավալը 2007թ. համեմատությամբ աճել է 78.6 տոկոսով, իսկ 2003թ.՝ 2.1 անգամ: 2011-2012թթ. անցկացված հետազոտությունների արդյունքներով ևս իրական ակտիվներում իրականացված ներդրումները տարեցտարի աճման միտում են դրսևորել, մասնավորապես, 2011թ. ոչ ֆինանսական ակտիվներում իրականացված ներդրումների ծավալը կազմել է 50213.9 մլն. դրամ՝ 2010թ. ցուցանիշը գերազանցելով 8.2, և 2009թ. ցուցանիշը՝ 26.9 տոկոսով: Միայն 2013թ. ընթացքում իրականացված ներդրումների ծավալը նվազել է 2012թ. համանման ցուցանիշի նկատմամբ 13.8 տոկոսով:

Պետք է նշել, որ օտարերկրացիները ոգևորված չեն ներդրումներ կատարել ԼՂՀ արժեթղթերի շուկայում, որտեղ ցածր են թափանցիկությունը և իրացվելիությունը: Նշենք նաև այն իրողու-

¹ «Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական արդի հիմնախնդիրները գիտական հոդվածների ժողովածու-4», «Դանամա», Երևան, 2005, էջ 157:

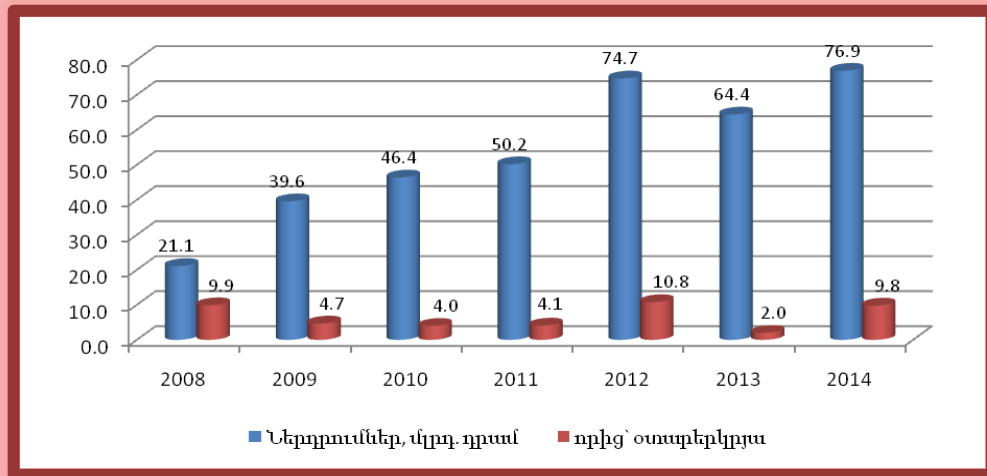
² Նիկողոսյան Կ., Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի ներդրումային հիմնախնդիրները և դրանց լուծման հեռանկարները, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», № 1 - 2 հունվար - փետրվար, 2010, էջ 90:

³ Потемкин А. Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 14 (293). - С.16-20.

թյունը, որ թողարկողների փոքր քանակի պատճառով այսօր ներդրումային հնարավորությունները սահմանափակ են (գծապատկեր 2):

Գծապատկեր 2

Իրական ակտիվներում իրականացված ներդրումները ԼՂՀ-ում 2008-2014թթ.¹



Ինչպես մի շարք երկրների, այնպես էլ ԼՂՀ-ի համար օտարերկրյա ներդրումների խթանումը դարձել է տնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն: Օտարերկրյա ներդրումների խթանումը՝ որպես տնտեսական աճի ապահովման գլխավոր լծակ, վերջին երկու տասնամյակներում դարձել է համատարած երևույթ գրեթե բոլոր երկրներում, հետևաբար, ԼՂՀ-ում այն նույնպես անհրաժեշտ է կիրառել:

Այսպիսով՝ ներդրումային գործունեության ակտիվացումը՝ ԼՂՀ տնտեսության ներդրումային ռիսկի նվազմանը զուգընթաց, հնարավորություն կընձեռի ապահովել երկրի հետագա տնտեսական աճը և խթանել շուկայական ենթակառույցների զարգացումը:

¹ ԼՂՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ stat-nkr.am:

ԼՂՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԽԹԱՆՄԱՆ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

ՍՈՒՍԱՆ ԱԲԿԱՐԻ ԱՎԵՏԻՍՅԱՆ

*ԱրՊՀ-ի տնտեսաճարտարագիտական ֆակուլտետի
ֆինանսահաշվային ամբիոնի դասախոս*

Համառոտագիր

Միջազգային պրակտիկայում, ինչպես նաև Հայաստանում ու Լեռնային Ղարաբաղում նույնպես ընդունված է արժեթղթերի շուկայի միջոցով կապիտալի ներգրավման գործընթացը: Սակայն, ԼՂՀ-ում այդ գործընթացի իրականացմանը խոչընդոտում են որոշակի գործոններ, ինչն էլ սահմանափակում է ԼՂՀ-ի կապիտալի շուկայի զարգացումը: Չեն կայացել ինչպես ներդրումների խթանման, այնպես էլ ներդրումային ռեսուրսների շուկայական ձևավորման ու վերաբաշխման համակարգերը: Այդ պայմաններում իրականացվեց ֆինանսական ռեսուրսների անցանկալի տեղաշարժ արտադրության ոլորտից առևտրի ոլորտ, իսկ դրանց զգալի մասը ուղղակի արտահոսել է ԼՂՀ -ից դուրս:

Բանալի բառեր. *ֆինանսական շուկա, արժեթղթերի շուկա, ֆինանսական ինստիտուտներ, ներդրումներ, օտարերկրյա ներդրումներ, տնտեսություն, զարգացում, արդյունավետություն:*

АНАЛИЗ ФАКТОРОВ СТИМУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ НКР

СУСАННА АБГАРОВНА АВЕТИСЯН

*преподаватель финансово-учетной кафедры экономико-инженерного факультета
Арцахского государственного университета*

Аннотация

В мировой практике (так же как в Армении и Нагорном Карабахе) привлечение капитала осуществляется в основном через рынок ценных бумаг. Однако, в НКР существуют определенные факторы, препятствующие реализации этого процесса, что ограничивает развитие рынка капитала НКР. Не состоялись системы как стимулирования инвестиций, так и рыночного формирования и перераспределения инвестиционных ресурсов. В этих условиях произошел нежелательный отток финансовых ресурсов из производственной сферы в торговлю, а их значительная часть просто ушла за пределы НКР.

Ключевые слова: *финансовый рынок, рынок ценных бумаг, финансовые институты, инвестиции, иностранные инвестиции, экономика, развитие, эффективность.*

ANALYSIS OF FACTORS CONTRIBUTING TO THE STOCK MARKET DEVELOPMENT IN THE NKR

SUSAN ABKAR AVETISYAN

*Lecturer, Chair of Finances and Accounting
Economic-Engineering Department, Artsakh State University*

Abstract

In the international practice and in Armenia and the Nagorno-Karabakh Republic the process of attracting capital via the stock market is practiced. However, several factors could impede that process, thus constraining the stock market development in the NKR. The Republic lacks the systems of investment promotion; market mechanisms to generate, channel and re-allocate investment resources. Under these circumstances, financial resources have been channeled from the manufacturing sector into the trade sector of the economy, and the substantial share of the resources has reported direct outflow from the NKR.

Keywords: *Financial market, stock market, financial institutions, investments, foreign investments, economy, development, effectiveness.*