

Կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագիր

ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ
ՌԱԶՄԱՎԱՐԱԿԱՆ ՈՒՂՂՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

2020

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ԲԱԺԻՆ 1. ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԴՐՈՒՅԹՆԵՐ	3
1.1. Փաստաթղթի անհրաժեշտությունը	3
1.2. Փաստաթղթի կառուցվածքը.....	3
ՄԱՍ I. ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԿԱԴԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ	4
ԲԱԺԻՆ 2. ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԿԱԴԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՆ.....	4
2.1. Զարգացման անհրաժեշտությունը.....	4
ԲԱԺԻՆ 3. ՇՈՒԿԱՅԻ ԱՌԱՋԱՐԿԸ: ԱՌԱՋԱՐԿՎՈՂ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ՇՈՒԿԱՆԵՐԸ	6
3.1. Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկա.....	6
3.2. Բաժնետոմսերի շուկա	9
3.3. Կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաների զարգացման հնարավորությունները	10
3.4. Պետական պարտատոմսերի շուկա	23
3.5. Դրամական շուկա: Ռեպո շուկա.....	29
3.6. Ածանցյալների շուկա.....	32
ԲԱԺԻՆ 4. ՇՈՒԿԱՅԻ ՊԱՀԱՆՋԱՐԿԸ: ՆԵՐԴՐՈՂՆԵՐԻ ԲԱԶԱ	36
4.1. Ներդրողների ընդհանուր կառուցվածքը	36
4.2. Կենսաթոշակային ֆոնդեր.....	37
4.3. Բանկեր	38
4.4. Ներդրումային ֆոնդեր.....	39
4.5. Ներդրումային ընկերություններ	40
4.6. Վարկային կազմակերպություններ	40
4.7. Ապահովագրական ընկերություններ.....	41
4.8. ՀՀ անհատ ներդրողներ (ֆիզիկական անձինք)	42
4.9. Օտարերկրյա ներդրողներ.....	43
4.10. Ներդրողների բազայի ընդլայնման հնարավորությունները.....	44
ԲԱԺԻՆ 5. ԿԱԴԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԵՆԹԱԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԸ	47
5.1. Առևտրային համակարգ: Հայաստանի ֆոնդային բորսա (AMX)	47
5.2. Դեպոզիտար համակարգ: Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա	49
5.3. Միջնորդական ծառայություններ մատուցողներ	50
ԲԱԺԻՆ 6. ԿԱԴԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄՆ ՈՒ ՎԵՐԱՀՍԿՈՂՈՒԹՅՈՒՆԸ	52
ՄԱՍ II. ԿԱԴԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՌԱԶՄԱՎԱՐԱԿԱՆ ՈՒՂՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ	56

ԲԱԺԻՆ 1. ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԴՐՈՒՅԹՆԵՐ

1.1. Փաստաթղթի անհրաժեշտությունը

Տեսանելի ռազմավարության բացակայության պայմաններում խնդիր է դառնում Հայաստանի կապիտալի շուկայի զարգացման ուղղությամբ թիրախավորված, կոորդինացված և արդյունավետ գործողությունների իրականացումը: Հետևաբար, անհրաժեշտություն է առաջացել կանխորոշել կապիտալի շուկայի զարգացման ռազմավարական ուղղությունները և մշակել զարգացման ծրագիր՝ իրատեսական՝ հիմնավորված շուկայի բազմակողմանի և խորը վերլուծության հիման վրա:

1.2. Փաստաթղթի կառուցվածքը

Փաստաթուղթը բաղկացած է երկու մասից:

Մաս I-ում ներկայացված է Հայաստանի կապիտալի շուկայի մանրամասն վերլուծությունը, որը նպատակ ունի.

- 1) վերհանել բոլոր առանցքային նշանակություն ունեցող խնդիրները, որոնք խոչընդոտում են կապիտալի շուկայի կայացմանն ու սահուն զարգացմանը,
- 2) վերլուծել կապիտալի շուկայի զարգացման հնարավորությունները և բացահայտված խնդիրները լուծելու համար դրանց արդյունավետ օգտագործման ուղիները,
- 3) բացահայտել այն բոլոր «ձգանները», որոնք կարճ ժամանակահատվածում թափ կհաղորդեն կապիտալի շուկայի զարգացմանը,
- 4) նպաստել կապիտալի շուկայի զարգացման իրատեսական ռազմավարական գործողությունների ձևավորմանը և դրա ուղղորդված ու արդյունավետ իրագործմանը:

Վերլուծությունն իրականացվել է բոլոր այն հնարավոր ուղղություններով, որոնք այս կամ այն կերպ կարող են կարևորվել կապիտալի շուկայի զարգացման համատեքստում, մասնավորապես՝ կապիտալի շուկայում առաջարկվող գործիքները և դրանց շուկաները, պահանջարկն ապահովող ներդրողները, շուկայի ենթակառուցվածքը, կապիտալի շուկայի կարգավորումն ու վերահսկողությունը:

Մաս II-ում ներկայացվում է կապիտալի շուկայի զարգացման համապարփակ ռազմավարական ուղղություններն ու գործողությունների ծրագիրը, որը համախմբում է շուկայի վերլուծության արդյունքում բացահայտված խնդիրների լուծմանն ուղղված միջոցառումներն ու գործողությունները, դրանց ակնկալվող արդյունքը, հիմնական պատասխանատու կառույցները և կատարման ժամկետները:

ՄԱՍ I.

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

ԲԱԺԻՆ 2. ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՆ

2.1. Զարգացման անհրաժեշտությունը

1. Հայաստանի կապիտալի շուկան սահմանափակ է՝ թողարկումների փոքր ծավալով, գործիքների նեղ շրջանակով և երկրորդային շուկայի ցածր իրացվելիությամբ: 2020թ. հունվարի 31-ի դրությամբ շուկայի հիմնական մասը զբաղեցնում են ՀՀ պետական պարտատոմսերը՝ կազմելով ՀՆԱ-ի 11%-ը, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի շրջանավոր ծավալը և բաժնային արժեթղթերի կապիտալիզացիան կազմում են ընդամենը ՀՆԱ-ի համապատասխանաբար 3,4% և 2,3 % (Աղյուսակ 1): 2019թ. ընթացքում Հայաստանի ֆոնդային բորսայում (ՀՖԲ) կորպորատիվ արժեթղթերով և ՀՀ պետական պարտատոմսերով առուվաճառքի գործարքների ծավալը կազմել է 100 մլրդ դրամ, իսկ բորսայից դուրս՝ մոտ 900 մլրդ դրամ: Երկրորդային շրջանառության գերակշիռ մասը կազմել է ՀՀ պետական արժեթղթերով առևտուրը:

Աղյուսակ 1. Կապիտալի շուկայի մեծությունը (31/01/2020) ²		
	մլրդ, դրամ	ՀՆԱ-ի նկատմամբ %
Պետական պարտավորումների շրջանավոր ծավալը	704	11%
Կորպորատիվ պարտավորումների շրջանավոր ծավալը	220	3.4%
Բաժնեգրումների կապիտալիզացիան	149	2.3%

2. ՀՀ կենսաթոշակային ռեֆորմի արդյունքում հանրության լայնածավալ խնայողությունները կուտակվում են գործող երկու կենսաթոշակային ֆոնդերում, սակայն տնտեսության մեջ դրանց ներդրման հնարավորությունները խիստ սահմանափակ են: 2019թ. վերջի դրությամբ կենսաթոշակային ֆոնդերի զուտ ակտիվների արժեքը կազմում է 251.2 մլրդ դրամ (ՀՆԱ-ի 3.8%), իսկ 2019թ. ընթացքում պետության և մասնակիցների կողմից կատարվել է ավելի քան 69 մլրդ դրամի կուտակային հատկացում, ինչը տարեցտարի աճելու է: Արդյունքում ֆոնդերի զուտ ակտիվների արժեքը 2037թ.-ին կանխատեսվում է հասնել 6,5 տրիլիոն ՀՀ դրամի կամ ՀՆԱ-ի մոտ 25%-ին: Հաշվի առնելով նաև կուտակված միջոցների դիվերսիֆիկացված և վստահելի գործիքներում ներդրման անհրաժեշտությունը՝ առավել սուր բնույթ է ստանում որակյալ և տարատեսակ գործիքների

¹ Ոչ բորսայական գործարքների փաստացի շրջանառությունը զգալիորեն փոքր է. նշված ցուցանիշում արտացոլված է որոշակի կրկնահաշվարկ՝ ֆինանսական կազմակերպությունների միջև կնքված գործարքների հետ կապված, ներառված են և՛ առքի, և՛ վաճառքի գործարքները (այսուհետ՝ կրկնահաշվարկ):

² Աղբյուրը՝ ԿԲ և Ֆինանսների նախարարություն

ստեղծումը, որոնք կկլանեն բնակչության աճող կենսաթոշակային կուտակումները՝ միաժամանակ ապահովելով ցանկալի եկամուտ վերջիններիս համար:

3. Այսօր ունենք մի իրավիճակ, երբ կան պետական մասնակցությամբ կամ մասնավոր կազմակերպություններ, որոնք հաջողակ են և շահութաբեր, սակայն հանրությունը հնարավորություն չունի ներդրումներ կատարել այդ ընկերություններում (դրանք հասանելի չեն հանրության համար): Իսկ երբ ընկերություններն իրենց գործունեությունը ֆինանսավորում են կապիտալի շուկայի գործիքների միջոցով, ներդրողները, հանրությունը հնարավորություն են ստանում մասնակցել այդ ընկերություններում կատարվող ներդրումներին, և, հետևաբար, ստացվող շահույթին: Ուստի՝ անհրաժեշտ է համագործակցել այս ընկերությունների հետ և աջակցել դուրս գալ կապիտալի շուկա պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի թողարկման միջոցով:

4. Կապիտալի շուկայի միջոցով ընկերությունների ֆինանսավորման մեխանիզմի բացակայությունը մյուս կողմից սահմանափակում է մի շարք ընկերությունների կողմից ներդրումներ ներգրավելու հնարավորությունները: Սա էլ այն հիմնական դրդապատճառն է, որ հաճախ ընկերությունները դիմում են առավել «թանկ» և փոքր ֆինանսավորման աղբյուրներին՝ անհարկի մեծացնելով իրենց ծախսատարությունը և նվազեցնելով գործունեության շահութաբերությունը (հիմնավորումները ներկայացված են 3.3-րդ բաժնում):

5. Զարգացած կապիտալի շուկայի և բարդ գործիքների բացակայությունը սահմանափակում է տնտեսվարող սուբյեկտների՝ իրենց արժույթային, տոկոսային և այլ ռիսկերի կառավարման հնարավորությունները: Սա թույլ չի տալիս արդյունավետորեն բաշխել ռիսկերը տնտեսության տարբեր հատվածների միջև:

6. Հայաստանի կապիտալի շուկայի ներկա պայմաններում պետությունը պետք է առաջնորդող դեր կատարի և տարբեր գործիքների միջոցով խթանի կապիտալի շուկայի զարգացումը: Կառավարության առանցքային մարտահրավերների կազմում պետք է ընդգծվի կապիտալի շուկայի այնպիսի գործիքների ստեղծումը, որոնք կապահովեն երկրում ձևավորված խնայողությունների ներդրումը տնտեսության իրական հատվածում, թույլ կտան բնակչությանը (այդ թվում՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցով) մասնակցել երկրում իրականացվող ներդրումային ծրագրերին և ստանալ դրանցից եկամուտներ, որի շնորհիվ կապահովեն նաև տնտեսության ֆինանսավորման նոր գործիքների զարգացումը:

Կարևոր է, որ կապիտալի շուկայի զարգացման գործողություններն իրականացվեն համալիր կերպով՝ հաշվի առնելով, որ առանձին-առանձին իրականացնելու դեպքում շուկայի զարգացման վրա դրանց ազդեցությունը կարող է լինել շատ փոքր և ցանկալի արդյունք չտալ:

ԲԱԺԻՆ 3. ՇՈՒԿԱՅԻ ԱՌԱՋԱՐԿԸ: ԱՌԱՋԱՐԿՎՈՂ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ՇՈՒԿԱՆԵՐԸ

3.1. Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկա

7. Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան շարունակում է մնալ փոքր՝ չնայած բարենպաստ կարգավորման դաշտի առկայությանը և այս ոլորտում իրականացված մի շարք բարեփոխումների: 2020թ. հունվարի 31-ի դրությամբ թողարկողները 19-ն են, այդ թվում՝ 11-ը առևտրային բանկ, 4 վարկային կազմակերպություն, 3 իրական հատվածի ընկերություն և 1 միջազգային կազմակերպություն: Նույն պահի դրությամբ շրջանառվող կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման ընդհանուր ծավալը կազմում է մոտ 220 մլրդ ՀՀ դրամ, որի մոտ 78 %-ն արտահայտված է արտարժույթով (171 մլրդ ՀՀ դրամ), 22%-ը՝ ՀՀ դրամով (49 մլրդ ՀՀ դրամ):

8. Շուկայի ամենամեծ մասը բաժին է ընկնում ֆինանսական կազմակերպություն թողարկողներին: 2020թ. հունվարի 31-ի դրությամբ ունեն թողարկած և շրջանառության մեջ գտնվող 31 միլիարդ ՀՀ դրամի, 270 միլիոն դոլարի և 18 միլիոն եվրոյի պարտատոմսեր: Մի շարք բանկեր ունեն նաև միջազգային ֆինանսական կառույցներից: Վարկային կազմակերպությունները վերջին տարիների ընթացքում սկսել են ակտիվություն դրսևորել կապիտալի շուկայում. 2020թ. հունվարի 31-ի դրությամբ թողարկած և շրջանառության մեջ գտնվող 12 մլրդ ՀՀ դրամի և մոտ 5 միլիոն դոլարի պարտատոմսեր ունեն:

9. 2019 թվականին իրական հատվածը վերսկսեց կապիտալի շուկայի միջոցով ֆինանսական միջոցների հավաքագրումը: Ֆինանսական ճգնաժամից հետո դադարեցվել էր կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումը իրական հատվածի կողմից, որը հիմնականում պայմանավորված է վստահության գործոնով, ինչպես նաև բանկային վարկերի մատչելիությամբ: Կենտրոնական բանկի և իրական հատվածը ներկայացնող մի քանի ընկերությունների միջև բանակցությունները *խթանեցին նրան*, որ իրական հատվածի 3 խոշոր ընկերություն 2019թ-ի ընթացքում իրականացրեցին 7 թողարկում՝ 4,2 մլրդ ՀՀ դրամ և 63 մլն դոլար ընդհանուր ծավալով:

10. Եվրոպարտատոմսերի շուկայում ձեռքբերում նույնպես կա: 2013թ. սկսած սուվերեն եվրոպարտատոմսերի թողարկումները իրենց դրական ազդեցությունը թողեցին մասնավոր հատվածի կազմակերպությունների կողմից միջազգային շուկաներից ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու տեսանկյունից՝ հաշվի առնելով, որ, ընդհանուր առմամբ, օտարերկրյա ներդրողները սուվերեն եվրոպարտատոմսերը դիտարկում են որպես ուղենիշ՝ Հայաստանում ներդրումների ռիսկայնությունը գնահատելու համար: Սա ամրապնդվում է Հայաստանի առևտրային բանկերից 1-ի՝ Արդշինբանկի կողմից հաջողությամբ իրականացված եվրոպարտատոմսերի 3 թողարկումներով: Առաջին թողարկումն իրականացվեց 2014 թ-ին 75 միլիոն ԱՄՆ դոլարի ծավալով, որը գնանշվում է

Վիեննայի ֆոնդային բորսայում: Երկրորդ թողարկումը տեղաբաշխվեց 2015 թ.-ին՝ 100 միլիոն ԱՄՆ դոլար ծավալով, 12% արժեկտրոնի եկամտաբերությամբ: Ba3 (ըստ Moodys-ի) և B+ (ըստ Fitch-ի) վարկանիշ ստացած եվրոպարտատոմսերի 3-րդ թողարկումը տեղի ունեցավ 2020թ. հունվարին՝ 300 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով, 5 տարի մարման ժամկետով, եկամտաբերությունը՝ 6.5%: Երկրորդ և երրորդ թողարկումները ցուցակված են Իռլանդիայի ֆոնդային բորսայում: Ի դեմս Արդշինբանկի՝ Հայաստանի առաջին մասնավոր կազմակերպության կողմից իր պարտատոմսերի տեղաբաշխումը կապիտալի միջազգային շուկաներում կարևոր քայլ է ոչ միայն բանկի, այլև Հայաստանի համար, քանի որ նպաստում է միջազգային ֆինանսական քարտեզում ՀՀ մասնավոր ընկերությունների դիրքավորմանը:

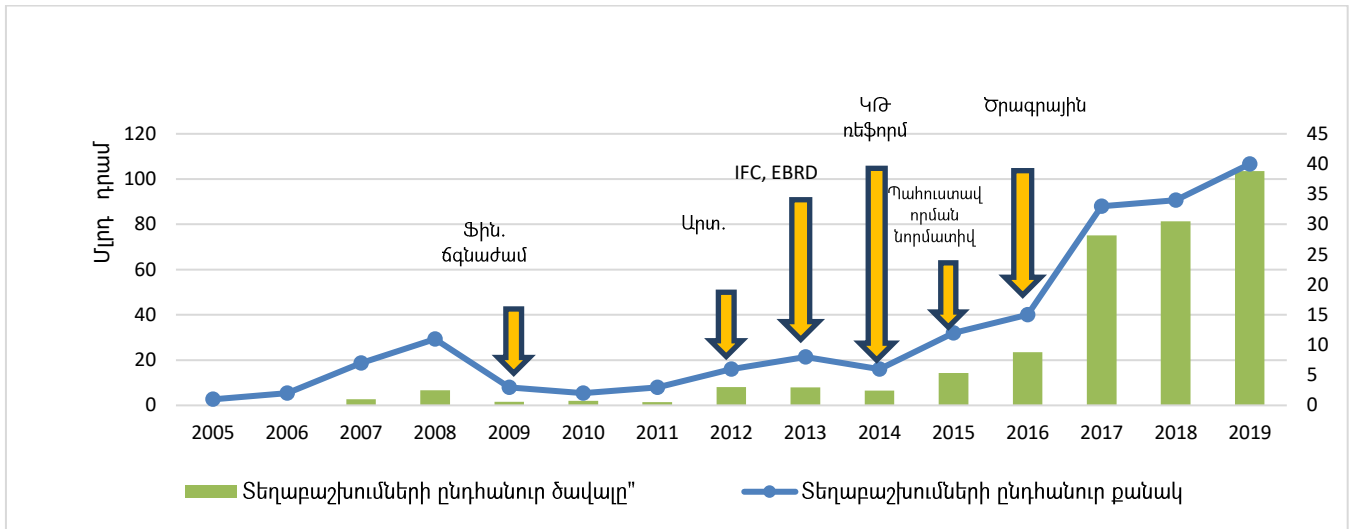
11. Նոր պարտքային գործիքների՝ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի և ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի առաջին տեղաբաշխումները տեղի ունեցան վերջին տարիների ընթացքում, սակայն թողարկումները դեռևս շարունակություն չունեն: Մասնավորապես՝ 2015թ. ՀՀ-ում առաջին անգամ թողարկվեցին ակտիվներով ապահովված արժեթղթեր, որոնց համար որպես ապահովություն հիմք հանդիսացան 5 վարկային կազմակերպություններից ձեռք բերված թվով մոտ 600 հատ ՓՄՁ, գյուղատնտեսական և սպառողական վարկեր՝ 1.2 մլրդ ՀՀ դրամ ընդհանուր ծավալով: Իսկ 2017թ.-ին վարկային կազմակերպության կողմից իրականացվեց ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի առաջին թողարկումը:

12. Չնայած ներկայիս դեռևս փոքր ծավալին՝ 2012 թվականից սկսած կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումները սկսել են շարունակաբար աճել: Նման դրական տենդենցն այս ոլորտում իրականացված մի շարք միջոցառումների արդյունք է, այդ թվում՝ արտարժույթային պարտատոմսերի թողարկման թույլտվությունը (2012թ.), միջազգային կազմակերպությունների կողմից դրամային պարտատոմսերի թողարկման նախաձեռնությունը³, պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներդրումը (2014թ.), արտարժույթային երկարաժամկետ թողարկումները խրախուսելու նպատակով բանկերի պահուստավորման արտոնյալ դրույքի սահմանումը մինչև 0% (2015թ.), ծրագրային ազդագրով թողարկումներ իրականացնելու իրավական նախապայմանների ապահովումը (2016թ.), ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի և ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկումների գծով իրականացված միջոցառումները, ինչպես նաև կապիտալի շուկայի ենթակառուցվածքի բարելավման ուղղությամբ կատարված աշխատանքները (2016թ. Clearstream-ի հետ համագործակցությունը):

Այս բոլոր միջոցառումների դրական արդյունքն եղավ այն, որ 2019թ. ընթացքում տեղաբաշխված պարտատոմսերի ընդհանուր ծավալը կազմեց մոտ 105 մլրդ ՀՀ դրամ (40 թողարկում)՝ 2012 թ.-ի 7,4 մլրդ ՀՀ դրամի (6 թողարկում) համեմատ (Գծ. 1.):

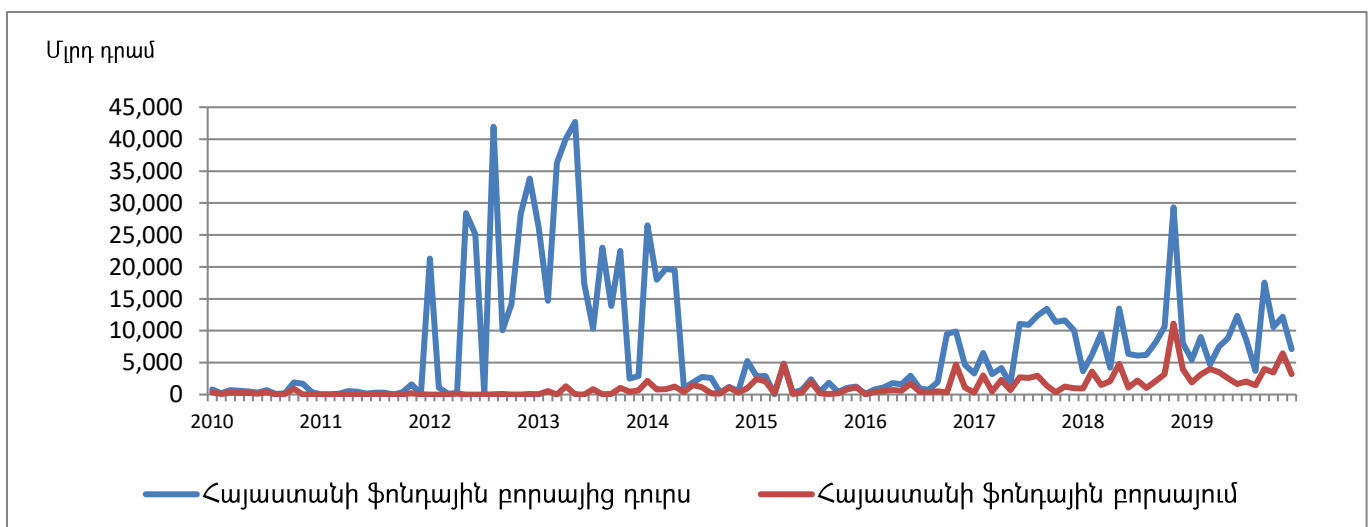
³ Միջազգային ֆինանսական կորպորացիան (IFC) իրականացրեց 1 թողարկում՝ 2 մլրդ դրամ ծավալով 2013 թ., Վերակառուցման և զարգացման եվրոպական բանկը (EBRD)՝ 4 թողարկում՝ 8 մլրդ դրամ ընդհանուր ծավալով, Սևծովյան առևտրի և զարգացման բանկը (BSTDB)՝ 1 թողարկում՝ 2 մլրդ դրամ ծավալով 2017թ.:

Գծ. 1. Կորպորատիվ պարտատոմսերի տեղաբաշխումների քանակը և ծավալը⁴



13. Կորպորատիվ պարտատոմսերի երկրորդային շուկան բնորոշվում է ցածր իրացվելիությամբ: Վերջին 2 տարվա ընթացքում որոշակի դրական շարժ է նկատվում երկրորդային շուկայում (Գծ.2.), սակայն ծավալները դեռևս չափազանց փոքր են: 2019թ.-ի ընթացքում պարտատոմսերի ընդհանուր երկրորդային շրջանառությունը կազմել է 145 մլրդ ՀՀ դրամ (պարունակում է կրկնահաշվարկ), որը կազմում է արժեթղթերով երկրորդային ընդհանուր շրջանառության 14%-ը: Ընդ որում՝ կնքված գործարքների 26%-ը (37մլրդ դրամ) իրականացվել է Հայաստանի ֆոնդային բորսայում, իսկ մնացած 74%-ը (108 մլրդ դրամ)՝ բորսայից դուրս:

Գծ. 2. Կորպորատիվ պարտատոմսերի առքուվաճառքի ծավալները (ամսական)⁵



14. Կորպորատիվ պարտատոմսերով ռեալ շուկան գրեթե բացակայում է: Թեև 2018 թվականից սկսած շուկան գրոյական վիճակից աննշան տեղաշարժվել է, այնուամենայնիվ,

⁴ Աղբյուրը՝ ԿԲ

⁵ Աղբյուրը՝ ԿԲ

2019թ. ընթացքում իրականացված գործառնությունների ամբողջ ծավալը կազմել է 1.25 տրլն ՀՀ դրամ (որոշակի կրկնահաշվարկով) կամ ռեպո գործարքների ընդհանուր շրջանառության ընդամենը 5%-ը:

3.2. Բաժնետոմսերի շուկա

15. Բաժնային արժեթղթերի թողարկումները գրեթե բացակայում են: 2019թ. ընդամենը մեկ թողարկում է իրականացվել 320 320 000 ՀՀ դրամ ծավալով, իսկ 2018թ.՝ արտոնյալ բաժնետոմսերի 2 թողարկում՝ 6,369,000,000 անվանական արժեքով: Այսպիսով, 2015-2019 թվականներին թողարկողների քանակը եղել է սահմանափակ, իսկ թողարկման ծավալները տատանվել են: (Աղյուսակ 2.):

Աղյուսակ 2. Բաժնետոմսերի թողարկումները 2015-2019 թթ.⁶

Թողարկման տարեթիվ	Թողարկումների քանակը	Թողարկման ծավալը անվանական արժեքով (ՀՀ դրամ)	Թողարկման ծավալը տեղաբաշխման արժեքով (ՀՀ դրամ)
2015	2	2,491,675,000	8,335,040,000
2016	4	6,083,121,600	17,022,003,780
2017	1	2,416,150,000	8,500,000,000
2018	2	6,369,000,000	6,369,000,000
2019	1	320,320,000	320,320,000

16. Բաժնային արժեթղթերի երկրորդային շուկան նույնպես պասիվ է: 31.01.2020թ. դրությամբ Հայաստանի ֆոնդային բորսայում ընդամենը 10 ընկերություն է ցուցակված, իսկ շուկայի կապիտալիզացիան մոտ 149 մլրդ դրամ է: Շուկայի իրացվելիությունը չափազանց ցածր է, և գնի որոշման համար առաջարկ/պահանջարկը որոշիչ դեր չունի: 2019թ. ընթացքում Հայաստանի ֆոնդային բորսայում իրականացված բաժնետոմսերով գործարքները կազմել են ընդամենը 2,1 մլրդ ՀՀ դրամ:

⁶ Աղբյուրը՝ ԿԲ

3.3. Կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաների զարգացման հնարավորությունները

17. Հեռանկարային և աճի պոտենցիալ ունեցող պետական և մասնավոր ընկերությունները, ենթակառուցվածքային ներդրումային նախագծերը, ընդհանուր առմամբ, հասանելի չեն հանրությանը՝ դրանցում ներդրումների իրականացման (այդ թվում՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցով) և եկամուտների ստացման տեսանկյունից: Պատճառն այն է, որ առկա են որոշակի գործոններ, որոնք մինչ այժմ հետ են պահել այս կազմակերպություններին կապիտալի շուկա դուրս գալ: Մասնավորապես՝ կապիտալի շուկայի վերաբերյալ իրազեկվածության պակասը, թափանցիկ գործելաոճից խուսափումը, սեփական ընկերության նկատմամբ հսկողությունը կորցնելու «վախը», ֆինանսական վերլուծություն կատարելու անկարողությունը, ներդրումային բանկային ծառայությունների թերզարգացվածությունը, ինչպես նաև միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների ֆինանսավորման հասանելիությունը:

18. Այս ամենին զուգահեռ առկա են մի շարք հնարավորություններ, որոնց օգտագործումը կարող է նախադրյալներ ստեղծել ընկերությունների մուտքը դեպի կապիտալի շուկա խթանելու, ուստի՝ ներդրումային հնարավորությունները ընդլայնելու և տնտեսության զարգացումը ֆինանսավորելու համար: Այդ հնարավորությունների կազմում առանձնանում են դրական մակրոտնտեսական միջավայրը կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների ներկայությունը՝ որպես երկարաժամկետ և խոշոր ներդրողներ, մեծ սփյուռքը, օտարերկրյա ներդրողների կողմից Հայաստանի կապիտալի շուկայի նկատմամբ հետաքրքրության առկայությունը և, ի վերջո, օտարերկրյա ինստիտուցիոնալ ներդրողների առկայությունը:

19. Առկա պոտենցիալը հաշվի առնելով՝ պետք է նախաձեռնել հստակ, բազմակողմանի և համախմբված գործողություններ՝ նոր թողարկողների մուտքը կապիտալի շուկա խրախուսելու համար: Շատ կարևոր է, որ այդ գործիքները բավարարեն կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների պահանջներին: Կապիտալի շուկայի զարգացման առաջնային մարտահրավերների կազմում պետք է շեշտադրել հնարավորինս կարճաժամկետ հատվածում հաջողությունների պատմության ձևավորումը: Հետևաբար, մեզ անհրաժեշտ է նախևառաջ խրախուսել այն ընկերությունների կողմից թողարկումները, որոնք դրական արդյունք ապահովելու առավել մեծ պոտենցիալ ունեն, ներառյալ՝ առողջ են, կայուն, եկամտաբեր և հայտնի են ներդրողների շրջանակում: Սա կարևոր է նաև կապիտալի շուկայի զարգացման նախաձեռնության հեղինակությունը և ներդրողների հետաքրքրվածությունը կապիտալի շուկայի նկատմամբ բարձրացնելու տեսանկյունից:

20. Պարտատոմսերի կամ բաժնետոմսերի հիմնական պոտենցիալ թողարկողների կազմում կարող են ընդգրկվել.

- ա) Ենթակառուցվածքային ընկերությունները և խոշոր համայնքները՝** որպես պետական-մասնավոր համագործակցության շրջանակներում համապատասխանաբար ենթակառուցվածքային և համայնքային պարտատոմսերի թողարկող,
- բ) Պետական մասնակցությամբ ընկերությունները՝** որպես բաժնային արժեթղթերի թողարկողներ ֆոնդային բորսայի միջոցով մասնավորեցմամբ,
- գ) Մասնավոր հատվածը՝** որպես բաժնային և պարտքային գործիքների հրապարակային թողարկող,
- դ) Ֆինանսական հատվածը՝** որպես ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկող:

ա) Ենթակառուցվածքային ընկերությունների և խոշոր համայնքների կողմից պարտատոմսերի թողարկում

21. Խոշոր ենթակառուցվածքային ընկերությունները ամենահավանական պոտենցիալ թողարկողները կարող են լինել: Այս ընկերությունները մի կողմից ունեն ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու անհրաժեշտություն, մյուս կողմից՝ իրական հնարավորություն կապիտալի շուկայում երկարաժամկետ և էժան ռեսուրսների ներգրավման համար՝ հաշվի առնելով ներդրողներին հայտնի լինելու գործոնը, համեմատաբար կայուն ապագա դրամական հոսքեր և եկամուտ ապահովելու հնարավորությունը:

22. ՀՀ ենթակառուցվածքը բարելավման կարիք ունի: Համաձայն Համաշխարհային տնտեսական ֆորումի կողմից 2019թ. հրապարակած տվյալների՝ Հայաստանը ենթակառուցվածքի որակով 141-ի երկրների կազմում գտնվում է 60-րդ տեղում (ընդ որում՝ ճանապարհների որակով, էլեկտրականության մատակարարմամբ և ջրամատակարարմամբ գտնում է համապատասխանաբար 91-րդ, 71-րդ և 59 տեղերում): Խնդրահարույց է նաև արտաքին աշխարհի հետ կապը, որն ազդում է առևտրի և լոգիստիկայի վրա (2018 թ. վերջին դրությամբ Logistics Performance Index-ում ՀՀ-ն 92-րդն է 160-ից): Այս պայմաններում ենթակառուցվածքային բարեփոխումների համար խոշոր և երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների անհրաժեշտությունն ակնհայտ է՝ հաշվի առնելով նաև, որ ենթակառուցվածքների որակն առանցքային դեր է կատարում երկրի տնտեսական աճի ապահովման գործում, ինչպես նաև հանդիսանում է միջազգային մրցունակության հիմնական որոշիչ:

23. Վերջին տասնամյակներում մասնավոր հատվածն ակտիվորեն ներգրավված էր Հայաստանի ենթակառուցվածքի բարելավման գործում: Խոսքը մեծապես վերաբերում է մասնավոր ընկերության կողմից Հայկական էլեկտրական ցանցերի (ՀԷՑ-ի) բաժնետոմսերի գնմանը, Զվարթնոց միջազգային օդանավակայանը կոնցեսիոն կառավարման հանձնմանը,

Որոտան հիդրոէլեկտրակայանների համալիրների մասնավորեցմանը: Ընդ որում՝ մինչ այժմ նման գործարքների առնվազն մի մասը ֆինանսավորվել են պետական երաշխիքով փոխառությունների կամ բանկային վարկերի ներգրավմամբ: Վերջին շրջանում նաև օգտագործվում է միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների ֆինանսավորումը:

24. Ենթակառուցվածքների գործող ֆինանսավորման եղանակները խնդրահարույց են, մասնավորապես՝

- 1) Պետությունն ունի սահմանափակ հնարավորություն՝ հաշվի առնելով, որ պետական պարտքը գերազանցում է ՀՆԱ 50%-ը:
- 2) Ենթակառուցվածքային նախագծերի ֆինանսավորման համար պահանջվում է երկարաժամկետ և խոշորաձավալ ֆինանսական միջոցներ, սակայն բանկերը հակված չեն երկարաժամկետ և խոշոր վարկավորում տրամադրել (առկա է նաև որոշակի նորմատիվային սահմանափակում): 2019թ. ընթացքում բանկային համակարգի կողմից իրավաբանական անձանց տրամադրված 5 տարի և ավել ժամկետայնությամբ վարկերը կազմում են ընդամենը 334 մլրդ դրամ, ինչը կազմում է նույն ժամանակահատվածում իրավաբանական անձանց տրամադրված ընդհանուր վարկերի (1 տրլն, 966 մլրդ դրամ) ընդամենը 17%: Նման ցուցանիշը հնարավորություն է տալիս եզրահանգել, որ ենթակառուցվածքային ոլորտում բանկերի կողմից իրականացվող երկարաժամկետ վարկավորումը փոքր ծավալ է կազմել:
- 3) Ինչ վերաբերվում է միջազգային ֆինանսավորող կազմակերպությունների կողմից նման ընկերություններին տրամադրվող «էժան» վարկավորմանը, ապա այդպիսի վարկերը երկար ժամկետում թվացյալ «էժան» վարկեր են: Համեմատական վերլուծության արդյունքները ցույց են տալիս, որ

— Միջազգային կազմակերպությունների վարկերի էֆեկտիվ տոկոսադրույքը ներառում է LIBOR լողացող տոկոսադրույքի ռիսկը, արտարժույթային ռիսկը և վարկի սպասարկման վճարը: Արդյունքում վարկի տոկոսադրույքը (7,97%) ⁷ գրեթե հավասարվում է ՀՀ շուկայում թողարկված պարտատոմսերի եկամտաբերությանը (7,8%)⁸:

— Միջազգային կազմակերպությունները մասնավոր ընկերություններին ֆինանսավորում տրամադրելիս սահմանում են մի շարք պայմաններ/կովենանտներ,

⁷ LIBOR-ին գումարվող մարժան՝ 0,75%, տոկոսադրույքային ռիսկի զսպման համար կնքվող 10 տարի ժամկետայնությամբ տոկոսադրույքային սվոփի գինը՝ 1,62% է (աղբյուրը՝ Bloomberg), արտարժույթի ռիսկի զսպման գինը՝ տարեկան միջինում 4,6%, վարկի սպասարկման տարեկան վճարը՝ մոտ 1% :

⁸ Հաշվարկները ցույց են տալիս, որ 6 ամսանոց LIBOR տոկոսադրույքի հիման վրա կնքված սվոփ տոկոսադրույքն աճի միտում ունի: Վերջինիս 0,17% աճը կամ արտարժույթի ռիսկի 0,17% աճը կհավասարեցնի միջազգային կազմակերպություններից վերցրած վարկերի և դրամով թողարկված պետական պարտատոմսերի տոկոսները: Բացի այդ վարկի մարումների պարբերականությունը ավելի արագ է, որի պատճառով նույն ժամկետն ունեցող վարկի դյուրացիան (ժամկետայնությունը) ավելի կարճ է, քան պարտատոմսի ժամկետայնությունը: Եթե համեմատենք նույն դյուրացիա ունեցող պարտատոմսն ու վարկը, ապա վարկը 0,53 տոկոսային կետով ավելի թանկ է ստացվում

որոնք ընկերությունների գործունեության համար լուրջ սահմանափակումներ են նախատեսում:

— Եվ ի վերջո, ենթակառուցվածքային նախագծերը պետք է ֆինանսավորվեն տեղական արժույթով՝ հաշվի առնելով, որ նախագծերից հոսքերը ՀՀ դրամով են:

25. Անհրաժեշտ է հետևողական քայլեր նախաձեռնել միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների վարկերով ֆինանսավորումը կայուն, երկարաժամկետ ՀՀ դրամով արտահայտված ներքին խնայողություններով ֆինանսավորմամբ (այդ թվում՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցով) փոխարինելու համար: Նման վարկերի միջոցով ֆինանսավորումը դուրս է մղում խոշոր ընկերություններին կապիտալի շուկայից՝ որպես պոտենցիալ թողարկողներ: Մասնավորապես՝ ԵՄ դրամաշնորհները, որոնք տրվում են ենթակառուցվածքների բարելավման գծով ՎԶԵԲ-ի կամ այլ միջազգային ֆինանսական կառույցների կողմից, կարող են օգտագործվել որպես բաժնային կապիտալ և պարտատոմսերի (ներառյալ համայնքային պարտատոմսերի) թողարկման համար երաշխիք, որը հիմք կարող է հանդիսանալ մի քանի անգամ ավելի մեծ ծավալով ներդրումների ներգրավման համար: Բացի այդ, կապիտալի շուկայի գործիքների օգտագործումը կարող է հնարավորություն տալ ընկերություններին անընդհատ վերաֆինանսավորել պարտքը՝ նվազեցնելով պարտքի բեռը և ծախսատարությունը:

26. Ապագա դրամական հոսքերի հիման վրա ենթակառուցվածքների նախագծային ֆինանսավորումը կապիտալի շուկայի միջոցով կարող է խնդրի լուծման օպտիմալ տարբերակ դառնալ: Կապիտալի շուկայի կոմպոնենտի կիրառումը ոչ միայն հնարավորություն կտա հանրությանը մասնակցել ենթակառուցվածքային նախագծերի ֆինանսավորմանը և դրանցից ստացվող եկամուտներին, այլև թույլ կտա ներգրավել լայն շրջանակի ներդրողներ (բազմաղբյուր ֆինանսավորում), ավելի արագ կառուցել ենթակառուցվածքները, փոխադարձ հսկողության շնորհիվ մեծացնել ծառայությունների որակը, օպտիմալացնել ծախսերը, դիվերսիֆիկացնել ներդրողների ռիսկերը, և նախագծերի կառավարումը այլ ներդրողների համար դարձնել առավել հասկանալի: Այս բոլորը բարենպաստ նախապայմաններ են տեղական և օտարերկրյա ներդրողների լայն բազա ձևավորելու համար: Ընդ որում՝ միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ նախագծային ֆինանսավորմամբ ենթակառուցվածքային խոշոր պրոյեկտներ հաջողությամբ իրականացվում են նաև փոքր և տնտեսապես թույլ զարգացած երկրներում (օրինակ՝ Nam Theun 2 dam, Լաոս): Ընդ որում՝ պոտենցիալ ենթակառուցվածքային նախագծեր կարող են լինել քաղաքային տրանսպորտային համակարգի վերակառուցումը, ջրամբարաշինությունը, էներգետիկայի ոլորտի բարելավումը, ճանապարհաշինությունը, օդանավակայանի բարելավումը և այլն:

27. Նախագծային ֆինանսավորման համար կրիտիկական նշանակություն ունի ճիշտ պլանավորումը: Այս փուլում կարևոր է նաև հեղինակավոր պրոֆեսիոնալ խորհրդատուի ներգրավումը, որը կիրականացնի շուկայի հնարավորությունների ուսումնասիրությունը, ֆինանսավորման կառուցվածքի առաջարկությունը, թողարկման կազմակերպումը և ֆինանսավորման ներգրավումը:

28. Խոշոր համայնքների կողմից պարտատոմսերի թողարկումը կարող է լինել քաղաքային ենթակառուցվածքների ֆինանսավորման հիմնական գործիք: Համայնքների կողմից իրենց պարտավորությունները պատշաճ կատարելու դեպքում հիմքեր կստեղծվեն ներդրողների լայն շրջանակի ձևավորման և յուրաքանչյուր ներդրողի ներդրումային ծավալի աստիճանաբար մեծացման համար: Սա հնարավորություն է արդեն իսկ թողարկած պարտատոմսերն առավել բարենպաստ պայմաններով վերաֆինանսավորելու, ինչպես նաև այլ ենթակառուցվածքային նախագծերի նպատակով հետագայում խոշոր ներդրումներ ներգրավելու համար: Որպես ամենամեծ քաղաք՝ Երևանը համայնքային պարտատոմսերի ամենահավանական թողարկողն է՝ դիտարկելով մի շարք դրական գործոնների առկայությունը՝

- Fitch-ի կողմից Երևան քաղաքին շնորհված վարկանիշը (B+, դրական),
- ներդրողների լայն բազա ապահովելու հնարավորությունը: Երևանն ունի մոտ 1 մլն բնակչություն: Քաղաքացիները ուղղակիորեն առնչվում են քաղաքապետարանի նախագծերի հետ (տրանսպորտ, կայանատեղիներ, վերելակներ և այլն), հետևաբար կրկնակի հետաքրքրություն կունենան, եթե կարողանան սեփական խնայողություններով բարձրացնել ծառայությունների որակը և միաժամանակ ստանալ եկամուտ,
- ինստիտուցիոնալ ներդրողների կարողությունը (բանկեր, ներդրումային և կենսաթոշակային ֆոնդեր, օտարերկրյա ներդրողներ): Կենսաթոշակային ֆոնդերը, արդեն իսկ, արտահայտել են իրենց պատրաստակամությունը համայնքային պարտատոմսերում ներդրումներ կատարելու վերաբերյալ,
- քաղաքային տրանսպորտի ֆինանսավորման նոր մոտեցումներ են անհրաժեշտ, գործող մոդելով հնարավորությունները առավել սահմանափակ են: Դրամաշնորհների և կառավարության կողմից տրամադրվող աջակցությունը պետք է օգտագործել այլ ներդրողների ներգրավման համար, որի արդյունքում Երևան քաղաքը կարող է ինքնուրույն կրել քաղաքային ենթակառուցվածքների ֆինանսավորման բեռի զգալի մասնաբաժինը:

29. Ինչ վերաբերում է փոքր համայնքներին, ապա անհրաժեշտ է ներդնել արդյունավետ մեխանիզմներ՝ դրանց կողմից համայնքային պարտատոմսերի թողարկումը հնարավոր դարձնելու համար: Համայնքային պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը կարող է սահմանափակվել համայնքների չափերով: Հայաստանում փոքր, սահմանափակ հնարավորություններով համայնքների թիվը մեծ է: Համայնքների փոքր չափսը համայնքների պարտատոմսերի թողարկումն անհնարին է դարձնում և սահմանափակում է համայնքների զարգացման ծրագրերի իրականացումը: Այլ երկրներում այս խնդրի լուծումը ենթադրում է համայնքային պարտատոմսերի հավաքական թողարկման կառույցի ստեղծումը: Այդ կառույցն, ըստ էության, պարտատոմսեր է թողարկում անդամ համայնքների անունից: Որոշ երկրներում նման կառույցների կողմից թողարկվող պարտատոմսերը հանդիսանում են պարտատոմսերի շուկայի կարևոր մաս և նպաստում են

շուկայի իրացվելիության խորացմանը: Փոքր համայնքների կողմից համայնքային պարտատոմսերի միասնական թողարկումները խթանելու համար դրական նախապայման կարող է լինել նաև երաշխավորման մեխանիզմների ներդրումը:

30. Համայնքային պարտատոմսերի թողարկման համար անհրաժեշտ է որոշակի աշխատանքներ տանել իրավական դաշտի կատարելագործման ուղղությամբ, ինչպես նաև բարելավել համայնքների հաշվետվողականությունն ապահովող գործընթացները: Թեև «Բյուջետային համակարգի մասին» ՀՀ օրենքը, «Տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենքը և «Երևան քաղաքում տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենքը սահմանում են հնարավորություն համայնքների կողմից պարտատոմսերի թողարկելու համար, սակայն անհրաժեշտ ենթաօրենսդրական ակտերը բացակայում են: Տեղական ինքնակառավարման մարմիններում ֆինանսական կառավարման ցածր կարողությունները, համակարգի իրավական և ինստիտուցիոնալ բացերն և թերզարգացվածությունը սահմանափակում են իրենց հնարավորությունները ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուրները կիրառելու հարցում:

31. Միջազգային փորձը վկայում է, որ ճիշտ կառուցված՝ երաշխիքային և (կամ) ապահովագրական մեխանիզմներով համայնքային պարտատոմսերի թողարկումները գրավիչ են կենսաթոշակային ֆոնդերի և այլ ինստիտուցիոնալ ներդրողների համար, որոնք նպատակ ունեն դիվերսիֆիկացնել իրենց երկարաժամկետ ներդրումները:

բ) Պետական մասնակցությամբ ընկերությունների կողմից բաժնային արժեթղթերի թողարկումներ՝ ֆոնդային բորսայի միջոցով մասնավորեցմամբ

32. Պետական մասնակցությամբ ընկերությունները կարող են պոտենցիալ թողարկողներ լինել բաժնետոմսերի կարգավորվող շուկայում և դրանով իսկ ապահովել մի շարք դրական արդյունքներ: Արժեթղթերի ցուցակման եղանակով ընկերությունների մասնավորեցումը պետք է հաջորդի բաժնետոմսերի շուկայի իրացվելիության աճին: Բորսայի միջոցով մասնավորեցումից ստացված միջոցները մի կողմից կօգնեն ընկերություններին ոչ պարտքային հիմունքներով իրենց զարգացումները ֆինանսավորելու հարցում: Մյուս կողմից՝ ֆոնդային բորսա մուտք գործելը հնարավորություն կընձեռի բացահայտել այդ ընկերությունների իրական շուկայական արժեքը, որն էլ, իր հերթին, կարող է վերականգնել ներդրողների վստահությունը և, հետևաբար, նպաստել ներդրումների ընդլայնմանը: Պետական ընկերությունների թողարկումները կարող են ոգևորել նաև մասնավոր հատվածին կարճաժամկետ հատվածում կապիտալի շուկա մուտք գործելու տեսանկյունից: Սա ազդակ կարող է հաղորդել, որ շուկան ունակ է թողարկումներ կլանել, իսկ կարգավորման համակարգը «փորձարկված է և աշխատող»:

33. Առաջնային խնդիրը մասնավորեցվող ընկերությունների ընտրությունն է, քանի որ գոյություն չունեն հստակ սահմանված չափանիշներ: Ընկերությունների ընտրությունը պետք է համապատասխանի պետական գույքի մասնավորեցման և կոնկրետ ոլորտի զարգացման առնչությամբ ՀՀ կառավարության ռազմավարությանը: Որպես կանոն, պետություններն առաջնորդվում են իրենց երկրի համար ավելի արդյունավետ ընտրության սկզբունքով: Օրինակ, պետական բյուջեից առավել մեծ բաժին ունեցող շահառուների նվազեցման սկզբունքից ելնելով՝ որոշ երկրներում առաջնային կարգով մասնավորեցվում են բժշկական հաստատությունները: Կարող է առավել եկամտաբեր ընկերություններին տրվի նախապատվություն՝ արտաքին ներդրումներն առավել խրախուսելու համար: Այլ երկրների փորձն ուսումնասիրելով կարելի է փաստել, որ նախապատվությունը տրվում է ավելի մեծ և հետագայում շահութաբեր կազմակերպություններին: Մինչդեռ ավելի փոքր կազմակերպությունների համար ստեղծվում են հավաքական ֆոնդեր/հոլդինգներ, որոնք ենթադրում են նրանց միասնական մուտքը արժեթղթերի շուկա և ազատում ընկերություններին գործառնական ծախսերից՝ ավելի դյուրին դարձնելով միասնական կառավարման համակարգը:

34. Հայաստանյան շուկայի վերլուծության արդյունքները ցույց են տալիս, որ առնվազն 4-5 պետական մասնակցությամբ ընկերություն կարող են թիրախ դառնալ՝ որպես ֆոնդային բորսայի միջոցով կարճաժամկետ հատվածում մասնավորեցվող ընկերություն: Հայաստանի 17 պետական մասնակցությամբ ընկերությունների (բժշկական հաստատություններ, ջրամատակարարման և ջրահեռացման ոլորտը, փոստային կապի, էներգետիկայի, արդյունաբերության, տրանսպորտի ոլորտը ներկայացնող ընկերություններ) ֆինանսատնտեսական և կառավարչական ցուցանիշների վերլուծության արդյունքում կազմակերպությունները խմբավորվել են՝ ըստ մասնավորեցման նպատակահարմարության: Պարզվել է, որ դրանց մի մասը⁹ ֆինանսապես առողջ է, ունի կայուն եկամտային հոսքեր՝ ոլորտում առկա մրցակցության և որոշ ընկերությունների դեպքում նաև պետության հետ համագործակցության շնորհիվ: Ընկերությունների մյուս մասի մասնավորեցումն անհրաժեշտ է իրականացնել աստիճանաբար՝ շուկայի սահմանափակ տարողունակության և որոշ ընկերությունների դեպքում կառուցվածքային փոփոխությունների անհրաժեշտության պատճառով (օրինակ, «Հայփոստ» ՓԲԸ):

35. Պետական մասնակցությամբ ընկերությունների մասնավորեցումը ֆոնդային բորսայի միջոցով կարելի է կազմակերպել մի քանի եղանակով.

- Առանձին ընկերությունների բաժնետոմսերի վաճառք
- հավաքագրել բոլոր ընկերություններին մեկ ֆոնդի կամ հոլդինգի մեջ և միասնական կերպով գնալ արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխման (IPO),
- խմբավորել ընկերությունները՝ ըստ ոլորտի (առողջապահական, ենթակառուցվածքային և այլն) և մասնավորեցնել այդ հոլդինգային ընկերությունների բաժնետոմսերը,

⁹ Կ. Դեմիրճյանի անվան Երևանի մետրոպոլիտեն, «Սուրբ Աստվածամայր ԲԿ» ՓԲԸ, «Սրտաբանության գիտահետազոտական ինստիտուտ» ՓԲԸ, «Նորք Մարաշ ԲԿ» ՓԲԸ, «Բարձրավոլտ էլեկտրական ցանցեր» ՓԲԸ, «Հարավկովկասյան երկաթուղի» ՓԲԸ

Լիարժեք մասնավորեցման կազմակերպման բարդությունների պարագայում կարելի է դիտարկել նաև մասնակի մասնավորեցումը կամ փոխարկվող պարտատոմսերի թողարկումը: Նպատակահարմար է քննարկել նաև կոնցեսիոն կառավարման տրված ընկերությունների բաժնետոմսերի մի մասի՝ ֆոնդային բորսայի միջոցով մասնավորեցման հարցը:

գ) Մասնավոր հատվածի կողմից բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի թողարկումներ

36. Խոշոր մասնավոր ընկերություններն ավելի մեծ հնարավորություններ ունեն կապիտալի շուկա դուրս գալու և կարճաժամկետ հատվածում հաջողության պատմություն ձևավորելու համար: Պետությունը պետք է համագործակցի մասնավոր հատվածը ներկայացնող խոշոր կազմակերպությունների հետ՝ վերջիններիս կողմից կապիտալի շուկայի գործիքների օգտագործումը խրախուսելու ուղղությամբ: Խոշոր ընկերությունները հայտնի են հանրությանը, ունեն կայուն (կանխատեսելի) դրամական հոսքեր, որոնք էապես հեշտացնում են նրանց մուտքը կապիտալի շուկա:

37. Նման պոտենցիալ ունեցող մասնավոր ընկերությունների օրինակ կարող են լինել

- 1) խոշոր առևտրային ցանցերը և առևտրա-արդյունաբերական ընկերությունները.

Այս ընկերությունները վերջին տարիների ընթացքում հիմնականում գրանցել են բարձր ֆինանսական ցուցանիշներ, այդ թվում՝ կայուն եկամտաբերություն, բարձր իրացվելիություն, չմարած պարտավորությունների բացակայություն և այլն: Սրանց առավելությունը կայանում է նաև նրանում, որ այդ ընկերություններն արդեն հայտնի են հանրությանը, ինչն էապես կարող է կրճատել կապիտալի շուկա մտնելու ժամանակը և ծախսերը: Նման ընկերությունների դեպքում հնարավոր է բաժնետոմսերի մինչև 20%-ը ֆոնդային բորսայի միջոցով տեղաբաշխել հանրությանը:

- 2) խոշոր ենթակառուցվածքային ընկերությունները.

Մասնավորապես՝ «Հայաստանի էլեկտրական ցանցեր», «Բարձրավոլտ էլեկտրական ցանցեր», «Գազպրոմ Արմենիա» և նմանատիպ ընկերությունները: Այս ընկերություններն ունեն սակագնային կարգավորման համեմատաբար թափանցիկ համակարգ, ֆինանսական և տնտեսական պլանավորման բարձր մակարդակ, տեսանելի ապագայում բարձր եկամտաբերության հստակ սպասումներ, նաև հարաբերական կայունություն հնարավոր տնտեսական անկումների հանդեպ: Հանրությունից միջոցներ ներգրավելու դեպքում էապես կհեշտանա նաև հետագա սակագնային քաղաքականության իրականացումը:

38. Գործող մասնավոր ընկերությունը հրապարակային կապիտալի շուկա դուրս գալու համար կարող է կիրառել հետևյալ 2 մեթոդը.

- իրականացնել նոր թողարկում (օրինակ, կանոնադրական կապիտալի 20 տոկոսի չափով),
- արդեն իսկ թողարկված արժեթղթերի (առանց լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկման) մի մասը շուկա հանելով և ցուցակելով՝ ապահովել, այսպես կոչված, Free float (սա բաժնետոմսերի այն մասն է, որն ազատ շրջանառվում է շուկայում և չի պատկանում ընկերության խոշոր բաժնետերերին, ղեկավարությանը կամ նրանց հետ փոխկապակցված անձանց, այլ խոսքերով, պատկանում է մանր ներդրողներին՝ հանրությանը):

39. Մասնավոր հատվածի հետ սերտ հաղորդակցությունը կարևոր դեր ունի մասնավոր հատվածի մուտքը կապիտալի շուկա խրախուսելու համար: Կառավարության ջանքերը պետք է կենտրոնացնել հրապարակային կապիտալի շուկայի ընձեռած հնարավորությունների և առավելությունների վերաբերյալ մասնավոր հատվածին իրազեկելու շուրջ:

40. S&P-ի սուվերեն վարկանիշի ստացումը նախադրյալներ կարող է ստեղծել մասնավոր հատվածի ընկերությունների վարկանշման, հետևաբար կապիտալի շուկայի միջոցով էժան ֆինանսավորում գտնելու համար: Միջազգային վարկանիշի առկայությունը ոչ միայն կխթանի լոկալ ներդրողների կողմից տվյալ ընկերությունների գործիքներում ներդրումները, այլև լայն ճանապարհ կբացի արժեթղթերի միջազգային հեղինակավոր շուկաներում էժան և երկարաժամկետ կապիտալի ներգրավման համար:

41. Կազմակերպությունների փոքր լինելու փաստը սահմանափակում է միջազգային վարկանիշ ստանալու հնարավորությունը: Մինչ այժմ Հայաստանը վարկանիշ ստացել է Fitch և Moody's վարկանիշային կազմակերպությունների կողմից: Այս կազմակերպությունները վարկանիշ են տրամադրում նաև մասնավոր կազմակերպություններին, սակայն վերջիններիս չափանիշներին բավարարող կազմակերպությունների թիվը խիստ սահմանափակ է ՀՀ-ում: S&P վարկանիշային կազմակերպությունը, ի տարբերություն Fitch-ի և Moody's-ի, պատրաստակամություն է հայտնել նաև վարկանշել համեմատաբար փոքր կազմակերպություններին: Սակայն, այս դեպքում նպատակահարմար է նախ ունենալ S&P-ի սուվերեն վարկանիշ, քանի որ

- առանց S&P-ի սուվերեն վարկանիշի, մասնավոր կազմակերպության վարկանիշ ստանալու գինն իր մեջ ներառելու է նաև սուվերեն ռիսկի գնահատումը, հետևաբար, նաև ծախսերը: Ուստի՝ սուվերեն վարկանիշի ստացումը էապես կնվազեցնի մասնավոր հատվածի կազմակերպությունների համար վարկանիշի ստացման հետ կապված ծախսերը:
- Արժեթղթավորումների դեպքում S&P-ի վարկանշման ծախսերը էապես ավելի ցածր են Fitch-ի և Moody's-ի վարկանշման ծախսերի համեմատ: Պետք է հաշվի առնել, որ S&P-ի վարկանիշի բացակայության պատճառով էր, որ շարունակություն չունեցավ

վարկային կազմակերպությունների կողմից ՓՄՁ վարկերի արժեթղթավորման ծրագիրը, որը կյանքի էր կոչվել ԱՄՆ կառավարության 50 տոկոս երաշխիքային ծրագրի ներքո:

42. Ֆինանսական կազմակերպությունների շրջանակում տևական ժամանակ իրագործվում է միջազգային վարկանիշ ստանալու և դրա ներքո տեղական և միջազգային շուկաներում պարտատոմսեր թողարկելու ռազմավարությունը: Դա է պատճառը, որ հաջողություններն ավելի մեծ են ֆինանսական շուկայում, քան ոչ ֆինանսական կորպորատիվ հատվածում: Այս պահին 17 բանկերից 9-ը ունեն բարձր միջազգային վարկանիշ, որոնցից երեքը՝ Հայաստանի Հանրապետության սուվերեն վարկանիշին համապատասխանող վարկանիշ:

43. Միջազգային վարկանիշ ստանալու ուղղությամբ վերջին տարիների ընթացքում կատարված աշխատանքների փորձը ցույց է տալիս, որ հետևողական գործողությունները տալիս են ցանկալի արդյունք: Լավ օրինակ է Ջանգեզուրի պղնձամոլիբդենային կոմբինատի կողմից միջազգային վարկանիշի ձեռքբերումը և դրա հիման վրա 50 միլիոն դոլարից ավելի ծավալով պարտատոմսերի թողարկումը: Հայաստանի էլեկտրական ցանցերի (ՀԷՑ) հետ տևական քննարկումների և վերլուծությունների փոխանակման արդյունքում ընկերությունը նույնպես շարժվեց միջազգային վարկանիշ ստանալու և կապիտալի շուկա դուրս ուղղությամբ: Moody's ռեյտինգային ընկերությունը 2020թ. փետրվարի սկզբին հրապարակեց ՀԷՑ-ի ռեյտինգը՝ մեր երկրի սուվերեն ռեյտինգից մեկ նիշ բարձր (Ba2 վարկանիշ՝ «կայուն» կարգավիճակով): Այս պայմաններում ընկերության կողմից ի սկզբանե տեղական, այնուհետև միջազգային շուկաներում պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի թողարկումները իրատեսական են դառնում:

44. Ներկայիս աշխատանքներն անհրաժեշտ է շարունակել ոչ ֆինանսական կորպորատիվ հատվածում միջազգային վարկանիշի ստացման ուղղությամբ: Բավարար քանակով վարկանշված կազմակերպությունների ապահովման պարագայում միջազգային վարկանշային կազմակերպությունները հնարավոր է հաշվարկեն նաև տեղական վարկանիշ՝ միջազգային մեթոդաբանությամբ: Միջազգային վարկանիշները ընդլայնելու համար կարելի է նաև ներառել դրանք պետական աջակցության և գնումների պահանջներում:

45. Մասնավոր հատվածի կողմից թողարկումների իրականացմանը դրական ազդակներ հաղորդելու համար անհրաժեշտ է որոշակի խթանող գործիքների ներդրում: Հրապարակային ընկերությունները գտնվում են կարգավորման խիստ դաշտում՝ թափանցիկության, հաշվետվողականության, կորպորատիվ կառավարման ստանդարտների ներդրման առումով, ինչը ընկերությունների համար ենթադրում է կարգավորման մեծ ծախսեր: Այս պարագայում պոտենցիալ թողարկողների պահանջներին հնարավորինս համապատասխանող պետական աջակցության ծրագրերը կարող են

նվազեցնել մասնավոր ընկերությունների կապիտալի շուկայի մուտքի ծախսերը և բարձրացնել կապիտալի շուկայում թողարկումներ նախաձեռնելու գրավչությունը:

46. Կորպորատիվ կառավարման կանոնագրքի ընկերությունների կողմից գործածման ընդլայնումը կհանգեցնի ներդրողների վստահության ամրապնդմանը և գործարար միջավայրի բարելավմանը: Այդ գործընթացի իրականացմանը պետք է օժանդակի աջակցության ծրագիրը, ինչպես նաև պարտադիր կանոնների և դրույթների կիրառման ամրագրումը համապատասխան օրենքներում և այդ նորմերի կիրարկման ապահովման ինստիտուցիոնալ մեխանիզմների զարգացումը:

47. Կապիտալի շուկա մտնելիս թափանցիկ գործելու պահանջը հավանաբար ամենամեծ ապախթանն է բաժնային արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար: ՀՀ-ում ընկերությունները շարունակաբար գործել են ստվերում և ստվերից դուրս գալու ծախսերը կարող են գնահատվել ավելի բարձր, քան թափանցիկ կապիտալի շուկայից ակնկալվող օգուտները: Ուստի, այս փուլում անհրաժեշտ է շարունակական միջոցառումներ ձեռնարկել (այդ թվում՝ հարկային դաշտում) թափանցիկությունը խրախուսելու և ֆինանսական շուկայում միջոցներ ներգրավելու հավասար մրցակցային դաշտ ապահովելու համար: Հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի ստանդարտների շարունակական բարելավումը պետք է լինի իրականացվող քաղաքականությունների թիրախում՝ արդյունքում ապահովելով թափանցիկության բարձրացում: Մյուս կողմից ընկերությունները պետք է ապահովեն տեղեկատվության հասանելիությունը հավանական ներդրողների համար:

48. Փոքր և միջին չափի թողարկողների համար կապիտալի հասանելիության ապահովում Չնայած կապիտալի շուկաները շատ հաճախ դիտարկվում են որպես տնտեսության ներսում միայն խոշորագույն ձեռնարկությունների համար ֆինանսավորման գործիք, կան բազմաթիվ եղանակներ, որոնց միջոցով կապիտալի շուկան կարող է օգնել փոքր և միջին ձեռնարկություններին պարտքային կամ բաժնային կապիտալի ձեռք բերման հարցում:

ՓՄՁ-ները մեծապես կախված են բանկային ֆինանսավորումից և մուտք չեն ունենում պարտատոմսերի շուկաներ: Այս պարագայում Կապիտալի շուկաներն առաջարկում են երկու տեսակի մասնագիտացված ներդրումային ֆոնդերի ստեղծում, որոնք կարող են հատուկ նախագծված լինել ՓՄՁ-ների ֆինանսավորման հասանելիության բարձրացման համար՝ վենչուրային կապիտալի (VC) ֆոնդեր և մասնավոր կապիտալի (PE) հիմնադրամներ: Վենչուրային ֆոնդերը ուղղակիորեն ներդնում են սկսնակ և վաղ փուլի ընկերություններում:

Հաշվի առնելով Հայաստանում օրինակ SS ոլորտի ստարթ-ափերի մեծ ներուժը և միջազգային հետաքրքրությունը դրանց նկատմամբ, այս տեսակի ֆոնդերում ներդրումները կարող են միջազգային ներդրողների կողմից պահանջարկ ունենալ:

դ) Ֆինանսական հատվածի կողմից ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի և ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկումներ

49. Արժեթղթավորման առաջին գործընթացն ի հայտ բերեց գործող օրենսդրության խնդիրները: Դրանց լուծման ուղղությամբ 2018թ. կատարվեցին օրենսդրական փոփոխություններ՝ հետագա արժեթղթավորումները առավել դյուրին և արդյունավետ իրականացնելու համար: Այնուամենայնիվ, գործիքի թողարկումները դեռևս շարունակություն չունեն: Հիմնական պատճառն այն է, որ արժեթղթավորման մեխանիզմի միջոցով թողարկումներն առավել ծախսատար են՝ ի համեմատություն ֆինանսավորման ներգրավման այլ մեթոդների, այդ թվում՝ ավանդական պարտատոմսերի թողարկման: Պետք է հաշվի առնել, որ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի առաջին թողարկումը հաջողություն ունեցավ՝ ԱՄՆ ՄՁԳ-ի «Ֆինանսավորում՝ հանուն տնտեսական զարգացման» (FED) ծրագրի աջակցության, ինչպես նաև ԱՄՆ կառավարության կողմից այս գործիքներից բխող պարտավորությունների կատարման համար տրամադրված 50% երաշխիքի շնորհիվ: Այս ամենը գործիքի նկատմամբ վստահության և հուսալիության բարձրացման կարևորագույն գրավական էր: Ուստի՝ անհրաժեշտ է որոշակի գործողություններ արժեթղթավորման գործարքների ծախսատարության նվազեցման ուղղությամբ, այդ թվում՝ S&P-ի սուվերեն վարկանիշի ստացումը, ապահովման միջոցների գրանցման ենթակառուցվածքի կատարելագործումը:

50. Հիփոթեքային պարտատոմսերի օրենսդրական դաշտը կատարելագործվեց 2018 թվականին, սակայն հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկայում առկա են որոշակի խնդիրներ՝ կապված դրանց ապահովման միջոցների գրանցման ընթացակարգի հետ: Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկումը ենթադրում է այդ պարտատոմսերի ապահովման միջոցների զամբյուղի ձևավորում, որն առանձնացված հաշվառվում և գրավադրվում է՝ թողարկողի անվճարունակության դեպքում ծառայելով որպես ապահովություն պարտատոմսերի սեփականատերերի համար: Ապահովման միջոցների զամբյուղը հիմնականում բաղկացած է հիփոթեքային վարկերից: Օրենքի համաձայն հիփոթեքային վարկերի գրավադրումն իրականացվում է ԿԲ-ում ապահովման միջոցների զամբյուղի գրանցմամբ: Միևնույն ժամանակ, ՀՀ-ում անշարժ գույքի նկատմամբ իրավունքների և սահմանափակումների պետական գրանցումը միասնական ձևով իրականացնում է Անշարժ գույքի կադաստրի կոմիտեն (այսուհետ՝ Կադաստրի կոմիտե): Թեև Օրենքի համաձայն ապահովման միջոցների գրանցումը ԿԲ-ում համարվում է պետական գրանցում և ակտիվների նկատմամբ պահանջի իրավունքի որևէ այլ գրանցում չի պահանջվում, այնուամենայնիվ, դա չպետք է հանգեցնի անշարժ գույքի կադաստրի ամբողջականության խաթարմանը: Այլ խոսքով, այս երկու պետական ռեգիստրները պետք է սինխրոնիզացված լինեն:

Ներկայումս Կադաստրի կոմիտեի հետ առկա է ոչ ֆորմալ պայմանավորվածություն, որի հիման վրա կազմակերպվում է տեղեկատվության փոխանակումը ԿԲ-ի և Կադաստրի կոմիտեի միջև: Սակայն գործող մոդելի շրջանակում առաջանում են մի շարք խնդիրներ: Մասնավորապես՝ 1) իրավական առումով պարտադրող ակտի բացակայության պայմաններում առկա է ռիսկ, որ Կադաստրի կոմիտեն կարող է

ցանկացած պահի հրաժարվել առաջնորդվելու վերոնշյալ ոչ ֆորմալ պայմանավորվածությամբ: 2) տեղեկատվության փոխանակումն իրականացվում է ոչ ավտոմատ կերպով, որի արդյունքում համապատասխան գրառումների կատարումը կարող է տևել մի քանի օր: Դա կարող է խնդիրներ առաջացնել անշարժ գույքի սեփականատերերի համար՝ գույքն օտարելու դեպքում:

Խնդրի լուծման հնարավոր ուղի կարող է լինել ԿԲ-ի՝ որպես անշարժ գույքի կադաստրի ենթառեգիստրի մոտեցման ներդրումը, ինչը կիրառվում է արժեթղթերի սեփականատերերի հաշվառման համակարգի դեպքում: Նախընտրելի է, որ ԿԲ-ի հաղորդակցումը Կադաստրի կոմիտեի հետ տեղի ունենա ԿԲ-ի կողմից (որպես օգտագործող) անշարժ գույքի կադաստրի տեղեկատվական համակարգ մուտք գործելու միջոցով (սահմանափակումների մասին գրառումը իրականացվի ԿԲ կողմից):

3.4. Պետական պարտատոմսերի շուկա

51. ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկան կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի համեմատությամբ առավել զարգացած է: 2015թ-ից հետո նկատելի է շուկայի զգալի աճ (112%), այնուամենայնիվ, շուկան մնում է փոքր: Շուկայի ծավալը 2019 թ վերջի դրությամբ կազմում է մոտ 681 մլրդ ՀՀ դրամ, որը կազմում է ՀՆԱ-ի 10.4%-ը: Պարտատոմսերի միջին կշռված ժամկետայնությունը 10,2 է, իսկ միջին կշռված եկամտաբերությունը՝ 11,78 % (Աղյուսակ 3.):

Աղյուսակ 3. Շրջանառության մեջ գտնվող պետական պարտատոմսերի կառուցվածքը¹⁰

	2015	2016	2017	2018	2019
Պետական պարտատոմսեր, մլրդ դրամ	320.8	508.3	549.7	588.1	681
ՀՆԱ-ի նկատմամբ (%)	6.4	10	9.9	9.8	10.4
<i>այդ թվում՝</i>					
ՊԿՊ	21.5	78.84	22.7	29.1	23.8
ՄԺՊ	153.89	212.69	241.4	230.1	218.6
ԵՊ	144.35	214.65	282.5	323.2	431.8
ԽՊ	1.03	2.15	3.2	5.7	6.7
Միջին կշռված եկամտաբերություն (%)	13.99	13.15	13.1	12.3	11.78
Միջին կշռված ժամկետայնություն (տարի)	5.7	6.0	7.6	9.1	10.2

52. 2013 թ-ի սեպտեմբերին ՀՀ ֆինանսների նախարարությունն առաջին անգամ թողարկեց եվրոպարտատոմսեր: Առաջին թողարկումը բավականին հաջողված էր՝ 700 մլն.դոլար ծավալով, 7 տարի մարման ժամկետով և 6.25% եկամտաբերությամբ, պահանջարկը նույնիսկ մի քանի անգամ գերազանցում էր թողարկման ծավալը՝ կազմելով 3 մլրդ դոլար: Սուվերեն պարտատոմսերի 500 մլն.դոլար ծավալով երկրորդ տրանշը, 10 տարի մարման ժամկետով և 7.5% եկամտաբերությամբ, Հայաստանը թողարկեց 2015-ի մարտի 19-ին: Իսկ 2019թ. սեպտեմբերին իրականացվեց եվրոպարտատոմսերի 3-րդ թողարկումը՝ 500 մլն ԱՄՆ դոլար ընդհանուր ծավալով, 10 տարի մարման ժամկետով և 3,95% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ (Աղյուսակ 4.): Եվրոպարտատոմսերը ցուցակված են Իռլանդիայի բորսայում: Սուվերեն եվրոպարտատոմսերի թողարկումները կարևոր քայլ էին պետության կողմից միջազգային ֆինանսական շուկայում Հայաստանը դրական տեսանկյունից ներկայացնելու և տեղական այլ ֆինանսական գործիքների նկատմամբ օտարերկրյա ներդրողների պահանջարկը մեծացնելու համար:

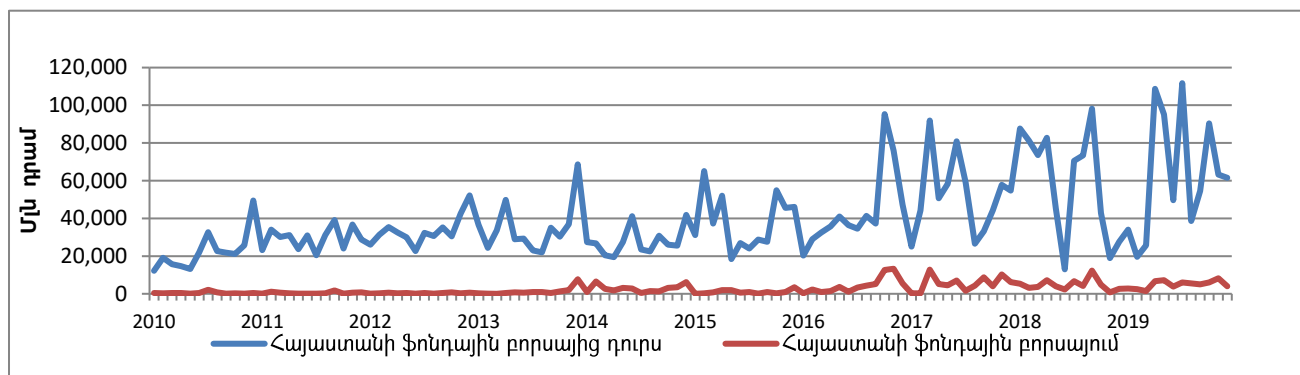
¹⁰ Աղբյուրը՝ Ֆինանսների նախարարություն

**Աղյուսակ 4. Շրջանառության մեջ գտնվող պետության կողմից թողարկված
եվրոպարտատոմսերի կառուցվածքը¹¹**

	2015 ¹²	2016	2017	2018	2019 ¹³
Արտարժույթային պարտատոմսեր, մլն ԱՄՆ դոլար	1000.1	1000.1	1000.1	1000.1	1097.7
ՀՆԱ-ի նկատմամբ (%)	9.6	9.5	8.59	7.96	8.01
Միջին կշռված եկամտաբերություն (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	5.89
Միջին կշռված ժամկետայնություն (տարի)	7	6	5	4	6.9

53. **Պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկան համեմատաբար ակտիվ է, դրան նպաստում է նաև ռեպո շուկան:** Այս գործիքով առևտուրն իրականացվում է ինչպես Հայաստանի ֆոնդային բորսայում, այնպես էլ բորսայից դուրս՝ ապահովելով 1-2 մլրդ դրամի շրջանառություն օրական կտրվածքով (Գծ. 3.): Պետական պարտատոմսերի դիլերները պարտավոր են գործել որպես մարքեթ մեյքեր ՀՖԲ-ում, այնուամենայնիվ, դրանցով առևտուրը մեծապես կենտրոնացված է բորսայից դուրս: Մասնավորապես՝ 2019թ. ընթացքում պետական պարտատոմսերով ոչ բորսայական առևտուրը որոշակի կրկնահաշվարկով կազմել է 753 մլրդ դրամ, իսկ բորսայական առևտրի շրջանառությունը՝ 53 մլրդ դրամ:

Գծ. 3. Պետական պարտատոմսերի առևտրի ծավալները¹⁴



54. **Պետական պարտատոմսերով ռեպո գործառնությունների շուկան համեմատաբար ակտիվ է շնորհիվ ԿԲ և բանկերի միջև արտաբորսայական ռեպո գործառնությունների (Գծ. 4.):** 2019 թվականի ընթացքում Հայաստանի ֆոնդային բորսայում բացակայում են պետական պարտատոմսերով ռեպո գործառնությունները, իսկ նույն ժամանակահատվածում Հայաստանի ֆոնդային բորսայից դուրս կնքված պետական արժեթղթերով ռեպո գործառնությունների ընդհանուր ծավալը կազմում է 15,8 տրլն դրամ, որի գրեթե կեսը ԿԲ հետ գործառնություններն են:

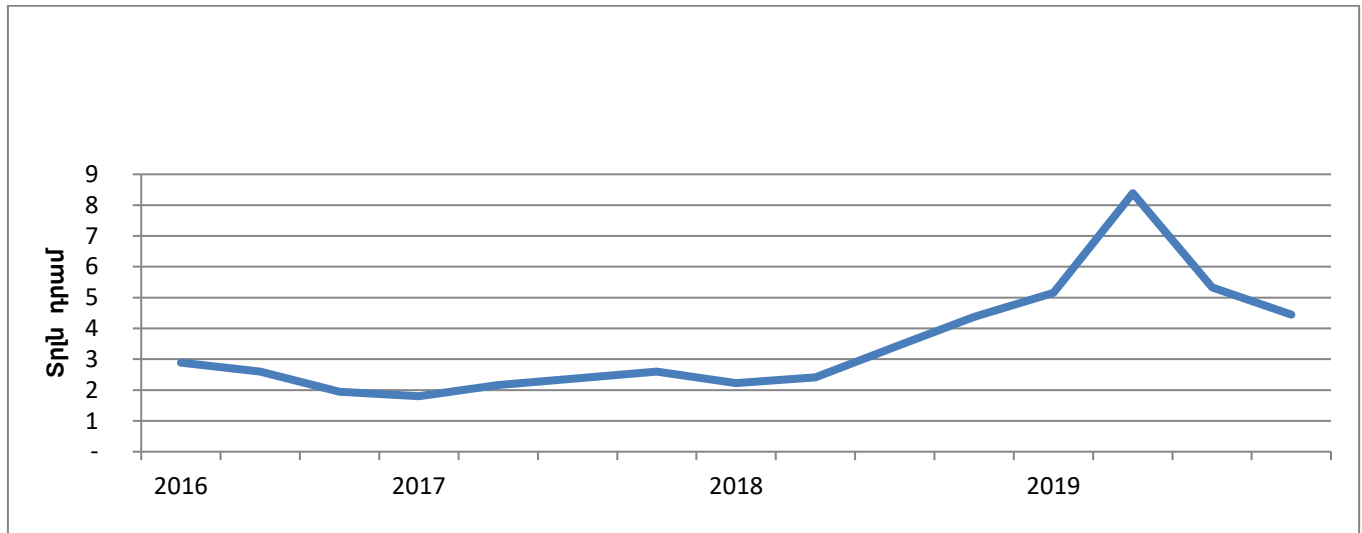
¹¹ Աղբյուրը՝ Ֆինանսների նախարարություն

¹² Իրականացվել 200 մլն դոլար ծավալով պարտատոմսերի հետզնում:

¹³ Իրականացվել է 400 մլն դոլար ծավալով պարտատոմսերի հետզնում

¹⁴ Աղբյուրը՝ ԿԲ

Գծ. 4. Պետական արժեթղթերով ռեպո գործառնությունների ծավալը (եռամսյակային)¹⁵



55. **Աճուրդի ընթացքում մեկ դիլերի կողմից պետական պարտատոմսերի ամբողջ ծավալի գնման հնարավորությունը շուկայի իրացվելիությանը խոչընդոտող գործոն է:** Ներկայումս սահմանված չէ մեկ աճուրդի ընթացքում մեկ դիլերի կողմից ձեռքբերվող պետական պարտատոմսերի ծավալի առավելագույն սահմանաչափ: Արդյունքում մեկ դիլերը հնարավորություն ունի ձեռքբերել աճուրդի ընթացքում առաջարկվող բոլոր պարտատոմսերը՝ սահմանափակելով այլ առաջնային դիլերների և ներդրողների գնման հնարավորությունը: Առավելագույն սահմանաչափի բացակայությունը բացասաբար է անդրադառնում պետական պարտատոմսերի շուկայի իրացվելիության, ինչպես նաև արդար գնագոյացման վրա: Առավել մեծ ծավալով աճուրդների իրականացումը կարող է որոշակիորեն լուծել խնդիրը:

2016-2019թթ. ընթացքում շրջանառության մեջ գտնվող պարտատոմսերի ծավալի տարեկան միջին աճը կազմում է 90 մլրդ դրամ, իսկ կառավարության պարտքի կառավարման ռազմավարությունը նպատակադրել է պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման մեջ մեծացնել ներքին աղբյուրների՝ պետական գանձապետական պարտատոմսերի կշիռը:

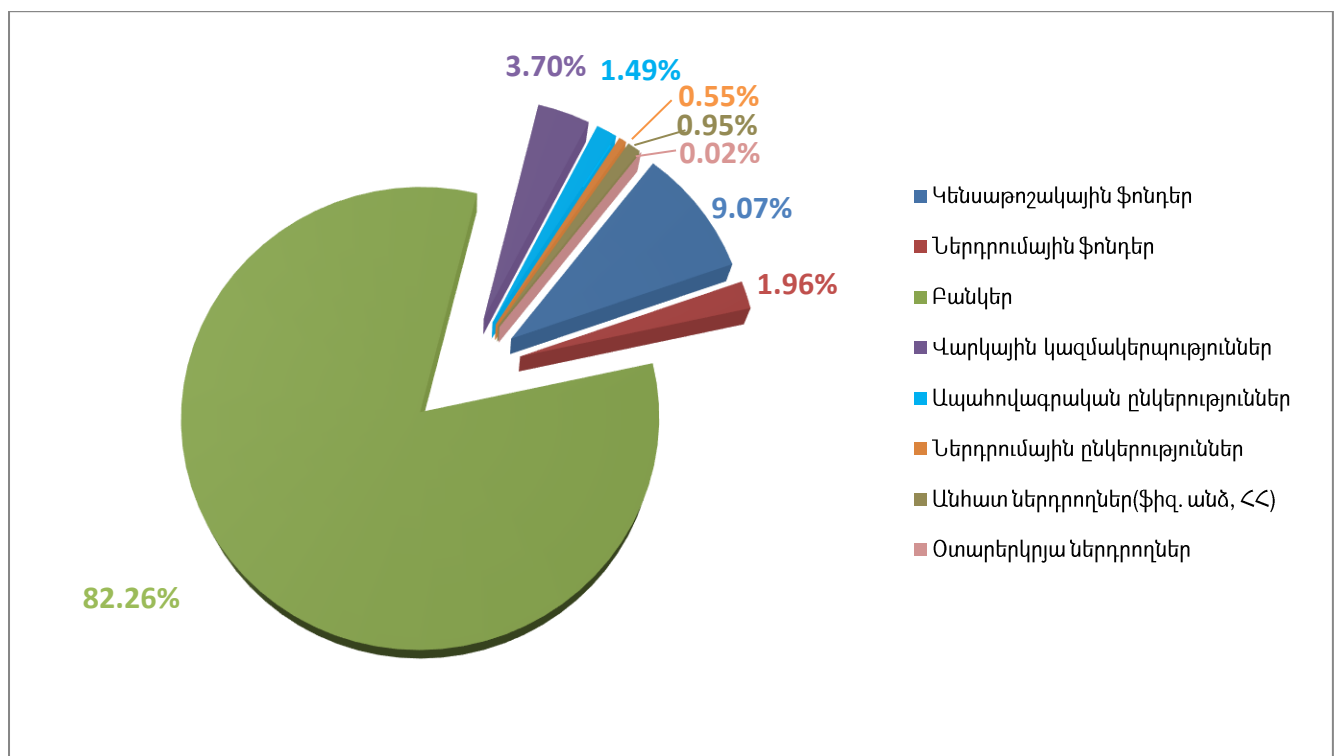
Միաժամանակ, պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի աճուրդները հիմնականում օգտագործվում են առկա պարտքը վերաֆինանսավորելու նպատակով: Իսկ թողարկումների ծավալները ավելի փոքր են, քան անհրաժեշտ է դրամային շուկայի գործարքներում որպես գրավ օգտագործելու համար: Սա նաև ազդում է առաջնային

¹⁵ Աղբյուրը՝ ԿԲ

դիվերսիֆիկացիայի արդյունավետության և շուկայի կայացման վրա, քանի որ նրանք հանդիսանում են առաջնային և երկրորդային շուկաների կայացման և գնագոյացման կարևոր օղակ:

56. **Պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը մեծ է ՀՀ բանկերի և այլ ինստիտուցիոնալ ներդրողների կողմից:** 2019 թ վերջի դրությամբ պարտատոմսերի մոտ 82% ձեռք են բերվել տեղական բանկերի կողմից: Կենսաթոշակային ֆոնդերը երկրորդն են՝ 9% մասնակցությամբ (Գծ. 5.): Հաշվի առնելով կենսաթոշակային կուտակումների շարունակաբար աճող մեծությունը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկն աստիճանաբար մեծանալու է:

Գծ. 5. Պետական պարտատոմսերում ներդրումների մասնաբաժինները¹⁶



57. **Պետական պարտատոմսերում ներդրումների իրականացման մատչելիության բարձրացման տեսանկյունից կարևոր էր 2017թ. ապրիլից գործարկված գանձապետական պահառուի միջոցով պարտատոմսերի ձեռքբերման առցանց համակարգի ներդրումը՝ gp.minfin.am:** Այս համակարգը հնարավորություն է տալիս ֆիզիկական անձանց առցանց եղանակով ձեռք բերել պետական կարճաժամկետ, միջնաժամկետ, երկարաժամկետ և խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերը: Պարտատոմսերի վաճառքն իրականացվում է ուղղակի վաճառքի միջոցով, առանց

¹⁶ Աղբյուրը՝ ԿԲ

միջնորդավճարի, և ֆիզիկական անձանց պարտատոմսերից ստացված եկամուտը չի հարկվում պետության կողմից:

58. Կապիտալի շուկայի զարգացման, այդ թվում՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի պատշաճ գնանշման, ներդրողների ներգրավման, ինչպես նաև երկրում սպասվող գնաճի և տոկոսադրույքի ապագա վարքագծի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցներին ազդակ հաղորդելու համար կարևոր է ուղենիշային պետական պարտատոմսերի շուկայի ձևավորումը: Որպես հնարավոր ուղենիշային շուկա կարելի է դիտարկել կարճաժամկետ՝ 6 ամիս մարման ժամկետ ունեցող պարտատոմսերի շուկան, որն ավելի հետաքրքիր կարող է լինել լայն շրջանակի ներդրողների համար: Օրինակ, թողարկել 1 տարի մարման ժամկետ ունեցող գործիք և այն վերաբացել, երբ մարմանը մնացել է 9 ամիս և 6 ամիս: Նման քաղաքականությունը հնարավորություն կտա թողարկումները կենտրոնացնել 6 ամիս մարման ժամկետով պարտատոմսերի լայնածավալ շուկայի ստեղծման շուրջ՝ դրանով իսկ նպաստելով կարճ հատվածում եկամտաբերության կորի՝ ռիսկից զերծ տոկոսադրույքի սահմանմանը և, որ կարևոր է, ուղենիշային շուկայի ձևավորմանը: Հեջավորման գործիքների ներդրումը նույնպես կնպաստի օտարերկրյա ներդրողների հետաքրքրության բարձրացմանը պետական պարտատոմսերի նկատմամբ:

59. Պետական պարտատոմսերում օտարերկրյա ներդրողների խրախուսման համար անհրաժեշտ է աշխատել ուղենիշային պարտատոմսերի՝ միջազգային հարթակներում գնանշման ուղղությամբ: Չնայած Քլիրսթրիմի հետ գործող կապին, որը մեծացնում է օտարերկրյա ներդրողների կողմից պետական արժեթղթեր ձեռքբերելու հնարավորությունը, օտարերկրյա ներդրողները շուկայի մի փոքր մասն են զբաղեցնում (ընդամենը 0,02%-ը): Հիմնական խնդիրներից մեկն այն է, որ պետական պարտատոմսերի շրջանառվող ծավալը փոքր է: Մեծ ծավալով պարտատոմսերի շուկայի ձևավորումը և հեղինակավոր ինդեքսներում ներառումը (օրինակ՝ Bloomberg-Barclays Market) կմեծացնի օտարերկրյա ներդրողների պահանջարկը ՀՀ պետական պարտատոմսերի նկատմամբ՝ հաշվի առնելով նաև, որ վերջիններս ինդեքսներում ներդրում իրականացնելիս ձեռք կբերեն նաև ՀՀ պետական պարտատոմսեր:

60. Պետական պարտատոմսերի շուկայում ներդրողների բազայի ընդլայնման համար անհրաժեշտ է զարգացնել ներդրողների հետ հարաբերությունների գործառույթը:

ա) Տեղեկատվական թափանցիկության բարձրացման համար ներդրողներին նվիրված առանձին ինտերնետային կայքի ստեղծում: Ներկայումս ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը իր ինտերնետային կայքում հրապարակում է պետական պարտքի կառավարման վերաբերյալ ծավալուն տեղեկություններ, ներառյալ՝ պարտքի կառավարման ռազմավարությունը (թարմացվում է տարեկան կտրվածքով), ամսական տեղեկագիր, ինչպես նաև որոշակի վիճակագրական տեղեկություններ: Հաշվի առնելով խոշոր ինստիտուցիոնալ ներդրողների պահանջները՝ նպատակահարմար է նաև կայքում ներառել տեղեկատվություն պետական պարտատոմսերի թողարկումների, աճուրդների,

կարգավորումների, ուղեցույցների վերաբերյալ, որոշակի պարբերականությամբ անհրաժեշտ է հրապարակել նաև մակրոտնտեսական թարմ տեղեկատվություն (օրինակ, եռամսյակային կտրվածքով): Կենտրոնական բանկը, իր հերթին, մի շարք տեղեկություններ է հրապարակում կապիտալի շուկայի վերաբերյալ իր ինտերնետային կայքում: Կարևոր է նաև դրանց միաժամանակյա հայերեն և անգլերեն հրապարակման ապահովումը: Անհրաժեշտ է այս տեղեկությունները կենտրոնացնել մեկ տեղում՝ դրանց օգտագործումը ներդրողների կողմից մատչելի դարձնելու համար:

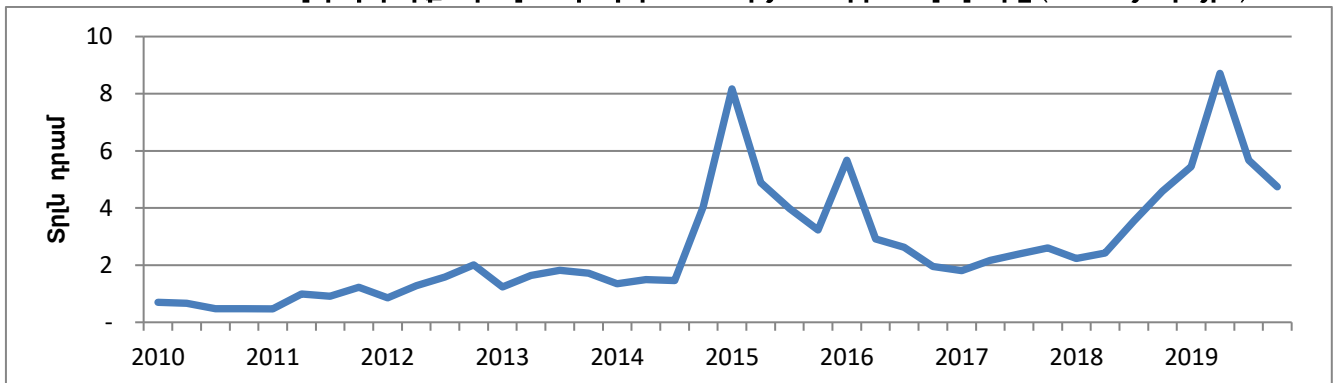
բ) Ներդրողների հետ կանոնավոր կերպով սերտ համագործակցություն. Սա ենթադրում է ներդրողներին ուղղված ակտիվ միջոցառումների իրականացում (պարբերական roadshow-ներ, շնորհանդեսներ և այլն): Կարևոր է զարգացնել հարաբերությունները թե՛ ռեզիդենտ, թե՛ օտարերկրյա ներդրողների հետ: Սուվերեն եվրոպարտատոմսերի շնորհիվ ձեռքբերված օտարերկրյա ներդրողների շրջանակը կարելի է օգտագործել տեղական արժեթղթերում ներդրումները խրախուսելուն ուղղված roadshow-ները կազմակերպելու համար:

3.5. Դրամական շուկա: Ռեպո շուկա

61. ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման նախապայմաններից մեկը իրացվելի դրամական շուկայի, այդ թվում՝ գնագոյացման համար պարզ ուղենիշի առկայությունն է: ՀՀ դրամական շուկայի թերզարգացվածությունը, մասնավորապես՝ ըստ ժամկետների շուկայական տոկոսադրույքների բացակայությունը խոչընդոտում է այլ՝ կարճաժամկետ և երկարաժամկետ գործիքների զարգացմանը: Պետք է հաշվի առնել, որ իրացվելի փողի շուկան հնարավորություն է տալիս բացահայտել դրամի իրական գինը, որն էլ ուղենիշ է մի շարք գործիքների, այդ թվում՝ ածանցյալ գործիքների գնագոյացման համար: Դրամական շուկայի գործիք հանդիսացող ռեպո գործառնությունները նպաստում են պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների իրացվելիության բարձրացմանը, որոնք ծառայում են որպես գրավ ռեպո գործառնությունների համար: Մյուս կողմից՝ զարգացած դրամական շուկան (ի դեմս ռեպո շուկայի) լուծում է շուկայի մասնակիցների, հատկապես բանկերի իրացվելիության, ինչպես նաև տոկոսադրույքի և այլ շուկայական ռիսկերի կառավարման խնդիրները՝ դրանով իսկ նպաստելով ֆինանսական կայունությանը: Ի վերջո, զարգացած փողի շուկան, որտեղ առկա են տարատեսակ գործիքներ և գնագոյացման համար հստակ ուղենիշ, կարևորվում է օտարերկրյա ներդրումներ ներգրավելու տեսանկյունից:

62. Ռեպո շուկայի ծավալները բավականին մեծ են՝ ի շնորհիվ Կենտրոնական բանկի հարթակում կնքվող ռեպո գործարքների (Գծ. 6.): 2019թ. ընթացքում ՀՀ արժեթղթերի շուկայում իրականացված բոլոր ռեպո գործառնությունների, այդ թվում՝ ԿԲ հարթակում կնքված ռեպո գործարքների ընդհանուր ծավալը 24,5 տրլն է (որոշակի կրկնաձևավարկով): Ռեպո շուկայի հիմնական մասնակիցներն են բանկերը, ներդրումային ընկերությունները, ինչպես նաև Կենտրոնական բանկը:

Գծ. 6. Բոլոր գործիքներով ռեպո գործառնությունների ծավալները (եռամսյակային)¹⁷



63. Ինչ վերաբերում է միջբանկային և ներբանկային ռեպո շուկաներին, ապա այս հարթակում ռեպո գործառնությունների ծավալը զգալիորեն զիջում է ընդհանուր ռեպո գործառնությունների ծավալը և բավարար չէ, որպեսզի հիմք ծառայի դրամական

¹⁷ Աղբյուրը՝ ԿԲ

շուկայի ուղենշային դրույքի հաշվարկման համար: Այսպես, ԿԲ հարթակից դուրս ռեպո գործարքների ընդհանուր ծավալը 2019թ. ընթացքում կազմել է 7 տրլն 557 մլրդ դրամ (որոշակի կրկնակի հաշվարկով): ԿԲ հարթակից դուրս կնքված ռեպո գործառնությունները հիմնականում իրականացվել են պետական պարտատոմսերով, ընդ որում՝ 33.9%-ը միջնաժամկետ, 65.3%-ը երկարաժամկետ և 0.1%-ը կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերով: Մնացած 0.7%-ն իրականացվել է կորպորատիվ պարտատոմսերով: Խնդիրն այն է, որ բացակայում է որևէ կոնկրետ ժամկետայնությամբ ռեպո շուկա, որտեղ յուրաքանչյուր օր կլինեն բավարար ծավալով գործարքներ (10-20 մլրդ դրամ) և որոնք կարելի է օգտագործել դրամի ուղենշային գնի հաշվարկման համար: Նույնիսկ մեծ է այն օրերի քանակը, որոնց ընթացքում գործարքներ ընդհանրապես չեն կնքվում:

Եթե անդրադառնանք օվերնայթ ռեպո շուկային, այս շուկան գրեթե բացակայում է. հազվադեպ են գործարքներ կնքվում: Այսպես, 2019թ. ընդամենը 28 մլրդ դրամի ռեպո գործարքներ են կնքվել ՀՀ պետական արժեթղթերով և մոտ 66 մլն դրամ՝ ոչ պետական արժեթղթերով:

Եթե դիտարկենք մինչև 7 օրյա ռեպո շուկան, ապա վերջին 7 տարվա շուկայի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ 1711 օրվա հաշվարկով 1056 օրվա ընթացքում ընդհանրապես բացակայում են մինչև 7 օրյա միջբանկային գործարքները: Չնայած ներբանկային շուկայում այս ցուցանիշը առավել բարենպաստ է (ընդամենը 46 օրվա ընթացքում գործարքներ չեն կնքվել), սակայն դրամական շուկայի ուղենշային դրույքի հաշվարկման համար կարևոր է միջբանկային շուկայի պատկերը:

Մինչև 14 օրյա ռեպո շուկան վերլուծելիս պատկերն աննշան է բարելավվում. 1711 օրվա հաշվարկով միջբանկային ռեպո գործարքները բացակայում են 985 օրվա ընթացքում, իսկ ներբանկային շուկայում՝ 9 օրվա ընթացքում:

64. Ռեպո շուկայի ներկա պայմաններում իրական դրամական շուկայի պարզ ուղենիշի դուրս բերումը հնարավոր չէ, հետևաբար ակնհայտ է դառնում այս շուկայի խորացման համար հնարավոր միջոցառումների բացահայտման ու իրագործման անհրաժեշտությունը: Այս նպատակով 2018թ. վերջին ԿԲ-ի, ՎԶԵԲ-ի և ֆինանսական շուկայի մասնակիցների ընդգրկվածությամբ ձևավորվել է աշխատանքային խումբ: Խմբի գործունեության հիմնական նպատակը դրամական շուկայի ուղենշային դրույքի ձևավորման և ռեպո շուկայի առաջխաղացման վերաբերյալ գործուն առաջարկների և մոտեցումների ներկայացումն ու իրագործումն է:

65. ՀՀ ռեպո շուկայում գործարքների ստանդարտացվածության բացակայության պայմաններում համադրելի տոկոսադրույքների դուրսբերումը և դրանց օգտագործումը դրամական շուկայի ուղենշային դրույքի ձևավորման համար լրացուցիչ խնդիր է: ՀՀ բանկերը, ներդրումային ընկերությունները և շուկայի այլ մասնակիցները յուրաքանչյուրն իր համար մշակել է ռեպո պայմանագրի օրինակելի ձև, որոնք էական հատկանիշներով տարբերվում են (սկզբնական մարժան (հեյրքաթ), կոդների իրավունքներն ու պարտականությունները և այլն), իսկ այս պայմաններում տոկոսադրույքների համադրելիությունը դառնում է ոչ ճիշտ:

66. Ռեպո պայմանագրերի ստանդարտացման ուղղությամբ ԿԲ-ը որոշակի քայլեր է նախաձեռնել: 2018թ. հունիսին Կենտրոնական բանկը դարձել է Կապիտալի շուկայի միջազգային ասոցիացիայի (ICMA) անդամ, որը մշակել է միջազգային շուկայում ընդունված ստանդարտ ռեպո պայմանագրի օրինակելի ձևը՝ Համընդհանուր ռեպո գլխավոր համաձայնագիրը (GMRA): ICMA-ն լայն հնարավորություն է ընձեռում GMRA-ի ներդրման համար, մասնավորապես՝ իր կայքում հրապարակում է տարբեր պետություններում GMRA պայմանագրի կիրառելիության վերաբերյալ իրավական կարծիք: Նպատակն է՝ հաստատել, որ տվյալ պետությունում օրենսդրությունը թույլատրում է ֆինանսական կազմակերպությունների հետ GMRA պայմանագրով ռեպո գործարք կնքել:

67. Անհրաժեշտ է աշխատանքներ տանել, որպեսզի ICMA-ի կայքում տեղադրվի իրավական եզրակացություն նաև ՀՀ իրավական համակարգում GMRA-ի կիրառելիության վերաբերյալ: Այդ եզրակացության տրամադրումը, կարելի է ասել, ապացույց է, որ GMRA-ը ՀՀ-ում «աշխատում է»: Դա մեծ գովազդ կլինի ՀՀ-ի համար և այդպիսով կնպաստի օտարերկրյա ներդրողների՝ տեղական շուկա մուտք գործելուն: Բացի այդ, եթե ICMA անդամ կազմակերպությունները նպատակ ունենան ՀՀ մասնակիցների հետ ռեպո կնքել, նրանք ստիպված չեն լինի ՀՀ-ում GMRA-ի կիրառելիության վերաբերյալ առանձին իրավական եզրակացություն հայցելու համար լրացուցիչ ծախս կրել: ICMA-ի կայքում տեղադրված եզրակացություններին հասանելիություն ունի շուրջ 500 ֆինանսական կազմակերպություն (այդ թվում՝ աշխարհահռչակ ֆինանսական կազմակերպությունների մեծ մասը):

68. GMRA-ի կիրառելիության վերաբերյալ որոշակիություն ապահովելու և ICMA-ի կայքում իրավական եզրակացություն տեղադրելու նպատակով նախաձեռնվել են օրենսդրական փոփոխություններ: Նախագծերը, արդեն իսկ, առաջին ընթերցմամբ հավանության են արժանացել ՀՀ ազգային ժողովի կողմից: Օրենսդրական փոփոխություններից հետո անհրաժեշտ է աշխատանքներ տանել ICMA-ի համապատասխան իրավական եզրակացությունը ստանալու, ինչպես նաև շուկայի խորացման, մասնակիցներին իրազեկման ուղղությամբ:

69. Երկրորդային շուկայի զարգացումը խթանելու համար անհրաժեշտ է ներդրումային ծառայությունների մատուցման ոլորտի էական զարգացում: Ներդրումային ծառայությունների մատուցումը պետք է առանձնացված լինի առևտրային բանկերի կազմակերպական կառուցվածքում և առանձնացվի՝ որպես շահույթի կենտրոն: Ներդրումային բանկային գործունեության տարանջատումը կարող է լինել օրենսդրական կամ գործառնական:

3.6. Ածանցյալների շուկա

70. Ներկայումս ՀՀ-ում ածանցյալ գործարքներ կնքվում են բացառիկ դեպքերում:

Գործարքների գերակշիռ մասը կազմում են Հայաստանի ֆոնդային բորսայից դուրս կնքված արժութային և փոխարժեքային սվոփ գործարքները, որոնք հիմնականում կնքվում են ՀՀ միջբանկային և ներբանկային շուկաներում: 2019թ. ընթացքում դուլարով կնքված սվոփ գործարքները մոտ 25.1 մլրդ դուլար են կազմել, եվրոյով՝ 7.8 մլրդ, ռուբլիով՝ 12.4 մլրդ: Աննշան ծավալով գործարքներ են կնքվել նաև ֆորվարդ, ֆյուչերս և օպցիոն գործիքներով՝ հիմնականում ՀՀ բանկերի և ոչ ռեզիդենտ գործընկերների միջև, որոնց ընդհանուր ծավալը՝ արտահայտված ՀՀ դրամով 99 մլրդ է: Կարգավորվող շուկայի հարթակում ընդհանրապես բացակայում են ածանցյալների գնանշումները:

71. **ՀՀ ածանցյալ շուկայի կայացման ու ակտիվացման անհրաժեշտությունը բխում է տարբեր կողմերից:** Պատշաճ աշխատող ածանցյալների շուկայի բացակայությունն անհնար է դարձնում մակրոմիջավայրում առկա անորոշությունների հաղթահարումը և ռիսկերի կառավարումը: Ածանցյալ գործիքների կիրառությունը կարևոր է հատկապես տնտեսվարող սուբյեկտների, ֆինանսական կազմակերպությունների գործունեության հետ կապված արտարժութային, տոկոսային և այլ ռիսկերի զսպման, ինչպես նաև ներդրումային պորտֆելի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից: Մասնավորապես՝ կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերից եկող պոտենցիալ պահանջարկը հեջավորման գործիքների նկատմամբ կարող բավականին մեծ լինել՝ հաշվի առնելով, որ այս ֆոնդերի ակտիվների մի զգալի մասը ենթակա է արտարժութային, ինչպես նաև տոկոսային ռիսկերի: Ածանցյալ գործիքների բազմազանությունը կարևոր նախադրյալ է օտարերկրյա խաղացողների՝ ՀՀ շուկա ներգրավելու համար, հատկապես այն դեպքում, երբ օտարերկրյա ներդրողները ներդրումներ են իրականացնում ՀՀ դրամով արտահայտված պարտքային կամ բաժնային արժեթղթերում:

72. **2016թ. հոկտեմբերին ածանցյալների շուկայի օրենսդրության կատարելագործման ուղղությամբ կատարվեցին իրավական փոփոխություններ:** Օրենսդրական նախաձեռնության շնորհիվ առանձնահատուկ մոտեցումներ են ամրագրվել ածանցյալ գործիքների կարգավորման ուղղությամբ: Ստեղծվել են իրավական հիմքեր ածանցյալ գործարքների գրանցման միասնական ռեգիստրի ստեղծման համար, որտեղ գրանցված գործարքների համար սահմանված են շահութահարկից որոշակի նվազեցումներ: Հատկանշական է նաև Միջազգային սվոփերի և ածանցյալների ասոցիացիայի (ISDA) կողմից մշակված ածանցյալ գործարքները կարգավորող ստանդարտ պայմանագրերի (ISDA MA)՝ ՀՀ-ում կիրառության ու դրա վերաբերյալ ISDA-ի կողմից իրավական եզրակացության հրապարակմանն ուղղված իրավական փոփոխությունները: Այս տեսանկյունից էական նշանակություն ունեն գործարքի կողմերի պարտավորությունների զուտացման հնարավորության իրավական ամրագրումը՝ կողմերից մեկի պարտականությունները չկատարելու, հարկային օրենսդրության փոփոխման,

իրավական կարգավորման որոշ փոփոխության, սնանկության, ֆորս մաժորի և այլ դեպքերում:

73. Կենտրոնական բանկի և ISDA-ի համագործակցության շնորհիվ 2019թ. հոկտեմբերին ISDA-ի կայքում հրապարակվեց ISDA-ի ՀՀ իրավական համակարգում կիրառելիության վերաբերյալ իրավական եզրակացությունը: Սա նշանակում է, որ ՀՀ շուկայի մասնակիցները ISDA անդամների հետ գործարքներ կնքելիս կխնայեն իրենց ծախսերը՝ իրավական եզրակացության ստացման հետ կապված: Հաշվի առնելով, որ ISDA-ի կայքում տեղադրված եզրակացություններին հասանելիություն ունեն շուրջ 900 կազմակերպություն, այդ թվում՝ այս շուկայում ամենաակտիվ կազմակերպությունները, սա օտարերկրյա գործընկերներ ներգրավելու կարևոր նախադրյալ է: Նշված եզրակացությունն անդրադառնում է ՀՀ-ում գործող սահմանափակ շրջանակի կազմակերպությունների օրենսդրությանը (ներդրումային ընկերություններ, բանկեր, վարկային կազմակերպություններ և իրավաբանական անձինք (բացառությամբ ընկերակցությունների)), ինչը ենթադրում է, որ միայն այս ընկերությունների հետ ածանցյալ գործարքներ կնքելիս ISDA պայմանագրի կիրառելիության վերաբերյալ լրացուցիչ եզրակացություն անհրաժեշտ չի լինի: Հաշվի առնելով, որ ԿԲ-ը, կենսաթոշակային ֆոնդերը, ֆինանսական շուկայի այլ մասնակիցները նույնպես հավանական թեկնածուներ են ածանցյալների շուկայի ակտիվ մասնակից դառնալու համար՝ անհրաժեշտ է ISDA-ի եզրակացության շրջանակի ընդլայնման ուղղությամբ աշխատանքներ ձեռնարկել:

74. Մինչ այժմ կատարված աշխատանքներն ածանցյալների շուկայի զարգացման կարևոր նախադրյալներ են, սակայն շուկայի ակտիվացման համար մի շարք խնդիրներ լուծումներ են պահանջում, մասնավորապես՝

ա) Դրամական շուկայի բացակայությունը և արժութային սփոթ շուկայի թերզարգացվածությունը,

- Ինչպես արդեն նշվել է, դրամի ուղենշային դրույքի բացակայությունը հնարավորություն չի տալիս ապահովել ածանցյալների թափանցիկ և հաճախորդների համար ընդունելի գնագոյացումը:
- Իրացվելի և թափանցիկ արտարժույթի սփոթ շուկայի բացակայությունը խոչընդոտում է արժութային ածանցյալների զարգացմանը: Խոսքը հատկապես կազմակերպված արտարժույթի շուկայի մասին է, որտեղ ձևավորվում է շուկայական գին:

բ) Գրագիտության բացը

- Ածանցյալ գործիքների իրական գնանշումները բավարար չեն ածանցյալների շուկա հաճախորդներին ներգրավելու համար: Յաճախ գրագիտության պատճառով հաճախորդները պատրաստ չեն գործիքի համար վճարել նույնիսկ իրատեսական գին: Բանկերի հետ համագործակցության արդյունքում, պարզվեց, որ արտաքին

կոնտրագենտներից ֆորվարդների համար ստացել են շահավետ առաջարկներ՝ իրատեսական գնանշումներով:

գ) Հարկային խնդիրները

- *Սվոփ գործարքներից ստացվող եկամուտների հարկման խնդիր:* Ածանցյալ գործիքների շուկայի զարգացման խոչընդոտ է վերջիններիս հստակ հարկային իրավակարգավորման բացակայությունը: Մասնավորապես՝ խոսքը վերաբերում է սվոփ գործարքներից ստացվող եկամուտների (այդ թվում՝ տոկոսային եկամուտ, գործիքի մարման պահին պայմանագրով սահմանված գնի և շուկայական գնի տարբերության արդյունքում ձևավորված եկամտի) գծով հարկային պարտավորությունների հաշվարկման բազային և դրույքաչափին: Հաշվի առնելով, որ հատկապես ոչ ռեզիդենտ ներդրողները հստակություն են պահանջում նախքան որևէ պայմանագրի կնքումը՝ հարկային օրենսգրքի տեսանկյունից թերկարգավորումը խաթարում է օտարերկրյա գործընկերների մուտքը ՀՀ ածանցյալների շուկա:
- *Հեջավորման նպատակով կնքվող ածանցյալ գործիքներից ստացվող եկամուտների հարկման խնդիր:* Հաճախ ածանցյալ ֆինանսական գործարքները կնքվում են որոշակի ռիսկ (արտարժութային, որևէ ապրանքի գնի, տոկոսադրույքի և այլ) հեջավորելու նպատակով: Պետք է նկատել, որ հեջավորման ածանցյալ պայմանագրի կնքման նպատակն է Օ-ական եկամուտ/վնաս ապահովել գործարքի կողմերի համար: Այսինքն, եթե հեջավորող ածանցյալ գործիքից ստացվում է եկամուտ, ապա նույն չափով ստացվում է կորուստ հեջավորվող օբյեկտի (օրինակ, արտարժութային վարկ, լոգացող տոկոսադրույքով ավանդ և այլն) գծով: Ուստի՝ հեջավորման դեպքում հարկատուի մոտ փաստացի լրացուցիչ եկամուտ չի ձևավորվում: Մինչդեռ գործող հարկային օրենսգրքով ստացվում է, որ հարկատուն ածանցյալ ֆինանսական գործիքից ստացված եկամտից պետք է հարկ վճարի, սակայն հեջավորվող օբյեկտի կորուստները չի կարողանում ծախսագրել, քանի որ դրանք, որպես կանոն, վերագնահատման արդյունքում առաջացող ծախսեր են, որոնք հարկային օրենսգրքի համաձայն ենթական չեն նվազեցման հարկատուի հարկման բազայից: Այս խնդիրն առկա է ռեզիդենտ շահութահարկ վճարողների համար (միայն այն դեպքերում, երբ ածանցյալ պայմանագիրը և հեջավորվող օբյեկտը մարվում են (կամ դրանց գծով վճարումները իրականացվում են) տարբեր հարկային տարիներում), ինչպես նաև ոչ ռեզիդենտ շահութահարկ վճարողների համար: Խնդրի լուծման համար ճիշտ կլինի շարժվել միջազգային ստանդարտներով, քանի որ ստանդարտները թույլ են տալիս հեջավորման օբյեկտի և ածանցյալ գործիքի հարկային եկամուտների և ծախսերի միաժամանակյա հաշվանցի կիրառումը, նույնիսկ եթե դրանք միևնույն հարկային տարվա ընթացքում տեղի չեն ունեցել:

դ) Ածանցյալ գործիքներով բացված դիրքերը փակելու հնարավորության բացակայությունը

— Հաճախորդի հետ բացված ածանցյալ գործիքի դիրքի հետ կապված ռիսկը ֆինանսական կազմակերպությունները խուսափում են իրենց վրա վերցնել, այսինքն՝ բացված դիրքը ցանկություն ունեն փակել մեկ ուրիշ տեղ: Մասնավորապես՝ բանկերը IFC-ի հետ փակում են ածանցյալ գործարքների գծով բացված դիրքերը, սակայն դա կարողանում են իրականացնել հազվադեպ՝ միայն խոշոր գործարքների դեպքում: Խնդրի լուծման հնարավոր տարբերակ կարող է լինել այնպիսի ինստիտուտի ներդրումը, ինչպիսին է Նիդերլանդներում ստեղծված the Currency Exchange Fund-ը (TCX): Այս մարմինը հատուկ նշանակության ֆոնդ է, որը մշտապես առաջարկում է արժույթային սվոփի և ֆորվարդ գործիքներ ոչ այնքան զարգացած ածանցյալների շուկա ունեցող երկրներում: Սա հնարավորություն է բանկերի և այլ կազմակերպությունների համար իրենց բաց դիրքերը հեջավորելու համար: Որպես ածանցյալ գործիքների պոտենցիալ օգտագործողներ կարող են լինել միջազգային կազմակերպությունները և կենսաթոշակային ֆոնդերը, ինչպես նաև ՀՀ խոշոր ներմուծող կամ արտահանող ընկերությունները:

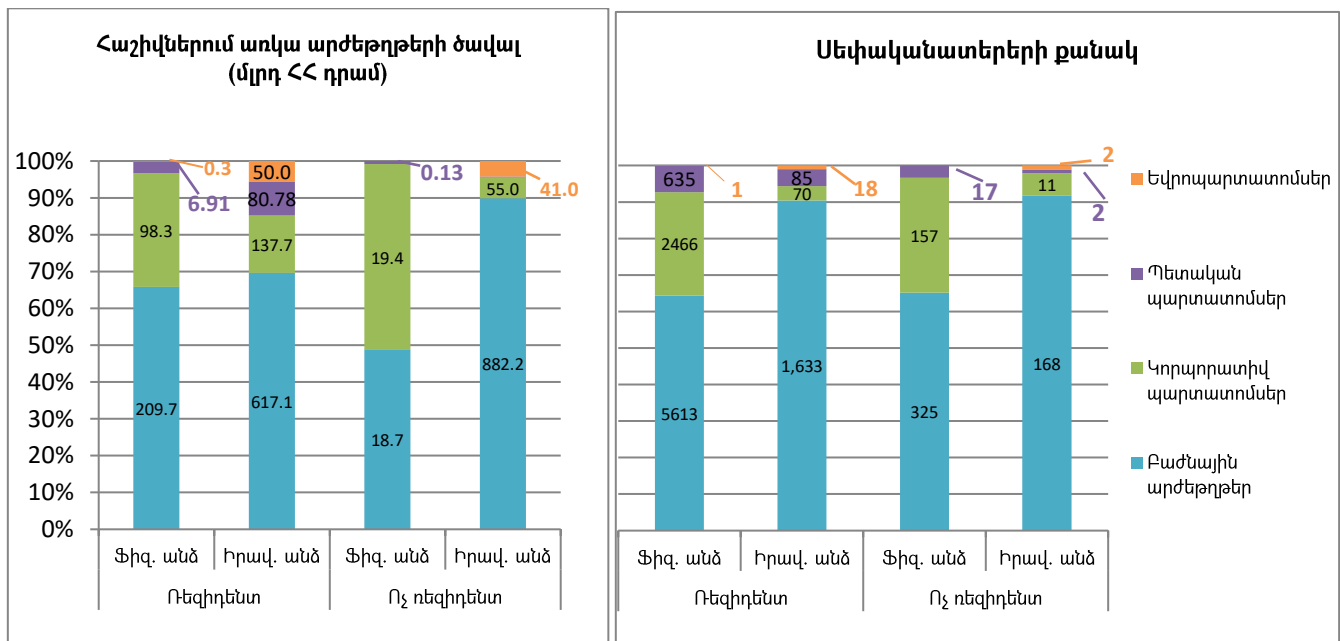
75. Հեջավորման գործիքների անհրաժեշտություն ունեն ինչպես ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերը, այնպես էլ միջազգային կազմակերպությունները: Պետք է հաշվի առնել, որ մի կողմից կենսաթոշակային ֆոնդերը երկարաժամկետ և խոշոր ներդրողներ են արտարժույթային ակտիվներում, ինչն էլ, իհարկե, արտարժույթային ռիսկի հեջավորման անհրաժեշտություն է առաջացնում: Մյուս կողմից՝ միջազգային կազմակերպությունները ՀՀ դրամով երկարաժամկետ փոխառություններ են տրամադրում ՀՀ-ում և կրում դրամի արժեզրկման ռիսկը: Հետևաբար, այս երկու սուբյեկտները, որպես երկար և խոշոր ներդրողներ, կարող են զսպել իրենց ռիսկերը միմյանց հետ սվոփ պայմանագրի կնքման միջոցով: Ընդ որում, միջազգային կազմակերպությունները ՀՀ դրամով փոխառություններ տրամադրելիս դրամի արժեզրկման ռիսկը ներկա պահին զսպում են TCX-ի հետ սվոփ գործարք կնքելու միջոցով: Մեր հաշվարկները ցույց են տալիս, որ TCX-ի կողմից առաջարկվող սվոփի գինը բավականին թանկ է, իսկ ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի հետ սվոփի կնքումը շահավետ կարող է լինել երկու կողմերի համար:

ԲԱԺԻՆ 4. ՇՈՒԿԱՅԻ ՊԱՀԱՆՋԱՐԿԸ: ՆԵՐԴՐՈՂՆԵՐԻ ԲԱԶԱ

4.1. Ներդրողների ընդհանուր կառուցվածքը

76. Եթե համեմատենք պարտքային և բաժնային արժեթղթերում ներդրողների կառուցվածքը 31/01/2020թ. դրությամբ (Գծ. 7), ապա առաջին տպավորությունը կլինի այն, որ բաժնային արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ պահանջարկն անհամեմատ մեծ է, այնինչ իրական պատկերը հակառակն է: 31/01/2020թ. դրությամբ բոլոր պարտքային (այդ թվում՝ պետական) և բաժնային արժեթղթերի ներդրողների հաշիվները կազմում են 114876, որից ընդամենը 13%-ն (15181) է համարվում ակտիվ հաշիվ¹⁸ (Գծ. 11): Բաժնային արժեթղթերում ներդրողների մեծ բանակը հիմնականում ձևավորվել է Հայաստանում զանգվածային մասնավորեցման, ինչպես նաև ոչ ռեզիդենտ սեփականատերերի կողմից մի շարք ենթակառուցվածքային և խոշոր հայկական ընկերությունների ձեռքբերման արդյունքում (որոնցից ընդամենը 10 բաժնետիրական ընկերության բաժնետոմսերն են շրջանառվում ֆոնդային բորսայում), և այս ներդրողները (նույնիսկ ակտիվ հաշիվ ունեցող բաժնետերերը) շուկայում փաստացի ակտիվություն չեն դրսևորում (գործարքներ չեն կնքում): Բաժնային արժեթղթերում փաստացի ներդրողների փոքր թվի մասին է վկայում նաև Հայաստանի ֆոնդային բորսայում իրականացված գործարքների չնչին ծավալը՝ ընդամենը 2.1 մլրդ. 2019թ. ընթացքում, մինչդեռ կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերով բորսայական գործարքները համապատասխանաբար 13 և 30 անգամ գերազանցում են այս մեծությունը:

Գծ. 7 Ակտիվ հաշիվ ունեցող արժեթղթերի սեփականատերերի կառուցվածքը (31/01/2020թ)¹⁹



¹⁸ Ակտիվ հաշիվ նշանակում է արժեթղթեր սեփականատերի իրոշ և պահառուի միջև առկա է պայմանագիր, ներդրողը վճարում է հաշվի սպասարկման վճար և ստանում է քաղվածք:

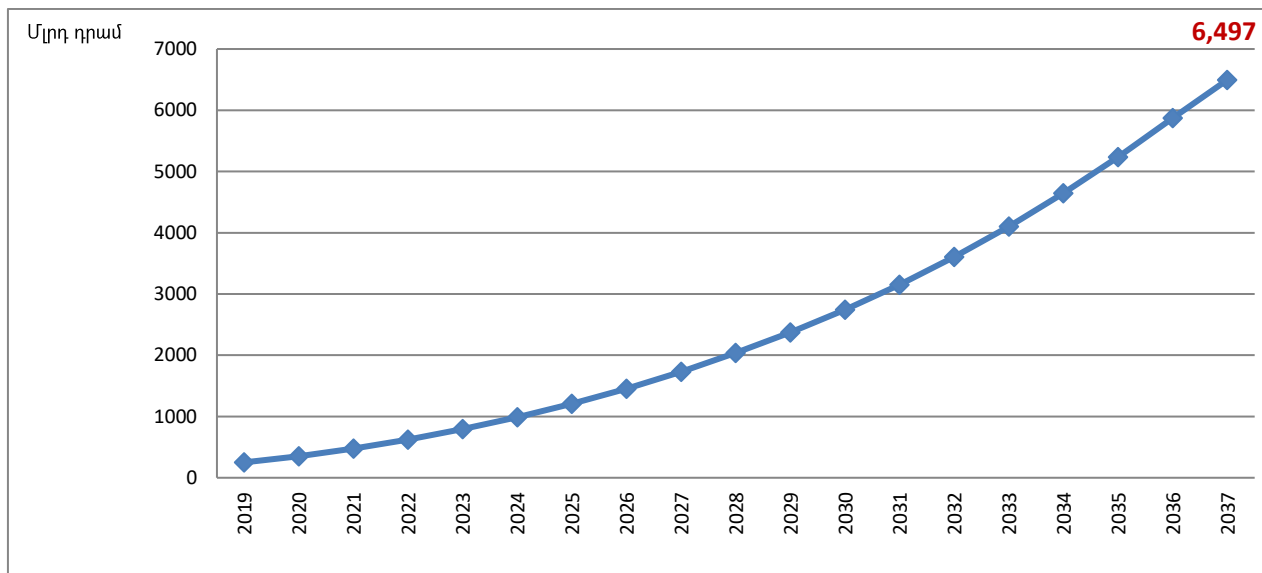
¹⁹ Աղբյուրը՝ ԿԲ և Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա

77. Ինչ վերաբերում է պարտքային արժեթղթերում ներդրողների կառուցվածքին, ապա այս շուկայում իրական ակտիվություն ցուցաբերող ներդրողների քանակն ավելի շատ է: 31/01/2020թ դրությամբ կորպորատիվ պարտատոմսերում ներդրողների թիվը կազմել է 2705, իսկ պետական պարտատոմսերում և եվրոպարտատոմսերում ներդրողները համապատասխանաբար 739-ը և 21-ն են: Պարտքային արժեթղթերում օտարերկրյա ներդրողների քանակը պարտքային արժեթղթերում ներդրողների ընդհանուր քանակի մեջ կազմում է ընդամենը 2.5%: Կորպորատիվ պարտատոմսերում ներդրողների 76%-ը ֆիզիկական անձինք են, իսկ 24%-ը՝ իրավաբանական անձինք:

4.2. Կենսաթոշակային ֆոնդեր

78. Կուտակային կենսաթոշակային համակարգը Հայաստանում կապիտալի շուկայի զարգացման ուժեղ կատալիզատոր է: Կուտակային կենսաթոշակային համակարգի 2014թ. ներդրման շնորհիվ կենսաթոշակային ֆոնդերն այժմ կապիտալի շուկայի ամենախոշոր ներդրողներից են: 31.01.2020թ. դրությամբ շուրջ 364 հազար մարդ կատարում է հատկացումներ, ընդ որում՝ պետական հատվածի մասնակիցները 78 հազար են, իսկ 286 հազարը մասնավոր հատվածի ներկայացուցիչներն են: 2019թ. ընթացքում պետության և մասնակիցների կողմից կատարվել է ավելի քան 69 մլրդ դրամի կուտակային հատկացում, ինչը տարեցտարի աճելու է: Արդյունքում ֆոնդերի զուտ ակտիվների արժեքը 2037թ.-ին կանխատեսվում է հասնել 6,5 տրիլիոն ՀՀ դրամի կամ ՀՆԱ-ի մոտ 25%-ին (Գձ. 8.) : 2019թ. վերջի դրությամբ կենսաթոշակային ֆոնդերի զուտ ակտիվները գերազանցում է 251 մլրդ դրամը, որի մեջ շուրջ 48 մլրդ դրամը կամ 19,2% տոկոսը կառավարման արդյունքում ստացված եկամուտն է:

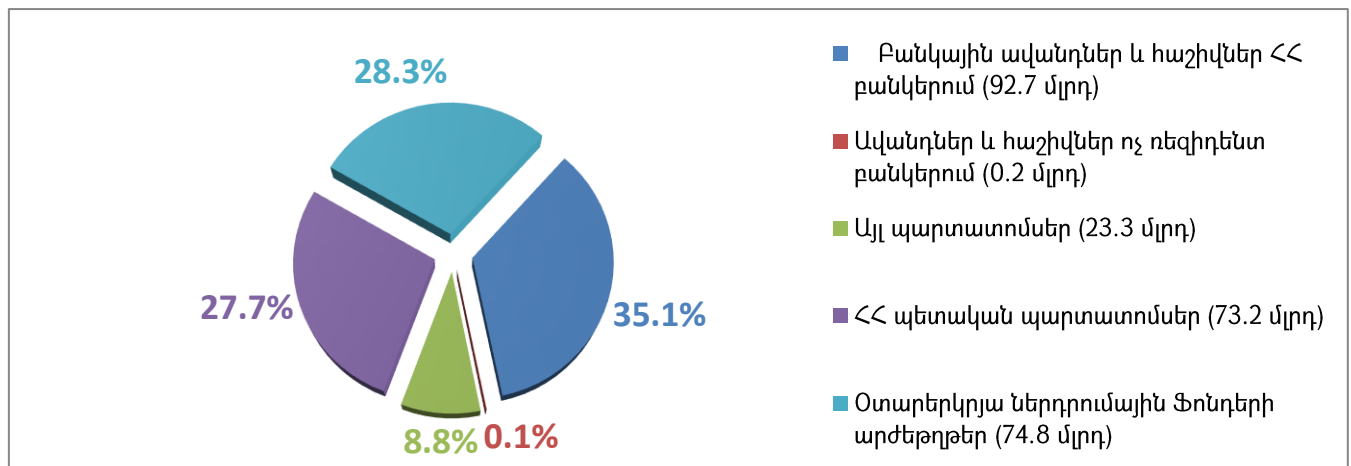
Գձ. 8. Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կանխատեսվող մեծությունը²⁰



²⁰ Աղբյուրը՝ ԿԲ

79. Չնայած ներդրումային այդքան մեծ պոտենցիալին՝ կապիտալի շուկայի որակյալ գործիքների փոքր ծավալը հանգեցնում է նրան, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը այս պահին «զուսպ» են մասնավոր հատվածի ֆինանսավորման հարցում: Կորպորատիվ պարտատոմսերի բաժինը կենսաթոշակային ֆոնդերի ընդհանուր ակտիվներում կազմում է ընդամենը 9 % (23.3 մլրդ դրամ), իսկ բաժնային արժեթղթերում ներդրումները ընդհանրապես բացակայում են: Կենսաթոշակային ակտիվները հիմնականում ներդրված են ՀՀ պետական պարտատոմսերում, բանկային ավանդներում և օտարերկրյա ներդրումային ֆոնդերի արժեթղթերում (Գծ. 9.):

Գծ. 9. Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 31/01/2020 դրությամբ (ՀՀ դրամ)²¹

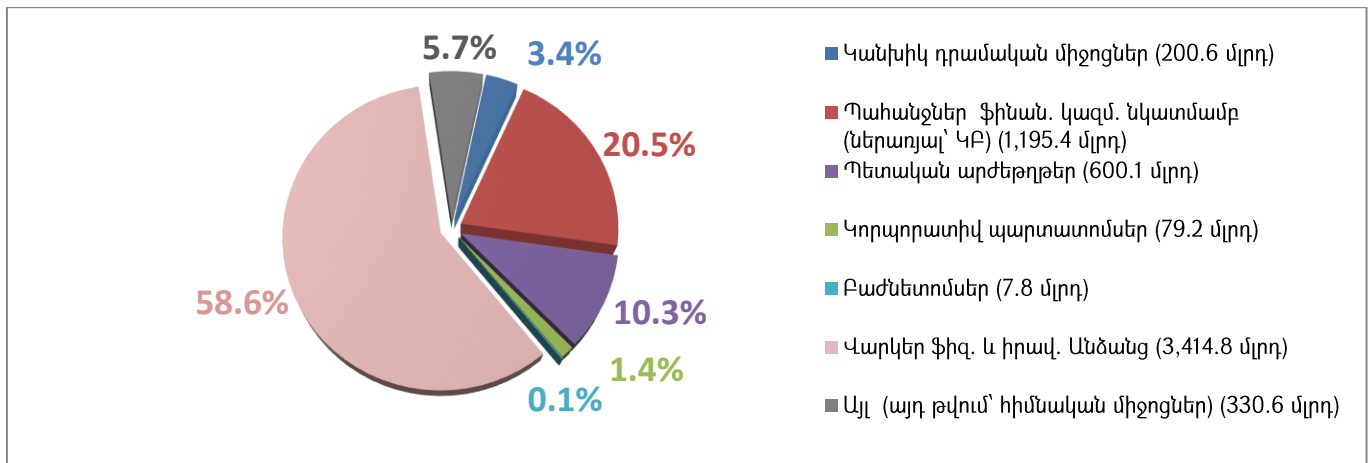


4.3. Բանկեր

80. **Բանկային համակարգը համարվում է ՀՀ պետական պարտատոմսերում ակտիվ ներդրող:** 31/12/2019թ. դրությամբ գործում են 17 բանկ, որոնց ընդհանուր ակտիվները կազմում են 5,8 տրլն դրամ: Բանկերը հիմնականում ներդրումներ են կատարում պետական արժեթղթերում (ակտիվների 10%), փոքր ծավալով ներդրումներ են իրականացնում նաև այնպիսի կորպորատիվ պարտատոմսերում, որոնք կարող են հանդիսանալ ռեպո գործարքի առարկա (Գծ. 10.): Դոլարիզացիայի կրճատման նպատակով դրամային ավանդների ներգրավմանը խրախուսումը կարող է ստեղծել լրացուցիչ պահանջարկ բանկերի կողմից ՀՀ դրամով արտահայտված պարտատոմսերի նկատմամբ:

²¹ Աղբյուրը՝ ԿԲ

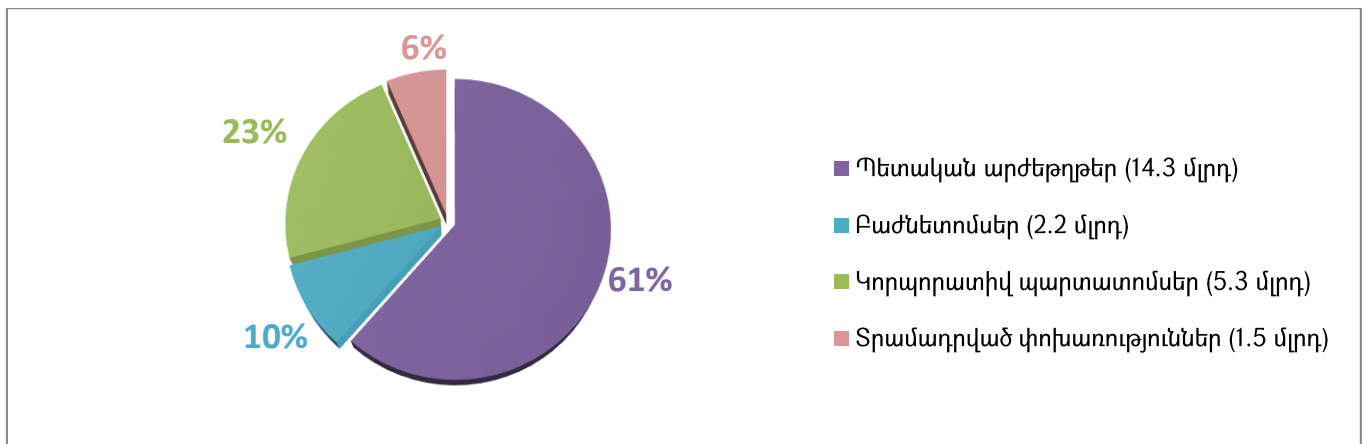
Գծ. 10. Բանկերի ակտիվների կառուցվածքը 31/01/2020 դրությամբ (ՀՀ դրամ)²²



4.4. Ներդրումային ֆոնդեր

81. ՀՀ ներդրումային ֆոնդերի ինդուստրիան գտնվում է զարգացման սաղմնային փուլում և կապիտալի շուկայում որպես ներդրող դեռևս մեծ նշանակություն չունի: 2019թ. վերջի դրությամբ ընդամենը 2 հրապարակային ներդրումային ֆոնդ է գործում և 23ոչ հրապարակային ֆոնդ: Բոլոր ֆոնդերի ակտիվների մեծությունը նույն պահի դրությամբ կազմում է ընդամենը 23.3 մլրդ դրամ, որի 60%-ից ավելին ներդրվում է ՀՀ պետական արժեթղթերում (Գծ. 11.):

Գծ. 11. Ներդրումային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 31/01/2020 դրությամբ (ՀՀ դրամ)²³



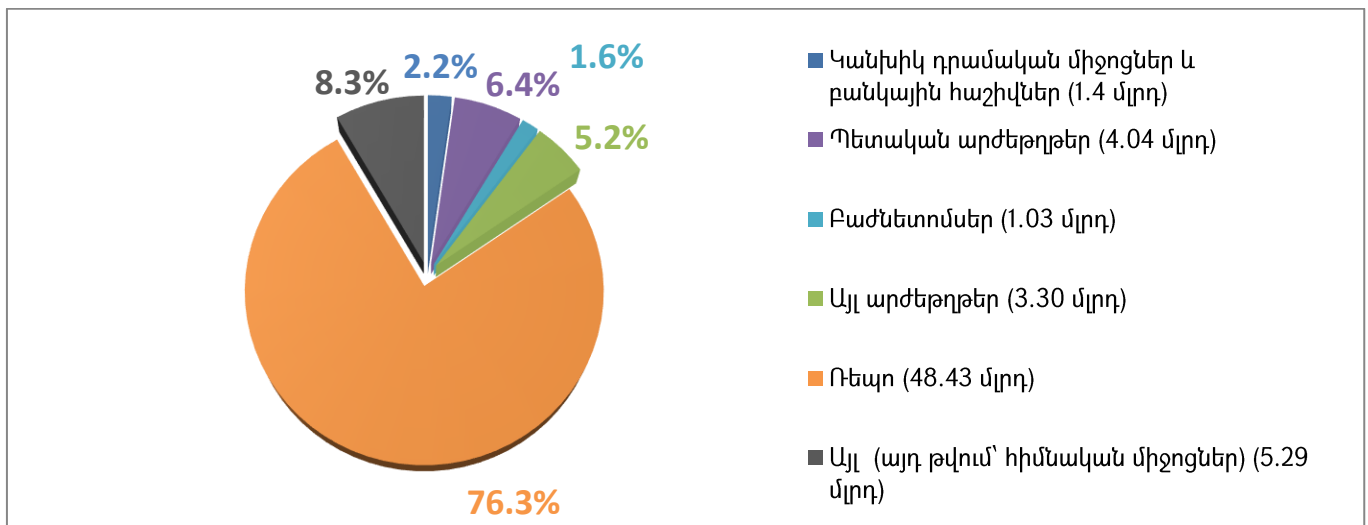
²² Աղբյուրը՝ ԿԲ

²³ Աղբյուրը՝ ԿԲ

4.5. Ներդրումային ընկերություններ

82. Ներդրումային ընկերությունները ֆինանսական հատվածի փոքր հատվածն են զբաղեցնում (0.9%) և կապիտալի շուկայում ներդրումային պահանջարկի ձևավորման վրա մեծ ազդեցություն չունեն: 15.02.2020 թ. դրությամբ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործում են 12 ներդրումային ընկերություն, որոնց ընդհանուր ակտիվները կազմում են 63 մլրդ դրամ: Ոլորտի կողմից բաժնային արժեթղթերում ներդրումները աննշան են, իսկ պարտքային գործիքներում ներդրումները կազմում են ակտիվների 12 %-ը, որից 7%-ը բաժին է ընկնում պետական արժեթղթերում ներդրումներին (ԳՃ. 12.):

ԳՃ. 12. Ներդրումային ընկերությունների ակտիվների կառուցվածքը 31/01/2020 դրությամբ (ՀՀ դրամ)²⁴



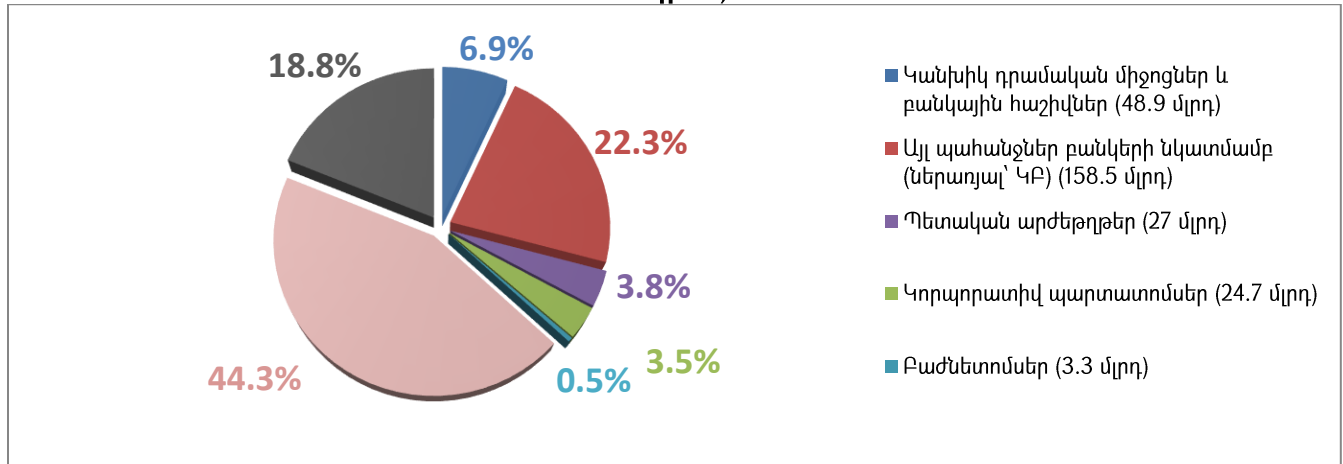
4.6. Վարկային կազմակերպություններ

83. Վարկային կազմակերպությունները ակտիվների մեծությամբ երկրորդն են՝ ֆինանսական համակարգի ակտիվների մոտ 10%-ը, սակայն պասիվ են կապիտալի շուկայում ներդրումներ կատարելու տեսանկյունից: 15.02.2020 թ. դրությամբ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործում են 43 վարկային կազմակերպություն, որոնց ընդհանուր

²⁴ Աղբյուրը՝ ԿԲ

ակտիվները կազմում է 711 մլրդ դրամ: Ակտիվների ընդամենը 4%-ը ներդրվում է պետական պարտատոմսերում, 4%-ը՝ կորպորատիվ արժեթղթերում (Գծ. 13.):

Գծ. 13. Վարկային կազմակերպությունների ակտիվների կառուցվածքը 31/01/2020 դրությամբ (ՀՀ դրամ)²⁵



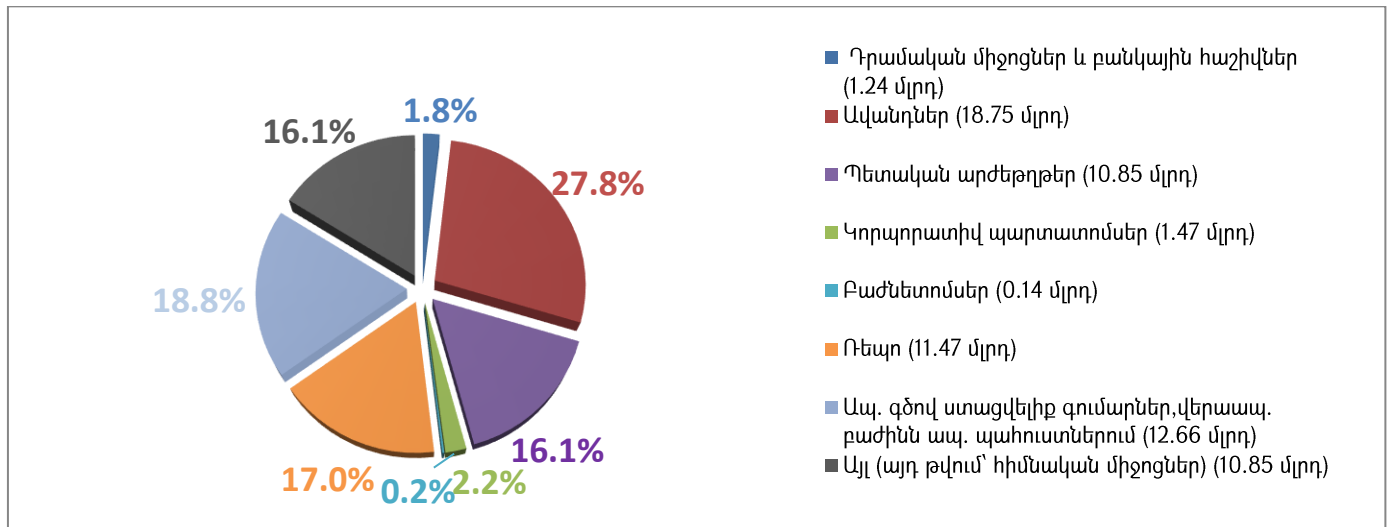
4.7. Ապահովագրական ընկերություններ

84. Ապահովագրական ընկերությունները՝ որպես կապիտալի շուկայի ներդրող, 2019թ. ընթացքում սկսել են ակտիվություն դրսևորել, սակայն հաշվի առնելով ապահովագրական շուկայի փոքր ծավալը՝ ոլորտի ազդեցությունը կապիտալի շուկայի ակտիվացման վրա թույլ է: Ոչ կյանքի ապահովագրական շուկայի ոլորտում գործում են 7 ընկերություն: 31.12.2019թ. դրությամբ շուկայի ծավալը (հաշվեգրված ապահովագրական վճարները) կազմում է 49,3 մլրդ դրամ (ՀՆԱ-ի 0,75%-ը): Ոլորտի ակտիվները 66,9 մլրդ դրամ են կազմում, որը ֆինանսական հատվածի ընդամենը 1%-ն է: Ակտիվները հիմնականում ներդրվում են բանկային ավանդներում և ՀՀ պետական պարտատոմսերում: Ընդ որում՝ 2008 թվականից հետո 2019 թվականին առաջին անգամ ապահովագրական ընկերությունների ակտիվներում արժեթղթերում ներդրումները գերազանցում են բանկային ավանդներում ներդրումներին (Գծ. 14.):

Գծ. 14. Ապահովագրական ընկերությունների ակտիվների կառուցվածքը 31/01/2020 դրությամբ (ՀՀ դրամ)²⁶

²⁵ Աղբյուրը՝ ԿԲ

²⁶ Աղբյուրը՝ ԿԲ



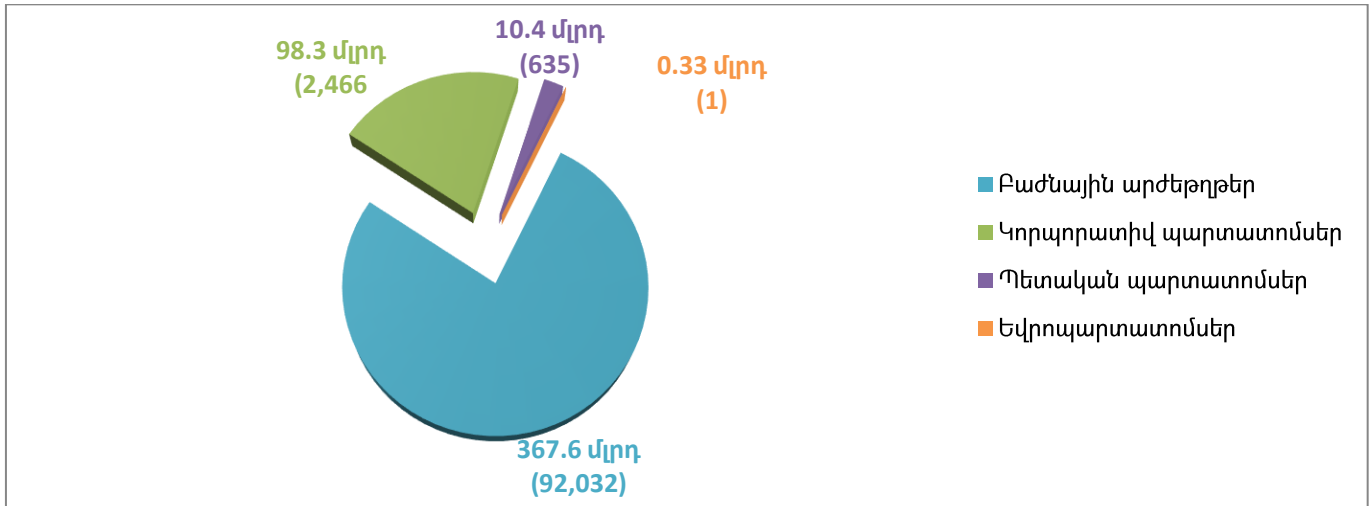
85. ՀՀ-ում լիցենզավորված կյանքի ապահովագրական ընկերությունները բացակայում են: Այս շուկայի զարգացումը կարևոր է երկարաժամկետ ներդրողների բազայի ձևավորման տեսանկյունից:

4.8. ՀՀ անհատ ներդրողներ (ֆիզիկական անձինք)

86. Հայաստանում զանգվածային մասնավորեցման արդյունքում ձևավորվել է բաժնետոմսերում անհատ ներդրողների մեծ բանակ: 31.01.2020թ. դրությամբ 111439 անհատ ներդրողի արժեթղթերի հաշիվ կա, որից 13%-ն (13815) է ընդամենը ակտիվ ներդրողի հաշիվ: Ընդ որում՝ հաշիվների հիմնական մասը բաժնային արժեթղթերի հաշիվներ են՝ հաշվի առնելով 1990-ականների մասնավորեցման արդյունքում մի շարք հաշիվների ստեղծման անհրաժեշտությունը: Պետք է նկատի ունենալ, որ նույնիսկ ակտիվ հաշվետերերը իրական ակտիվություն չեն դրսևորում կապիտալի շուկայում: Կարելի է ասել փաստացի ֆիզիկական անձ ներդրողները մոտ 2600-3000 են, որոնք հիմնականում ներդրումներ են իրականացնում պարտքային գործիքներում (Գձ. 15.):

Գձ. 15. ՀՀ ֆիզիկական անձանց ներդրումների ծավալները (սեփականատերերի քանակը) 31/01/2020 դրությամբ (ՀՀ դրամ)²⁷

²⁷ Աղբյուրը՝ ԿԲ

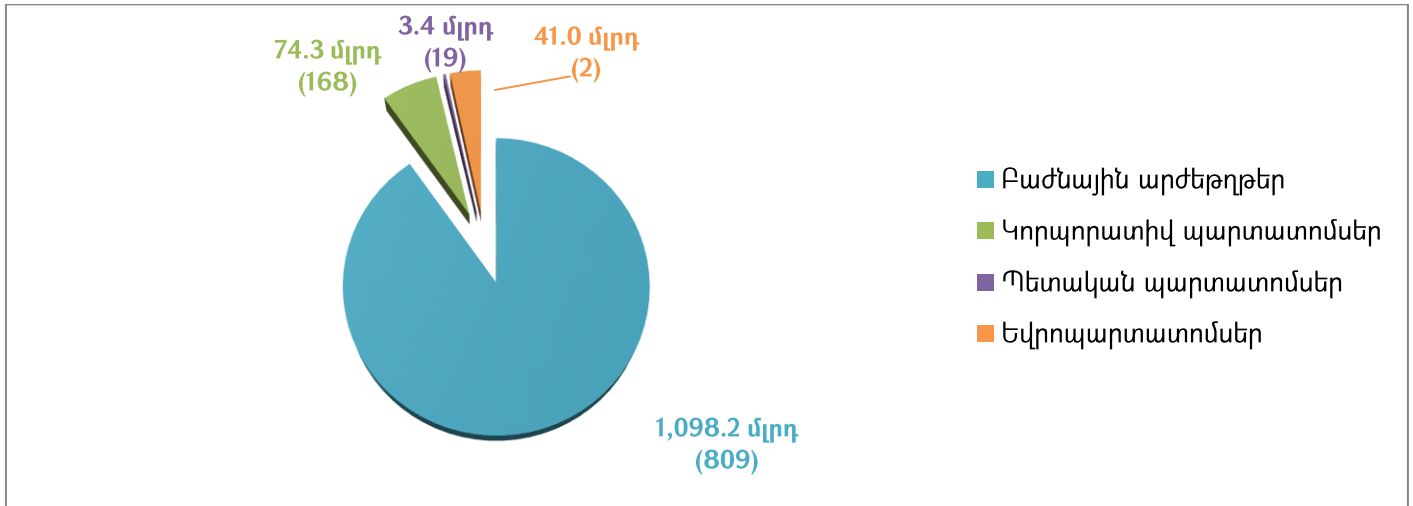


4.9. Օտարերկրյա ներդրողներ

87. Չնայած Քլիրսթրիմի հետ գործող համագործակցությանը, Հայաստանի կապիտալի շուկայում ակտիվ օտարերկրյա ներդրողների ներգրավվածությունը քիչ է: 31.01.2020 թ. դրությամբ պահառուական համակարգում մոտ 1418 օտարերկրյա ներդրողի հաշիվ կա, սակայն դրանց առնվազն 30%-ի մնացորդը գրոյական է: Օտարերկրյա ներդրողների կողմից ներդրումների կազմում 90%-ը կազմում են բաժնային արժեթղթերը (Գձ. 16.): Ինչպես արդեն նշվեց, բաժնային արժեթղթերում ներդրումների նման բարձր ցուցանիշը պայմանավորված է նրանով, որ մի շարք խոշոր ընկերությունների ((որոնցից ընդամենը 10 բաժնետիրական ընկերության բաժնետոմսերն են շրջանառվում ֆոնդային բորսայում)) բաժնետերեր օտարերկրյա անձինք են, և պետք է հաշվի առնել, որ այս անձինք ոչ հրապարակային կապիտալի շուկայում են և հրապարակային շուկայի պահանջարկի վրա մեծ ազդեցություն չունեն:

Գձ. 16. Օտարերկրյա անձանց ներդրումների ծավալները (սեփականատերերի քանակը) 31/01/2020 դրությամբ (<< դրամ)²⁸

²⁸ Աղբյուրը՝ ԿԲ



88. **Սփյուռք ներդրողների փաստացի ներդրումները նույնպես փոքր են, թեև սփյուռքի ներդրումային պոտենցիալը բավականին մեծ է:** ՀՀ սփյուռքը ոչ պաշտոնական տվյալներով գերազանցում է 9 մլն (2018 թ, աղբյուրը՝ ՀԲ): Սփյուռքը կարող է լինել կապիտալի ներգրավման պոտենցիալ աղբյուր, սակայն ներկա պահին առավել հակված է ուղղակի ներդրումներ կատարել, այլ ոչ թե կապիտալի շուկայի միջոցով: Նման վարքագծին նպաստում է նաև արդյունավետ ներդրումային գործիքների բացակայությունը:

4.10. Ներդրողների բազայի ընդլայնման հնարավորությունները

89. **Ոչ դիվերսիֆիկացված ներդրողների կազմը խնդիր է ներկա փուլում:** Ինչպես շուկայի տվյալներն են ցույց տալիս, կապիտալի շուկայում հիմնական ներդրողը կենսաթոշակային ֆոնդերն են և բանկերը: Ճիշտ է ինստիտուցիոնալ ներդրողների առկայությունը չափազանց կարևոր է կապիտալի շուկայում ներդրումային պատշաճ մշակույթ ձևավորելու համար: Սակայն ներդրողների բազայի դիվերսիֆիկացվածության բացակայությունը հետագայում ռիսկի կարող է ենթարկել կապիտալի շուկայի հետագա ընդլայնումը: Նման ռիսկը մեղմելու համար կարևոր է այլ ինստիտուցիոնալ, անհատ ներդրողների և օտարերկրյա ներդրողների՝ կապիտալի շուկա ներգրավումը:

90. **Ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման հաշվին ներդրողների բազայի ընդլայնումը, ընդհանուր առմամբ, օգնում է նվազեցնել երկարաժամկետ ֆինանսավորման ծախսերը:** Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման արդյունքում ընկերություններն ավելի քիչ կախված կլինեն ներդրողների որևէ կատեգորիայից՝ նվազեցնելով թողարկողի ռիսկերը, երբ ֆինանսավորման ներգրավման անհրաժեշտությունը կտրուկ մեծանում է կամ որևէ խումբ ներդրողների պահանջարկն էականորեն նվազում է: Մյուս կողմից՝ պետք է զգույշ լինել, քանի որ ոչ ռեզիդենտների մեծ մասնակցությունը տեղական շուկայում կարող է մեծացնել անկայունությունը՝ հաշվի առնելով, որ այս ներդրողները առավել հեշտ են դուրս գալիս շուկայից՝ տնտեսական

անորոշության կամ բացասական շուկերի պարագայում: Այնուամենայնիվ, այս դիսկը դեռևս չի սպառնում ՀՀ-ին՝ հաշվի առնելով օտարերկրյա ներդրողների չափազանց փոքր մասնակցությունը ներկա փուլում:

91. Ներդրողների բազայի դիվերսիֆիկացման և ընդլայնման համար անհրաժեշտ է ուժեղացնել կիրթ և իրազեկ ներդրող ունենալուն ուղղված միջոցառումները: Այս գործընթացում պետք է ներգրավել ինչպես հանրային մարմիններին՝ Կենտրոնական բանկին, Ֆինանսների նախարարությանը, Կրթության նախարարությանը, այնպես էլ մասնավոր հատվածին՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիային, Հայաստանի ֆոնդային բորսային, բանկերին, ներդրումային ընկերություններին: Իրազեկման և կրթական հնարավոր միջոցառումների կազմում կարելի է ներառել առանձին կայքի ստեղծումը (միաժամանակ հայերեն և անգլերեն լեզուներով)՝ ուղղված կապիտալի շուկայում ներդրողների կրթմանը, ինչպես նաև շուկայում շրջանառվող գործիքների և դրանց թողարկողների վերաբերյալ տեղեկությունների հրապարակմանը: «Արժեթղթերի շուկայի շաբաթ» վերնագրով մարկետինգային արշավների իրականացումը, զանգվածային լրատվության միջոցով գրագիտության բարձրացումը (կապիտալի շուկայի վերաբերյալ հեռուստաթերթեր, ռադիոթերթեր, թերթերում, ամսագրերում հրապարակումներ), հասարակության տարբեր նպատակային խմբերի համար սեմինարների կազմակերպումը նույնպես կարևոր են կշռադատված ներդրումային որոշումներ կայացնող ներդրողների շրջանակի ընդլայնման համար: Ներդրողների հետ հարաբերությունների գործառույթի զարգացման մասին մանրամասն ներկայացված է նաև 3.4-րդ ենթաբաժնում (պետական արժեթղթերի տեսանկյունից):

92. Քրաուդֆանդինգ սխեմաների ներդրումը կարող է խթանել օտարերկրյա ներդրումները Հայաստանի կապիտալի շուկայում: Օտարերկրյա ներդրողների մուտքը կապիտալի շուկա հեշտացնելու համար Կենտրոնական բանկի կողմից ներկայումս աշխատանքներ են տարվում քրաուդֆանդինգ մեխանիզմների ներդրման ուղղությամբ: Այս մեխանիզմը կարելի է գործարկել նաև պետական պարտատոմսերի համար: Քրաուդֆանդինգ սխեմաների առցանց բնույթը կնպաստի նրան, որ օտարերկրյա ներդրողները, առանց որևէ ծախսի, ներդրումներ կարող են իրականացնել 24/7 ժամանակային ռեժիմում: Մյուս կողմից էլ, այս մեխանիզմը հնարավորություն կտա համախմբել այնպիսի մանր ներդրողների, որոնց համար ազգային ֆինանսական շուկան հասանելի չէր նախկինում: Հետևաբար, փոքր ֆինանսավորում պահանջող նախագծերի դեպքում քրաուդֆանդինգը կարող է դառնալ արագ և ոչ ծախսատար եղանակով ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման և փոխանցման արդյունավետ մեխանիզմ:

93. Արդյունավետ նախապայմանների ստեղծման դեպքում պատերազմական իրավիճակներում սփյուռքի պարտատոմսերը ֆինանսական միջոցների համախմբման աշխատող գործիք կարող են հանդիսանալ: Պետք է հաշվի առնել, որ հայկական սփյուռքի ներդրումային ներուժը Հայաստանի տնտեսությունում շարունակում է մնալ չօգտագործված (կորպորատիվ հատվածի, ինչպես նաև ենթակառուցվածքների ֆինանսավորման համար): Այդուհանդերձ, սփյուռքի պարտատոմսերի թողարկումը պետք է լինի պետական պարտքի

թողարկման ընդհանուր ռազմավարության ներքո և կարող է պետական պարտքի ծախսատարության տեսանկյունից թանկ լինել: Առաջին անգամ սփյուռքի պարտատոմսեր թողարկելու համար որպես թիրախային շուկա կարող է լինել ԱՄՆ-ն: Չնայած միգրանտների քանակով առաջին տեղում է ՌԴ-ն, իսկ երկրորդ տեղում՝ ԱՄՆ-ն (Աղյուսակ 5.), սակայն ՌԴ միգրանտներն առավել հակված են սպառելու, ի տարբերություն ԱՄՆ-ի՝ առավել խնայող միգրանտների:

Աղյուսակ 5. ՀՀ միգրանտների քանակը և խնայողությունների մեծությունը 2018թ. դրությամբ²⁹

Երկիրը	Միգրանտների քանակը (հազար)	Միգրանտի խնայողություն (մլն \$)
ԱՄՆ	90,946	655
Ռուսաստան	527,659	513
Ֆրանսիա	19,372	74
Գերմանիա	14,048	62
Իսպանիա	11,661	37
Ընդհանուր	968,686	1,604

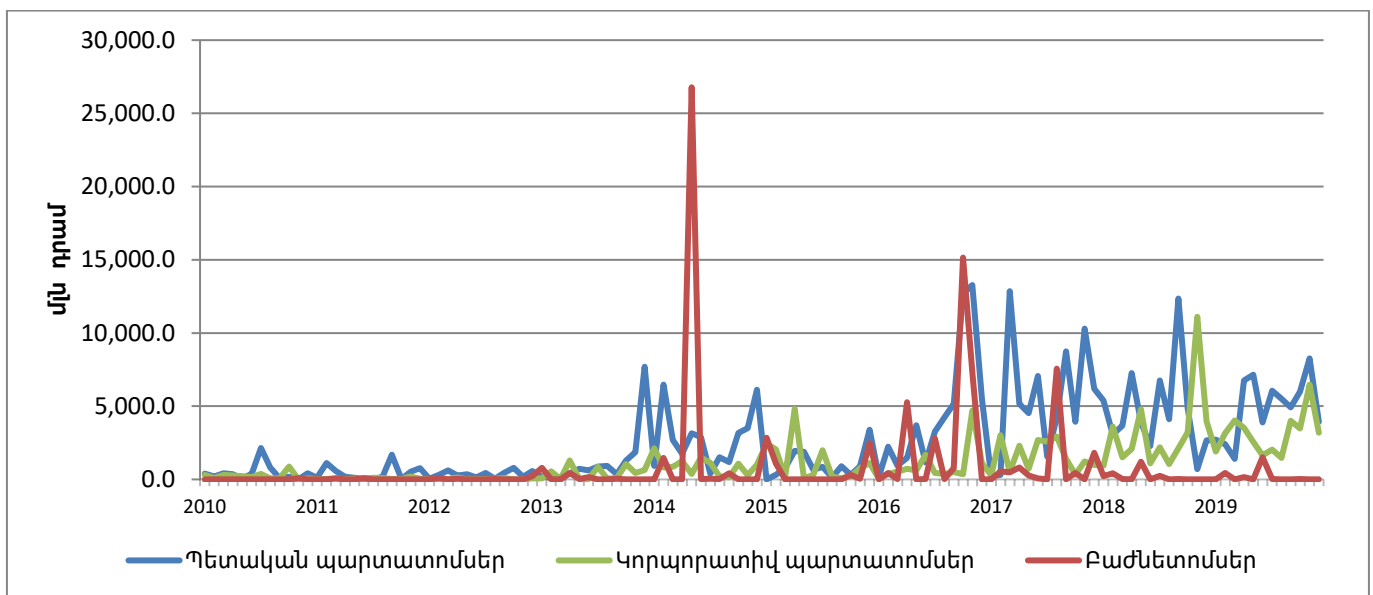
²⁹ Աղբյուրը՝ ՀԲ

ԲԱԺԻՆ 5. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԵՆԹԱԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԸ

5.1. Առևտրային համակարգ: Հայաստանի ֆոնդային բորսա (AMX)

94. Հայաստանի միակ կարգավորվող շուկան Հայաստանի ֆոնդային բորսան է: Ներկայումս բորսայում առևտուր է իրականացվում սովորական և արտոնյալ բաժնետոմսերով, կորպորատիվ պարտատոմսերով, պետական պարտատոմսերով, ռեպո պայմանագրերով (ՌԵՊՈ) և արտաթույթով (ԱՄՆ դոլար և Եվրո): 2019թ. ընթացքում կարգավորվող շուկայում արժեթղթերով կնքված առքուվաճառքի գործառնությունների ծավալը կազմել է 98.6 մլրդ դրամ կամ առքուվաճառքի ընդհանուր ծավալի 9.4%-ը (Գձ. 17.): Կարգավորվող շուկայում պետական պարտատոմսերով առուվաճառքի գործառնությունները կազմել են 59 մլրդ դրամ (59.8%), կորպորատիվ պարտատոմսերով առքուվաճառքի գործառնությունները՝ 37.44 մլրդ դրամ (38%), իսկ բաժնետոմսերով առուվաճառքի գործառնությունները՝ 2.16 մլրդ դրամ (2.2 %):

Գձ. 17. Առուվաճառքի գործարքների ծավալները Հայաստանի ֆոնդային բորսայում (ամսական)³⁰



95. Բորսայական ռեպո շուկան գրեթե զրոյական է: 2019թ. ընթացքում կարգավորվող շուկայում ռեպո գործառնությունները 27,3 մլրդ դրամ են կազմել կամ ընդհանուր ռեպո գործառնությունների (բացառությամբ Կենտրոնական բանկի հետ գործառնությունների) 0,36%-ը:

³⁰ Աղբյուրը՝ ԿԲ

96. Առևտրային ենթակառուցվածքը 2020 թվականի փետրվարին կատարելագործվեց Հայաստանի ֆոնդային բորսայի և ARQA Technologies-ի կողմից QUIK ծրագրային համակարգի ներդրման շնորհիվ: Բորսայի տեխնոլոգիական նոր հարթակը ներկայում օգտագործվում է ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային տեղաբաշխման համար: Համակարգի ներդրման առավելություն է վերջնական օգտագործման տերմինալների առկայությունը դեսքթոփ, վեբ և բջջային տարբերակներով:

97. Առևտրային համակարգի արդյունավետ գործունեության համար մի շարք անհարմարություններ է ստեղծում նախնական դեպոնացմամբ առևտուրը: Սա ենթադրում է, որ առևտրի մասնակիցները նախքան արժեթղթերով գործարքների կնքումը պարտավոր են արժեթղթերն ու դրամական միջոցները սառեցնել համապատասխան հաշիվներում: Նման պահանջը տարատեսակ խնդիրներ է ստեղծում մասնակիցների, հատկապես օտարերկրյա ներդրողների համար, այդ թվում՝

- *ներդրողի համար միջոցների սառեցում* առևտրային օրվա ընթացքում, ինչը նշանակում է միջոցների անարդյունավետ օգտագործում,
- *իրացվելիության նվազում*, քանի որ ակտիվների նախապես դեպոնացումը սահմանափակում է մասնակցի՝ առևտրային նստաշրջանի ցանկացած պահի դրությամբ արժեթղթեր գնելու կամ վաճառելու հնարավորությունը.
- *շուկայական իրական գնագոյացման մեխանիզմի խեղաթյուրում*. ակտիվների նախնական դեպոնացմամբ առևտրի դեպքում առաջարկի կամ պահանջարկի բացակայությունը դեռևս չի նշանակում տվյալ արժեթղթի նկատմամբ ներդրողի հետաքրքրության իրական բացակայություն, այլ ընդամենը կարող է չդեպոնացման արդյունք լինել,
- *արժույթային ռիսկերի հետ կապված բարդություններ* հատկապես այն ներդրողների համար, որոնք, դեռևս վերջնական որոշում չունենալով այս կամ այն արժեթղթի վերաբերյալ, պետք է համապատասխան ծավալի արտարժույթ փոխարկեն ազգային արժույթի և սառեցնեն: Խնդիրն առավել սուր բնույթ է ստանում այն դեպքում, երբ տեղաբաշխման հարթակում հնարավոր է՝ մասնակցի արժեթղթեր ձեռքբերելու հայտը չբավարարվի, և նրա դրամական միջոցները հետ փոխանցվեն, որը կապված է զգալի ֆինանսական և ժամանակային ծախսերի հետ:
- *ժամային գոտիների տարբերությունը* նույնպես խնդիր է օտարերկրյա ներդրողի համար:

98. T+n համակարգի ներդրումը կարող է լուծել վերոնշյալ խնդիրները: Դա ենթադրում է, որ քլիրինգի և վերջնահաշվարկի ներկայիս T+0 մոտեցումը պետք է փոխարինվի միջազգային պրակտիկայում առավել ընդունված T+2 (3) ժամանակային կտրվածքով քլիրինգի և վերջնահաշվարկի համակարգով: Եվ քանի որ նախնական դեպոնացումը հանդիսանում է գործարքի կատարման, այսպես կոչված, երաշխիք, իսկ դրա վերացումը ենթադրում է մի շարք ռիսկեր՝ կապված 2-3 օրվա ընթացքում վերջնահաշվարկի չիրականացման հետ, ապա T+n համակարգի ներդրումը ենթադրում է նաև վերջնահաշվարկի ռիսկերի զսպման մեխանիզմների ներդրում:

99. Առևտրային բանկերի, ինչպես նաև բանկերի և իրենց հաճախորդների միջև պարտատոմսերով կատարվող էլեկտրոնային առևտուրը պետք է հեշտացնել: Հաշվի

առնելով այն հանգամանքը, որ պարտատոմսերի գները և շուկայի արդյունավետությունը կախված են նաև շուկայում գործարքների կատարման հնարավորությունների հետ՝ անհրաժեշտ է հեշտացնել ֆինանսական գործիքներով առևտրի կատարումը թե՛ առևտրային բանկերի միջև կնքվող գործարքների և թե՛ հաճախորդների հետ կնքվող գործարքների դեպքերում: Այդպիսի նպաստող միջավայրի ձևավորումը պետք է դիտարկել էլեկտրոնային առևտրի գործիքների ներդրմամբ և դրանց լայն կիրառմամբ:

5.2. Դեպոզիտար համակարգ: Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա

100. **ՀԿԴ-ն իրականացնում է բոլոր կորպորատիվ արժեթղթերի (և ցուցակված, և՛ չցուցակված) կենտրոնացված պահառությունը, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերի ենթապահառությունը:** 31.01.2020թ. դրությամբ կենտրոնացված պահառուի գործառույթի շրջանակներում վարվող արժեթղթերի սեփականատերերի հաշիվները 113495-ն են (ակտիվ հաշիվների թիվը ընդամենը 15181 է): ՀԿԴ-ում վարվում են նաև անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի 2642 ռեեստր: Որպես արժեթղթերի հաշվարկային համակարգի օպերատոր՝ ՀԿԴ-ն իրականացնում է բորսայական և արտաբորսայական գործարքների քլիրինգն ու վերջնահաշվարկը, բացառությամբ պետական պարտատոմսերի և դրամական միջոցների վերջնահաշվարկի (իրականացվում է Կենտրոնական բանկի կողմից): Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիայի (ՀԿԴ) 100 տոկոս բաժնետերը Հայաստանի ֆոնդային բորսան է:

101. **Դեպոզիտար համակարգն էապես կատարելագործվեց՝ շնորհիվ DEPEND ծրագրային համակարգի ներդրման:** 2013թ.-ից Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիան առաջարկում է միջազգային չափանիշներին համահունչ ծառայությունների ամբողջական ցանկ՝ կիրառելով առաջատար ծրագրային լուծումներ: DEPEND համակարգի ներդրմամբ քլիրինգի և վերջնահաշվարկի, պահառության ու ռեեստրավարման ծառայությունների առավել անվտանգ և արդյունավետ մատուցման հնարավորություններ ստեղծվեցին: Միևնույն ժամանակ, ներդրվեց դեպոզիտար նոր մոդել՝ հիմնված հաշվի օպերատորների ինստիտուտի վրա: Արդյունքում մոտ մեկ տասնյակ բանկեր և ներդրումային ընկերություններ դարձան հաշվի օպերատորներ՝ արժեթղթերի հաշվառման և հաշվարկային միասնական համակարգի ծառայություններն ավելի հասանելի դարձնելով ներդրումային հանրությանը:

102. **ՀԿԴ-ի և գլոբալ պահառուների համագործակցությունը նույնպես կարևոր նշանակություն ունեցավ կապիտալի շուկայի ենթակառուցվածքի բարելավման, ինչպես նաև ՀՀ կապիտալի շուկայի միջազգայնացման համար:** Մասնավորապես՝ 2013թ. ՀԿԴ-ն անվանատիրոջ հաշիվ բացեց Clearstream-ում, որի շնորհիվ օտարերկրյա արժեթղթերը հասանելի դարձան Կենտրոնական դեպոզիտարիայում սպասարկվող ռեզիդենտ ներդրողներին: Հարկ է ընդգծել, որ այս կապը հատկապես կարևորվում է ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի տեսանկյունից: Վերջիններս այս կապի միջոցով ավելի քան 100

մին դուրսը ներդրում են իրականացնում միջազգային շուկաներում: Հաշվի առնելով, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվները աճում են մեծ քայլերով՝ ժամանակի ընթացքում Clearstream-ի հետ ստեղծված կապի դերը առավել կարևորություն է ստանալու: 2016թ. Clearstream-ը բացեց արժեթղթերի անվանատիրոջ հաշիվ ՀԿԴ-ում, որի շնորհիվ օտարերկրյա ներդրողներն արդեն կարող են ուղղակիորեն՝ առանց հայկական միջնորդների, ներդրումներ կատարել ՀՀ պետական և միջազգային կազմակերպությունների կողմից թողարկված պարտատոմսերում: Վերը նշված գործընթացում ՀԿԴ-ն գործում է որպես լոկալ պահառու, իսկ ՀՀ Կենտրոնական բանկը՝ որպես դրամական միջոցների թղթակցային բանկ: ՀԿԴ-ն նմանատիպ կապեր ունի նաև Ռուսաստանի և Բելառուսի կենտրոնական դեպոզիտարիաների հետ:

103. Շուկայի ծավալների աճին զուգընթաց ՀԿԴ-ի և Clearstream-ի կապը կօգտագործվի նաև կորպորատիվ արժեթղթերի շուկա օտարերկրյա ներդրողների ներգրավման համար: Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ծավալների աճի դեպքում Clearstream-ը պատրաստ է համագործակցել նաև կորպորատիվ արժեթղթերի գծով կապի ստեղծման շրջանակներում: Այս ուղղությամբ հետևողական աշխատանքների իրականացումը կարևոր է օտարերկրյա ներդրողների ծախսատարության և ժամանակատարության նվազեցման և ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի նկատմամբ պահանջարկը մեծացնելու համար:

104. Դեպոզիտար համակարգի արդյունավետությունը և համակարգի կենտրոնացումն ապահովելու նպատակով պետք է միավորել պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի պահառության համակարգերը: Շուկայի ենթակառուցվածքների պատշաճ զարգացումը ենթադրում է ամբողջությամբ կենտրոնացված պահառության և ռեեստրավարման ծառայությունների մատուցում Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից:

105. Բորսայի և դեպոզիտարիայի տեխնիկական համակարգերն անհրաժեշտ է պարբերաբար վերանայել : Ժամանակի պահանջներին համահունչ դրանց շարունակական կատարելագործումը կարևոր նշանակություն ունի կապիտալի շուկայի զարգացման համատեքստում:

106. Ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքները պետք է համապատասխանեցվեն Արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպության կողմից ընդունված սկզբունքներին: Այդ սկզբունքները բաղկացած են շուկայական ռիսկերի կառավարման համար նախատեսված 24 պայմաններից: Անհրաժեշտ է ուսումնասիրել ֆինանսական շուկայի գործող ենթակառուցվածքների համապատասխանությունը նշված սկզբունքներին, և ըստ անհրաժեշտության, ձեռնարկել համապատասխանության ապահովմանն ուղղված գործողություններ:

5.3. Միջնորդական ծառայություններ մատուցողներ

107. **Իրական ներդրումային բանկային ծառայությունների բացակայությունը ՀՀ-ում որակյալ գործիքների զարգացմանը խոչընդոտող գործոններից է:** 15.02.2020թ. դրությամբ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայություններ են մատուցում 17 առևտրային բանկ և 12 ներդրումային ընկերություն: Սակայն դրանք դեռևս չունեն բավարար կարողություններ, որոնք անհրաժեշտ են լայնամասշտաբ ներդրումային ծրագրեր ֆինանսավորելու, պոտենցիալ թողարկողներին շուկա դուրս բերելու, նոր ֆինանսական գործիքներ ստեղծելու համար:

Հեռահար տեխնոլոգիաների օգտագործմամբ ներդրումային ծառայությունների մատուցումը կարող է զգալիորեն հեշտացնել այս ծառայությունների հասանելիությունը, հետևաբար, խթանել նոր հաճախորդների մուտքը կապիտալի շուկա:

108. **Մեզ անհրաժեշտ են պրոֆեսիոնալ աշխատող այնպիսի միջնորդներ, որոնք կկարողանան հասկանալ և՛ թողարկողներին, և՛ ներդրողներին, խորությամբ կվերլուծեն առկա խնդիրները, կնախագծեն երկու կողմերի ցանկություններին միաժամանակ համապատասխանող գործիքներ, ինչպես նաև կմիջնորդավորեն և կուղղորդեն թողարկողներին թողարկման, տեղաբաշխման և ցուցակման ամբողջ պրոցեսում:** Զարգացած կապիտալի շուկաներում, որպես կանոն, բանկերը և բրոքերները կարևոր դեր են կատարում որպես շուկա ստեղծող և զարգացնող կազմակերպություններ՝ մի կողմից դեկլ իրենց ձեռքը վերցնելով թողարկման և ցուցակման գործընթացների ողջ ընթացքում, մյուս կողմից՝ ներդրողների համար իրազեկման, կրթման աշխատանքներ տանելու ճանապարհին: Որակյալ ներդրումային բանկային ծառայությունների առկայությունը, այդ թվում՝ միջազգային շուկայում ընդունված մոտեցումներին համաձայն տեղեկությունների բացահայտումը առանցքային նախադրյալ է նաև օտարերկրյա ներդրողներ ներգրավելու տեսանկյունից: Նկարագրված խնդրի լուծման համար հնարավոր տարբերակ կարող է լինել օտարերկրյա պրոֆեսիոնալ միջնորդների ներգրավումը:

ԲԱԺԻՆ 6. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄՆ ՈՒ ՎԵՐԱՀՍԿՈՂՈՒԹՅՈՒՆԸ

6.1. Օրենսդրական և կարգավորման համակարգի վերանայում

109. **2006 թվականից Կենտրոնական բանկը ստանձնել է ամբողջ ֆինանսական համակարգի (ներառյալ՝ կապիտալի շուկան) միասնական կարգավորող և վերահսկող մարմնի դերը:** Կենտրոնական բանկն ունի բավարար ռեսուրսներ կապիտալի շուկայի պատշաճ կարգավորումն ու վերահսկողությունն իրականացնելու համար:

110. **Կապիտալի շուկայի կարգավորման և վերահսկողության գործընթացում իրենց կարևոր դերակատարումն ունեն նաև այլ կառույցները:** Խոսքը վերաբերում է մեծապես Հայաստանի ֆոնդային բորսային և Կենտրոնական դեպոզիտարիային, որոնք իրենց կանոնների միջոցով լրացուցիչ կարգավորման և հսկողական մեխանիզմներ են կիրառում իրենց անդամների և այլ մասնակիցների նկատմամբ: Կարևոր է ընդգծել նաև 2018թ. վերջին Հայաստանի ֆինանսական շուկայում ստեղծված նոր կառույցի՝ ՖԻՆԱՐՄ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների ասոցիացիայի դերը: Վերջինս նպատակ ունի ինստիտուցիոնալ հիմքերի վրա դնել շուկայի մասնակիցներին հուզող խնդիրների բարձրաձայնումն ու դրանց հետևողական լուծմանն ուղղված ջանքերը, այդ թվում՝ կապիտալի շուկայի կարգավորման և վերահսկողության ոլորտում:

111. **Կապիտալի շուկայի կարգավորման ռեժիմը բավականին արդյունավետ է:** 2007թ. ընդունվեց «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը՝ ԵՄ ստանդարտներին համահունչ: 2012թ. Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացրած գնահատումների արդյունքում արժեթղթերի շուկայի օրենսդրությունը մեծապես համապատասխանում էր Արժեթղթերի Հանձնաժողովների Միջազգային Կազմակերպության (IOSCO) կողմից մշակված արժեթղթերի շուկայի կարգավորման միջազգային սկզբունքներին: Վերջին տարիների ընթացքում փոփոխվել են արժեթղթերի շուկան կարգավորող հիմնական օրենքները, որոնց հիմնական նպատակն էր վերացնել ի հայտ եկած խոչընդոտները, գործող օրենսդրությունը համապատասխանեցնել առկա զարգացումներին, ինչպես նաև թողարկումների և ներդրումների համար ապահովել հստակ և գործուն իրավական լուծումներ:

112. **Թողարկումները խթանելու համար կատարելագործվել է նաև կապիտալի շուկան կարգավորող ենթաօրենսդրական դաշտը:** Կարևոր է նշել կապիտալի շուկայի տարբեր գործիքների և թողարկողների համար ազդագրի կանոնների տարբերակված մոտեցումների կիրառումը, ինչպես նաև պարբերական թողարկումները խթանելու նպատակով ծրագրային ազդագրի ներդրման համար իրավական պահանջների ներմուծումը, ինչը զգալիորեն թրթռացրեց թողարկողների բեռը տեղեկությունների բացահայտման տեսանկյունից: Հատկանշական է նաև բանկերի կողմից արտարժույթային և երկարաժամկետ պարտատոմսերի թողարկումները խթանելու համար նորմատիվային պահանջների մեղմացումը 2015թ.: Շնորհիվ Կենտրոնական բանկի խթանող

քաղաքականության, ականատես ենք լինում բանկային հատվածի կողմից պարտատոմսերի թողարկման մեծ ալիքի:

113. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքն ընդունվել է 2007 թվականին, որից հետո էական փոփոխությունների չի ենթարկվել: Օրենքի ընդունման համար հիմք են ծառայել Եվրոպական Միության՝ արժեթղթերի շուկան կարգավորող հրահանգները, ինչպես նաև ԵՄ անդամ պետությունների համապատասխան օրենսդրական ակտերը: Ակնհայտ է, որ թեև «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքն ընդունվել է միջազգային լավագույն փորձի հիման վրա, մոտ 12 տարվա կիրառման արդյունքում ի հայտ են եկել դրա հետ կապված բազմաթիվ խնդրահարույց հարցեր: Նախևառաջ դա պայմանավորված է աստիճանաբար ակտիվացող արժեթղթերի շուկայով, ինչ արդյունքում օրենքի կիրառման կամ անկատար կարգավորման խնդիրներ են ծագում: Բացի այդ, վերջին տարիների ընթացքում արժեթղթերի թողարկմանը, շրջանառությանը և առավաճառքին առնչվող կարգավորումները զգալի փոփոխությունների են ենթարկվել (Ֆինանսական գործիքների շուկայի երկրորդ դիրեկտիվի (MIFID II 2014/65/EU), Ազդագրի կանոնակարգ (ԵՄ) 2017/1129): Ըստ այդմ, անհրաժեշտ է նաև ապահովել, որ կարգավորման դաշտը համահունչ լինի միջազգային լավագույն փորձին և ստանդարտներին:

114. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքը ընդունվել է 2001 թվականին՝ հիմք ընդունելով 1996 թվականին ընդունված ԱՊՀ երկրների մոդելային օրենքը: Այդ պատճառով անհրաժեշտ է արդիականացնել ընկերությունների իրավունքը կարգավորող օրենսդրական միջավայրը՝ այն համապատասխանեցնելով շուկայի պահանջներին: Մասնավորապես՝ առկա են խնդիրներ փոխարկելի արժեթղթերով միջոցների ներգրավման, աշխատակիցներին արժեթղթերով վարձատրման, բացասական սեփական կապիտալով գործունեության և այլ կարգավորումներում: Իհարկե, «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» օրենքի ազդեցության շրջանակը (կարգավորման առարկան) ոչ միշտ է համընկնում արժեթղթերի շուկայի հետ, սակայն ակնհայտ է, որ այն ստեղծում է կարևոր միջավայրային նախադրյալ ընկերություններում կորպորատիվ մշակույթի և ընկերությունների զարգացման հարցերում: Բացի այդ, բաժնետիրական ընկերությունների օրենսդրության բարեփոխումների շրջանակներում անհրաժեշտ է անդրադառնալ կորպորատիվ (բաժնետիրական) կառավարման միջազգային սկզբունքների պահպանմանը: Վերջապես, այս ոլորտի բարեփոխումները պայմանավորված են նաև վերջին տասնամյակի՝ ՀՀ տնտեսական իրավիճակի փոփոխություններով, որը պետք է իր արտահայտությունը գտնի գործող օրենսդրությունում:

115. Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգիրքը նույնպես բարելավման կարիք ունի: Այն ընդունվել է դեռևս 1998 թվականին, և դրա բազմաթիվ իրավակարգավորումներ անհրաժեշտ է համապատասխանեցնել տեղի ունեցած զարգացումներին, մասնավորապես՝ արժեթղթերի շուկայի զարգացմամբ պայմանավորված ձևավորված նոր իրավահարաբերություններին:

116. Կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագրի իրագործման շրջանակներում անխուսափելիորեն ծագելու են իրավական լուծում պահանջող խնդիրներ նաև այլ հարակից իրավական ակտերում, այդ թվում՝

- 1) «Տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենքը և «Երևան քաղաքում տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենքները սահմանում են հնարավորություն համայնքային պարտատոմսերի թողարկման համար: Անհրաժեշտ է աշխատանքներ իրականացնել համապատասխան ենթաօրենսդրական ակտերի մշակման ուղղությամբ:
- 2) Հարկային օրենսգրքում անհրաժեշտ է վերլուծություններ իրականացնել ածանցյալների շուկայի հարկմանն առնչվող իրավական խնդիրների բացահայտման նպատակով: Միաժամանակ, անհրաժեշտ է պոտենցիալ թողարկողների և ներդրողների համար բարձրացնել արժեթղթերից ստացվող եկամուտների և կորպորատիվ շահույթի նկատմամբ կիրառելի հարկային կարգավորումների կանխատեսելիությունը: Պետք է ուսումնասիրել շահաբաժինների և տոկոսային եկամուտների հարկման մեխանիզմների տարբերությունները՝ ըստ անհրաժեշտության առաջարկելով փոփոխություններ:
- 3) 2020 թվականի հունվարի 1-ից ուժի մեջ են մտել «Հաշվապահական հաշվառման մասին» և «Աուդիտորական գործունեության մասին» ՀՀ նոր օրենքները:

— Վերջիններս կապիտալի շուկայի մասնակիցների թափանցիկության և վստահության բարձրացման համար նախադրյալներ ստեղծեցին: Համաձայն այս օրենքների՝ ՀՀ բոլոր խոշոր, միջին և հանրային հետաքրքրություն ներկայացնող կազմակերպությունների (այդ թվում՝ հրապարակային առաջարկով հանդես եկող թողարկողների, հաշվետու թողարկողների և արժեթղթերի շուկայի մյուս մասնակիցների) տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունները ենթակա են պարտադիր աուդիտի: Կարևոր է նշել նաև, որ Կենտրոնական բանկը ենթաօրենսդրական ակտով սահմանել է ցուցակված թողարկողների ֆինանսատնտեսական գործունեության աուդիտն իրականացնող անձանց բավականին խիստ չափանիշներ (կազմակերպության 3 տարվա աուդիտորական գործունեության փորձ կամ միջազգային ճանաչում ունեցող աուդիտորական կազմակերպություն, պատասխանատու աուդիտորների ռոտացիայի, որակավորման և աշխատանքային փորձի նկատմամբ պահանջներ): «Հաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքը այս ընկերությունների համար ամրագրում է նաև միջազգային ստանդարտներին համաձայն (IFRS, IAS) ֆինանսական հաշվետվությունների կազմման և հրապարակման պահանջ:

117. Արժեթղթերի շուկային արժեթղթերի շրջանառության թույլտվության գործընթացը պետք է հնարավորինս պարզեցվի: Հնարավոր է ազդագրի և առևտրի ազդագրի վերաբերյալ կարգավորումների վերանայում, ինչպես նաև փոքր և միջին ձեռնարկությունների կողմից պարզեցված ընթացակարգերով թողարկումներ իրականացնելու կարգավորումների ներդրում:

6.2. Վերահսկողության բարելավում

118. **Արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ վերահսկողության համակարգը պետք է համապատասխանեցվի Արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպության արժեթղթերի կարգավորման սկզբունքներին և նպատակներին:** Արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ՝ արդյունավետ վերահսկողության իրականացումը հատկապես կարևոր է ներդրողների պաշտպանության տեսանկյունից: Ներդրողների պաշտպանության բարձր մակարդակը ի վերջո հանգեցնում է շուկայի նկատմամբ վստահության աճին և կապիտալի շուկայում իրականացվող ներդրումների ծավալների մեծացման: Այդ նպատակով Կենտրոնական բանկի վերահսկողության և ռիսկերի վերահսկման համակարգերը պետք է գնահատվեն՝ Արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպության և Միջազգային հաշվարկների բանկի ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների սկզբունքներին համապատասխանության տեսանկյունից:

**ՄԱՍ II. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՌԱԶՄԱՎԱՐԱԿԱՆ ՈՒՂՂՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐՆ ՈՒ
ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԳՈՐԾՈՂՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԾՐԱԳԻՐԸ**

Միջոցառումները	Ակնկալվող արդյունքը	Կատարող ³¹ /Համակատարողը	Ժամկետը
I. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԱՌԱՋԱՐԿԸ: ԱՌԱՋԱՐԿՎՈՂ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐԸ			
1. ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ՇՈՒԿԱ			
1.1. Պետական պարտատոմսերի շուկայի բարելավում			
1.1.1. Պետական պարտատոմսերի թողարկումների քանակի նվազեցում՝ զուգահեռաբար ծավալների ավելացմամբ:	Երկրորդական շուկայի (այդ թվում՝ ռեպո) ընդլայնման և հետագա զարգացման նպատակով պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալների ավելացում:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. հունիս 30
1.1.2. Ուսումնասիրել 6 ամիս մարման ժամկետ ունեցող պարտատոմսերի ծավալների ավելացման և դրանց՝ որպես ուղենիշային սահմանման հնարավորությունները:	Պետական պարտատոմսերի իրացվելիության աճ, գլոբալ ինդեքսներում պետական պարտատոմսերի գնանշման հնարավորություն, ուստի, ներդրողների բազայի ընդլայնում (այդ թվում՝ օտարերկրյա ներդրողների հաշվին):	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2020թ. դեկտեմբեր 31

³¹ Միջոցառման համար պատասխանատու մարմինը (Կատարողը) սյունակում նշված առաջին մարմինն է:

1.1.3. Պետական պարտատոմսերի շուկայում ներդրողների հետ հարաբերությունների գործառույթի զարգացում՝ - Մեկ պատուհանի տեսքով տեղեկատվության ներկայացում, մասնավորապես՝ դրան նվիրված առանձին ինտերնետային կայքում առնվազն եռամսյակային կտրվածքով թարմ և ամբողջական տեղեկատվության (մակրոտնտեսական, պետական պարտատոմսերի աճուրդներ, շուկայի ծավալներ, կարգավորումներ, ուղեցույցներ և այլն) հրապարակում (հայերեն և անգլերեն լեզուներով)՝ հաշվի առնելով խոշոր ինստիտուցիոնալ ներդրողների պահանջները. - ներդրողներին ուղղված ակտիվ միջոցառումների (պարբերական roadshow-ներ, շնորհանդեսներ) իրականացում:	Պետական պարտատոմսերի շուկայի կանխատեսելիության, ճանաչելիության և հասանելիության ավելացում ներդրողների համար, այդ թվում՝ օտարերկրյա ինստիտուցիոնալ ներդրողների և հայկական սփյուռքի համար, ինչը կհանգեցնի նաև իրացվելիության աճին և տոկոսադրույքների նվազմանը:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	Տեղեկատվության հրապարակման համար առանձին կայքի ստեղծման մասով՝ 2022թ. դեկտեմբերի 31 Պարբերաբար (առնվազն տարեկան մեկ անգամ)
1.1.4. Վերլուծել ներդրումային (այդ թվում՝ առաջնային դիլերների) և բանկային ծառայությունների առավել խիստ գործառնական տարանջատման առավելությունները և թերությունները, առաջարկել	Կնպաստի Հայաստանում ներդրումային բանկային մշակույթի զարգացմանը և ներդրողների վստահության ամրապնդմանը, առաջնային դիլերների շուկայի	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	2021թ, դեկտեմբեր 30

տարանջատման իրականացման համար անհրաժեշտ մեխանիզմներ:	ընդլայնմանը՝ նվազեցնելով շահերի բախման ռիսկը:	ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարություն	
1.1.5. Առաջնային դիլերների հետ կնքվող համաձայնագրի վերանայում՝ առաջնային և երկրորդային շուկաներում մասնակիցների իրավունքներն ու պարտավորությունները հավասարակշռելու և լրացուցիչ խթաններ նախատեսելու համար:	Առաջնային դիլերների մասնակցության խթանում առաջնային և երկրորդային շուկաներում:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. հունիսի 30
2. ԴՐԱՄԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱ: ՌԵՊՈ ՇՈՒԿԱ			
2.1. Դրամական շուկայի զարգացում: Ռեպո շուկայի խորացում			
2.1.1. Դրամի գնի բացահայտման համար դրամական շուկայի ուղենշային դրույքի մշակում:	Կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ֆինանսական գործիքների զարգացում:	Դրամական շուկայի աշխատանքային խումբ (մասնակիցներն են ֆինանսական շուկայի մասնակիցները, ՀՀ կենտրոնական բանկը և ՎՋԵԲ-ը)	2021թ. մարտ 31
2.1.2. Աշխատանքներ ռեպո շուկայի խորացման, այդ թվում՝ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների հետ գլոբալ գլխավոր ռեպո համաձայնագրերի	Ռեպո գործարքների ծավալների ավելացում, տոկոսադրույքների համադրելիության մեծացում, օտարերկրյա մասնակիցների՝	ՀՀ կենտրոնական բանկ	2021թ. հունիս 30

(ICMA Global Master Repurchase Agreements) ներդրման ուղղությամբ, որը հնարավորություն կտա ստանդարտացնել ռեպո գործառնությունների պայմանագրերը:	տեղական ռեպո շուկա մուտքի խրախուսում:	(համաձայնությամբ) ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	
2.1.3. ՀՀ կառավարության հաշիվներում կանխիկ հոսքերի կանխատեսման և իրացվելիության միջնաժամկետ կանխատեսման գործառնությունների արդյունավետության բարձրացում:	Կարճաժամկետ և միջնաժամկետ հատվածներում ՀՀ պետական բյուջեի կանխիկ միջոցների կառավարման արդյունավետության բարձրացում:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. դեկտեմբերի 31

3. ՈՉ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ԵՎ ԲԱԺՆԵՏՈՄՍԵՐԻ ՇՈՒԿԱ

3.1. Պետություն-մասնավոր գործընկերության եւ պետական մասնակցությամբ ներդրումային ֆոնդերի շրջանակներում թողարկումներ			
3.1.1. - Ենթակառուցվածքային ներդրումային նախագծերի (այդ թվում՝ քաղաքային տրանսպորտային համակարգի վերակառուցում, ջրային ռեսուրսների կառավարում, էներգետիկա և այլն) ֆինանսավորում	Պետական մասնակցությամբ ներդրումային ֆոնդի ստեղծման բազմակողմանի վերլուծություն և կապիտալի շուկայի նոր գործիքների զարգացում, որը թույլ կտա հանրությանը մասնակցել (այդ թվում՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի	ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ տարածքային կառավարման և	Շարունակական, մինչև 2022թ. հուլիսի 31 առնվազն մեկ նախագծի

կապիտալի շուկայի գործիքների միջոցով, որը կարող է ներառել ինչպես ենթակառուցվածքային ներդրումային ֆոնդերի ձևավորումը, այնպես էլ տարբեր աղբյուրներից ստացված ֆինանսավորումը ենթակառուցվածքային պարտատոմսերի թողարկումների հետ զուգակցելը: - Վերլուծել պետական մասնակցությամբ մասնագիտացված ներդրումային ֆոնդի ստեղծման նպատակահարմարությունը, և ըստ այդմ, մշակել հայեցակարգ:	միջոցով) ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորմանն ու դրանցից ստացվող եկամուտներին:	ենթակառուցվածքների նախարարություն ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	ֆինանսավորման իրականացում³²
3.1.2. Ենթակառուցվածքային ընկերությունների գործունեությունը կարգավորող դաշտում կապիտալի շուկա մուտքի օրենսդրական խոչընդոտների վերացում:	Հնարավոր թողարկողների բազայի ընդլայնում:	ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ հանրային ծառայությունները կարգավորող հանձնաժողով ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. մարտի 31

³² Միջոցառման իրականացման շրջանակներում անհրաժեշտ է հաշվի առնել «Պետություն-մասնավոր գործընկերության մասին» ՀՀ օրենքը:

3.2. Համայնքային պարտատոմսերի թողարկումներ			
3.2.1. Խոշոր համայնքների (մասնավորապես՝ Երևան քաղաքի) կողմից պարտատոմսերի շուկայի միջոցով ֆինանսավորման իրականացում: Պարտատոմսերի միջոցով երկարատև ֆինանսավորումը կարող է ուղղվել ենթակառուցվածքային զարգացման նախագծերի ֆինանսավորմանը: Այդ թվում, ուսումնասիրել հնարավոր թողարկումների համար երաշխիքների և այլ գործիքների ներգրավման հետ կապված ծախսերը և օգուտները Երևանի և այլ խոշոր համայնքների համար:	Համայնքների ֆինանսավորման աղբյուրների դիվերսիֆիկացիա, որը կապահովի համայնքային նշանակության ներդրումային ծրագրերի շարունակականությունը: Համայնքային պարտատոմսերի շուկայի ձևավորում, որը թույլ կտա հանրությանը մասնակցել (այդ թվում՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցով) համայնքներում խոշոր ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորմանը:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ տարածքային կառավարման և ենթակառուցվածքների նախարարություն Երևանի քաղաքապետարան (համաձայնությամբ) ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	Շարունակական, մինչև 2022թ. դեկտեմբերի 31 առնվազն մեկ թողարկման իրականացում
3.2.2. Զարգացած համայնքներում ֆինանսական հաշվառման և հաշվետվողական համակարգի ներդրման մեխանիզմների մշակում:	Համայնքային զարգացման ծրագրերի ֆինանսավորման գործիքների իրացվելիության համար անհրաժեշտ պայմանների ստեղծում:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ տարածքային կառավարման և ենթակառուցվածքների նախարարություն	2023թ. հունիսի 30

3.3. Պետական կազմակերպությունների թողարկումներ			
3.3.1. Աճի պոտենցիալ ունեցող պետական մասնակցությամբ մի քանի ընկերությունների կամ դրանց բաժնետոմսերի առնվազն մի մասի մասնավորեցում ֆոնդային բորսայում հրապարակային առաջարկի միջոցով:	Բաժնային արժեթղթերի շուկայի զարգացում:	ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ Ֆինանսների նախարարություն ՀՀ տարածքային կառավարման և ենթակառուցվածքների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	Շարունակական, մինչև 2023թ. հունիս 30 առնվազն երկու ընկերության բաժնետոմսերի վաճառք ֆոնդային բորսայում
3.4. Մասնավոր հատվածի կողմից թողարկումներ			
3.4.1. Խոշոր ընկերությունների կողմից կապիտալի շուկայի միջոցով ներդրումների ներգրավմանն աջակցություն, այդ թվում՝ – ընկերությունների հետ հաղորդակցություն, միջազգային վարկանշային կազմակերպությունների կողմից վարկանշմանը աջակցություն,	Կապիտալի շուկայի որակյալ գործիքների ձևավորում, որոնցում կարող են ներդրում կատարել նաև կենսաթոշակային ֆոնդերը:	ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ Ֆինանսների նախարարություն ՀՀ տարածքային կառավարման և	Շարունակական; մինչև 2022թ. հունիս 30 առնվազն երկու ընկերության վարկանշում; Մինչև 2023թ. դեկտեմբերի 31

- այդ ընկերություններում հանրության կողմից ներդրման հնարավորությունների ստեղծում, ներառյալ՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից այդ ընկերություններում բաժնեմասի ձեռքբերում, ընկերությունների բաժնետոմսերի մի մասի հրապարակային առաջարկ հանրությանը:		Ենթակառուցվածքների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններ ի կողմից ֆինանսավորում ստացած երկու խոշոր ընկերության կողմից պարտատոմսերի թողարկում
3.4.2. Standard&Poor's-ի սուվերեն վարկանիշի ստացում:	Մասնավոր ընկերությունների կողմից միջազգային վարկանիշի ստացման ծախսերի էական կրճատում:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. հունիսի 30
3.4.3. Վերլուծել աուդիտի եզրակացություն ունեցող կամ կառավարման բարձր որակով ընկերություններին տրամադրվող վարկերի մասով պահուստավորման ավելի մեղմ պահանջների սահմանման նպատակահարմարությունը:	Ընկերությունների թափանցիկության մակարդակի բարձրացում և ընկերությունների կողմից անկախ աուդիտի իրականացման մշակույթի ընդլայնում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	2021թ. մարտի 31
3.4.4. Մշակել մեխանիզմներ, որոնցով բանկերը վարկային	Բանկերի դիսկերի կառավարման և վարկառուի վարկունակության	ՀՀ կենտրոնական բանկ	2022թ. հունիսի 30

փաթեթները կգնահատեն ընկերության կողմից ՀՀ ՊԵԿ ներկայացված տվյալներից էապես չտարբերվող ֆինանսական հաշվետվությունների հիման վրա:	գնահատման, ընկերությունների թափանցիկության ավելացման լրացուցիչ գործիքի ներդրում:	(համաձայնությամբ) ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ Պետական եկամուտների Կոմիտե	
3.4.5. Կորպորատիվ կառավարման կանոնագրքի պարտադիր նորմերի կիրառության ինստիտուցիոնալ մեխանիզմների սահմանում:	Ներդրողների արդյունավետ պաշտպանություն: Առնվազն ցուցակվող ընկերություններում կորպորատիվ կառավարման կանոնագրքի նորմերի կիրառումը պատշաճ վերահսկող ինստիտուցիոնալ լուծումներ (օրինակ՝ ազդագրի գրանցման կամ ցուցակման գործընթացի շրջանակներում), այդ թվում՝ սխալ տեղեկատվության ներկայացման համար պատասխանատվության միջոցների նախատեսում:	ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ դեկտեմբեր 30
3.4.6. Որոշակի խմբերի դասվող կազմակերպությունների համար մշակել կորպորատիվ կառավարման ներդրման պետական աջակցության ծրագիր:	Պոտենցիալ թողարկողների համար թողարկման նախապատրաստման գործընթացի բեռի կրճատում: Ընկերությունների թափանցիկության բարձրացում:	ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարություն	2022թ մարտի 31

3.5.Ֆինանսական հատվածի կողմից թողարկումներ			
3.5.1. Ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսերի, հիպոտեկային վարկերով ապահովված արժեթղթերի ապահովման միջոցների գրանցման ավտոմատ համակարգի ներդրում:	Ապահովման միջոցների գրավի արդյունավետ, ապահով և արագ գրանցում, ապահովված պարտատոմսերի շուկայի մասնակիցների ծախսերի նվազում, գործառնական ռիսկերի նվազում:	ՀՀ կադաստրի պետական կոմիտե ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021 դեկտեմբերի 31
3.5.2. Ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկումների խրախուսում, այդ թվում՝ միջազգային վարկանիշի ստացմանն աջակցություն:	Ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկման ծախսերի կրճատում:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2022 հունիս 30

4. ԱԾԱՆՑՅԱԼ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐԻ ՇՈՒԿԱ

4.1. Ածանցյալ ֆինանսական գործիքների շուկայի զարգացում			
4.1.1. Հեջավորման հնարավորությունների ընդլայնման համար ածանցյալների շուկայի զարգացման ուղղությամբ աշխատանքներ (այդ թվում՝ գրագիտության բարձրացում, հարկային հարցերի քննարկում և	Ածանցյալների շուկայի ծավալների ավելացում: Ներդրողների արժույթային և այլ ներդրումային ռիսկերի կառավարման հնարավորությունների ընդլայնում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	Շարունակական

դրանք հիմնավորված լինելու դեպքում հնարավոր լուծումների առաջարկում և այլն):			
II. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՊԱՀԱՆՋԱՐԿԸ			
5. ՆԵՐԴՐՈՂՆԵՐ			
5.1. Ներդրողների բազայի ընդլայնում			
5.1.1. Կապիտալի շուկայի, դրա ռիսկերի վերաբերյալ կրթական և իրազեկման աշխատանքների իրականացում (այդ թվում՝ քաղաքացիների շրջանում)՝ այս գործընթացում ներառելով ինչպես պետական մարմիններին, այնպես էլ մասնավոր հատվածին:	Ներդրողների բազայի ընդլայնում: Քաղաքացիների ֆինանսական գրագիտության բարձրացմանն ուղղված լայնամասշտաբ կրթական ծրագրերի իրականացում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն	Շարունակական
5.1.2. Քրաուդֆանդինգի կարգավորումների ներդրում:	Ներդրողների բազայի և ներդրումային հնարավորությունների ընդլայնում՝ արագ և ոչ ծախսատար եղանակով ներդրումների իրականացման մեխանիզմի ներդրման միջոցով: Ֆինանսական հասանելիության բարձրացում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	2021թ. դեկտեմբերի 31

5.1.3. Թափանցիկության բարձրացում՝ թողարկողների, արժեթղթերի, արժեթղթերով գործարքների վերաբերյալ առավել ամբողջական տեղեկատվության հրապարակման միջոցով (այդ թվում՝ միաժամանակ հայերեն և անգլերեն լեզուներով), որը ներդրողի և այլ օգտագործողների համար կլինի ավելի հարմարավետ և օգտակար:	Շուկայի մասնակիցների համար կապիտալի շուկայի վերաբերյալ տեղեկատվության հասանելիության բարձրացում, ֆինանսական գրագիտության ավելացում, ինչը կարող է հանգեցնել կապիտալի շուկայի գործիքների օգտագործման հնարավորությունների ընդլայնմանը:	Հայաստանի ֆոնդային բորսա (համաձայնությամբ) ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	Շարունակական
5.1.4. Խթանել ներդրումային ծառայությունների մատուցման շրջանակներում նոր տեխնոլոգիաների կիրառումը:	Ներդրումային ծառայությունների հասանելիության ավելացման միջոցով մանրածախ ներդրողների բազայի ընդլայնում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	Շարունակական
5.1.5. Միջազգային հարթակներում երկրի ներդրումային միջավայրի ներկայացման, խթանման և ճանաչելիության բարձրացման ծրագրի մշակում:	Հայաստանի Հանրապետության կապիտալի շուկայի վերաբերյալ տեղեկատվածության բարձրացում ոչ ռեզիդենտների շրջանում:	ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. դեկտեմբեր 31
5.1.6. Աշխատել օտարերկրյա ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց՝ ՀՀ շուկա	Ներդրումային ծառայություններ մատուցող ոչ ռեզիդենտ ընկերությունների (ԵՄ, ԵԱՏՄ, ԱՄՆ,	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. հոկտեմբեր 31

ներգրավելու ուղղությամբ (այդ թվում՝ կարգավորումների վերանայման և երկրի խթանման միջոցառումների իրականացման միջոցով):	Կանադա, Սինգապուր, Հոնկ Կոնգ, ԱՄԷ և այլ երկրներ) ներգրավում հայաստանյան շուկա:	Հայաստանի ֆոնդային բորսա (համաձայնությամբ) ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	
---	--	--	--

III. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԵՆԹԱԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔ

6. ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳ

6.1. Բորսայական ենթակառուցվածքի բարելավում			
6.1.1. Բորսայական գործարքների կամ գործարքների մի մասի համար նախնական դեպոնացման մեխանիզմի վերացում, որը հնարավորություն կտա բարձրացնել արժեթղթերով գործարքների կնքման արդյունավետությունը:	Ներդրումների ծախսատարության նվազում, արժույթային ռիսկերի զսպում, արժեթղթերի առավաճառքի իրականացման հնարավորության ընդլայնում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ Հայաստանի ֆոնդային բորսա (համաձայնությամբ) Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա (համաձայնությամբ)	2021թ. դեկտեմբերի 31

7. ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՀԱՄԱԿԱՐԳ

7.1. Դեպոզիտար ենթակառուցվածքի բարելավում			
7.1.1. Կորպորատիվ պարտատոմսերի համար Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի և Քլիրսթրիմի միջև կապի ակտիվացում	Կորպորատիվ պարտատոմսերի հասանելիության բարձրացում օտարերկրյա ներդրողների համար:	Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա (համաձայնությամբ) ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն	2022թ. հունիսի 30
7.1.2. Ինտեգրել պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի դեպոզիտարիաները:	Պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի միասնական պահառության համակարգի ստեղծում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	2022 դեկտեմբերի 31
7.1.3. Ուսումնասիրել բորսայի և դեպոզիտարիայի տեխնիկական հագեցվածությունը, բացահայտել բացերը:	Դեպոզիտարիայի և բորսայի տեխնիկական համակարգերի թարմացում, ծառայությունների մատուցման որակի բարձրացում և դրանց հասանելիության բարձրացում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) Հայաստանի ֆորդային բորսա (համաձայնությամբ) Հայաստանի կենտրոնական	Շարունակական 2021թ. հունիսի 30

		դեպոզիտարիա (համաձայնությամբ)	
7.1.4. Ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների CPSS-IOSCO-ի սկզբունքներին ձևավորված ենթակառուցվածքների համապատասխանության ուսումնասիրություն:	Բացերի հայտնաբերում, համապատասխան կառուցվածքային փոփոխությունների համար գործողությունների ծրագրի մշակում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն	2021թ. հունիսի 30

IV. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄ

8. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄ ԵՎ ՎԵՐԱՀՍԿՈՂՈՒԹՅՈՒՆ

8.1. Օրենսդրական և կարգավորման համակարգի բարելավում			
8.1.1. Իրականացնել «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» և այլ հարակից օրենքների բազմակողմանի ուսումնասիրություն՝ դաշտը համապատասխանեցնելով ժամանակակից պահանջներին, մասնավորապես՝ - Վերանայել ընկերությունների բացասական սեփական կապիտալով գործունեության սահմանափակումները :	Իր ներդրողների և աշխատակիցների հետ հարաբերություններում հեռանկարային բիզնես ծրագիր (Startup) ունեցող ընկերությունների ճկունության ավելացում: Վերանայված և ժամանակակից կորպորատիվ պահանջներին բավարարող օրենսդրական միջավայր:	ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ արդարադատության նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. սեպտեմբերի 30

- Ներդնել աշխատակիցներին բաժնեմասային օպցիոնների տրամադրման օրենսդրական կարգավորումները: - Փոխարկվող արժեթղթերի կարգավորումների վերանայում՝ միջազգային պրակտիկային դրանք համապատասխանեցնելու նպատակով: - Ուսումնասիրել սնանկության գործող կարգավորումների ազդեցությունը կապիտալի շուկայի վրա և, ըստ անհրաժեշտության, ներկայացնել առաջարկություններ:			
8.1.2. Շահաբաժինների և տոկոսային եկամուտների համար եկամտային հարկի և շահութահարկի հարկման հանրագումար բեռի առնչությամբ երկարաժամկետ քաղաքականության որոշում, այդ թվում՝ արդեն տրամադրված հարկային արտոնությունների գործողության ժամկետները հստակեցնելով շուկայի մասնակիցների համար:	Կապիտալի շուկա մուտք գործելու հարկային խթանների կանխատեսելիություն:	ՀՀ ֆինանսների նախարարություն ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. մարտի 31
8.1.3. Ուսումնասիրել կարգավորվող շուկայում կազմակերպությունների առանձին խմբերի (այդ թվում՝ ՓՄՁ) արժեթղթերի թույլտվության գործընթացի պարզեցման հնարավորությունները:	Կնպաստի կարգավորվող շուկայում արժեթղթերի շրջանառության հետ կապված ծախսերի նվազմանը:	ՀՀ էկոնոմիկայի նախարարություն ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ) Հայաստանի ֆորդային բորսա (համաձայնությամբ)	2021թ. հունիսի 30

8.2. Վերահսկողություն բարելավում			
8.2.1. Արժեթղթերի շուկայի իրավական դաշտի՝ Արժեթղթերի հայտնաբերում, համակարգված հանձնաժողովների միջազգային գործողությունների ծրագրի և կազմակերպության արժեթղթերի համապատասխան փոփոխությունների կարգավորման սկզբունքներին և իրականացում: նպատակներին համապատասխանության ուսումնասիրություն:		ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. հունիսի 30
8.2.2. ՀՀ կենտրոնական բանկի վերահսկողության և ռիսկերի վերահսկման համակարգերի գնահատում՝ Արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպության և Միջազգային հաշվարկների բանկի ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների սկզբունքներին համապատասխան:	ՀՀ կենտրոնական բանկի վերահսկողության և ռիսկերի վերահսկման համակարգերի գնահատում:	ՀՀ կենտրոնական բանկ (համաձայնությամբ)	2021թ. հունիսի 30

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ
ՎԱՐՉԱՊԵՏԻ ԱՇԽԱՏԱԿԱԶՄԻ
ՂԵԿԱՎԱՐ

Է. ԱՂԱՋԱՆՅԱՆ