



## ԷԴԳԱՐ ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

ՀՊՏՀ Ֆինանսների ամբիոնի դոցենտ,  
տնտեսագիտության թեկնածու

## ԿԵՆՏՐՈՆԱՑՈՒՄՆԵՐԸ՝ ՈՐՊԵՍ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԽՈՉԸՆԴՈՏ

Հետազոտության նպատակը ՀՀ կապիտալի շուկայում առկա կենտրոնացումների ուսումնասիրությունն է, դրանց պատճառները և շուկայի զարգացումը խոչընդոտող գործոնների բացահայտումը: Շուկայի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ մի կողմից՝ ֆինանսական համակարգի ակտիվների 80%-ից ավելին կենտրոնացած է բանկային համակարգում, իսկ մյուս կողմից՝ կապիտալի շուկան հիմնականում դրսևորվում է պարտքային արժեթղթերի տեսքով, որտեղ պետական պարտավորումների շուկան դրա զգալի մասն է կազմում, ինչի հիմնական պատճառը բանկերի համար դրանց իրացվելիությունը և ռեպո գործարքներով ներդրումային փաթեթների ձևավորման հնարավորությունն է: Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում հիմնական մասը պատկանում է ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից թողարկված պարտավորումներին, իսկ բաժնետոմսերի շուկան գտնվում է թերզարգացած վիճակում: Հետազոտությունում հեղինակը փորձ է կատարում բացահայտելու շուկայի տարբեր ինստիտուտների ու գործիքների հետ կապված կենտրոնացումների պատճառները, բացահայտվում են նաև շուկայում առկա կենտրոնացումների նվազեցման հիմնական գործոնները, ինչը թույլ է տալիս դրանք օգտագործել շուկայի առավել ակտիվացման և զարգացման համար:

**Հիմնաբառեր.** կապիտալի շուկա, պետական պարտավորումներ, կորպորատիվ պարտավորումներ, բաժնետոմսեր, ռեպո, բաժնեփրակական ընկերություններ, բանկեր, ապահովագրական, ներդրումային ընկերություններ, կենսաթոշակային ֆոնդեր

JEL: G12, H54, R53

**Ներածություն:** Ներկայումս ՀՀ կապիտալի շուկան հիմնականում դրսևորվում է պարտքային գործիքներով և հատկապես պետական պարտատոմսերով: Կորպորատիվ արժեթղթերից վերջին տարիներին ակտիվացել է կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան, իսկ բաժնետոմսերի շուկան արդեն տևական ժամանակ է զարգացման որևէ նշան չի ցուցաբերում: Եթե կապիտալի շուկան դիտարկում ենք ներդրողների տեսանկյունից, ապա ակնհայտ է դառնում դրա կենտրոնացումը բանկային համակարգում. մի կողմից՝ իր ակտիվների մեծությամբ, շուկայում որպես հիմնական ներդրող, հանդես է գալիս բանկային համակարգը, մյուս կողմից՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի հիմնական թողարկողը բանկերն են կամ ֆինանսական կազմակերպությունները: Նման կենտրոնացումները որոշ չափով շուկայի զարգացման գործընթացը դանդաղելու ռիսկեր են պարունակում, և այս տեսանկյունից շուկայի ուսումնասիրումն ու կապիտալի շուկայի զարգացումը խոչընդոտող հիմնական գործոնների բացահայտումը էական նշանակություն ունեն ողջ ֆինանսական շուկայի և ընդհանրապես տնտեսական զարգացման համար:

Հետազոտության նպատակն է՝ ՀՀ կապիտալի շուկայում առկա կենտրոնացումների ուսումնասիրումը, դրանց պատճառները և շուկայի զարգացումը խոչընդոտող գործոնների բացահայտումը: Նշված նպատակին հասնելու համար առաջադրվել են հետևյալ խնդիրները.

- վերլուծել ֆինանսական տարբեր ինստիտուտների կողմից կապիտալի շուկայի գործիքներում իրականացված ներդրումների կառուցվածքը և շարժընթացը,
- վերլուծել արժեթղթերի շուկայում գործիքների կառուցվածքը և գրավչության հիմնական գործոնները,
- բացահայտել շուկայի տարբեր ինստիտուտների ու գործիքների հետ կապված կենտրոնացումների պատճառները,
- բացահայտել այն հիմնական գործոնները, որոնք թույլ կտան նվազեցնել առկա կենտրոնացումները կամ դրանք օգտագործել շուկայի զարգացման համար և այլն:

**Գրականության ակնարկ:** ՀՀ կապիտալի շուկայի հիմնախնդիրներին անդրադարձել են բազմաթիվ հեղինակներ, և քանի որ կապիտալի շուկան ինքնին բավականին լայն ու բազմաշերտ ոլորտ է, այդ իսկ պատճառով հետազոտության ընթացքում, թեմայի նպատակից ու խնդիրներից ելնելով, կարևորվել է շուկայում առկա կենտրոնացումների, առանձին հատվածների թերզարգացածության և տնտեսության իրական ու ֆինանսական հատվածների զարգացումների փոխազդեցության հիմնահարցերի բացահայտումը: Արդյունքում, ներկայացվում են մասնագիտական գրականության այն հիմնական մոտեցումները, որոնք կարևոր են թեմայի նպատակի ու խնդիրների, ինչպես նաև ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման առանձնահատկությունների տեսանկյունից:

Ֆինանսական և իրական հատվածների խզումը հետազոտողների մի մասը փորձում է մեկնաբանել ու պայմանավորել կառուցվածքային գործոններով: Որպես այդպիսին, դիտարկվում են հիմնականում ազգային եկամտի մակարդակը, խնայողությունների ծավալը, բնակչության խտությունը և ֆինանսական շուկայի չափերը, որոնք իրենց ազդեցությունն են ունենում իրական և ֆինանսական հատվածների կապերի և ինտեգրման աստիճանի վրա:

Ազգային եկամտի և խնայողությունների ցածր մակարդակը մեծացնում են ֆինանսական միջնորդության սակագները և միջնորդների ռիսկերը, քանի որ նվազեցնում են ֆինանսական համակարգում մասշտաբի դրական էֆեկտը<sup>1</sup>, ինչն էլ բացատրվում է ֆինանսական ծառայությունների համար հաստատուն ծախսերի մեծ կշռով՝ ինչպես առանձին գործարքի, հաճախորդի, ինստիտուտի, այնպես էլ ամբողջ ֆինանսական համակարգի համար<sup>2</sup>: Նման առանցքային կապերի բացահայտման առումով հետազոտություններ է կատարել Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ) տնտեսագետ *Տիգրան Պողոսյանը*, որի էմպիրիկ հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ ՀՆԱ-ի աճը զարգացող երկրներում կրճատում է բանկային վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների սփերեղը<sup>3</sup>:

Որոշ հետազոտողներ տնտեսության իրական, ֆինանսական հատվածների խզման և ֆինանսական հատվածի զարգացման հիմքում դիտարկում են ընդհանուր տնտեսական գործոններ՝ տնտեսական համակարգի հիմքը կազմող ինստիտուտների որակը, ներքին շուկայում մրցակցության մակարդակը, կարգավորող մարմինների ունակությունը՝ հաստատելու մակրոտնտեսական կայունություն<sup>4</sup>: Այս տեսանկյունից, տնտեսական համակարգի հիմքը համարվում է սեփականության իրավունքի պետական պաշտպանության ինստիտուտը<sup>5</sup>: Զարգացած երկրներում բնակչությանը պատկանող ակտիվները երկու կերպ են դրսևորվում՝ նյութական կամ իրական և իրավական կամ ֆինանսական ակտիվների տեսքով: Այս կառուցակարգն անարդյունավետորեն է գործում զարգացող երկրներում, ինչի պատճառով այս երկրները բավարար «կապիտալացված» չեն: Ըստ *Էրնանդո դե Սոյոյի*՝ «կապիտալի հանելուկի» լուծումը սեփականության իրավունքի ինստիտուտի կայացման մեջ է: Հասարակությանը պատկանող ակտիվների տնտեսական ներուժի ամրագրմամբ, չհամակարգված տեղեկատվության հավաքագրմամբ և ինտեգրմամբ, ակտիվների իրացվելիության բարձրացմամբ և այլ դրական էֆեկտներով մասնավոր սեփականության ինստիտուտը հիմք է ստեղծում ամբողջ տնտեսական համակարգի, այդ թվում՝ իրական և ֆինանսական հատվածների համաչափ զարգացման համար: Ֆինանսական միջնորդների կողմից ներդրումներին խանգարում է ոչ թե նյութական ակտիվների անբավարարությունը, այլ դրանց «արտացոլման» աստիճանը մասնավոր սեփականության ինստիտուտի համակարգում<sup>6</sup>: Ներքին շուկայում մրցակցության մակարդակը զարգացման առանցքային գործոն է, քանի որ վերջինս սուբյեկտներին մղում է բարձրացնելու արտադրողականությունը: Մրցակցային և ազատ շուկաները ճկուն են՝ կայուն արտաքին շուկերի նկատմամբ, քանի որ տնտեսական սուբյեկտներն ի վիճակի են վերաբաշխելու սեփականությունը՝

<sup>1</sup> Տե՛ս **Barajas A., Beck T., Dabla-Norris E., Reza Yousefi S.**, Too Cold, Too Hot, Or Just Right? Assessing Financial Sector Development Across the Globe, IMF, 2013, էջ 8:

<sup>2</sup> Տե՛ս նույն տեղը, էջ 6:

<sup>3</sup> Տե՛ս **Poghosyan T.**, Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors, IMF, 2012, էջ 13:

<sup>4</sup> Տե՛ս **Гринспен А.**, Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, 2007, էջ 429:

<sup>5</sup> Տե՛ս **Сото Э.**, Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире, 2000:

<sup>6</sup> Տե՛ս նույն տեղը:

կախված իրավիճակից<sup>7</sup>: Տնտեսության իրական հատվածի փոփոխություններին անմիջապես արձագանքում է ֆինանսական հատվածը, քանի որ շուկայի մասնակիցները սեփական պորտֆելները համապատասխանեցնում են իրենց հարմար ռիսկին և եկամտաբերությանը: Եկամտաբերության և ռիսկի առկա շուկայական գնահատականների պայմաններում տվյալ շուկայի գործիքները կամ ընդհանրապես ներդրումները կարող են գրավիչ չլինել ներդրողների տեսանկյունից<sup>8</sup>: Մյուս կողմից, մակրոտնտեսական անկայունությունը շուկայի մասնակիցների համար դժվարացնում է դրական սպասումների ձևավորումը, ինչը շեղում է ֆինանսական միջնորդության օպտիմալ մակարդակից: Նման գործոնների տեսանկյունից, ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրներին անդրադարձ է կատարվել նաև հեղինակի և *Ա.Ք. Սալնազարյանի* կողմից՝ ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկայի վրա ազդող գործոնային վերլուծության շրջանակներում<sup>9</sup>: Արդյունքում, բացահայտվել է, որ ՀՀ-ում այդ շուկայի վրա ազդող հիմնական գործոնները դուրս են գտնվել շուկայից:

Ֆինանսական հատվածի ներքին գործոնների շարքում կարևորվում են ֆինանսական համակարգում մրցակցության մակարդակը, պետական կարգավորման սահմանափակումները, տեղեկատվության անբավարարությունը և այլն: Ըստ այդմ՝ թույլ մրցակցային միջավայրը ֆինանսական միջնորդներին չի մղի նոր հաճախորդների շրջանակ ձեռք բերելուն և շուկայի մասնակիցներին՝ նոր ֆինանսական պրոդուկտներ ներմուծելուն<sup>10</sup>: Ըստ *Տ. Պողոսյանի* հետազոտության՝ բանկային համակարգում շուկայի կենտրոնացվածությունը վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների սփրեդի հետ նշանակալի դրական կապի մեջ է ինչպես ցածր եկամտային երկրներում, այնպես էլ զարգացող շուկաներում, ընդ որում՝ կոռեյացիան ավելի ուժեղ է առաջինների դեպքում<sup>11</sup>: Բացասական ազդեցություն է ունենում նաև ֆինանսական համակարգի չափազանց կոշտ պետական կարգավորումը, երբ արգելքները կարող են զսպել ֆինանսական համակարգի առանձին հատվածների, մասնավորապես՝ ոչ բանկ հանդիսացող ֆինանսական ինստիտուտների զարգացումը: Ֆինանսական շուկայի արդյունավետ գործունեության համար հատկապես կարևոր է կապիտալի շուկայում գործող ինստիտուտների՝ ներդրումա-

<sup>7</sup> Տե՛ս **Гринспен А.**, Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, 2007, էջ 437:

<sup>8</sup> Տե՛ս **Է.Վ.Աղաբեկյան**, Ընկերությունների շահույթն ու վնասը, կամ թե ինչն է խանգարում օտարերկրյա ներդրողներին ներդնել Հայաստանում, ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, <https://asue.am/amberd/publications/analytics/profit-loss-companies-prevents-foreign-investors>:

<sup>9</sup> Տե՛ս **Ա.Ք. Սալնազարյան, Է.Վ. Աղաբեկյան**, ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկայի վրա ազդող գործոնների վերլուծությունը, «ՌԴ և ՀՀ տնտեսությունները համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում. հիմնախնդիրները և զարգացման հեռանկարները» թեմայով միջազգային գիտաժողովի նյութեր (25-26 մարտի 2010թ.), Եր., «Տնտեսագետ» հրատ., 2010, էջ 272- 276:

<sup>10</sup> Տե՛ս **Barajas A., Beck T., Dabla-Norris E., Reza Yousefi S.**, Too Cold, Too Hot, Or Just Right? Assessing Financial Sector Development Across the Globe, IMF, 2013, էջ 8:

<sup>11</sup> Տե՛ս **Poghosyan T.**, Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors, IMF, 2012, էջ 11:

յին բանկերի, ընկերությունների և ֆոնդերի գործունեության ազատությունը<sup>12</sup>: Ինչպես փաստում է արդեն հիշատակված էմպիրիկ ուսումնասիրությունը, զարգացող շուկաներում ոչ բանկ հանդիսացող ֆինանսական ինստիտուտների նկատմամբ կարգավորման դաշտի խիստ լինելու աստիճանը և բանկերի նկատմամբ պահուստավորման պահանջի չափերը նշանակալի դրական կապի մեջ են վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների սփրեդի մեծության հետ<sup>13</sup>: Ֆինանսական շուկայում տեղեկատվության անբավարարությունը կարող է հանգեցնել հավանական վարկառուների ինքնաբացառման կամ կապիտալի շուկա մուտք գործելու սահմանափակումների:

Նշված գործոնները կոշտ են դարձնում ֆինանսական ծառայությունների սակագները պահանջարկի նկատմամբ, որը կարճաժամկետ փուլում կարող է հանգեցնել հավասարակշիռ մակարդակից վերջիններիս շեղմանը: Հետևաբար, ֆինանսական հատվածի արձագանքը իրական հատվածի փոփոխություններին ուշանում է, որն էլ առաջացնում է ֆինանսական ծառայությունների առաջարկի ավելցուկ: Նման իրավիճակին հատուկ է ֆինանսական ինստիտուտների քրոնիկ գերիրացվելիությունը<sup>14</sup>, որի պայմաններում դանդաղում է նաև կապիտալի հոսքը տարբեր ֆինանսական ինստիտուտների միջև, հանգեցնում է նաև տարբեր ֆինանսական գործիքներում ներդրումների տեսանկյունից կենտրոնացվածության մեծացման<sup>15</sup>:

Ընդհանրացնելով նշենք, որ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների խզվածության ու ֆինանսական համակարգում կենտրոնացումների խնդրի լուծման միասնական դեղատոմս փնտրելն ապարդյուն է: Մեր կարծիքով՝ կարևոր է դրանք պայմանավորող հիմնական գործոնների բացահայտումը, ինչը թույլ կտա մի կողմից՝ նվազեցնել առկա կենտրոնացումները, իսկ մյուս կողմից՝ դրանք օգտագործել շուկայի զարգացման համար:

**Հետազոտության մեթոդաբանություն:** Հետազոտության ընթացքում վերլուծվել են կապիտալի շուկայի և ընդհանրապես ֆինանսական ինստիտուտների ներդրումների հետ կապված հիմնական ցուցանիշները, դրանց ժամանակային շարքերը և կառուցվածքը: Հիմնական վերլուծություններն իրականացվել են դիտարկվող ցուցանիշների շարժընթացի, համամասնությունների, հարաբերակցությունների ժամանակային շարքերի դիտարկման միջոցով: Քանի որ առանձին ֆինանսական ինստիտուտների և ֆինանսական գործիքների, ինչպես նաև ներդրումային փաթեթների շրջանակներում կենտրոնացվածության ցուցանիշները բավականին բարձր են, հետևաբար կենտրոնացվածության մակարդակի բացահայտման և բնութագրման առան-

<sup>12</sup> Տե՛ս **Гринспен А.**, Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, 2007, էջ 798:

<sup>13</sup> Տե՛ս **Poghosyan T.**, Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors, IMF, 2012, էջ 13:

<sup>14</sup> Տե՛ս **Աղաբեկյան Է.Վ.**, «Գերիրացվելիություն՝ թե՛ իրացվելիության պակասուրդ հայաստանյան բանկային համակարգում», ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, <https://asue.am/amberd/publications/analytics/deficiency-or-liquidity-deficit-in-the-armenian-banking-system>:

<sup>15</sup> Տե՛ս **Է.Վ. Աղաբեկյան**, ՀՀ բանկերի ներդրումային փաթեթները կամ ինչքանով է արժեթղթերի շուկան կախված բանկային համակարգից, ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, <https://asue.am/amberd/publications/analytics/investment-banks-of-armenian-or-how-much-is-the-stock-market-dependent-on-the-banking-system>:

ծին գործակիցների համակարգ չի կիրառվել: Կենտրոնացվածությունների բնութագրման հիմնական ցուցանիշները (օրինակ՝ Հերֆինդալ-Հիրշմանի գործակիցը), որպես կանոն, կիրառելի են շուկայի մեծ թվով մասնակիցների պարագայում, մինչդեռ այս դեպքում մենք նախ նպատակ ունենք դիտարկել առանձին ֆինանսական ինստիտուտների տեսակների միջև կենտրոնացումները և ապա գործ ունենք դրանց սակավաթիվ տեսակների հետ: Հետևաբար, նման գործակիցների կիրառումը կարող է ուղղակի ինքնանպատակ լինել, իսկ միայն դրանց ակտիվների մեծությունների հարաբերակցությունը բավարար է կենտրոնացումները բացահայտելու և ներկայացնելու համար: Հիմնական ցուցանիշների շարժընթացը դիտարկվել է 5 տարվա կտրվածքով: Նման մոտեցման պատճառը 2014 թ. ՀՀ ԿԲ-ի կողմից դրամավարկային քաղաքականության գործիքների խստացումից հետո ձևավորված իրավիճակի փոփոխությունն է, ինչի հետևանքով կապիտալի շուկայի զարգացման միտումները և գործընթացները շրջադարձային փոփոխություն են կրել: Մասնավորապես, հարկ է նշել ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման, պետական պարտատոմսերի շուկայի ակտիվացումը, պարտադիր կենսաթոշակային համակարգի ներդրումից, դրա դեմ պայքարից հետո պարտադիր բաղադրիչի վերջնական ամրագրումը, 2019 թվականից իրական հատվածի կազմակերպությունների կողմից պարտատոմսերի թողարկումները և այլն: Որպես վիճակագրության աղբյուր ծառայել են ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ ֆինանսների նախարարության, ՀՀ արդարադատության նախարարության իրավաբանական անձանց պետական ռեգիստրի գործակալության և Հայաստանի ֆոնդային բորսայի հրապարակած տվյալները:

Ներկայացված մեթոդաբանությամբ կատարված հետազոտության ու վերլուծությունների արդյունքում բացահայտվել են կապիտալի շուկայի առանձին ինստիտուտների և գործիքների մասով կենտրոնացումների հիմնական պատճառները, որոնք կապված են առանձին գործիքների ու ինստիտուտների գրավչության ու առավելությունների հետ: Վերջիններիս հիման վրա ներկայացվել են առաջարկություններ՝ կապված առավել թերզարգացած գործիքների ու ֆինանսական ինստիտուտների առումով նույն առավելությունների ձևավորման հետ, որոնք կբերեն կենտրոնացումների վերացման կամ շուկայի զարգացման համար դրանց օգտագործման:

**Վերլուծություն:** ՀՀ ֆինանսական շուկան առանձնանում է իր տարբեր հատվածների զարգացման ու ծավալների անհամամասնությամբ: Օրինակ, բանկային համակարգի ակտիվները ընդհանուր ֆինանսական համակարգի ակտիվների մեծության 80%-ից ավելին են: Մեծությամբ հաջորդը վարկային կազմակերպություններն են, որոնց ակտիվների կշիռը 2017-2019 թթ. ընթացքում աճել է՝ 9,3%-ից հասնելով 10,1%-ի: Իրենց մեծությամբ առավել փոքր են ներդրումային ընկերություններն ու կենսաթոշակային ֆոնդերը, որոնց ակտիվների մեծությունը կայուն ու շարունակական աճի միտում ունի՝ կապված պարտադիր կենսաթոշակային համակարգի ներդրման և դրանց ակտիվների աճի հետ: 2019 թ. դեկտեմբերի վերջի դրությամբ ֆինանսական շուկայում գործել են նաև 29 ներդրումային ֆոնդեր, որոնց ակտիվների կշիռն, ըստ էության, մոտ է ներդրումային ընկերությունների ակտիվների կշռին (աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1

**Ֆինանսական համակարգի ակտիվների կառուցվածքն ըստ ֆինանսական ինստիտուտների<sup>16</sup>**

	2017	2018	2019
Բանկեր	85.5%	85.1%	83.5%
Վարկային կազմակերպություններ	9.3%	9.5%	10.1%
Ապահովագրական ընկերություններ	1.0%	0.9%	1.0%
Ներդրումային ընկերություններ	1.3%	0.9%	0.9%
Կենսաթոշակային ֆոնդեր	1.0%	2.7%	3.6%
Այլ ֆինանսական կազմակերպություններ	0.9%	0.9%	0.9%

Ֆինանսական համակարգում ակտիվների նման կառուցվածքը բանկերին էական առավելություն է տալիս մյուս ֆինանսական ինստիտուտների համեմատ: Արդյունքում, տնտեսության ֆինանսավորման հիմնական աղբյուրը դառնում է բանկային համակարգը, իսկ մյուս կողմից՝ ունենում ենք թերզարգացած արժեթղթերի շուկա, որը կրկին կախվածություն ունի բանկային համակարգից ու այդտեղ տիրող գործընթացներից: Նշենք նաև, որ այս առումով բանկային համակարգն ու արժեթղթերի շուկան նաև մրցակցության մեջ են, քանի որ արժեթղթերի թողարկմամբ միջոցների ներգրավման կամ բանկային վարկի ներգրավման երկրնտրանքը միշտ ծառայած է ռեսուրսների պահանջ ունեցող կազմակերպության առջև:

Աղյուսակ 2

**Առևտրային բանկերի ընդհանուր ակտիվները, վարկային ներդրումները և ներդրումները արժեթղթերում 2015-2019 թթ. ընթացքում (մլն ՀՀ դրամ)<sup>17</sup>**

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Ընդամենը ակտիվներ	3,449,592	3,994,545	4,364,375	4,986,449	5,828,363.00
Վարկային ներդրումներ	2,140,592	2,423,936	2,677,458	3,139,386	3,637,389.00
Պետական արժեթղթեր	251,664	427,553	487,980	549,596	600,106.00
Այլ արժեթղթեր	33,705	39,803	50,626	72,607	86,968.00
Վարկային ներդրումների կշիռը ընդհանուր ակտիվներում	62.1%	60.7%	61.3%	63.0%	62.4%
Պետական արժեթղթերի կշիռը ընդհանուր ակտիվներում	7.3%	10.7%	11.2%	11.0%	10.3%
Այլ արժեթղթերի կշիռը ընդհանուր ակտիվներում	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%	1.5%

Ինչպես երևում է աղյուսակ 2-ից, առևտրային բանկերի ներդրումները պետական արժեթղթերում 2015-2019 թթ. անընդհատ աճել են, և ընդհանուր ակտիվների կառուցվածքում դրանց կշիռը միջինում 10%-ի սահմաններում է եղել: Ընդ որում, վարկային ներդրումների կշիռը միջինում կազմել է 62,3%: Այլ արժեթղթերի բաժինը միջինում 1,2% է եղել, և նույնպես գործ ունենք բացարձակ առումով ներդրումների ծավալի անընդհատ աճի հետ:

Առևտրային բանկերի կողմից պետական արժեթղթերում ներդրումներ կատարելուն նախապատվություն տալը պայմանավորված է բանկերի նորմատիվային համակարգում դրանց ռիսկի համեմատաբար ցածր մակարդակով:

<sup>16</sup> Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ ֆինանսական կայունության հաշվետվություններ:

<sup>17</sup> Այս և մյուս ֆինանսական ինստիտուտների տվյալների աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ Վիճակագրական տեղեկագրեր:

կով, շուկայական իրացվելիությամբ, ինչպես նաև ԿԲ-ի հետ ռեպո գործարքներ կատարելու հնարավորությամբ: Կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրումների ծավալների աճը հիմնականում պայմանավորված է նոր թողարկումներով, որոնց համար բանկերը հանդես են գալիս որպես շուկա ստեղծողներ: Ընդ որում, նշենք, որ կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումները հիմնականում բանկերն ու այլ ֆինանսական կազմակերպություններն են:

Վարկային կազմակերպություններում նույնպես բացարձակ առումով պետական և այլ արժեթղթերում ներդրումների ծավալն աճել է, սակայն, ի տարբերություն պետականի, այլ արժեթղթերի կշիռը միշտ ավելին է եղել (աղյուսակ 3):

**Աղյուսակ 3**

**Վարկային կազմակերպությունների ընդհանուր ակտիվները, վարկային ներդրումները և ներդրումները արժեթղթերում 2015-2019 թթ. ընթացքում (մլն ՀՀ դրամ)**

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Ընդամենը ակտիվներ	308,628	391,979	474,751	556,452	711,469
Վարկային ներդրումներ	275,201	291,541	319,361	364,861	486,065
Պետական արժեթղթեր	5,051	5,341	10,503	18,218	26,961
Այլ արժեթղթեր	9,432	19,686	25,953	28,013	28,150
Վարկային ներդրումների կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	89.2%	74.4%	67.3%	65.6%	68.3%
Պետական արժեթղթերի կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	1.6%	1.4%	2.2%	3.3%	3.8%
Այլ արժեթղթերի կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	3.1%	5.0%	5.5%	5.0%	4.0%

Ապահովագրական ընկերություններում էլ արժեթղթերում ներդրումներն աճող միտում ունեն, ընդ որում՝ 2019 թ. վերջի դրությամբ արժեթղթերում ներդրումներն իրենց ծավալով գերազանցել են ավանդներում կատարվող ներդրումներին:

**Աղյուսակ 4**

**Ապահովագրական ընկերությունների ընդհանուր ակտիվները, ներդրումները բանկային ավանդներում և արժեթղթերում 2015-2019 թթ. ընթացքում (մլն ՀՀ դրամ)**

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Ընդամենը ակտիվներ	41,130	46,675	49,510	51,687	66,918
Ավանդներ բանկերում	14,351	18,120	18,386	19,500	18,750
Արժեթղթեր	6,221	7,268	6,748	6,917	11,952
Ռեպո համաձայնագրերով վաճառված արժեթղթեր	1,539	2,375	2,649	3,789	11,467
Ընդամենը արժեթղթեր	7,760	9,643	9,397	10,706	23,419
Ավանդների կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	34.9%	38.8%	37.1%	37.7%	28.0%
Արժեթղթերի կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	18.9%	20.7%	19.0%	20.7%	35.0%

Ինչպես երևում է աղյուսակ 4-ի տվյալներից, ապահովագրական ընկերություններն իրենց փաթեթում բավականին մեծ ծավալով ռեպո պայմանագրերով վաճառված արժեթղթեր ունեն:



Ներդրումային ընկերություններն ու կենսաթոշակային ֆոնդերն այս առումով տարբերվում են վերը նշած ֆինանսական կազմակերպություններից: Դրանք առավել մասնագիտացած են արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու ուղղությամբ (աղյուսակ 5):

Աղյուսակ 5

**Ներդրումային ընկերությունների ընդհանուր ակտիվներն ու ներդրումներն արժեթղթերում 2015-2019 թթ. ընթացքում (մլն ՀՀ դրամ)**

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Ընդամենը ակտիվներ	28,655	41,571	64,335	56,594	63,483
Ռեպո համաձայնագրերով վաճառված արժեթղթեր	23,764	29,295	40,597	39,889	46,394
Պետական արժեթղթեր	499	2,716	3,315	4,219	4,038
Այլ արժեթղթեր	1,081	1,231	4,502	3,335	4,330
Ռեպոների կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	82.9%	70.5%	63.1%	70.5%	73.1%
Պետական արժեթղթերի կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	1.7%	6.5%	5.2%	7.5%	6.4%
Այլ արժեթղթերի կշիռն ընդհանուր ակտիվներում	3.8%	3.0%	7.0%	5.9%	6.8%

Ներդրումային ընկերությունների դեպքում բավականին հետաքրքիր պատկեր է ձևավորված. գերակշիռ մաս են կազմում ռեպո համաձայնագրերով վաճառված արժեթղթերը, որոնք հիմնականում ռեպո համաձայնագրերով ներգրաված միջոցների հաշվին կամ ֆինանսական լծակի կիրառմամբ պահվող պետական արժեթղթեր են: Այսինքն, ներդրումային ընկերություններն իրենց ակտիվների մեծ մասը ներդնում են արժեթղթերի մեջ, սակայն դրանք գնում են ռեպո համաձայնագրերով կամ փոխառու միջոցների հաշվին: Իրենց եկամուտն այդ արժեթղթերից ստացվում է ռեպո տոկոսադրույքների և արժեթղթերի եկամտաբերության տարբերության չափով: Նշենք, որ նման փաթեթներ ունեն նաև ապահովագրական ընկերությունները:

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերն այս առումով ամենակայուն պահանջարկ առաջացնող ինստիտուտներն են: Այս դեպքում բազմազան է ներդրումային գործիքակազմը, ինչը պայմանավորված է ֆոնդերի նկատմամբ սահմանված չափանիշներով, ներդրումային նպատակներով, սահմանափակումներով և այլն: Ի տարբերություն այլ ֆինանսական ինստիտուտների՝ կենսաթոշակային ֆոնդերը ներդրումներ են կատարում նաև արտասահմանյան թողարկողների ակտիվներում, որոնք հիմնականում օտարերկրյա ներդրումային ֆոնդերի բաժնային գործիքներ են: Արդյունքում, ակտիվների 34,2%-ը 2019 թ. վերջին ներդրված է եղել արտարժույթային ակտիվներում: Նշենք, որ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի դեպքում արտարժույթային ակտիվներում ներդրումների առավելագույն չափը 40% է<sup>18</sup>: Պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերը անընդհատ աճ են ապահովել, ինչը պայմանավորված է պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների վճարումների հետևանքով ակտիվների անընդհատ աճով (աղյուսակ 6):

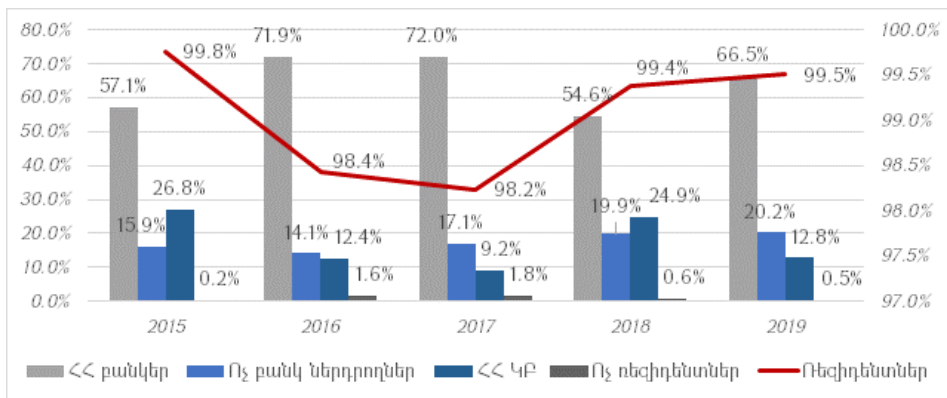
<sup>18</sup> Տե՛ս ՀՀ օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ընդունված 2010 թ. դեկտեմբերի 22-ին, հոդված 39:

Աղյուսակ 6

**Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվներն ու ներդրումներն արժեթղթերում 2015-2019 թթ. ընթացքում (մլն ՀՀ դրամ)**

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Ընդամենը ակտիվներ	31,540	63,323	105,831	158,965	251,463
Այդ թվում՝ արտարժույթով	5,142	21,050	35,154	48,522	85,936
Դրամական միջոցներ և ավանդներ	7,206	16,996	31,716	54,629	83,292
Այդ թվում՝ արտարժույթով	36	1,622	92	3,077	197
ՀՀ պետական պարտավորումներ	13,414	24,670	43,454	47,006	66,236
Այդ թվում՝ արտարժույթով	357	385	5,252	380	1,509
Այլ պարտավորումներ	1,270	4,120	9,357	15,648	23,356
Այդ թվում՝ արտարժույթով	376	2,056	4,945	5,687	8,837
Բաժնային արժեթղթեր	9,570	17,354	29,710	39,479	75,394
Այդ թվում՝ արտարժույթով	4,445	17,354	29,710	39,479	75,394
Դրամական միջոցների և ավանդների կշիռը	16.3%	33.2%	33.2%	30.5%	34.2%
ՀՀ պետական արժեթղթերի կշիռը	42.5%	39.0%	41.1%	29.6%	26.3%
Այլ պարտավորումների կշիռը	4.0%	6.5%	8.8%	9.8%	9.3%
Բաժնային արժեթղթերի կշիռը	30.3%	27.4%	28.1%	24.8%	30.0%
Արտարժույթային ակտիվների կշիռը	16.3%	33.2%	33.2%	30.5%	34.2%

Նշված ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից առավելապես պետական պարտատոմսերի շուկայում ներդրումների շարժառիթների մասին պատկերացում կազմելու համար նախ դիտարկենք դրանց ներդրողների կառուցվածքը, որի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ գերակշիռ մասը ՀՀ ռեզիդենտներն են, որոնց մեջ էլ գերակշիռ մաս ունեն ՀՀ բանկերը՝ 2019 թ. վերջի դրությամբ՝ 66,5%-ից ավելի (գծապատկեր 1):

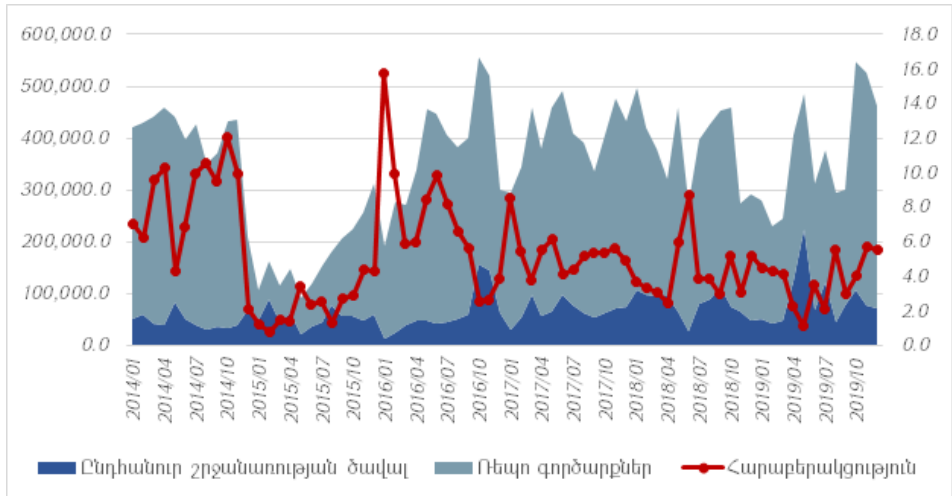


**Գծապատկեր 1. ՀՀ պետական պարտավորումների ներդրողների կառուցվածքը 2015-2019 թթ. ընթացքում<sup>19</sup>**

Պետական պարտատոմսերով գործառնությունների մասին ուշագրավ պատկեր է ներկայացնում ներդրումային ծառայություններ մատուցող բանկե-

<sup>19</sup> Աղբյուրը՝ համապատասխան ժամանակահատվածների ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր:

րի և ներդրումային ընկերությունների կողմից արժեթղթերով գործառնությունների ծավալների վերլուծությունը: 2014-2019 թթ. ընթացքում ռեպո գործառնությունների ծավալը միջինում 5,2 անգամ ավելի է եղել արժեթղթերով առքուվաճառքի գործառնությունների ծավալից (գծապատկեր 2):

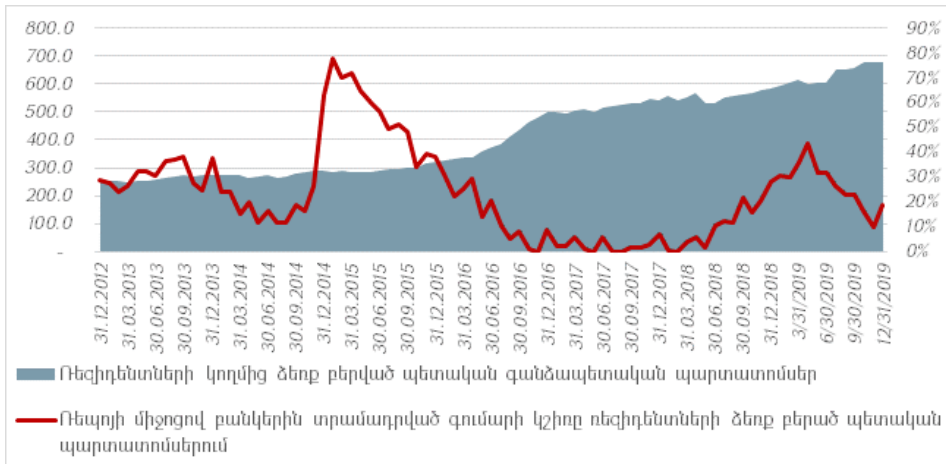


**Գծապատկեր 2. ՀՀ-ում ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից արժեթղթերով առքուվաճառքի գործառնությունների ընդհանուր շրջանառության և ռեպո գործարքների ծավալները (առանց երկարաձգումների, ներառյալ ԿԲ-ի հեպ գործառնությունները) 2014-2019 թթ. ընթացքում (մլն ՀՀ դրամ)<sup>20</sup>**

Նման իրավիճակի պատճառն այն է, որ պետական արժեթղթերը ներդրումային ծառայություն մատուցողների տեսանկյունից գրավիչ են ռեպո գործարքներ իրականացնելու պարագայում, ինչի շնորհիվ, ինչպես արդեն նշել ենք, ֆինանսական լծակի կիրառմամբ մեծացնում են իրենց սեփական փաթեթների եկամտաբերությունները: Նման գործարքների առարկա են հիմնականում պետական պարտատոմսերը, ինչն էլ պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ պետական պարտատոմսերը ԿԲ-ի կողմից կիրառվում են առևտրային բանկերի հետ ռեպո գործառնությունների ժամանակ: Առևտրային բանկերն էլ, իրենց հերթին, ռեպո գործառնություններ են կատարում ներդրումային ընկերությունների և ֆինանսական շուկայի այլ մասնակիցների հետ:

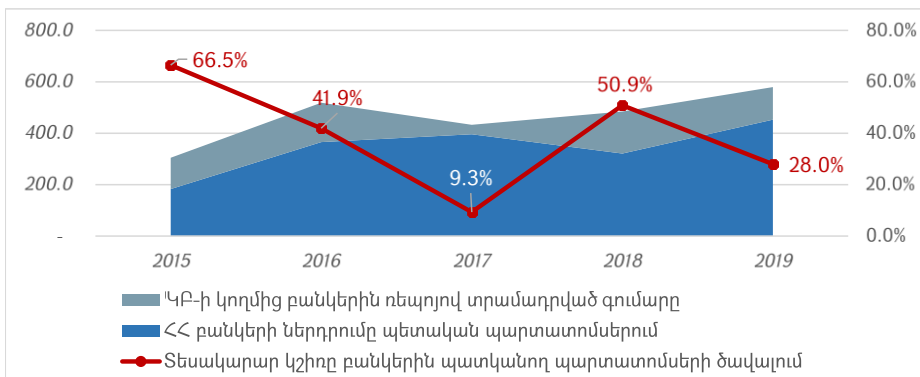
2012 թ. դեկտեմբերից սկսած՝ ԿԲ-ի կողմից ռեպո գործառնությունների միջոցով բանկերին տրամադրված միջոցների միջին կշիռը ռեզիդենտների ձեռք բերած դրամային պետական պարտատոմսերի մեջ շուրջ 23% է: Այսինքն, շուկայում եղած պետական պարտատոմսերի միջինում 25%-ը ձեռք է բերվում ԿԲ-ից ներգրաված միջոցների հաշվին (գծապատկեր 3):

<sup>20</sup> Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ վիճակագրություն, [https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat\\_data\\_arm/IC\\_turnover\\_arm.xls](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/IC_turnover_arm.xls):



**Գծապատկեր 3. Ռեզիդենտների կողմից ձեռք բերված պետական պարտատոմսերի և ՀՀ ԿԲ-ի կողմից ռեզիդենտների միջոցով բանկային տրամադրված գումարի կշիռը ռեզիդենտների ձեռք բերված պետական պարտատոմսերում 2012 թ. դեկտեմբերից 2019 թ. դեկտեմբերից (մլրդ ՀՀ դրամ)<sup>21</sup>**

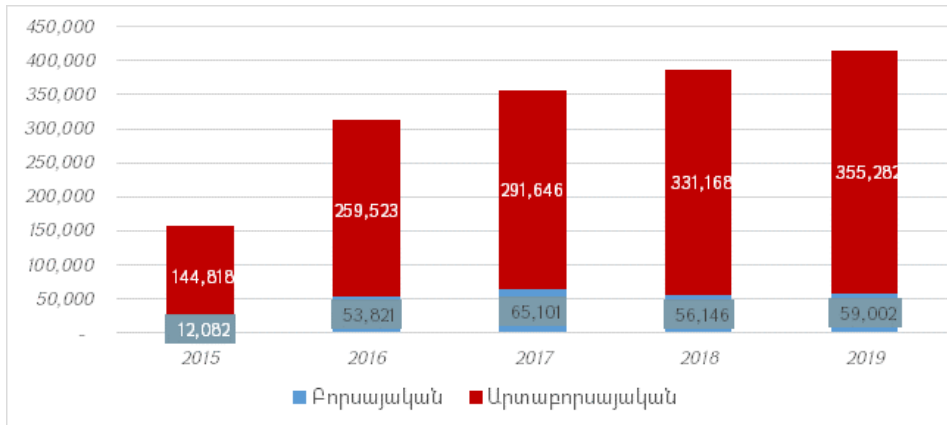
Ինչ վերաբերում է բանկային պատկանող պետական պարտատոմսերի և ՀՀ ԿԲ-ի կողմից բանկային տրամադրված գումարներին, ապա 2019 թ. վերջին բանկային ներդրումը պետական պարտատոմսերում կազմել է թողարկված պետական պարտատոմսերի ծավալի 60,5%-ը, իսկ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից ռեզիդենտների միջոցով ֆինանսավորումը կազմել է բանկային պատկանող պարտատոմսերի 28%-ը (գծապատկեր 4):



**Գծապատկեր 4. ՀՀ բանկային ներդրումները պետական պարտատոմսերում և ՀՀ ԿԲ-ի կողմից ռեզիդենտների միջոցով բանկային տրամադրված գումարի նկատմամբ բանկային ակտիվների ընդհանուր քանակի տոկոսը 2015-2019 թթ. ընթացքում (մլրդ ՀՀ դրամ)**

<sup>21</sup> Այս և հաջորդ գծապատկերը կազմվել է ՀՀ ֆինանսների նախարարության ՀՀ պետական պարտքի վիճակագրության (http://www.minfin.am/hy/page/hashvetvutyunner\_e\_vichakagrutyun1/) և ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալների (https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat\_data\_arm/2-Money%20Base.xls) հիման վրա:

Պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի ուսումնասիրությունը վկայում է և՛ բորսայական, և՛ արտաբորսայական գործարքների ծավալների անընդհատ աճի մասին: Սա պայմանավորված է մի կողմից՝ թողարկված պետական պարտատոմսերի ծավալների աճով, իսկ մյուս կողմից՝ երկրորդային շուկայի և մասնավորապես բորսայական շուկայի ակտիվությամբ (գծապատկեր 5):



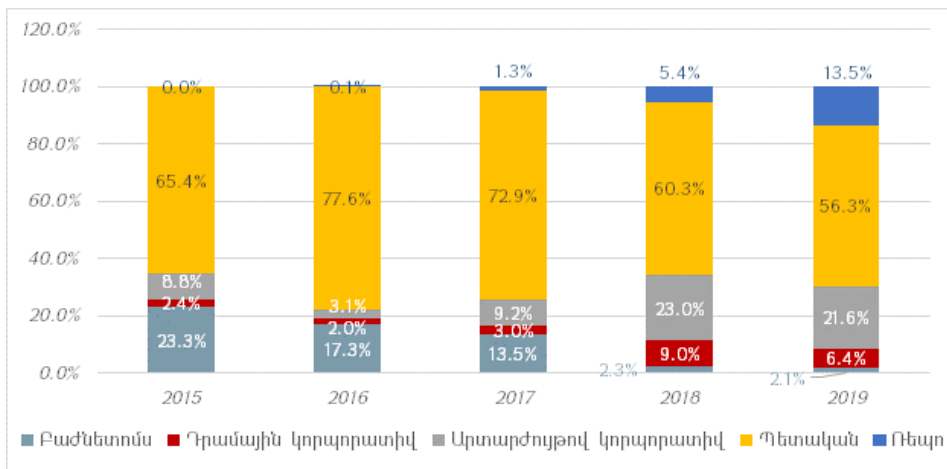
**Գծապատկեր 5. Պետական պարտատոմսերի բորսայական և արտաբորսայական շրջանառության ծավալները 2015-2019 թթ. ընթացքում<sup>22</sup>**

ՀՀ բորսայական շուկայում շրջանառվում են հիմնականում բաժնետոմսեր, արտաթուփային և դրամային կորպորատիվ պարտատոմսեր, պետական պարտատոմսեր, ինչպես նաև տեղի են ունենում կորպորատիվ պարտատոմսերով ռեպո գործառնություններ: Նախ նշենք, որ, համաձայն ՀՀ օրենսդրության, արգելվում է բորսայում ցուցակված արժեթղթերով արտաբորսայական առքուվաճառքի և ռեպո գործառնությունների իրականացումը, և այս առումով բացառություն են կազմում միայն պետական արժեթղթերը: Սա է պատճառը, որ բորսայում ցուցակված կորպորատիվ պարտատոմսերով ռեպո գործառնություններն իրականացվում են բորսայում, իսկ պետական պարտատոմսերով ռեպո գործառնությունները՝ հիմնականում բորսայական շուկայից դուրս՝ բորսայական միջնորդավճարներից խուսափելու համար (գծապատկեր 6):

Ինչպես ցույց է տալիս բորսայական գործարքների կառուցվածքի ուսումնասիրությունը, գործարքների հիմնական կշիռը պատկանում է պետական արժեթղթերով գործարքներին (բոլոր տարիներին կազմել է կեսից ավելին): Երկրորդ տեղում, 2018 թվականից սկսած, կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքներն են: Բորսայում բաժնետոմսերով գործարքների կշիռներն անընդհատ նվազել են, ու, բացի դրանից, որոշակի տարիներին մեծ կշիռները հաճախ պայմանավորված են եղել առանձին թողարկողների բաժնետոմսերով կատարված խոշոր գործարքներով: Աճի շարժընթաց ունեն նաև կորպորատիվ պարտատոմսերով ռեպո գործառնությունները, որոնց շնորհիվ այդ արժեթղթերը գրավիչ գործիք են դառնում ներդրումների համար: Դրամային

<sup>22</sup> Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր և Հայաստանի ֆոնդային բորսայի առևտրի տվյալներ, <https://amx.am/am/9/trading/12/market-data>:

պարտատոմսերի համեմատությամբ արտարժույթային պարտատոմսերով գործարքների մեծ ծավալը պայմանավորված է դրանց թողարկման ավելի մեծ ծավալներով և շուկայի մասնակիցների շրջանում դրանց բարձր պահանջարկով: Նշենք նաև, որ 2014 թ. վերջից, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից դրամավարկային քաղաքականության խստացումից հետո, երբ զգալիորեն բարձրացվեց բանկերի կողմից արտարժույթով ներգրավված միջոցների դիմաց պարտադիր պահուստավորման նորմատիվը, պարտատոմսերով ներգրավված միջոցների նկատմամբ պահուստավորման նորմատիվի առավել ցածր շեմ սահմանվեց: Նման պայմաններում շատ բանկեր սկսեցին միջոցներ ներգրավել պարտատոմսերի թողարկմամբ: Կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումների և շուկայի ծավալների շարունակական աճի հիմնական պատճառը պահուստավորման տեսանկյունից դրանց առավել գրավչությունն է:



**Գծապատկեր 6. Հայաստանի ֆոնդային բորսայում արժեթղթերով և ուեպո գործառնություններով կնքված գործարքների կառուցվածքը 2015-2019 թթ. ընթացքում<sup>23</sup>**

Բաժնետոմսերով և կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքվող գործարքների ծավալների մասին պատկերացում կազմելու համար դրանց ծավալները, արտաբորսայական գործառնությունների քանակին և ծավալին զուգահեռ, կարելի է դիտարկել նույն գործիքներով: Բաժնետոմսերի դեպքում արտաբորսայական գործարքները և՛ քանակի, և՛ ծավալի առումով մի քանի անգամ գերազանցում են բորսայական գործարքներին (աղյուսակ 7):

Նման պատկերի պատճառը ոչ միայն բորսայում ցուցակված ընկերությունների թիվն է, այլ նաև բաժնետիրական ընկերությունների ընդհանուր թվում բաց բաժնետիրական ընկերությունների փոքր կշիռը: Մասնավորապես, ՀՀ արդարադատության նախարարության պետական ռեգիստրի գործակալության տվյալների համաձայն՝ 2019 թ. վերջի դրությամբ գրանցված ընկերություններից ընդամենը 727-ն է եղել բաց բաժնետիրական ընկերություն: Եվ եթե հաշվի առնենք, որ բորսայում ցուցակված է այդ բաժնետիրա-

<sup>23</sup> Աղբյուրը՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսայի առևտրի տվյալներ, <https://amx.am/am/9/trading/12/market-data>:

կան ընկերություններից ընդամենը 10-ը, ապա պատկերն ավելի քան պարզ կդառնա (աղյուսակ 8):

Աղյուսակ 7

**Քաժնետիրական և արտաբորսայական գործարքների ծավալներն ու քանակները 2015-2019 թթ. ընթացքում<sup>24</sup>**

	Արտաբորսա		Բորսա	
	Գործարքի քանակ	Գործարքի ծավալ	Գործարքի քանակ	Գործարքի ծավալ
2015	582	96,935,679,643	140	4,313,079,949
2016	556	95,508,048,542	84	20,510,732,394
2017	755	41,787,754,200	183	12,057,410,854
2018	621	24,481,447,666	101	2,141,619,463
2019	513	51,929,076,640	65	2,161,674,685

Աղյուսակ 8

**Սահմանափակ պատասխանատվությամբ և բաժնեփրակային ընկերությունների քանակի շարժընթացը 2015-2019 թթ.<sup>25</sup>**

	ՍՊԸ	ՓԲԸ	ԲԲԸ
01.01.2016	51,318	2,846	818
30.12.2016	54,411	2,876	820
30.12.2017	46,559	2,476	719
01.01.2019	52,688	4,222	722
30.12.2019	59,419	2,679	727

2015-2019 թթ. ընթացքում բաժնետիրական ընկերությունների քանակն ընդհանուր ընկերությունների քանակի շուրջ 6,7%-ն է կազմել, իսկ բաց բաժնետիրական ընկերությունների քանակը, իր հերթին, ընդհանուրի 1,4%-ն է: Այս առումով նշենք, որ բաժնետիրական ընկերությունների գերակշիռ մասը ձևավորվել է 1990-ական թվականների սկզբին, պետական ընկերությունների մասնավորեցման ընթացքում, երբ բաժնետոմսերի 20%-ն անհատույց տրվեց ընկերությունների աշխատակիցներին, իսկ մնացած մասը մասնավորեցվեց սերտիֆիկատային եղանակով: Սակայն, ընտրված մասնավորեցման մոդելն իր նպատակին չձառայեց, ինչի հետևանքով բաժնետոմսերի գերակշիռ մասը կենտրոնացավ մի քանի անձանց մոտ: Նման իրավիճակում, մի կողմից՝ ոտնահարվում են մանր ներդրողների շահերը, իսկ մյուս կողմից՝ ընկերությունները չեն ցանկանում նոր թողարկումներով միջոցներ ներգրավել՝ խուսափելով կառավարման համակարգում իրենց դերի նվազումից: Բնականաբար, նման ընկերությունները չեն ցանկանա գործել որպես հրապարակային և թափանցիկ ընկերություններ, իսկ դրանց խոշոր բաժնետերերն էլ մանր բաժնետերերի բաժնետոմսերի գնման կամ այլ կորպորատիվ գործառնություններով պակասեցնում են բաժնետերերի թիվը՝ դառնալով փակ բաժնետիրական ընկերություններ: Նշենք նաև, որ ներկայումս ՀՀ ԿԲ-ի կողմից բաժնետիրական ընկերությունների ներդրողների պաշտպանության գործառնություններն ըստ էության տարածվում են միայն հրապարակային առևտրի

<sup>24</sup> Աղբյուրը՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսայի առևտրի տվյալներ՝ <https://amx.am/am/9/trading/12/market-data> և ամսական տեղեկագրեր՝ <https://amx.am/am/9/trading/13/monthly-bulletins>:

<sup>25</sup> Աղբյուրը՝ ՀՀ արդարադատության նախարարության իրավաբանական անձանց պետական ռեգիստրի գործակալություն, <https://www.e-register.am/am/docs/282>:

առարկա հանդիսացող բաժնետոմսեր ունեցող ընկերությունների վրա, իսկ մնացած բաժնետերերն այս իմաստով խոցելի են մնում:

**Աղյուսակ 9**

**Կորպորատիվ պարտավորումներով բորսայական և արտաբորսայական գործարքների ծավալներն ու քանակները 2015-2019 թթ. ընթացքում<sup>26</sup>**

	Արտաբորսա		Բորսա	
	Գործարքի քանակ	Գործարքի ծավալ	Գործարքի քանակ	Գործարքի ծավալ
2015	37	19,502,768,000	226	2,085,551,909
2016	18	7,355,735,000	511	5,973,312,993
2017	49	12,808,111,899	630	10,908,462,066
2018	35	37,287,053,797	1578	29,772,902,034
2019	69	19,652,123,625	2005	29,407,857,775

Կորպորատիվ պարտավորումների դեպքում վիճակն այլ է, քանի որ նման արժեթղթեր թողարկողները հիմնականում միտված են հրապարակային թողարկումներ կատարելուն, և հետևաբար գործարքների հիմնական մասը բորսայական են: Այստեղ բորսայական գործարքների և՛ քանակները, և՛ ծավալները գնալով աճում են (աղյուսակ 9):

Բորսայում բաժնետոմսերի և պարտավորումների ցուցակումների շարժընթացը նույնպես վկայում է նման պատկերի մասին (աղյուսակ 10):

**Աղյուսակ 10**

**Հայաստանի ֆոնդային բորսայում ցուցակված թողարկողների և դրանց արժեթղթերի քանակը 2015-2019 թթ. ընթացքում<sup>27</sup>**

	Բաժնետոմսեր		Պարտավորումներ	
	Թողարկող	Արժեթղթեր	Թողարկող	Արժեթղթեր
2015	10	11	7	16
2016	11	12	7	23
2017	10	10	13	49
2018	10	10	16	69
2019	10	10	20	84

Կորպորատիվ պարտավորումների մասով թողարկումների ու նրանց ցուցակված արժեթղթերի քանակն անընդհատ աճում է, իսկ բաժնետոմսերի դեպքում դրանց քանակը 2017 թվականից նվազել է, և ունենք 10 թողարկողի 10 բաժնետոմս (մինչ այդ ներառված էին նաև Զարգացման հայկական բանկի սովորական և արտոնյալ բաժնետոմսերը): Նշենք նաև, որ թողարկված կորպորատիվ պարտավորումների գերակշիռ մասը բանկերի և վարկային կազմակերպությունների պարտավորումներ են: 2019 թ. դեկտեմբերի վերջի դրությամբ ցուցակված ոչ բանկ հանդիսացող կազմակերպությունների քանակը կազմել է 3, իսկ ցուցակված պարտավորումների քանակը՝ 7, ընդ որում՝ դրանց թողարկումները եղել են 2019 թ.: Ցուցակված ընկերությունների քանակի էական կրճատում մինչ այդ կատարվել էր 2006 թվականից, ինչի հիմնական

<sup>26</sup> Աղբյուրը՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսայի առևտրի տվյալներ, <https://amx.am/am/9/trading/12/market-data> և ամսական տեղեկագրեր, <https://amx.am/am/9/trading/13/monthly-bulletins>:  
<sup>27</sup> Աղբյուրը Հայաստանի ֆոնդային բորսայի ամսական տեղեկագրեր, <https://amx.am/am/9/trading/13/monthly-bulletins>:



պատճառը հաշվետու թողարկողներին ներկայացվող պարտադիր ցուցակման պահանջի վերացումն էր:

Հաշվի առնելով ֆինանսական ինստիտուտների կողմից ներդրումներ իրականացնելու կառուցակարգերն ու առանձնահատկությունները, մասնավորապես՝ ռեպո գործարքների կնքումը, պետական պարտատոմսերի սեփականատերերի կառուցվածքում առևտրային բանկերի մեծ կշռով պայմանավորված հնարավոր ռիսկերը՝ առաջարկում ենք.

1. ՀՀ ԿԲ-ի և այլ բանկերի միջև ռեպո գործառնությունների իրականացման շրջանակներում թույլատրելի արժեթղթերի նկատմամբ պահանջների մեղմացում՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի մասով, ինչը բանկերին թույլ կտա այդ արժեթղթերը կիրառել ՀՀ ԿԲ-ի հետ ռեպո գործառնություններում, և շղթայական կերպով նման արժեթղթերը գրավիչ դարձնել այլ ֆինանսական կազմակերպությունների համար: Այս առումով, հիմնական խնդիրն այդ արժեթղթերի պարտադիր բորսայական ցուցակման պահանջն է (հիմնական ցուցակում<sup>28</sup>), ինչի համար էլ, իր հերթին, պահանջվում է ՀՀ Կառավարության կողմից հավանություն ստացած կորպորատիվ կառավարման կանոնագրքի ընդունում և կիրառում<sup>29</sup>: Վերջինիս պահանջները, եթե բաժնետոմսերի դեպքում, կորպորատիվ կառավարման պատշաճ համակարգի անհրաժեշտության տեսանկյունից, տեղին են և ընդունելի, ապա պարտատոմսեր թողարկող ընկերությունների համար դրանց անհրաժեշտությունը չկա և դրա կիրառումը երբեմն անցանկալի բարդություններ է ստեղծում, օրինակ՝ դիտորդ խորհրդի պարտադիր ձևավորման տեսանկյունից և այլն: Մեր կողմից առաջարկվող փոփոխությունը կորպորատիվ պարտատոմսերը ռեպո գործարքների համար կիրառելու հնարավորություն է տալու, ինչը պետական պարտատոմսերի հիմնական առավելությունն է:

2. Իրական կամ ֆինանսական հատվածի կողմից նոր տեսակի ֆինանսական գործիքների թողարկում՝ գնաճով ինդեքսավորվող, փարբեր ցուցանիշներից կախված լողացող եկամտաբերությամբ անժամկետ պարտատոմսեր և այլն: Նման գործիքներն իրենց ներդրումային առավելությունների շնորհիվ գրավիչ կդառնան՝ ի հակադրություն պետական պարտատոմսերի ցածր ռիսկայնությամբ և բարձր եկամտաբերությամբ պայմանավորված առավելության: Արդյունքում, կպակասեն ներդրողների մոտ փաթեթների կենտրոնացվածության հետ կապված ռիսկերը: Բացի դրանից, լողացող տոկոսադրույքով գործիքների կիրառումը կարող է հանդիսանալ փաթեթներում շուկայական ռիսկերի նվազեցման կարևոր գործիք:

3. Շուկայական ռիսկերի (տոկոսային, արժույթային) նվազեցման համար կիրառվող պետական պարտատոմսերի և արտարժույթային ածանցյալների բորսայական շուկայի ձևավորման հետ կապված գործուն քայլերի ձեռնարկում: Այն ներդրողներին թույլ կտա հեջավորել իրենց արտարժույթային բաց դիրքերը կամ ֆինանսական գործիքների գնային տատանումների ռիսկերը: Խնդիրն առավել սուր կարող է լինել պարտադիր կենսաթոշակային

<sup>28</sup> Տե՛ս ՀՀ ԿԲ խորհրդի 22.01.2013 թ. թիվ 20Ա որոշումը, «Ռեպո/հակադարձ ռեպո» համակարգի մասին կանոններ, հավելված 5, Ա կետ, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/kanon/20a.pdf>:

<sup>29</sup> Տե՛ս Արժեթղթերի ցուցակման և առևտրի թույլատրման կանոններ (գրանցված ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից, 08.02.2019 թ.), <https://amx.am/am/document?id=832>:

ֆոնդերի համար, որոնց ակտիվների 30%-ից ավելին արտարժույթային ակտիվներում է, իսկ այդ ինստիտուտները նման ռիսկերը զսպելու կամ հեջավորելու որևէ արդյունավետ ֆինանսական գործիք չունեն:

Ֆիզիկական անձանց կողմից ներդրումային ակտիվության խթանման համար առաջարկում ենք.

**1. Բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի դիմաց վճարվող շահաբաժիններից եկամտային հարկի առավել ցածր մակարդակի սահմանում<sup>30</sup> առավել տևական ժամանակահատվածի համար:** Նման դեպքում, բաժնետոմսերի ցուցակումը գրավիչ կդառնա բաժնետիրական ընկերությունների համար, իսկ արժեթղթերում ներդրումը՝ ներդրողների համար: Այսպիսի արտոնության երկարաժամկետ կիրառումը կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրումային առավելություններն էականորեն կընդլայնի, մանավանդ, եթե հաշվի առնենք, որ ֆիզիկական անձանց համար պետական պարտատոմսերից ստացվող եկամուտը չի հարկվում:

**2. Բաց բաժնետիրական ընկերությունների նկատմամբ թափանցիկության, կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների պահպանման նկատմամբ վերահսկողության, ինչպես նաև բոլոր (ոչ միայն բորսայում ցուցակված) ընկերությունների բաժնետերերի շահերի պաշտպանությանը և իրավունքների պահպանման նկատմամբ վերահսկողությանը զբաղվող պետական կառույցի ստեղծում:** Չցուցակված ընկերությունների բաժնետերերի իրավունքներն այս առումով ավելի անպաշտպան են, քանի որ այդ ընկերությունները ՀՀ ԿԲ վերահսկողության դաշտից դուրս են:

**3. Ոչ բանկ հանդիսացող ֆինանսական կազմակերպությունների և ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից պարտավորումների թողարկման դեպքում ավանդների հարուցումը երաշխավորող հիմնադրամում կամ նման այլ հիմնադրամում մասնակցության հնարավորության ստեղծում՝ իրենց կողմից թողարկված պարտավորությունների իրականացման ապահովագրության շրջանակներում:** Նման հիմնադրամին մասնակցությունը կարող է էապես բարձրացնել թողարկողների ծախսերը, նվազեցնել այդ արժեթղթերի եկամտաբերությունը, բայց նաև հնարավորություն կտա էապես կրճատելու ռիսկը, ինչը ներդրողների տեսանկյունից դրական է:

**4. Ոչ միայն պարտադիր կենսաթոշակային, այլ նաև մյուս բոլոր հրապարակային ֆոնդերի դեպքում փայերի դիմաց վճարումների երաշխավորումն ապահովող երաշխիքային հիմնադրամի ստեղծում կամ նման ֆոնդում մասնակցության ապահովում:** Նման ֆոնդերի մասնակցությունը հիմնադրամին որոշակի ծախսեր կարող է առաջացնել, ինչը կարող է ազդել նաև ֆոնդերի եկամտաբերության վրա, սակայն ռիսկի նվազման պարագայում եկամտաբերության նվազումը բնական է և կարող է արդարացված լինել:

**Եզրակացություններ:** Ընդհանրացնելով կատարված վերլուծությունը՝ նշենք, որ ֆինանսական շուկայի ակտիվների 80%-ից ավելին կենտրոնացած է բանկերում, հետևապես, ֆինանսական շուկան և մասնավորապես կապիտալի շուկան կախվածության մեջ են բանկային համակարգից և վերջինիս ռիսկերից:

<sup>30</sup> Վերը նշված արտոնությունը գործելու է մինչև 2025 թ.:

Բանկերի, վարկային կազմակերպությունների, ապահովագրական, ներդրումային ընկերությունների և պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ.

- ներդրումներում գերակշռում են պետական պարտատոմսերը, ինչը պայմանավորված է այդ արժեթղթերի շուկայի զարգացման և իրացվելիության մակարդակով,
- բանկերի կողմից պետական պարտատոմսերում ներդրումների մեծ կշիռը հիմնականում պայմանավորված է ԿԲ-ի կողմից դրանցով ռեպո գործարքներ կատարելու հանգամանքով,
- այլ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից պետական և որոշ չափով նաև կորպորատիվ պարտատոմսերում ներդրումներ կատարելու գլխավոր շարժառիթը պայմանավորված է հիմնականում դրանցով ռեպո գործարքներ կնքելու և վերջինիս շնորհիվ էլ ֆինանսական լծակի էֆեկտով շահութաբերության մեծացման հանգամանքով:

Բորսայական շուկայում գործարքները հիմնականում կնքվում են պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերով: Մասնավոր ներդրողների տեսանկյունից, բաժնետոմսերը գրավիչ չեն, քանի որ ո՛չ շահաբաժնային եկամտաբերությունն է բարձր, ո՛չ էլ գնային տատանումներն են թույլ տալիս էական առևտրային եկամուտ ստանալ դրանց վաճառքից: Նման պայմաններում վիճակն ավելի է բարդացնում բաժնետոմսերի փաթեթների կենտրոնացվածությունը, երբ կա՛մ փոքր ներդրողներն էական դեր չեն ունենում կառավարման հարցում, կա՛մ էլ ոտնահարվում են նրանց շահերը: Այս իրավիճակի հանգուցալուծմանը կարող է նպաստել բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի գծով վճարված շահաբաժինների առավել պակաս հարկման կառուցակարգը<sup>31</sup>: Բաժնետիրական ընկերությունների համար թափանցիկության խիստ պահանջների սահմանումը, ոչ հրապարակային ընկերությունների մանր ներդրողների շահերի պաշտպանության կառույցի ստեղծումը նույնպես կարող են էականորեն փոխել իրավիճակը: Նման պայմաններում թափանցիկությանն անպատրաստ բաժնետիրական ընկերությունները կդառնան սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերություններ՝ կորցնելով բաժնետիրական ընկերությունների իրավական կարգավիճակից բխող առավելությունները, իսկ առավել հրապարակային ընկերությունները ներդրողների համար գրավիչ ու վստահելի կդառնան:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի առումով նշենք, որ դրանք հիմնականում թողարկվում են առևտրային բանկերի կողմից, ինչը բանկերի պարտատոմսերը և ավանդներն էլ ավելի գրավիչ է դարձնում՝ ավանդների հատուցումը երաշխավորող հիմնադրամի կողմից վճարումը երաշխավորելու պայմաններում: Այդ երաշխիքային հիմնադրամի միջոցով երաշխավորման պարագայում ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից թողարկված պարտատոմսերը նույնպես գրավիչ կդառնան: Նշենք, որ Ավանդների հատուցումը երաշխավորող հիմնադրամը կարող է իր ապահովագրության կա-

<sup>31</sup> Այս երևույթին կարող են նպաստել նաև 2020 թ. հունվարի 24-ին ընդունված ՀՀ հարկային օրենսգրքի փոփոխությունները, որոնցով մինչև 2025 թ. բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերից ստացվող շահաբաժիններն ազատվում են եկամտահարկից և ոչ ռեզիդենտի շահութահարկից: Տե՛ս ՀՀ հարկային օրենսգրքը, 126 հոդվածի փոփոխությունները:

նուցակարգում մասնակցող ընկերությունների համար լրացուցիչ պահանջներ սահմանել՝ դրանք վճարունակության և իրացվելիության առումով:

Բանկային և որոշ ֆինանսական ինստիտուտներում շուկայի ակտիվների կենտրոնացումը կարելի է օգտագործել այդ ինստիտուտներից դեպի այլ՝ նոր ստեղծվող գործիքներ ներդրումների հոսք ապահովելու համար: Ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների պարտատոմսերը բանկերի և այլ ֆինանսական կազմակերպությունների համար գրավիչ դարձնելու տեսանկյունից կարևոր գործոն կարող է լինել ՀՀ ԿԲ-ի կողմից այդ արժեթղթերը ռեպո գործառնությունների ժամանակ կիրառելու պահանջների մեղմացումը: Նման պարագայում, կորպորատիվ պարտատոմսերը կարող են ընդունելի դառնալ ֆինանսական կազմակերպությունների համար ռեպո գործարքներ կնքելու համար: Բացի դրանից, նոր տիպի գործիքների (օրինակ՝ գնաճով հնդեքսավորվող կամ անժամկետ պարտատոմսերի) թողարկումը կորպորատիվ հատվածի կողմից, դրանք կարող է բավականին գրավիչ դարձնել՝ ֆինանսական ինստիտուտների համար տոկոսային ռիսկերի կառավարման տեսանկյունից:

Ընդհանրացնելով նշենք, որ կապիտալի շուկան ինքնին կտրված չէ տնտեսության իրական հատվածից, և այս առումով առկա խնդիրների գերակշիռ մասը կապված է տնտեսության իրական հատվածի հետ: Տնտեսության ակտիվացումը, մրցակցության ուժեղացումը, ներդրողների շահերի պաշտպանության կառուցակարգերի ստեղծումը, դատական համակարգի նկատմամբ վստահության մեծացումը կապիտալի շուկայի զարգացմանը նպաստող ամենաէական ու կարևոր գործոններն են:

### Օգտագործված գրականություն

1. Աղաբեկյան Է.Վ., Ընկերությունների շահույթն ու վնասը, կամ թե ինչն է խանգարում օտարերկրյա ներդրողներին ներդնել Հայաստանում, ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, <https://asue.am/amberd/publications/analytics/profit-loss-companies-prevents-foreign-investors>:
2. Աղաբեկյան Է.Վ., Գերիրացվելիություն, թե՞ իրացվելիության պակասորդ հայաստանյան բանկային համակարգում, ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, <https://asue.am/amberd/publications/analytics/deficiency-or-liquidity-deficit-in-the-armenian-banking-system>:
3. Աղաբեկյան Է.Վ., ՀՀ բանկերի ներդրումային փաթեթները կամ ինչքանով է արժեթղթերի շուկան կախված բանկային համակարգից, ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, <https://asue.am/amberd/publications/analytics/investment-banks-of-armenian-or-how-much-is-the-stock-market-dependent-on-the-banking-system>:
4. Սալնազարյան Ա.Բ., Աղաբեկյան Է.Վ., ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկայի վրա ազդող գործոնների վերլուծությունը, ՌԴ և ՀՀ տնտեսությունները համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում. հիմնախնդիրները և զարգացման հեռանկարները թեմայով միջազգային գիտաժողովի նյութեր (25-26 մարտի, 2010 թ.), Եր., «Տնտեսագետ», 2010:
5. ՀՀ օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին»՝ ընդունված 2010 թ. դեկտեմբերի 22-ին:

6. ՀՀ ԿԲ խորհրդի 22.01.2013 թ. թիվ 20Ա որոշումը՝ «Ռեպո/հակադարձ ռեպո» համակարգի մասին կանոններ, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/kanon/20a.pdf>:
7. Արժեթղթերի ցուցակման և առևտրին թույլատրման կանոններ (գրանցված ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից 08.02.2019 թ.), <https://amx.am/am/document?id=832>:
8. ՀՀ ֆինանսների նախարարության ՀՀ պետական պարտքի վիճակագրություն, [http://www.minfin.am/hy/page/hashvetvutyunner\\_e\\_vichakagrutyun1/](http://www.minfin.am/hy/page/hashvetvutyunner_e_vichakagrutyun1/):
9. ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր (2015-2019 թթ. նոյեմբեր ամիսներ):
10. ՀՀ ԿԲ ֆինանսական կայունության հաշվետվություններ:
11. ՀՀ ԿԲ վիճակագրություն, [https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat\\_data\\_arm/IC\\_turnover\\_arm.xls](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/IC_turnover_arm.xls):
12. ՀՀ արդարադատության նախարարության իրավաբանական անձանց պետական ռեգիստրի գործակալություն, <https://www.e-register.am/am/docs/282>:
13. Հայաստանի ֆոնդային բորսա ԲԲԸ ամսական տեղեկագրեր (2015-2019 թթ.), <https://amx.am/am/9/trading/13/monthly-bulletins>:
14. Հայաստանի ֆոնդային բորսա ԲԲԸ առևտրի տվյալներ, <https://amx.am/am/9/trading/12/market-data>:
15. Barajas A., Beck T., Dabla-Norris E., Reza Yousefi S., Too Cold, Too Hot, Or Just Right, Assessing Financial Sector Development Across the GlobeIMF, 2013.
16. Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors, Tigran Poghosyan, IMF, 2012.
17. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, Алан Гринспен, 2007.
18. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире, Эрнандо де Сото, 2000, 76.

## ՋԴԳՐ ԱԳԱԲԵԿՅԱՆ

Доцент кафедры финансов АГЭУ,  
кандидат экономических наук

**Концентрации как препятствие развитию рынка капитала.** – Целью исследования является изучение существующих концентраций на рынке капитала РА, выявление их причин и факторов, препятствующих развитию рынка. Анализ рынка показывает, что, с одной стороны, более 80% активов финансовой системы сосредоточены в банковской системе, а с другой стороны, рынок капитала представлен в основном в форме долговых ценных бумаг. Рынок государственных облигаций является значительной его частью, основными причинами которой являются их ликвидность, возможность создавать инвестиционные портфели посредством

операций репо. Большая часть рынка корпоративных ценных бумаг принадлежит облигациям, выпущенными финансовыми учреждениями, а фондовый рынок развит слабо. В исследовании автор пытается выяснить причины централизации различных рыночных институтов и инструментов. В работе раскрываются основные факторы снижения существующих концентраций на рынке, что позволяет их использовать для большей активизации рынка и развития.

**Ключевые слова:** рынок капитала, государственные облигации, корпоративные облигации, акции, репо, акционерные общества, банки, страховые компании, инвестиционные компании, пенсионные фонды.

JEL: G12, H54, R53

## EDGAR AGHABEKYAN

Associate Professor at the Chair of Finance at ASUE,

PhD in Economics

***Concentrations as an Obstacle to Capital Market Development.***— This research aims to study the existing concentrations in the capital market of the Republic of Armenia, to identify their causes and factors hindering the development of the market. Market analysis shows that, on the one hand, more than 80% of the assets of the financial system are concentrated in the banking system, and on the other hand, the capital market is represented mainly in the form of debt securities. The government bond market is a significant part of it, the main reasons for which are their liquidity, the ability to create investment portfolios through repo transactions. Most of the corporate securities market belongs to bonds issued by financial institutions, and the stock market is underdeveloped. In the study, the author tries to find out the reasons for the centralization of various market institutions and instruments. The paper reveals the main factors of reducing the existing concentrations in the market, which allows them to be used for greater market activation and development.

**Key words:** capital market, government bonds, corporate bonds, shares, repo, joint stock companies, banks, insurance, investment companies, pension funds.

JEL: G12, H54, R53