Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարան
«Արմսվիսբանկ» ՓԲԸ
Հայաստանի ֆոնդային բորսա և կենտրոնական դեպոզիտարիա (ԱՄՔ)
«Էփրիքոթ կապիտալ» ՓԲԸ
Եվրասիական ֆոնդային բորսաների միություն (FEAS)

ՀՀ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐՆ ՈՒ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ

Աշոտ Սալնազարյանի անվան ուսանողական գիտաժողովի նյութեր

2023 թ. ապրիլի 13–14

ԵՐԵՎԱՆ 2024

ՀՏԴ 336.76(082)
ԳՄԴ 65.264g43
Հ 247

Հրատարակվում է
ՀՊՏՀ գիտական խորհրդի որոշմամբ

Խմբագրական խորհրդի նախագահ՝
Դիանա Գալոյան
ՀՊՏՀ ռեկտոր, տ.գ.դ., պրոֆեսոր

Խմբագրական խորհուրդ՝
ԹԱԹՈՒԼ ՄԿՐՏՉՅԱՆ (գլխ. խմբագրի տեղակալ) - *տ.գ.դ., պրոֆեսոր*
ԴԱՎԻԹ ՀԱԽՎԵՐԴՅԱՆ - *տ.գ.դ., պրոֆեսոր*
ՏԻԳՐԱՆ ՄԱՐՏԻՐՈՍՅԱՆ - *տ.գ.դ., պրոֆեսոր*
ԷԴԳԱՐ ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ - *տ.գ.թ., դոցենտ*
ՀԱՅԿ ՄՆԱՑԱԿԱՆՅԱՆ - *տ.գ.դ., պրոֆեսոր*
ԼԵՎՈՆ ԲԱՐԽՈՒԴԱՐՅԱՆ - *տ.գ.թ., դոցենտ*
ԼՈՒՍԻՆԵ ՀԱՐՈՒԹՅՈՒՆՅԱՆ - *բ.գ.դ., պրոֆեսոր*

ՀՀ կապիտալի շուկայի կայացման ուղիներն ու հեռանկարները:
Հ 247 Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Աշոտ Սալնազարյանի
անվան ուսանողական գիտաժողովի նյութեր / ՀՊՏՀ: - Եր.: Տնտեսագետ, 2024, 152 էջ:

ՀՏԴ 336.76(082)
ԳՄԴ 65.264g43

ISBN 978-9939-61-279-9

© «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, 2024 թ.

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

2023 թ. ապրիլի 13-14-ը Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանը (ՀՊՏՀ), «Արմսվիսբանկ» ՓԲԸ-ն, AMX-ը (Հայաստանի ֆոնդային բորսա և Կենտրոնական դեպոզիտարիա), «Էփրիքոթ կապիտալ» ՓԲԸ-ն և Եվրասիական ֆոնդային բորսաների միությունը (FEAS) կազմակերպեցին «ՀՀ կապիտալի շուկայի կայացման ուղիներն ու հեռանկարները» խորագրով ուսանողական գիտաժողով՝ նվիրված տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Աշոտ Սալնազարյանի հիշատակին:

Գիտաժողովին մասնակցության համար դիմած աշխատանքներն անցել էին ներկայացվող պահանջներին համապատասխանության ստուգում և անանուն գրախոսություն: Գիտաժողովին մասնակցության (զեկուցման) թույլատրվեցին դրական գնահատականի արժանացած 14 աշխատանքներ:

Գրախոսներն էին Արկադի Փինաչյանը (տ.գ.թ., «Արմսվիսբանկ» ՓԲԸ, Ներդրումային դեպարտամենտի տնօրեն), Լուսինե Մարգարյանը (Հայաստանի ֆոնդային բորսա (AMX), Ցուցակման բաժնի պետ), Էդգար Աղաբեկյանը (տ.գ.թ., դոցենտ, ՀՊՏՀ դասախոս), Նարինե Բալասանյանը (ՀՊՏՀ դասախոս), Սրբուհի Իսրայելյանը (տ.գ.թ., ՀՊՏՀ դասախոս), Կարինե Ներսիսյանը (տ.գ.թ., ՀՊՏՀ դասախոս): Մասնակիցները մագիստրատուրայի և բակալավրիատի ուսանողներ էին Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանից, ՀՊՏՀ Գյումրու մասնաճյուղից, Երևանի պետական համալսարանից, Արցախի պետական համալսարանից և Հայ-ռուսական համալսարանից:

Գիտաժողովին հնչած զեկուցումները, ինչպես իրենց ելույթներում և արձագանքներում նշեցին մրցութային հանձնաժողովի անդամները, անդրադառնում էին կապիտալի շուկայի արդիական հիմնախնդիրներին, շուկայի զարգացման հիմնական ուղղություններին և աչքի էին ընկնում գիտական բովանդակությամբ:

Ելույթներում անդրադարձ էր կատարվում այնպիսի արդիական թեմաների, ինչպիսիք են կրիպտոակտիվների շուկաների և քրաուդֆանդինգի արդի միտումները, Հայաստանում դրանց ներդրման հնարավորությունները: Ժամանակակից ֆինանսական շուկաներն այլևս անհնար է պատկերացնել առանց կրիպտոակտիվների, որոնք առաջատար ներդրումային կառավարիչների եկամտի ստացման կամ ռիսկերի բազմազանեցման համար անհրաժեշտ գործիքների ցանկում են: Քրաուդֆանդինգն էլ, իր հերթին, լրացնում է կապիտալի ներգրավման այլընտրանքային գործիքների շարքը և կարևորվում է հատկապես նոր ձևավորվող բիզնեսների համար ֆինանսավորումներ ներգրավելու համատեքստում: Հետաքրքրական ուղղություն էր բորսայում շրջանառվող ֆոնդերին (ETF) անդրադարձը: Ներդրումային ֆոնդերը, որոնք կոլեկտիվ ներդրումային կարևորագույն ինստիտուտներ են, տնտեսության ֆինանսավորման համար էական դեր են կատարում: Դրանց կողմից թողարկվող արժեթղթերի բորսայական ցուցակումն ու հետագա շրջանառությունը միտված են բարձրացնելու ինչպես գնագոյացման արդյունավետությունը, այնպես էլ ներդրողների համար դրանց իրացվելիությունը:

Գիտաժողովի ընթացքում անդրադարձ էր կատարվում նաև վարկային ածանցյալների զարգացումների արդի միտումներին, որոնք վարկային ռիսկի հեջավորման համար արդեն տևական ժամանակ կիրառվող գործիքներ են և ժամանակակից ֆինանսական ինժեներինգի բաղկացուցիչ մաս: ՀՀ կապիտալի շուկայի ամենազարգացած հատվածը ներկայումս պետական պարտատոմսերի շուկան է, որի հետագա զարգացման հիմնախնդիրներին ու արդի մարտահրավերներին ևս մասնակիցներն անդրադարձել էին: Բաժնետոմսերի շուկան, այս համատեքստում, ավելի հաճախակի քննարկված ուղղություն էր, սակայն հեղինակների կողմից յուրովի մոտեցմամբ էին դիտարկվում դրանց զարգացման համար անհրաժեշտ ներշուկայական և ընդհանուր տնտեսական հիմնախնդիրները: Հեղինակներից մի քանիսը անդրադարձ էին կատարել ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառավարման առանձնահատկություններին, առկա իրավական և տնտեսական հիմնախնդիրներին ու սահմանափակումներին: Ուշադրությունից դուրս չէր մնացել նաև բանկային հատվածի՝ որպես արտասահմանյան տրանսֆերտները ավանդների ձևափոխող կարևոր գործոնի դերը, ինչը կապահովի դրանց հետագա ուղղորդումը դեպի տնտեսության իրական հատվածի զարգացում: Արցախի պետական համալսարանից մասնակիցները հատուկ անդրադարձ էին կատարել Արցախի Հանրապետության ֆինանսական միջնորդների գործունեությանը, որոնք տնտեսության զարգացման, կապիտալի շուկայի դերի բարձրացման համար էական նշանակություն ունեն:

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

1.	**Միլենա Գալստյան**	ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության արդյունավետությունը և դերակատարումը տնտեսության ֆինանսավորման գործում	7
2.	**Լարիսա Գրիգորյան** **Աննա Ղահրամանյան** **Մարիամ Վահանյան**	ԱՀ-ում գործող ֆինանսական միջնորդների գործունեության վերլուծությունը 2012-2021 թթ.	16
3.	**Լիլիթ Գրիգորյան**	Բաժնետոմսերի շուկան՝ որպես ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման շարժիչ գործոն	27
4.	**Անահիտ Իսրայելյան**	Կրիպտոարժույթների կիրառման հնարավոր ուղղությունները ՀՀ-ում	37
5.	**Վահե Հարությունյան**	Կրիպտոարժույթների ներդրման հնարավորություններն ու խնդիրները ՀՀ-ում	48
6.	**Լիանա Մաճկալյան**	Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառավարման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում	57
7.	**Ինեսա Մարդոյան**	Քրաուդֆանդինգի արդի միտումները և զարգացման հեռանկարները ՀՀ-ում	64
8.	**Մերի Միլոնյան**	Ինչո՞ւ ՀՀ-ում բաժնետոմսերը չունեն բավարար գրավչություն	75
9.	**Լիլիթ Միքայելյան**	Վարկային ածանցյալ գործիքների կիրառման հնարավորությունները ՀՀ-ում	85
10.	**Գոհար Մխիթարյան**	Բորսայում շրջանառվող ֆոնդերի (ETF) ձևավորման հեռանկարները ՀՀ կապիտալի շուկայում և դրանց ներդրման խնդիրները	95
11.	**Օքսաննա Մկրտչյան**	ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի վերլուծությունը և զարգացման հեռանկարները	103
12.	**Լիդա Մովսիսյան**	ՀՀ կապիտալի շուկայի կայացման ուղիներն ու հեռանկարները	112
13.	**Зинавард Папян**	Неразвитость рынка капитала как причина трансформации иностранных трансфертов в банковские депозиты	122
14.	**Սյուզաննա Սանամյան**	Կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ներդրումային փաթեթի կառավարման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում	132

ՄԻԼԵՆԱ ԳԱԼՍՏՅԱՆ
ԵՊՀ տնտեսագիտության և կառավարման ֆակուլտետ, «Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ», մագիստրատուրա, 1-ին կուրս

ՀՀ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԴԵՐԱԿԱՏԱՐՈՒՄԸ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ԳՈՐԾՈՒՄ

Հիմնաբառեր. *կենսաթոշակային ֆոնդ, զուտ ակտիվներ, եկամտաբերություն, արդյունավետություն, ծրագրային ֆինանսավորում, պարտատոմս*

Կենսաթոշակային համակարգի կայացումը և արդյունավետ գործունեությունը սոցիալ-տնտեսական աճի անհրաժեշտ պայմաններից են: Կենսաթոշակային համակարգի առաջնային խնդիրը դեռևս հին ժամանակներից եղել է հասարակության սոցիալական բարեկեցության ապահովումը: Ֆինանսական ինստիտուտների և գործիքների զարգացմանը զուգընթաց՝ մեծացել են նաև կենսաթոշակային ֆոնդերի գործառույթները: Հատկապես զարգացող երկրներում, որտեղ առանձնապես կայացած չեն ֆինանսական ինստիտուտները, հիմնականում գերիշխում է բանկային համակարգը, կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են տնտեսությանը երկարաժամկետ և մատչելի փող տրամադրելու աղբյուր հանդիսանալ:

Աշխատանքի հիմքում միջազգային փորձի վերլուծությունն է և ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի ներկա վիճակի մեկնաբանությունը:

Ներածություն: Կենսաթոշակային ֆոնդերի դերը տնտեսությունում երկակի է. դրանք, մի կողմից, սոցիալական խնդիր են լուծում, մյուս կողմից՝ նպաստում են տնտեսական աճին՝ տնտեսությունն ապահովելով երկարաժամկետ և մատչելի միջոցներով: Այդ իսկ պատճառով կարևոր են այդ ֆոնդերի կառավարման արդյունավետությունը և հնարավոր ռիսկերի բացահայտումը:

ՀՀ-ում գործում են երեք տեսակի պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդեր՝ հավասարակշռված, պահպանողական և կայուն եկամտային[1]: Այժմ ՀՀ ֆինանսական համակարգում գործում են պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի 2 կառավարիչներ՝ «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ», «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ները և 1 կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչ՝ «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն: Քանի որ վերջին շրջանում շատ հաճախ հարցականի տակ է դրվում գործող կենսաթոշակային ֆոնդերի

[1] Տե՛ս «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք:

արդյունավետությունը, ուստի կարևոր է դիտարկել, թե որտեղ են ներդրվում հավաքագրված միջոցները, և արդյոք կան ավելի շահավետ ներդրման հնարավորություններ, որոնք կարող են օգտակար լինել նաև տնտեսության իրական հատվածի զարգացմանը:

Գրականության ակնարկ: Կենսաթոշակային ֆոնդերը՝ որպես ֆինանսական համակարգի բաղադրիչ, կարևոր դեր ունեն հասարակության բարեկեցություն և տնտեսության երկարաժամկետ առաջընթացի ապահովման տեսանկյունից: Ի սկզբանե տեսաբանները կենսաթոշակային համակարգը և ֆոնդերը դիտարկել են որպես հասարակության համար խնայողության ձևավորման միջոց: Սակայն, վերջին տասնամյակներում տարբեր մասնագետներ վերլուծում են, թե ինչպես կարելի է կենսաթոշակային ֆոնդերում հավաքագրվող միջոցներն ուղղել տնտեսության իրական հատված՝ այդպիսով մեծացնելով տվյալ տնտեսության ներուժը և զարգացման հեռանկարները: Օրինակ, ՏՀԶԿ ուսումնասիրողներ Խուան Յերմոն, Ֆիոնա Ստյուարտը և այլք իրենց հոդվածներում առաջարկել են իրական հատվածի ֆինանսավորումը կազմակերպել արժեթղթերի թողարկման միջոցով, որոնք ձեռք կբերեն կենսաթոշակային ֆոնդերը[1]: Այս հետազոտողները մեկնաբանում են, որ հատկապես համավարակից հետո, երբ ճգնաժամը հարվածեց նաև ֆինանսական համակարգերին և դրանց կայունությանը, կենսաթոշակային ֆոնդերի ցուցանիշները ևս անկում ապրեցին: Մինչդեռ, բացասական սցենարները անվստահություն և վատատեսական սպասումներ են առաջացնում հասարակության մեջ: Բացասական շարժընթացը հնարավոր էր մեղմել, եթե կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ավելի շատ ներդրումներ կատարվեին իրական հատվածում: Դրա մասին են փաստում իրականացված էկոնոմետրիկ ռեգրեսիոն վերլուծությունները[2]:

Մեթոդաբանություն: Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետության մասին խոսելիս անհրաժեշտ է դիտարկել դրանց գործունեության ցուցանիշների շարժընթացը, ինչպես նաև համադրել ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի և այլ երկրների ֆոնդերի ցուցանիշները: Գնահատման համար առաջին հերթին դիտարկվել են դրանց եկամտաբերության ցուցանիշները, զուտ ակտիվների մեծությունը: Համեմատական վերլուծության համար դիտարկվել են տարբեր երկրների կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների կառուցվածքները, ֆոնդերի եկամտաբերությունների և ակտիվների տեղաբաշխման պատճառահետևանքային կապերը: Տվյալների աղբյուր են հանդիսացել ՏՀԶԿ-ի հրապարակած զեկույցները, ինչպես նաև ՀՀ-ում գործող կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների հրապարակած հաշվետվությունները:

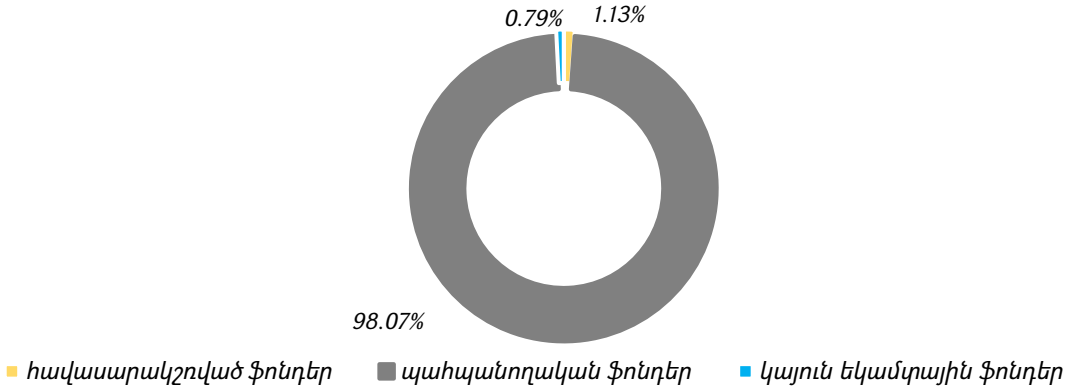
Հետազոտության արդյունքներ: Ըստ ԿԲ հրապարակած հաշվետվությունների՝ 2022 թ. վերջի դրությամբ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի զուտ ակտիվների արժեքը կազմել է 560,4 մլրդ ՀՀ դրամ, որի գերակշիռ մասը բաժին է ընկնում պահպանողական ֆոնդերին՝ մոտ 550 մլրդ ՀՀ դրամի չափով: Այս անհամաչափությունը պայմանավորված է առաջին հերթին օրենսդրական կարգավորմամբ. ֆոնդի ընտրություն չկատարելու դեպքում մասնակիցը համա-

---

[1] Տե՛ս **Fiona Stewart, Juan Yermo**, Infrastructure investment in new markets: Challenges and opportunities for pension funds, 2012:

[2] Տե՛ս **Fisnik Morina, Simon Grima,** The impact of pension fund assets on economic growth in countries, emerging countries, and developed countries, 2022:

լրում է պահպանողական ֆոնդի մասնակիցների շարքերը: Ֆոնդի զուտ ակտիվների մեծությունն ընդհանուր ակտիվների և ստանձնած պարտավորությունների տարբերությունն է, այսինքն՝ այն կարելի է համարել սեփական միջոցների (կապիտալի) իրական մեծություն: Ընդհանրապես, բիզնեսի գնահատման եղանակներից մեկը զուտ ակտիվների մեծության հաշվարկումն է, և այդ ցուցանիշի մեծ ծավալը ֆոնդերի ֆինանսական կայունության հիմքերից է:



Գծապատկեր 1. ***Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի զուտ ակտիվների մեծությունը՝ ըստ ֆոնդերի տեսակների, 31.12.2022 թ. դրությամբ[1]***

Բնականաբար, ֆոնդերի գործունեության արդյունավետության գնահատման տեսանկյունից ամենակարևոր ցուցանիշներից է եկամտաբերությունը:

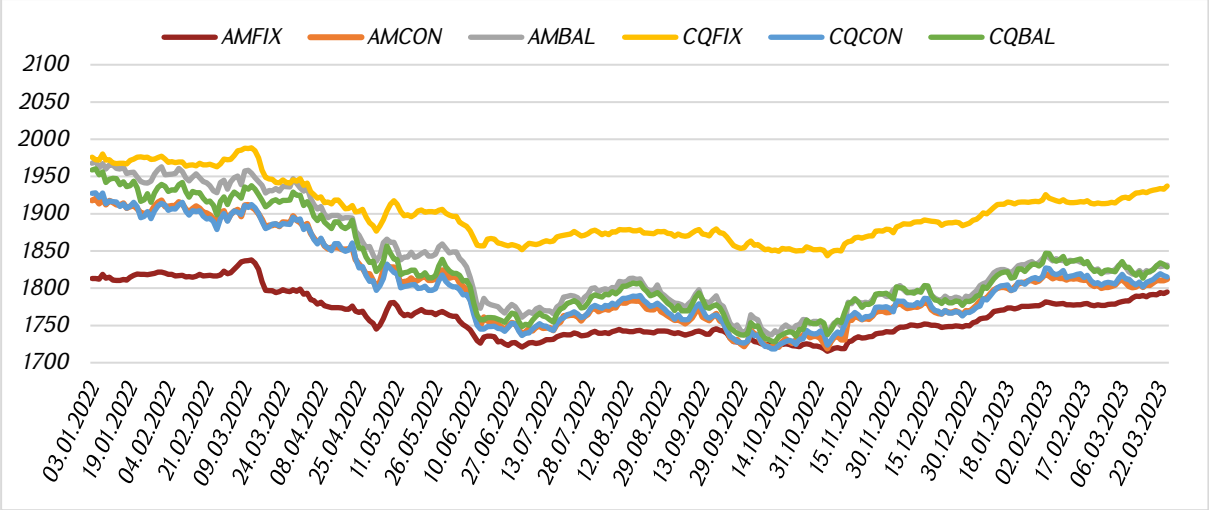
Աղյուսակ 1

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերությունները[2]

Ֆոնդի անվանում	Փայի հաշվարկային արժեքը	Շաբաթական	Տարվա սկզբից	Նախորդ տարվա	Վերջին 12 ամիսների
Ամունդի-Ակբա կայուն եկամտային ֆոնդ-AMFIX	1796.3319	0.2027%	2.6718%	-3.5182%	0.0387%
Ամունդի-Ակբա հավասարակշռված ֆոնդ-AMBAL	1842.9636	0.7219%	3.0914%	-8.9963%	-5.0323%
Ամունդի-Ակբա պահպանողական ֆոնդ-AMCON	1822.2216	0.6452%	3.0292 %	-7.6728%	-3.6562%
Ցե-Կվադրատ Ամպեգա կայուն եկամտային ֆոնդ-CQFIX	1937.5163	0.2302%	2.6631%	-4.4549%	-0.3203%
Ցե-Կվադրատ Ամպեգա հավասարակշռված ֆոնդ -CQBAL	1844.3144	0.6751%	3.4835%	-8.8986%	-4.1876%
Ցե-Կվադրատ Ամպեգա պահպանողական ֆոնդ -CQCON	1828.3865	0.6414%	3.4352%	-8.1970%	-3.3337%

[1] Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ՝ CBA:
[2] Աղբյուրը՝ Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա՝ CDA:

Ըստ ներկայացված տվյալների՝ տարվա սկզբից ֆոնդերի եկամտաբերություններն էականորեն չեն տարբերվում, իսկ նախորդ տարվա և վերջին 12 ամսվա կտրվածքով ամենաբարձր եկամտաբերությունը և ամենացածր անկումն ապահովել են կայուն եկամտային ֆոնդերը: Նշված իրավիճակը բավականաչափ հետաքրքրական է, եթե հաշվի առնենք յուրաքանչյուր ֆոնդի համար առկա օրենսդրական սահմանափակումները՝ կապված ներդրումների հետ: Քանի որ կայուն եկամտային ֆոնդերի դեպքում ակտիվները չեն կարող ներդրվել բաժնային արժեթղթերում, և դրանք ունեն ամենացածր ռիսկայնությունը, ապա դրա եկամտաբերությունը կարելի է համարել ոչ ռիսկային տոկոսադրույք: Սակայն, փաստացի այս ֆոնդերն ունեցել են ամենաբարձր եկամտաբերությունը: Եթե դիտարկենք ֆոնդերի փայերի հաշվարկային արժեքները, ապա կտեսնենք, որ վերջին ժամանակահատվածում բացասական փոփոխություններ են եղել:



Գծապատկեր 2. ***Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվարկային արժեքները 2022 թ. սկզբից***[1]

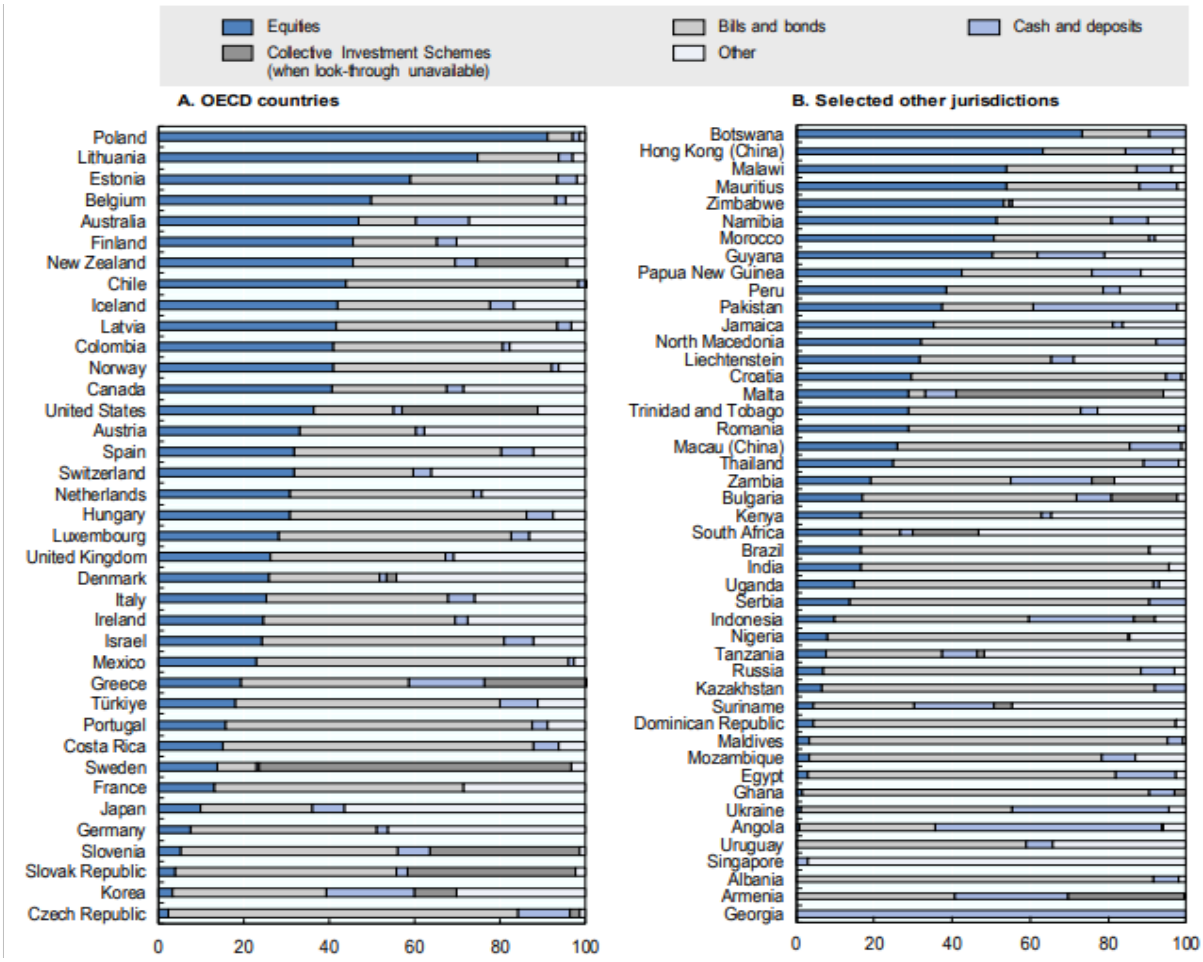
Սա կարող է մեկնաբանվել մի քանի հիմնավորմամբ: Անկման առաջին պատճառը, թերևս, ՀՀ դրամի արժևորումն է, կամ որ նույնն է, դոլարի արժեզրկումը: Եթե դիտարկենք ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը, ապա կտեսնենք, որ ակտիվների մոտ 30%-ը ներդրվում է արտասահմանյան արժեթղթերում, որոնց գումարները հաշվարկվում են դոլարով, ուստի դրամի վերածելիս դրանք Հայաստան են վերադառնում արժեզրկված[2]:

Հաջորդ պատճառը համաշխարհային մակարդակով ֆինանսական անկայունությունն է: Նախ՝ խոսելով ֆոնդերի կատարած ներդրումների բազմազանեցման մասին՝ կարող ենք համեմատել ՀՀ և արտերկրի կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների կառուցվածքները:

---

[1] Աղբյուրը՝ Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա՝ CDA:

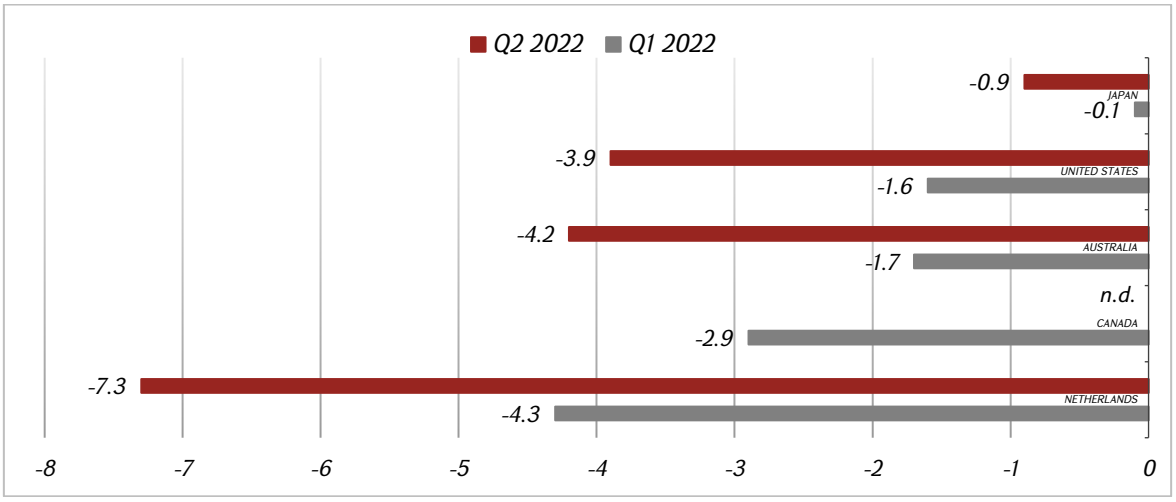
[2] Տե՛ս ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը, Կուտակային Կենսաթոշակային Ֆոնդեր-Ամունդի-Ակբա (amundi-acba.am) Ընդհանուր նկարագիր | www.c-quadrat-ampega.am



Գծապատկեր 3. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումները 2021 թ.***[1]

Ընդհանրապես, արտասահմանյան ֆինանսական շուկաներում բավականին անկայուն վիճակ է, ֆինանսական ակտիվների արժեքները նվազել են, ինչը բացասաբար է ազդում նաև Հայաստանի կենսաթոշակային ֆոնդերի վրա: Համաշխարհային ֆինանսական անկայունությունն իր բացասական ազդեցությունն է թողել անգամ զարգացած երկրների կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության վրա, ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 4-ում:

[1] Աղբյուրը՝ Pension markets in focus, 2022, OECD report:



Գծապատկեր 4. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների աճը՝ խոշոր կենսաթոշակային ֆոնդեր ունեցող երկրներում (2022 թ. առաջին երկու եռամսյակներում[1])***

Ֆոնդերի եկամտաբերությունների բացասական փոփոխությունների պատճառներին կարող ենք ավելացնել ևս մեկ գործոն: Եթե կրկին դիտարկենք ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը, ապա կտեսնենք, որ դրանց էական մասը ներդրվում է ՀՀ պետական պարտատոմսերում: Կենտրոնական բանկը, ելնելով իր առջև դրված նպատակներից, շարունակաբար բարձրացնում է վերաֆինանսավորման դրույքը, ինչը հանգեցնում է պարտատոմսերի արժեքների նվազման: Ընդհանրապես, կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետության տեսանկյունից խնդիր է դրանց պորտֆելում պետական պարտքային գործիքների էական կշիռը, ինչը ամբողջ համակարգը կախվածության մեջ է դնում պետական պարտատոմսերի շուկայից[2]:

Ընդհանուր առմամբ, չնայած հնարավոր տատանումներին և շոկային իրավիճակներին, ֆոնդերի կառավարիչները երկարաժամկետ հատվածում ֆոնդերի ակտիվների և եկամտաբերության կայուն աճ են խոստանում: Սակայն, ի հայտ է գալիս մեկ այլ խնդիր՝ կապված ֆոնդերի կատարած ներդրումների որակական արդյունավետության հետ: Ինչքան էլ որ ներդրումների ներկա կառուցվածքով ֆոնդերը կարողանում են ապահովել դրական եկամտաբերություն, այնուամենայնիվ, դրանք չեն նպաստում տնտեսության իրական հատվածի զարգացմանը և չեն ստեղծում հավելյալ արժեք տնտեսությունում[3]: Իրականում ֆոնդերն ունեն այդ ներուժը՝ հաշվի առնելով, որ այժմ հիմնականում պարտքի կամ վարկավորման միջոցով է իրականացվում իրական հատվածի ֆինանսավորումը: Մինչդեռ, կենսաթոշակային ֆոնդերը հավաքագրում են շատ ավելի մատչելի և երկարաժամկետ միջոցներ, որոնցով տնտեսության ֆինանսավորումը

[1] Աղբյուրը՝ Pension markets in focus, 2022, OECD report:

[2] Տե՛ս «**Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն**, «ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային արդյունավետության վերլուծությունը և եկամտաբերության վրա ազդող հիմնական գործոնները», Եր., 2017:

[3] Տե՛ս **Է. Աղաբեկյան**, Որտեղ են ներդրվում պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցները, «Ֆինանսական համակարգ», Եր., 2020:

անհամեմատ շահավետ կլինի: Այս տեսանկյունից ուշադրության է արժանի ծրագրային պարտատոմսերի թողարկումը և ֆինանսավորումը ֆոնդերի կողմից:

Այժմ պետությունը արտաքին աղբյուրներից պարտք է վերցնում՝ տարբեր ենթակառուցվածքներ ստեղծելու կամ եղածները զարգացնելու համար: Արդյունքում աճում է պետական պարտքը, որն արդեն իսկ գերազանցել է օրենքով ամրագրված 60%-ի սահմանափակումը: Միևնույն ժամանակ, հաճախ է կասկածի տակ դրվում ներգրավվող միջոցների օգտագործման արդյունավետությունը: Գաղտնիք չէ, որ մեր երկրի բյուջեն դեֆիցիտային է, անհրաժեշտ է սպասարկել արդեն ներգրավված պարտքերը, կատարել ընթացիկ ծախսերը՝ վճարել աշխատավարձերը, նպաստները և այլն: Արդյունքում, կապիտալ ծախսերի մասով պետությունը շատ քիչ հատկացումներ է կատարում: Մինչդեռ, առկա է հարկաբյուջետային ոսկե կանոնը, որ եթե պետական պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունն անցնում է 50%-ը, յուրաքանչյուր հաջորդ միավոր ներգրավվող պարտքը պետք է առավելապես ուղղված լինի կապիտալ ծախսեր իրականացնելուն, ինչը կնպաստի տնտեսության աշխուժացմանը, ներդրումների տեսանկյունից գրավիչ կդարձնի երկիրը և կստեղծի հավելյալ արժեք: Կապիտալ ծրագրերն ակտիվորեն իրականացնելու համար կարելի է թողարկել ծրագրային պարտատոմսեր: Դրանք առանձնանում են իրենց կոնկրետ նպատակայնությամբ և որոշակի պետական երաշխիքների առկայության դեպքում վստահություն են ներշնչում ներդրողներին: Միևնույն ժամանակ, ինչպես ցույց է տվել միջազգային փորձը, դրանք ավելի բարձր եկամտաբերություն են ապահովում, քան, օրինակ, պետական պարտատոմսերը[1]: Ծրագրային պարտատոմսերի միջոցով ենթակառուցվածքները զարգացնելու տեսանկյունից լուրջ դեր կարող են խաղալ կենսաթոշակային ֆոնդերը, որոնք ունեն հավաքագրած բավականին մեծ ծավալի երկարաժամկետ միջոցներ, ինչպիսիք էլ անհրաժեշտ են ծրագրային ֆինանսավորման համար: Այսինքն, կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցների մի մասով կարող են ձեռք բերվել ծրագրային պարտատոմսեր, ինչի արդյունքում ֆոնդերի ներգրավված միջոցները կշրջանառվեն Հայաստանում, կբարելավվեն մի շարք ենթակառուցվածքներ, օրինակ՝ երկաթգծերի ցանցը, ջրի ոռոգման ցանցը և այլն:

Առհասարակ, կատարված էկոնոմետրիկ վերլուծությունները[2] ցույց են տալիս, որ դրական կապ կա կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների և տնտեսական աճի միջև: Հատկապես զարգացող երկրներում անհրաժեշտ է, որ այդ ներդրումները կատարվեն տնտեսության իրական հատվածում՝ փորձելով նաև աշխուժացնել կապիտալի շուկան:

Ծրագրային պարտատոմսերի գաղափարն իրագործվել է մի շարք զարգացած և զարգացող երկրներում, օրինակ՝ Չիլի, Պերու և այլն: Միջազգային փորձը վկայում է, որ այն հաջողված մեթոդ է՝ ավելի արդյունավետ և ի շահ հասարակության օգտագործելու կենսաթոշակային ֆոնդերում կուտակվող միջոցները: Ինչպես վկայում են հետազոտությունները[3], աստիճանաբար

---

[1] Տե՛ս **Carolina Philipps**, Pension funds, investing in housing and infrastructure, Santiago, 2011:

[2] Տե՛ս **Fisnik Morina, Simon Grima**, The impact of pension fund assets on economic growth in countries, emerging countries, and developed countries, 2022:

[3] Տե՛ս **Fiona Stewart, Juan Yermo**, Infrastructure investment in new markets: Challenges and opportunities for pension funds, 2012:

ավելի շատ երկրներ են դիմում այս մեթոդին՝ համապատասխան օրենսդրական և վերահսկողական դաշտ ապահովելով:

Այս գաղափարի կողմնակիցները[1] որպես դրա առավելություններ ներկայացնում են՝

- ակտիվների երկարաժամկետ լինելը,
- մենաշնորհային դիրքը,
- հաստատուն հոսքերը,
- գնաճից պաշտպանությունը և ոչ առաձգական պահանջարկը:

Եզրակացություն: Պարտադիր կենսաթոշակային համակարգի ներդնումը կարևոր քայլ է հասարակության սոցիալական ապահովության տեսանկյունից: Սակայն, կարևոր է նաև հավաքագրված միջոցների արդյունավետ տեղաբաշխումը և նույն հասարակության համար հավելյալ արժեքի ստեղծումը: Ինչպես ցույց են տալիս տվյալները, ՀՀ պարագայում գրեթե ոչինչ չի ուղղվում տնտեսության իրական հատված, և այդ գումարները չեն նպաստում ո՛չ կապիտալի շուկայի ակտիվացմանը, ո՛չ էլ հասարակության համար անհրաժեշտ ծրագրերի իրականացմանը: Միևնույն ժամանակ, պետությունը ևս չի կարողանում ամբողջությամբ ապահովել անհրաժեշտ ենթակառուցվածքների ստեղծումը և զարգացումը: Այս առումով մի շարք երկրներում հաջողված գաղափար է կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցով ծրագրային ֆինանսավորումը, ինչը կնպաստի տնտեսության իրական հատվածի զարգացմանը, ինչպես նաև երկրի ընդհանուր ներդրումային գրավչության բարձրացմանը:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին»:
2. «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, «ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային արդյունավետության վերլուծությունը և եկամտաբերության վրա ազդող հիմնական գործոնները», Եր., 2017:
3. Աղաբեկյան Է., Որտեղ են ներդրվում պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցները, «Ֆինանսական համակարգ», Եր., 2020:
4. OECD, Pension markets in focus 2022, 2023.
5. IPOS, Supervision of infrastructure investments by pension funds, 2021.
6. Carolina Philipps, Pension funds, investing in housing and infrastructure, Santiago, 2011.
7. Fisnik Morina, Simon Grima, The impact of pension fund assets on economic growth in countries, emerging countries, and developed countries, 2022.
8. Raffaele Della Croce, Pension funds investments in infrastructure. Policy actions, 2011.

[1] Տե՛ս **Raffaele Della Croce**, Pension funds investments in infrastructure: Policy actions, 2011:

МИЛЕНА ГАЛСТЯН

ЭФФЕКТИВНОСТЬ И РОЛЬ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ РА В ФИНАНСИРОВАНИИ ЭКОНОМИКИ

Ключевые слова: *пенсионный фонд, чистые активы, доходность, эффективность, программное финансирование, облигация*

Создание и эффективное функционирование пенсионной системы является одним из необходимых условий социально-экономического роста. С древних времен основной задачей пенсионной системы было обеспечение социального благополучия общества. Наряду с развитием финансовых институтов и инструментов возросли и функции пенсионных фондов в связи с развитием экономики. Особенно в развивающихся странах, где различные финансовые институты особо не созданы, в основном доминирует банковская система, пенсионные фонды могут быть источником обеспечения экономики долгосрочными и доступными деньгами. Работа основана на анализе международного опыта и интерпретации современного состояния пенсионной системы РА.

MILENA GALSTYAN

EFFECTIVENESS AND ROLE OF THE RA PENSION FUNDS IN FINANCING THE ECONOMY

Keywords: *pension fund, net assets, yield, efficiency, program financing, bond*

The establishment and effective functioning of the pension system is one of the prerequisites for socio-economic growth. Since old times, the primary mission of the pension system has been to ensure the social well-being of the society. Along with the development of financial institutions and instruments, the functions of pension funds have also expanded in connection with the development of the economy. Especially in developing countries, where various financial institutions are not particularly established, the banking system dominates, pension funds can be a source of providing long-term and affordable capital to the economy. The work is based on the analysis of international experience and the interpretation of the current state of the RA pension system.

ԼԱՐԻՍԱ ԳՐԻԳՈՐՅԱՆ
ԱՆՆԱ ՂԱՀՐԱՄԱՆՅԱՆ
ՄԱՐԻԱՄ ՎԱՀԱՆՅԱՆ
ԱրՊՀ տնտեսագիտության ֆակուլտետ,
«Ֆինանսներ», բակալավրիատ, 3-րդ կուրս

ԱՐՑԱԽԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ ԳՈՐԾՈՂ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՄԻՋՆՈՐԴՆԵՐԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ 2012-2021 ԹԹ.

Հիմնաբառեր. *անվանական ՀՆԱ, ֆինանսական միջնորդ, ոչ բանկային հատվածի վարկային ներդրումներ, բանկային հատվածի վարկային ներդրումներ/ՀՆԱ, ներգրավված ավանդներ/ՀՆԱ, ապահովագրավճարներ*

Ներկայումս ֆինանսական միջնորդների դերը կարևորվում է յուրաքանչյուր երկրի տնտեսության կայուն զարգացման գործում: Հոդվածում ուսումնասիրվել և ներկայացվել են ԱՀ տարածքում գործող ֆինանսական միջնորդները, դրանց գործունեության հիմնական ցուցանիշները: 2012-2021 թթ. տվյալների հիման վրա վեր են լուծվել բանկային հատվածի վարկերը և ավանդները, ոչ բանկային հատվածի վարկերը, ապահովագրավճարները, դրանց հարաբերակցությունները ՀՆԱ-ին, բացահայտվել է 2020 թ. Արցախյան երրորդ պատերազմի ազդեցությունը ԱՀ-ում գործող ֆինանսական միջնորդների գործունեության վրա:

Ներածություն: Ֆինանսական միջնորդների հիմնական դերը ցանկացած պետության տնտեսության զարգացման գործում ներդրումների ներգրավման մեխանիզմի արդյունավետ գործունեության ապահովումն է: Ներդրումների մակարդակն էական ազդեցություն ունի ազգային եկամտի ծավալի վրա: Կապիտալ ներդրումները ազգային տնտեսության մակարդակով որոշում են ընդլայնված վերարտադրության գործընթացը: Երկրի տնտեսական կյանքում բնակչության միջոցների ներգրավումն ապահովում է ոչ միայն զգալի միջոցների ներթափանցումը տնտեսություն, այլև մեծացնում է բնակչության աշխատանքային մոտիվացիան, անհատների տնտեսական ակտիվությունը, ինչպես նաև նվազեցնում է երկրում առկա սոցիալական լարվածության մակարդակը:

Գրականության ակնարկ: Տնտեսության կայուն զարգացումը կախված է ներդրումային ակտիվությունից, որն էլ, իր հերթին, կախված է ֆինանսական միջնորդների գործունեության արդյունավետությունից: Տնտեսագետները հանդես են գալիս ֆինանսական

միջնորդների տարբեր բնորոշումներով: Ա. Մարշալը ֆինանսական միջնորդներին դիտարկում է որպես «գործարարների հատուկ շերտ», որոնք մեծ ազդեցություն ունեն արտադրողների և սպառողների բարեկեցության վրա[1]: Ֆինանսական միջնորդները հասարակության կողմից ստեղծված և պետության կողմից աջակցվող նորմերի, կանոնների, սովորույթների համակարգեր են, որոնց միջնորդությամբ մարդիկ նվազագույն ծախսերով կարող են իրագործել որոշակի ֆինանսական որոշումներ[2]:

Ա.Ռ.Դարբինյանը և Է.Մ.Սանդոյանը առաջարկում են ֆինանսական միջնորդներին դիտարկել որպես ֆինանսական ապրանքների պահանջարկ և առաջարկ ստեղծող հաստատություններ: Այս տեսանկյունից ֆինանսական հաստատությունները ոչ միայն միջնորդներ են տնային տնտեսությունների և կազմակերպությունների միջև, այլ նաև ստեղծում և առաջարկում են ֆինանսական ապրանքներ, որոնց նկատմամբ պահանջարկ ունեն շուկայի մասնակիցները[3]:

Անհրաժեշտ է նշել նաև, որ ֆինանսական միջնորդության մեխանիզմը դրսևորվում է «ֆինանսական սեկտոր» կոչվող մի բարդ համակարգի միջոցով, որի ինստիտուտներից յուրաքանչյուրը զբաղեցնում է իր որոշակի և անփոխարինելի տեղը: Միայն այդ ինստիտուտների ամբողջ համալիրի առկայության դեպքում ֆինանսական միջնորդությունը կարող է արդյունավետորեն իրականացնել իր ամենակարևոր ֆունկցիան՝ դրամական միջոցների հոսքերի արդյունավետ ներգրավումը և ֆինանսական ռեսուրսների վերաձումը ներդրումային և վարկային գործիքների՝ ֆինանսավորելով իրական տնտեսությունը: Այս դիրքորոշումը համահունչ է մի շարք ուսումնասիրությունների արդյունքներին, որոնք իրականացվել են այնպիսի հեղինակների կողմից, ինչպիսիք են Ռ. լա Պորտան, Ֆ. Լոպես դե Սիլանեսը, Ա. Շլեյֆերը, Ռ. Վիշնին: Նրանք կարծում են, որ ինչպես ֆինանսական շուկաների կատարելության աստիճանը, այնպես էլ տարբեր երկրների ֆինանսական հատվածների կառուցվածքը հիմնականում կախված են առկա իրավական համակարգից՝ առաջին հերթին, սեփականատերերի (ներդրողների) իրավունքների պաշտպանության համակարգի արդյունավետությունից[4]:

Մեթոդաբանություն: Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են ընդհանուր գիտական (համակարգային վերլուծություն, համադրում, վերլուծում և ստուգում՝ հետևելով մակրոտնտեսական ցուցանիշների շարժընթացին և միտումներին), ինչպես նաև հատուկ գիտական (համեմատական-վերլուծական) մեթոդներ:

Վերլուծություն: Յուրաքանչյուր երկրում միջնորդության կազմակերպումն ունի իր ազգային առանձնահատկությունները: Զարգացման ընթացքում Արցախի Հանրապետու-

---

[1] Տե՛ս **Самуэльсон П.**, Экономика, 1992, էջ 416:

[2] Տե՛ս **Акулов В.Л.**, Финансовые институты и рынки, 2015, էջ 316:

[3] Տե՛ս **Дарбинян А.Р., Сандоян Э.М.**, Институты финансового посредничества в современной экономике, Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму.,2010, էջ 89–99:

[4] Տե՛ս **R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny**, Law and Finance, Journal of Political Economy, էջ 1113–1155:

թյունը սոցիալ-տնտեսական կյանքի գրեթե բոլոր ոլորտներում հաղթահարեց ազատագրական պայքարի հետևանքները: Վերջին տարիներին վերականգնվել էին ինքնանկախ հանրապետության տնտեսության և՛ ավանդական ճյուղը՝ գյուղատնտեսությունը, և՛ նորերը՝ էներգետիկան, հանքարդյունաբերությունը, զբոսաշրջությունը և այլն: Անկախության հռչակումից ի վեր ԱՀ-ում իրականացված տնտեսական բարեփոխումները կրում էին շարունակական բնույթ և դրա ապացույցն էին ԱՀ տնտեսությունում արձանագրված բարձր տնտեսական աճի տեմպերը (գծապատկեր 1): 2020 թ. սեպտեմբերին ԱՀ-ի դեմ սանձազերծված պատերազմը բացասական ազդեցություն թողեց հանրապետության տնտեսության, վերջինիս զարգացման շարժընթացի վրա: Պատերազմի հետևանքով հատկապես տուժեցին տնտեսության այնպիսի գերակա ճյուղեր, ինչպիսիք են հիդրոէներգետիկան, գյուղատնտեսությունը, մշակող արդյունաբերությունը: Վերջիններս նախորդող տարիների կտրվածքով արձանագրում էին կայուն և դինամիկ աճի տեմպ: Ե՛վ 2020 թ., 2019-ի համեմատ, և՛ 2021 թ., 2020-ի համեմատ, ՀՆԱ-ն նվազել է 7,9 տոկոսային կետով: Այսպիսով, 2020 թ. սեպտեմբերին ԱՀ-ի դեմ սանձազերծված պատերազմից հետո երկրի տնտեսությունը կանգնեց սկզբունքորեն այլ հրամայականի առջև:

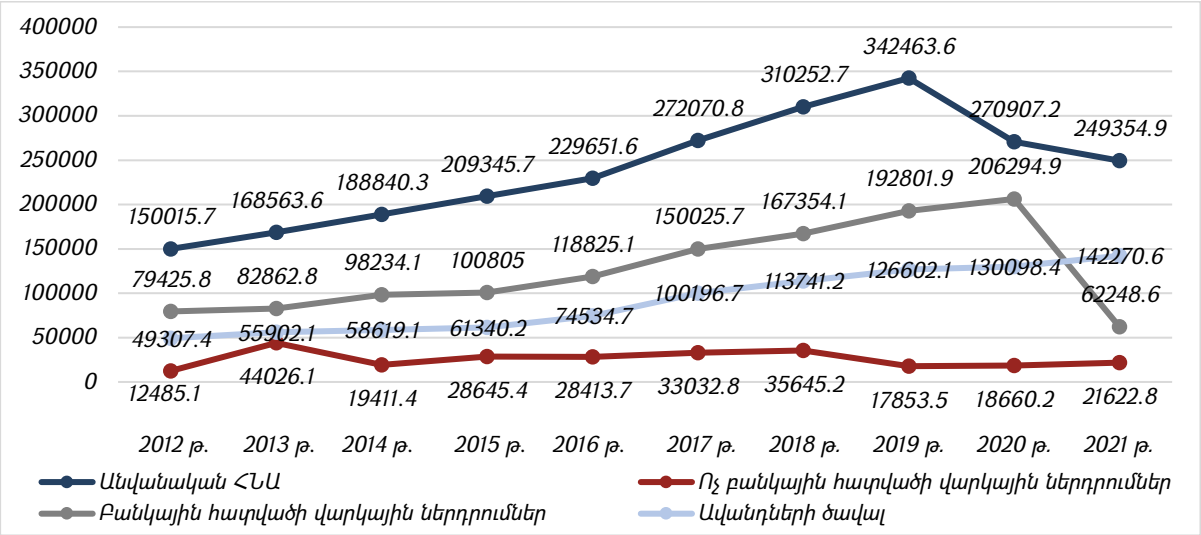
ԱՀ տնտեսության ձևավորման և զարգացման գործում մեծ դեր են խաղացել ֆինանսական միջնորդները: Հավելված 1-ում ներկայացված է ԱՀ-ում գործող ֆինանսական միջնորդների կառուցվածքը, որը բաղկացած է բանկային և ոչ բանկային կազմակերպություններից: ԱՀ-ում գործող ֆինանսական միջնորդները ՀՀ ֆինանսական համակարգի անբաժանելի մասն են, ենթակա են նրան և վերահսկվում են ՀՀ-ում տվյալ գործունեությունը կարգավորող համապատասխան օրենքներով՝ պայմանավորված ԱՀ-ում անկախության հռչակումից հետո իրականացվող անկախ հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ, իսկ առանձին դրամավարկային քաղաքականություն չի իրականացվում: ԱՀ տնտեսությունն իր վրա է կրում ՀՀ ԿԲ վարած դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը: ՀՀ ֆինանսական համակարգի ամենամեծ բաժինը բանկային համակարգինն է, իսկ մյուս մասնակիցների մասնաբաժինը փոքր է, և նրանց գործունեության ազդեցությունը ֆինանսական համակարգի կայունության վրա աննշան է: Առաջին հերթին, դա պայմանավորված է ֆինանսական շուկայի այլ մասնակիցների թերզարգացածությամբ կամ անբավարար վճարունակությամբ՝ համեմատած բանկային համակարգի հետ, որն ապացուցել է իր հուսալիությունը և ֆինանսական ցնցումների նկատմամբ դիմացկունությունը:

ԱՀ տարածքում գործող ֆինանսական միջնորդների գործունեությունը հետազոտելու համար ներքոհիշյալ գծապատկերներում ներկայացված է ֆինանսական միջնորդների գործունեության ցուցանիշների փոփոխության շարժընթացը 2012-2022 թթ.:

ԱՀ-ում գործող բանկերը Հայաստանի միասնական բանկային համակարգի մասն են կազմում: 2023 թ. հունվարի 1-ի դրությամբ ՀՀ-ում գործում է 18 բանկ՝ 548 մասնաճյուղով[1], որոնցից 7 առևտրային բանկեր ունեն թվով 19 մասնաճյուղեր ԱՀ-ում: Հանրապետության

[1] Տե՛ս Հայաստանի բանկային միություն, https://uba.am/upload/bankain_hamakarg_tverov/2022/Armenian_Banking_System_In_Figures_31.12.2022.pdf

տարածքում գործում է միայն մեկ գլխամասային բանկ՝ «Արցախբանկ» ՓԲԸ-ն, որը ԱՀ-ի համար կենտրոնական բանկի որոշակի ֆունկցիաներ է կատարում, հատկապես սպասարկում է բյուջեն, կառավարությանը և ԱՀ այլ պետական մարմիններին: ԱՀ-ում գործող առևտրային բանկերը մեծ դեր են խաղացել երկրի տնտեսության վերականգնման և զարգացման գործում. դրանք մասնակցում են տնտեսության և գյուղատնտեսության զարգացման պետական ծրագրերին: Ստորև ներկայացված է ԱՀ-ում գործող առևտրային բանկերի ներգրաված ավանդների և տրված վարկերի 2012-2021 թթ. շարժընթացը (գծապատկեր 1):

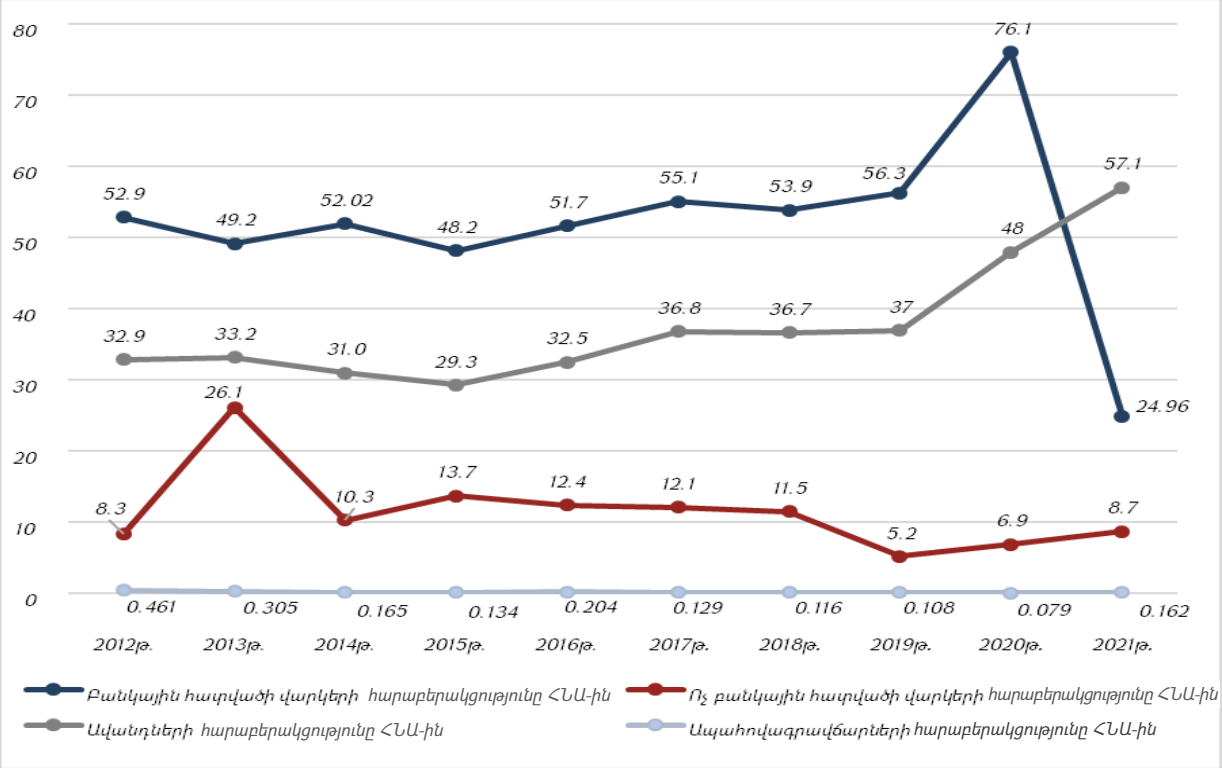


Գծապատկեր 1. ***ԱՀ անվանական ՀՆԱ-ի, ոչ բանկային հատվածի վարկերի, գործող առևտրային բանկերի ներգրաված ավանդների և տրված վարկերի 2012-2021 թթ. շարժընթացը (մլն ՀՀ դրամ)***

Գծապատկերից երևում է, որ ուսումնասիրված ժամանակահատվածում ավանդների ծավալը, չնայած պատերազմին, աճի միտում է գրանցել, իսկ տրված վարկերի դեպքում պատկերն այլ է: 2012-ից մինչև 2020 թ. վարկային ներդրումները ԱՀ-ում շարունակում էին աճել, իսկ 2021 թ. կազմել են 62248,6 մլն ՀՀ դրամ՝ 2020-ի համեմատ նվազելով 3,3 անգամ: Վարկավորման ծավալի այսպիսի կտրուկ նվազումը պայմանավորված է նրանով, որ 2020 թ. սեպտեմբերին ԱՀ-ի հանդեպ սանձազերծված պատերազմից հետո հանրապետությունում գործող վարկատու կազմակերպությունները դադարեցրել էին վարկերի տրամադրման գործընթացը, որն էլ պայմանավորված էր վարկային ռիսկի բարձր մակարդակով:

Ֆինանսական միջնորդների քանակական արտահայտությունն իր էությամբ դրսևորվում է երկրի տնտեսության չափման հիմնական գործիքի՝ ՀՆԱ-ի հետ համադրմամբ: Գծապատկեր 2-ում ներկայացված է բանկային և ոչ բանկային հատվածի վարկերի, ավանդների ծավալի, ապահովագրավճարների և ՀՆԱ-ի հարաբերության շարժընթացը ԱՀ-ում 2012-2021 թթ.: Ցուցանիշը բանկային հատվածում մինչև 2020 թ. աճել է և տարվա վերջին

կազմել է 76,1%, իսկ 2021 թ. կտրուկ նվազել և կազմել է 24,96%: 2020 թ. ոչ բանկային հատվածի վարկային ներդրումների ծավալներն աճել են 4,5%-ով, իսկ 2021 թ., նախորդ տարվա համեմատ, աճել են 15,9%-ով: Եվ համապատասխանաբար ոչ բանկային հատվածի վարկային ներդրումներ/ՀՆԱ ցուցանիշը 2020 և 2021 թթ. կազմել են՝ 6,9 և 8,7%: Ոչ բանկային հատվածի ներդրումների շարունակական աճը, չնայած պատերազմին, պայմանավորված է հիմնականում ԱՀ-ում գործող 2 պետական հիմնադրամների գործունեությամբ, որոնք պետական աջակցության տարբեր ծրագրեր են իրականացնում: Այսպիսով, ըստ 2021 թ. արդյունքների, համեմատելով ԱՀ-ի ավանդներ/ՀՆԱ (57,1%), վարկեր/ՀՆԱ (24,96%) հարաբերակցությունները ԱՊՀ երկրների համապատասխան ցուցանիշների հետ (Հայաստանում՝ 47,1%, 56,5%, Ռուսաստանում՝ 48.8%, 58,6%, Ղրղզստանում՝ 31,9%, 25,2%, Բելառուսում՝ 27,2%, 34,7%, Ղազախստանում՝ 19,3%, 21,7%)[1], կարող ենք ասել, որ, չնայած միջազգային ճանաչում չունենալուն, ԱՀ-ն իր դիրքերը չի զիջում ճանաչում ստացած որոշ ԱՊՀ երկրներին:



Գծապատկեր 2. ***Բանկային և ոչ բանկային հատվածի վարկերի, ավանդների ծավալի, ապահովագրավճարների և ՀՆԱ-ի հարաբերակցության շարժընթացը ԱՀ-ում 2012-2021 թթ. (ընդամենի նկատմամբ, %)[2]***

[1] https://www.isbnk.info/statistics_indicators.html

[2] Տե՛ս Արցախի Հանրապետության ֆինանսների վիճակագրություն, 2012-2021 թթ., http://www.stat-nkr.am/

Այսպիսով, համավարակի և պատերազմի հետևանքով 2021 թ. զգալի իջել է բանկային համակարգի կողմից տնտեսության վարկավորման ծավալը, որը վկայում է այն մասին, որ բանկերի վարկային ներուժը արդյունավետ չի օգտագործվում արտադրության աճի ֆինանսավորման գործում, որն էլ յուրաքանչյուր երկրի տնտեսության զարգացման կարևոր գործոն է: Ոչ բանկային հատվածի վարկային ներդրումների և ավանդների ծավալը չնչին չափով աճել է: Չնայած 2020 թ. պատերազմին՝ այդ տարում վարկավորման ծավալը, 2019 թ. համեմատ, աճել էր: Պատճառն այն էր, որ մինչ պատերազմը երկրում նախագահական ընտրությունների նախընտրական շրջան էր, և քաղաքական գործիչները փորձում էին բանկերի կողմից վարկերի տրամադրման ապահովման հաշվին ժողովրդի վստահությանն արժանանալ:

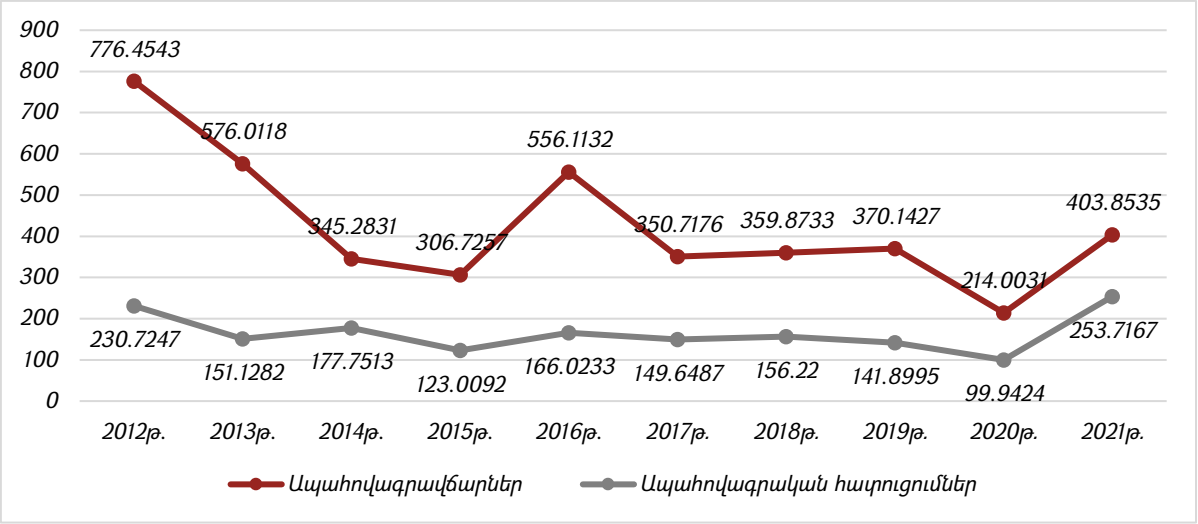
ԱՀ սոցիալ-տնտեսական զարգացման գործում առանձնահատուկ դեր ունեն նաև տեղական կառույցները՝ «Արցախի ներդրումային հիմնադրամը» և «Գյուղի և գյուղատնտեսության աջակցության հիմնադրամը», որոնք ստեղծվել են 2007 թ.՝ ԼՂՀ Կառավարության որոշմամբ: Ներդրումային հիմնադրամի գործունեության հիմքում փոքր և միջին ձեռնարկատիրության զարգացումն է և բնակարանային պայմանների բարելավումը, որոնց նպատակն է նպաստել հանրապետության սոցիալ-տնտեսական զարգացմանը: Հիմնադրամը ներգրավված է հիփոթեքային վարկավորման միջոցով բնակարանների ձեռքբերման և վերանորոգման ֆինանսական աջակցության ծրագրերում, նպաստում է շինարարության զարգացմանը և ԱՀ բնակչության կենսապայմանների բարելավմանը, ինչը էլ ավելի է կարևորվել 44-օրյա պատերազմից հետո: Տնտեսության վարկավորման անընդհատության ապահովման, ինչպես նաև ԱՀ բնակչությանը սոցիալական աջակցություն ցուցաբերելու նպատակ ունենալով՝ ԱՀ Կառավարության կողմից որոշում ընդունվեց, համաձայն որի՝ ֆինանսական աջակցության մեխանիզմներ մշակվեցին վարկառուների տարբեր խմբերի համար: Մշակվել և 2021 թ. մարտին գործի է դրվել ԱՀ Կառավարության «Պատերազմական գործողությունների հետևանքով դժվար կացության մեջ հայտնված ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց վարկային պարտավորությունների կատարմանն ուղղված պետական ֆինանսական աջակցության ծրագիրը»: Ծրագրով սահմանված են սպառողական, հիփոթեքային և բիզնես վարկեր ունեցող վարկառուների վարկային պարտավորությունների՝ պետության կողմից մարման մեխանիզմներ:

Հաշվի առնելով ԱՀ գյուղատնտեսության ոլորտի առանձնահատկությունները՝ կարևորվում է գյուղատնտեսության ոլորտում պետական աջակցությունն ու պետական կարգավորման գործիքների կիրառումը: Այդ նպատակով ԱՀ Կառավարության կողմից 2006 թ. հունվարի 24-ին հիմնադրվել է Լեռնային Ղարաբաղի Հանրապետության գյուղի և գյուղատնտեսության աջակցության հիմնադրամը, որն իր լայնածավալ գործունեությունը վերսկսեց 2007 թվականի վերջին՝ նոր թափ հաղորդելով գյուղատնտեսության զարգացման տեմպերին: ԱՀ ԳԳԱՀ-ի նպատակն է երկրի գյուղատնտեսական նշանակության հողերի լրիվ օգտագործման ապահովումը, զբաղվածության բարձրացումն ու գյուղատնտեսությունում նոր տեխնոլոգիաների ներդրման խրախուսումը:

Նշված հիմնադրամները, որոնք գրանցում չեն ստացել ՀՀ կենտրոնական բանկում, տրամադրում են տարբեր փոխառություններ, որոնք կարևոր դերակատարություն ունեն ԱՀ վարկային շուկայում: Այսպես, 2020 և 2021 թթ. Արցախի ներդրումային հիմնադրամի կողմից տրամադրվել են համապատասխանաբար 67,772,508 և 40,854,274 հազար ՀՀ դրամի[1], իսկ Գյուղի և գյուղատնտեսության աջակցության հիմնադրամի կողմից՝ 3,820,745,3 և 4,811,070,6 հազար ՀՀ դրամի չափով փոխառություններ [2]: Տրված փոխառությունների կարևորությունը բազմապատկվել է հետպատերազմյան ժամանակահատվածում:

Ոչ բանկային կազմակերպությունների մեջ են մտնում ՀՀ ունիվերսալ վարկային կազմակերպությունների 2 մասնաճյուղերը և «Ֆիդես հիփոթեքային ընկերություն» ՈՒՎԿ ՓԲԸ-ն, որը միակ գլխամասային վարկային կազմակերպությունն է ԱՀ-ում, 2 մասնաճյուղ՝ Մարտակերտ և Մարտունի քաղաքներում, 1 գրավատուն և ՀՀ 6 ապահովագրական ընկերությունների գործակալներ:

Արցախում ապահովագրական գործակալների գործունեությունը վերջին տարիներին բնութագրվում էր ապահովագրական գործակալներին վճարվող ապահովագրավճարների աճով, սակայն պատերազմն իր հետևանքն ունեցավ նաև ապահովագրության ոլորտում. 2019 թ. համեմատ, 2020-ին ապահովագրավճարները նվազել են 57,8%-ով, բայց արդեն 2021 թ., 2020-ի համեմատ, աճել են 88,7%-ով, իսկ 2019 թ. համեմատ՝ 9,1%-ով: Սա նշանակում է, որ 2021 թ. ապահովագրավճարները վերականգնվել են՝ գերազանցելով անգամ մինչպատերազմյան ժամանակահատվածի ցուցանիշները (գծապատկեր 3):



Գծապատկեր 3. ***Ապահովագրական գործակալների գործունեությունը ԱՀ-ում 2012-2021 թթ. (մլն ՀՀ դրամ)[3]***

[1] http://www.auditpro.am/, հաճախորդներ, հաշվետվություն, Արցախի ներդրումային հիմնադրամ, 2021

[2] http://www.agrofund.am/, 2020, 2021 թթ. հաշվետվություններ

[3] Տե՛ս Արցախի Հանրապետության ֆինանսների վիճակագրություն, 2012-2021 թթ., http://www.stat-nkr.am/

Ապահովագրության տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում ցույց է տալիս ապահովագրական շուկայի տնտեսություն ներթափանցման խորության շարժընթացը, իսկ ԱՀ-ում ապահովագրավճարները ՀՆԱ-ում (ներթափանցման մակարդակը) չնչին մասնաբաժին ունեն՝ 0,1% (գծապատկեր 2), ինչը վկայում է տարածաշրջանում այս միջնորդի թերզարգացածության մասին: Պետք է նշել, որ ԱՊՀ երկրներում այս ցուցանիշը նույնպես ցածր է: Այստեղից հետևում է, որ Արցախում և հետխորհրդային երկրներում ապահովագրության ազդեցությունը տնտեսության վրա չնչին է:

2022 թ. դեկտեմբերի 12-ին ադրբեջանական կողմը բնապահպանական կեղծ պատրվակով փակել է Լաչինի միջանցքը՝ Արցախը Հայաստանի և արտաքին աշխարհի հետ կապող միակ ճանապարհը, որն Արցախում մի շարք խնդիրներ է առաջացրել: Դադարել է ֆինանսական հոսքը դեպի ԱՀ, խաթարվել է տնտեսավարող սուբյեկտների գործունեությունը, ինչն էլ անդրադարձել է վարկերի վերադարձելիության վրա: Շրջափակման հետևանքով տնտեսության տարբեր ոլորտներում՝ գյուղատնտեսություն, արտադրական և էներգետիկ ոլորտներ, ի հայտ եկած մի շարք հիմնախնդիրները վկայում են այն մասին, որ ԱՀ-ում ֆինանսական շուկայի զարգացման հիմնական խոչընդոտներից մեկը վարկային միջոցների նպատակային օգտագործման մշտադիտարկման համակարգի թերզարգացածությունն է: Եվ չնայած այն հանգամանքին, որ ներկայումս տնտեսության զարգացման կարևոր լծակներից մեկը վարկավորումն է, այս պահին, օբյեկտիվ իրականությամբ պայմանավորված, դիտվում է վարկավորման պասիվ դիրքորոշում:

Նշենք նաև, որ շրջափակման օրերին կանխիկ դրամի հետ կապված խնդիր է առաջացել: Սահմանվել է բանկոմատներից և բանկերից դրամի կանխիկացման առավելագույն չափ՝ օրական 50 հազար ՀՀ դրամ: ԱՀ բնակչությունը չէր առնչվի այս խնդրի հետ, եթե առևտրի ոլորտում ժամանակին ներդրվեր անկանխիկ վճարման համակարգը:

Եզրակացություն: Վերլուծելով ԱՀ-ում գործող ֆինանսական միջնորդների գործունեությունը՝ հանգել ենք հետևյալ եզրակացությանը.

- ԱՀ-ում գործող ֆինանսական միջնորդները հիմնականում ՀՀ ֆինանսական համակարգի մաս կազմող ֆինանսական ինստիտուտների մասնաճյուղերն են, և նրանց գործունեությունը լրիվությամբ կարգավորվում է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից:
- Ինքնանկախ հանրապետության տնտեսության զարգացման գործում առանձնակի և կարևոր դեր ունեցավ հատկապես բանկային համակարգը. վերջինիս կողմից տնտեսությանը ներարկված վարկային ռեսուրսներն արդյունավետ ազդեցություն ունեցան ԱՀ-ում տնտեսական աճի բարձր տեմպերի արձանագրման գործընթացում:
- Ֆինանսական միջնորդների գործունեությունը դրական շարժընթաց ուներ մինչև 2020 թ., սակայն 2020 թ. սեպտեմբերին ԱՀ-ի հանդեպ սանձազերծված պատերազմից հետո երկրի տնտեսությունը կանգնեց սկզբունքորեն այլ հրամայականի առջև: Այժմ ցուցանիշները, հատկապես՝ բանկային հատվածի կողմից տնտեսության վարկավորման չափը, նվազել են՝ պայմանավորված պատերազմից հետո

առկա բարձր ռիսկայնության պայմաններում հանրապետությունում գործող վարկատու կազմակերպությունների կողմից վարկերի տրամադրման գործընթացի դադարեցմամբ: Սակայն, վարկավորման անընդհատության ապահովումը կենսական կարևոր նշանակություն ունի տնտեսական համակարգի կայունության պահպանման համար:

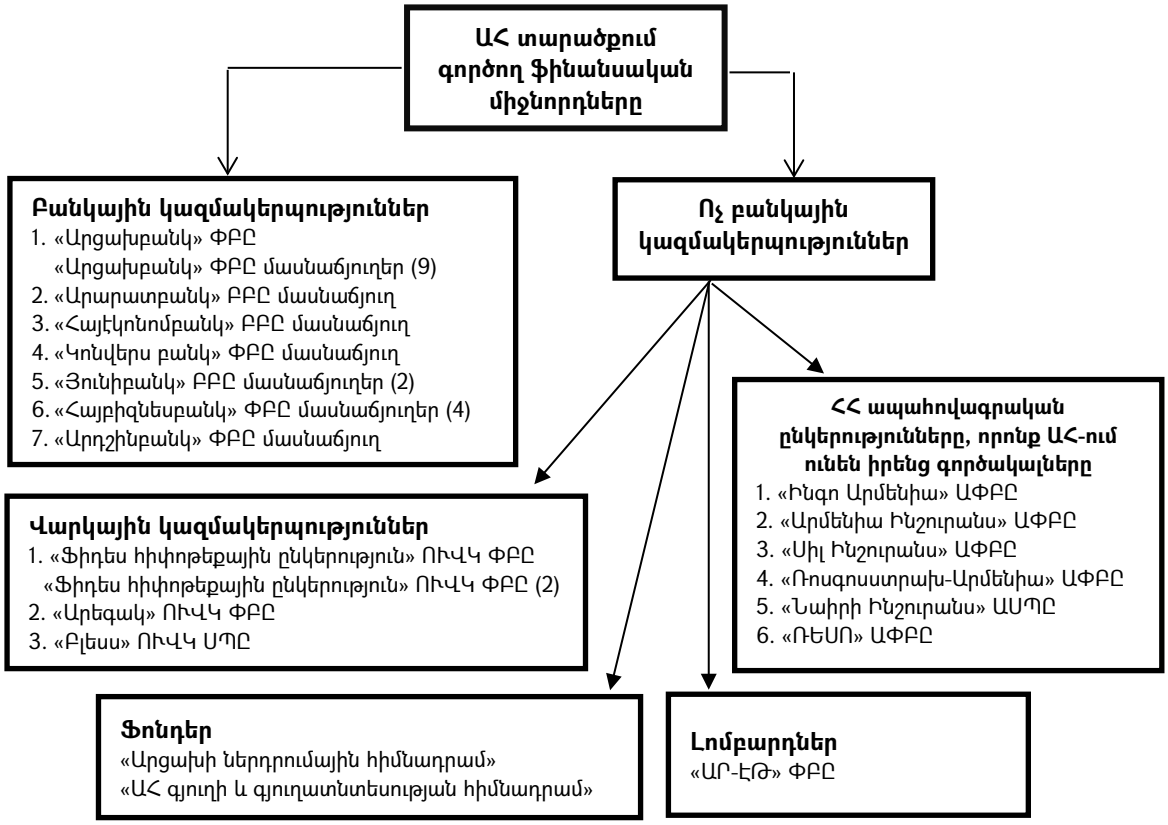
- Ոչ բանկային հատվածի ցուցանիշների շարունակական աճը, չնայած պատերազմին, պայմանավորված է հիմնականում ԱՀ-ում գործող 2 պետական հիմնադրամների և «Ֆիդես հիփոթեքային ընկերություն» ՈՒՎԿ ՓԲԸ-ի գործունեությամբ (միակ բաժնետերն է Արցախի ներդրումային հիմնադրամը, մասնակցության չափը՝ 100%), որոնք պետության աջակցությամբ իրենց գործունեությունը չեն դադարեցրել:
- Մեր կարծիքով՝ հետպատերազմյան շրջանում, մի շարք խոչընդոտների առկայությամբ՝ ինֆլյացիա, միջազգայնորեն չճանաչված լինելու հանգամանք, ահռելի տարածքային կորուստ, այնուհանդերձ, ֆինանսական միջնորդների գործունեության ցուցանիշները կարող են վերականգնվել՝ շնորհիվ արդյունավետ աջակցող տնտեսական քաղաքականության և, առաջին հերթին ԱՀ քաղաքական, նրա միջազգային ճանաչման և անվտանգության հարցը լուծելով: Դժվար է պատկերացնել ֆինանսական միջնորդների անխափան գործունեությունը քաղաքական բարձր անկայունության պայմաններում, քանզի տրամադրված միջոցների հետ չվերադարձման ռիսկայնությունը շատ բարձր է:

Օգտագործված գրականություն

1. ԱՀ Կառավարության որոշում, «2020 թ. սեպտեմբերի 27-ին ԱՀ դեմ սանձազերծված պատերազմական գործողությունների հետևանքով դժվար կացության մեջ հայտնված ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց վարկային պարտավորությունների կատարմանն ուղղված պետական ֆինանսական աջակցության ծրագիրը հաստատելու մասին», 2021 թ. մարտի 17, N222-Ն:
2. Самуэльсон П., Экономика, 1992, стр. 416.
3. Акулов В.Л., Финансовые институты и рынки., 2015 г., стр. 316.
4. Дарбинян А.Р., Сандоян Э.М., Институты финансового посредничества в современной экономике, Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму, 2010, стр. 89–99.
5. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, Law and Finance, Journal of Political Economy, p.1113–1155.
6. https://uba.am/upload/bankain_hamakarg_tverov/2022/Armenian_Banking_System_In_Figures_31.12.2022.pdf
7. https://www.isbnk.info/statistics_indicators.html
8. http://www.agrofund.am/
9. http://www.auditpro.am/
10. http://www.stat-nkr.am/

Հավելված 1

ԱՀ տարածքում գործող ֆինանսական միջնորդների կառուցվածքը 2023 թ.դրությամբ[1]



[1] Կազմել է հեղինակը:

ЛАРИСА ГРИГОРЯН
АННА ГАГРАМАНЯН
МАРИАМ ВААНЯН

АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ПОСРЕДНИКОВ В РЕСПУБЛИКЕ АРЦАХ С 2012 ПО 2021 ГОД

Ключевые слова: *номинальный ВВП, финасовый посредник, займовые инвестиции вне банковского сегмента, займовые инвестиции в банковском сегменте/ВВП, страховые премии*

В настоящее время финансовые посредники имеют значительную роль в устойчивом развитии экономики каждой страны. В статье рассмотрены и представлены финансовые посредники, действующие на территории РА, основные показатели их деятельности. На основе данных 2012-2021гг. были выявлены кредиты и депозиты банковского сектора, кредиты небанковского сектора, страховые взносы, их соотношение к ВВП, а также влияние третьей Арцахской войны на деятельность финансовых посредников, действующих на территории РА.

LARISA GRIGORYAN
ANNA GHAHRAMANYAN
MARIAM VAHANYAN

PERFORMANCE ANALYSIS OF FINANCIAL INTERMEDIARIES IN THE REPUBLIC OF ARTSAKH FROM 2012 TO 2021

Keywords: *nominal GDP, financial intermediary, loan investments in the non-banking segment, loan investments in the banking segment/GDP, deposits/GDP, insurance premiums*

Currently, the role of financial intermediaries is crucial in fostering sustainable economic development within each country. The paper discusses and presents financial intermediaries operating in the territory of the Republic of Artsakh, the main indicators of their activities based on the data of 2012-2021. In addition, loans and deposits of the banking sector, loans of the non-banking sector, insurance premiums, their ratio to GDP were analyzed and the impact of the Third Artsakh War on the activities of financial institutions operating in the Republic of Artsakh was revealed.

ԼԻԼԻԹ ԳՐԻԳՈՐՅԱՆ
ԱրՊՀ տնտեսագիտության ֆակուլտետ,
«Ֆինանսներ», բակալավրիատ, 3-րդ կուրս

ԲԱԺՆԵՏՈՄՍԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆ՝ ՈՐՊԵՍ ՀՀ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՇԱՐԺԻՉ ԳՈՐԾՈՆ

Հիմնաբառեր. *ֆոնդային բորսա, կապիտալի շուկա, բաժնետոմսերի շուկա, ցուցակված ընկերություններ, կապիտալացում*

Բաժնետոմսը յուրաքանչյուր երկրի տնտեսական իրավիճակի գնահատման իրական ցուցիչ է, քանի որ, ի տարբերություն այլ արժեթղթերի, առավելագույն կերպով մասնակցում է վերարտադրության գործընթացին, դեպի տնտեսության կայուն և հեռանկարային ճյուղեր կապիտալի ներհոսքին: Հոդվածում ներկայացված են ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի ընդհանուր կառուցվածքը, շուկայի մասնակիցները, ցուցակված ընկերությունների կազմը, վերջիններիս գործունեության ոլորտները, ինչպես նաև ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման որոշ հնարավորություններ:

Ներածություն: Բաժնետոմսերի շուկան ֆինանսական շուկայի առանցքային հատվածն է, որը կարևոր դերակատարում ունի երկրի իրական հատվածի զարգացման և տնտեսական աճի ապահովման գործում: Բաժնետոմսերն էապես տարբերվում են պարտքային մյուս ֆինանսական գործիքներից: Նախ, բաժնետոմսերի թողարկմամբ տեղի է ունենում ընկերության կանոնադրական կապիտալի ձևավորում և կազմակերպության ձևակերպում: Երկրորդ, բաժնետոմսերը ընկերության պարտքը չեն և, ի տարբերություն պարտատոմսերի, ենթակա չեն մարման: Երրորդ, բաժնետոմսերը շահութաբաժինների ստացման իրավունք են վերապահում, սակայն շահութաբաժինները, սովորաբար, վճարվում են ընկերության կողմից շահույթի ստացման դեպքում, իսկ պարտատոմսերի և վարկերի դեպքում տոկոսները վճարվում են՝ անկախ ընկերության ֆինանսական արդյունքներից: Չորրորդ, ի տարբերություն այլ արժեթղթերի, այն իրավունք է վերապահում բաժնետիրոջը՝ մասնակցելու ընկերության կառավարմանը: ՀՀ-ում բաժնետոմսերի շուկան ձևավորվել է անկախացումից հետո, երբ սկսվեց ընկերությունների մասնավորեցման գործընթացը: Ինչպես ֆինանսական շուկայի, այնպես է բաժնետոմսերի շուկայի կարգավորումը և վերահսկողությունը իրականացնում է ՀՀ կենտրոնական բանկը:

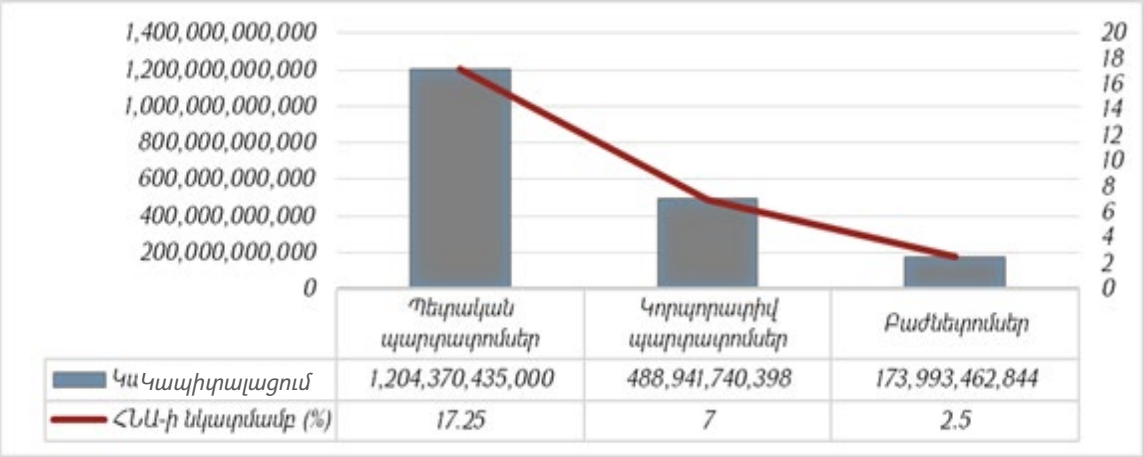
Գրականության ակնարկ: Բաժնետոմս է համարվում այն արժեթուղթը, որը հավաստում է դրա տիրոջ (բաժնետիրոջ)՝ բաժնետիրական ընկերության շահույթից շահութաբաժնի ձևով մաս ստանալու, բաժնետիրական ընկերության գործերի կառավարմանը մասնակցելու և նրա լուծարումից հետո մնացած գույքից մաս ստանալու իրավունքը[1]: Ըստ Ա.

[1] Տե՛ս ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, 1998, հոդված 157:

Սալնազարյանի՝ բաժնետոմսը արժեթուղթ է, որը թողարկում է բաժնետիրական ընկերությունը իր ստեղծման, վերակազմավորման, ինչպես նաև կանոնադրական կապիտալի ավելացման դեպքերում՝ դրամական միջոցների հավաքագրման նպատակով[1]: Ըստ ռուս տնտեսագետներ Ա. Մակեևի և ուրիշների՝ բաժնետոմսը բաժնետիրական ընկերությունների կողմից թողարկվող անժամկետ, բաժնային արժեթուղթ է, որը չունի մարման վերջնական ժամկետ և որը պարտքային արժեթղթերից տարբերվում է թողարկման նպատակներով և տրամադրված իրավունքների ծավալով[2]:

Մեթոդաբանություն: Հոդվածի համար տեսական հիմք են ծառայել հայ և օտարերկրյա տնտեսագետների և հետազոտողների՝ ոլորտին առնչվող աշխատությունները, իսկ որպես տեղեկատվական հիմք՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի հաշվետվությունները, վիճակագրական տվյալները, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի կողմից հրապարակվող հաշվետվությունները: Որպես վերլուծության մեթոդներ կիրառել ենք համեմատումների, համադրումների, ուղղահայաց և հորիզոնական վերլուծության, խմբավորման, ինչպես նաև ինդեքսների մեթոդները:

Վերլուծություն: Ներկայումս Հայաստանի կապիտալի շուկան սահմանափակ է, քանի որ թողարկումների ծավալը փոքր է, գործիքների շրջանակը՝ նեղ և երկրորդային շուկան՝ ցածր իրացվելի: 2021 թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ շուկայի հիմնական մասը զբաղեցնում են ՀՀ պետական պարտատոմսերը՝ կազմելով ՀՆԱ-ի 17,25%-ը, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի շրջանառվող ծավալը և բաժնային արժեթղթերի կապիտալացումը կազմում են ընդամենը ՀՆԱ-ի համապատասխանաբար 7 և 2,5%-ը (գծապատկեր 1):



Գծապատկեր 1. ***ՀՀ կապիտալի շուկայի մեծությունը 31.12.2021 թ. դրությամբ[3]***

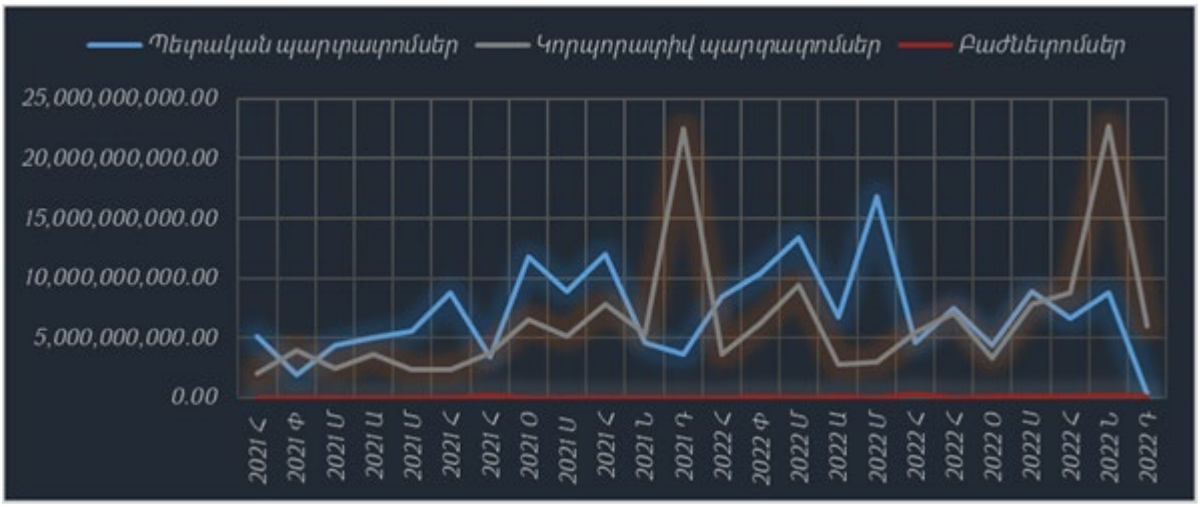
---

[1] Տե՛ս **Սալնազարյան Ա.**, Արժեթղթերի շուկա, Եր., 2009, էջ 39:

[2] Տե՛ս **Макеев А., Зверев В., Зверева А., Евсюков С.**, Рынок ценных бумаг, гл. 1.5:

[3] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի 2021 թ. հաշվետվության և ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի կայքէջի տվյալների հիման վրա:

ՀՀ ֆոնդային բորսայում պետական ու կորպորատիվ պարտատոմսերով և բաժնետոմսերով գործարքների ծավալների համեմատությունը ներկայացված է գծապատկեր 2-ում:



Գծապատկեր 2. ***Առքուվաճառքի գործարքների ծավալները ՀՀ ֆոնդային բորսայում 2021-2022 թթ.***[1]

Գծապատկեր 2-ից պարզ է դառնում, որ 2021-2022 թթ. կարգավորվող շուկայում արժեթղթերով կնքված առքուվաճառքի գործառնությունների ծավալը կազմել է 327,9 մլրդ ՀՀ դրամ: Պետական պարտատոմսերով առքուվաճառքի գործարքները կազմել են 171,7 մլրդ ՀՀ դրամ (52,4%), կորպորատիվ պարտատոմսերով առքուվաճառքի գործարքները՝ 154,6 մլրդ ՀՀ դրամ (47,1%), իսկ բաժնետոմսերով առքուվաճառքի գործառնությունները՝ 1,6 մլրդ ՀՀ դրամ (0,5%): Այսինքն, բաժնետոմսերով առքուվաճառքի գործարքները ամբողջ գործարքների շատ չնչին մասն են կազմում:

ՀՀ-ում 2022 թ. սկզբի դրությամբ առկա էին 3654 բաժնետիրական ընկերություններ, որոնցից ՓԲԸ՝ 2935, իսկ ԲԲԸ՝ 719[2]: Սակայն, ՀՀ ֆոնդային բորսայում ցուցակված է 32 թողարկողի 149 դասի արժեթուղթ, այդ թվում՝ 12 բաժնետոմս (11 թողարկողի) և 137 պարտատոմս (21 թողարկողի)[3], որոնցից բաժնետիրական ընկերություններ են 28-ը: Հետևաբար, 3654-ից միայն 28-ն են ՀՀ ֆոնդային բորսայում գործարքներ իրականացնում:

Ներկայումս ընդամենը 11 ընկերություններ են, որոնք իրենց բաժնետոմսերը ցուցակել են ֆոնդային բորսայում: Ընկերությունների գործունեության ոլորտները ներկայացված են աղյուսակ 1-ում:

---

[1] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի ամսական տեղեկագրերի հիման վրա:

[2] https://www.moj.am/legal/view/article/1539/

[3] https://amx.am/am/issuers_list

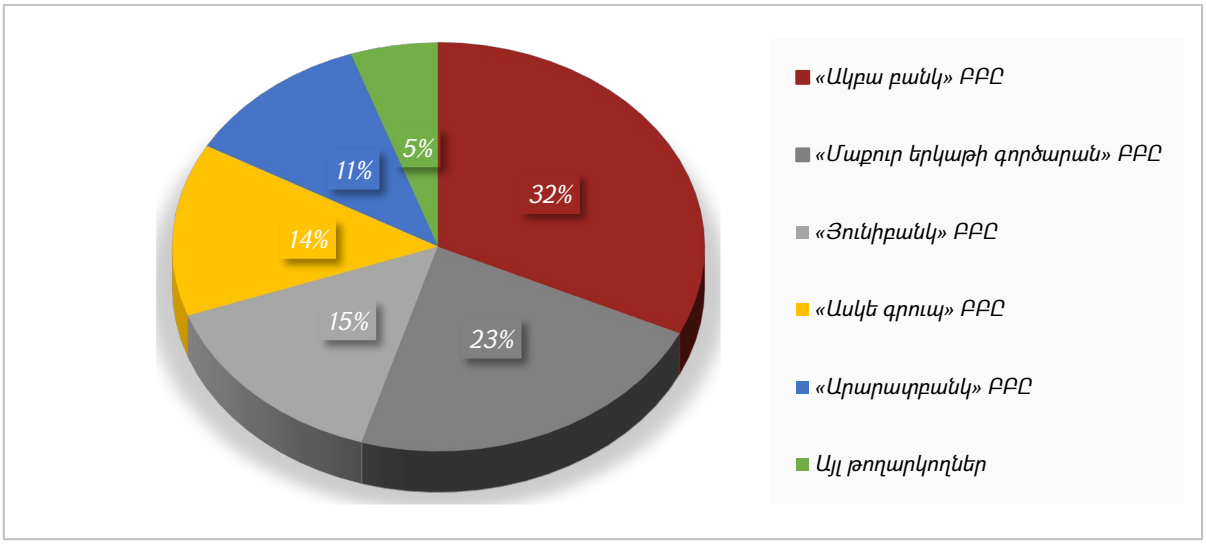
Աղյուսակ 1

ՀՀ ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսեր թողարկող ընկերությունների գործունեության ոլորտը[1]

Գործունեության ոլորտ	Քանակ
Բանկեր	4
Արդյունաբերություն	2
Մշակող արդյունաբերություն	2
Շինարարություն	1
Էներգետիկա	1
Խմիչքների արտադրություն	1
Ընդհանուր	11

Աղյուսակ 1-ից պարզ է դառնում, որ 11 ընկերությունների շարքում գերակշիռ մասը առևտրային բանկերն են՝ ընդհանուրի մեջ կազմելով 36%:

Նշենք, որ զգալիորեն բարձր է բորսայական կապիտալացման կենտրոնացվածության աստիճանը. այն կենտրոնացած է 5 թողարկողների շրջանում: Բաժնետոմսեր թողարկողների առաջատար հնգյակը, ըստ կապիտալացման, ներկայացված է գծապատկեր 3-ում:



Գծապատկեր 3. ***ՀՀ ֆոնդային բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի կապիտալացումների տեսակարար կշիռը 31.12.2022 թ. դրությամբ[2]***

[1] Տե՛ս, https://amx.am/am/instrument_page/AMACBAS10ER7

[2] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի ամսական տեղեկագրի հիման վրա, 2022 թ. դեկտեմբեր, էջ 4:

Ինչպես ցանկացած այլ շուկայի, այնպես էլ բաժնետոմսերի շուկայի կենտրոնացվածության մակարդակը բնութագրող ամենահայտնի ցուցանիշներից մեկը Հերֆինդալ-Հիրշմանի համաթիվն է: Այն հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով[1]՝

$$HHI = \sum_{i=1}^{N} d_i^2 \ , \qquad (1)$$

որտեղ՝ HHI-ը Հերֆինդալ-Հիրշմանի համաթիվն է, d_i -ն՝ i-րդ կազմակերպության շուկայական մասնաբաժինը, N-ը՝ կազմակերպությունների թիվը:

Բաժնետոմսերի շուկայի կենտրոնացվածության մակարդակը բնութագրող ելակետային տվյալները ներկայացված են հավելված 1-ում:

Տեղադրելով հավելված 1-ի տվյալները (1) բանաձևում՝ կստանանք՝

$$HHI = 2091:$$

Կախված ստացված արդյունքներից՝ շուկաները դասակարգվում են հետևյալ կերպ[2]՝

- առաջին կարգի շուկաները համարվում են բավականին բարձր մակարդակի մենաշնորհային շուկաներ, երբ Հերֆինդալ-Հիրշմանի համաթիվը գտնվում է 1800-10000 միջակայքում,
- երկրորդ կարգի շուկաները ևս համարվում են մենաշնորհային, երբ Հերֆինդալ-Հիրշմանի համաթիվը գտնվում է 1000-1800 միջակայքում,
- երրորդ կարգի շուկաները համարվում են մրցակցային, երբ Հերֆինդալ-Հիրշմանի համաթիվը գտնվում է 0-1000 միջակայքում:

Ինչպես տեսնում ենք, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում ստացված Հերֆինդալ-Հիրշմանի համաթիվը գտնվում է առաջին կարգում. իրավամբ, բաժնետոմսեր թողարկողների կառուցվածքում առաջին եռյակին՝ «Ակբա բանկ» ԲԲԸ, «Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ, «Յունիբանկ» ԲԲԸ, բաժին է ընկնում շուկայի կապիտալացման ավելի քան 69%-ը:

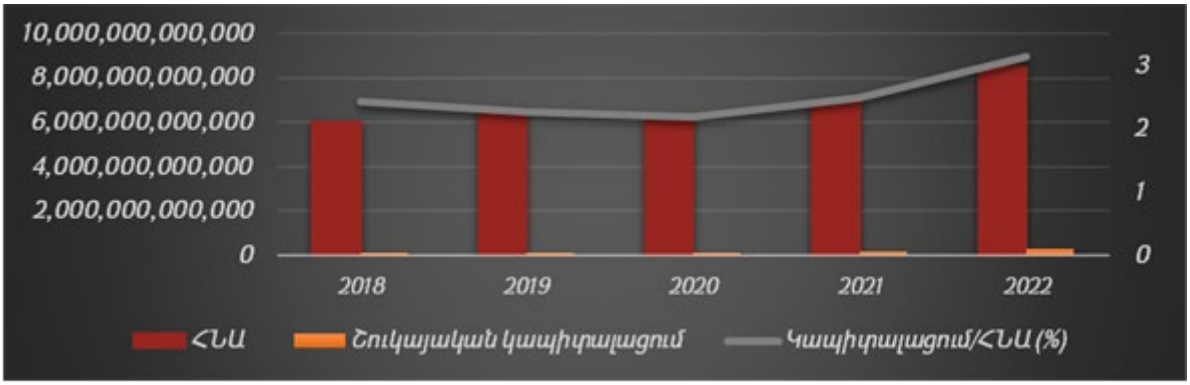
ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի զարգացումը գնահատելու համար հարկ է դիտարկել ՀՆԱ-ի նկատմամբ բորսայական կապիտալացման տեսակարար կշիռը: Գծապատկեր 4-ում ցույց է տրված 2018-2022 թթ. ՀՀ ցուցակված բաժնետոմսերի բորսայական շուկան բնութագրող ցուցանիշների և ՀՆԱ-ի շարժընթացը:

Դիտարկվող ժամանակաշրջանում ՀՀ ՀՆԱ-ն և շուկայական կապիտալացումն աճել են: Արդյունքում աճել է նաև կապիտալացման և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը: Այնուամենայնիվ, ՀՀ-ում կապիտալացման և ՀՆԱ-ի հարաբերակցության ցուցանիշը շարունակում է փոքր մնալ, մասնավորապես՝ 2022 թ. կազմել է 3,1%:

---

[1] Տե՛ս **Krivka Algirdas**, On the Concept of Market Concentration, the Minimum Herfindahl–Hirschman Index, and Its Practical Application, https://www.researchgate.net/publication/307899403_On_the_concept_of_market_concentration_the_minimum_Herfindahl-Hirschman_index_and_its_practical_application, էջ 5:

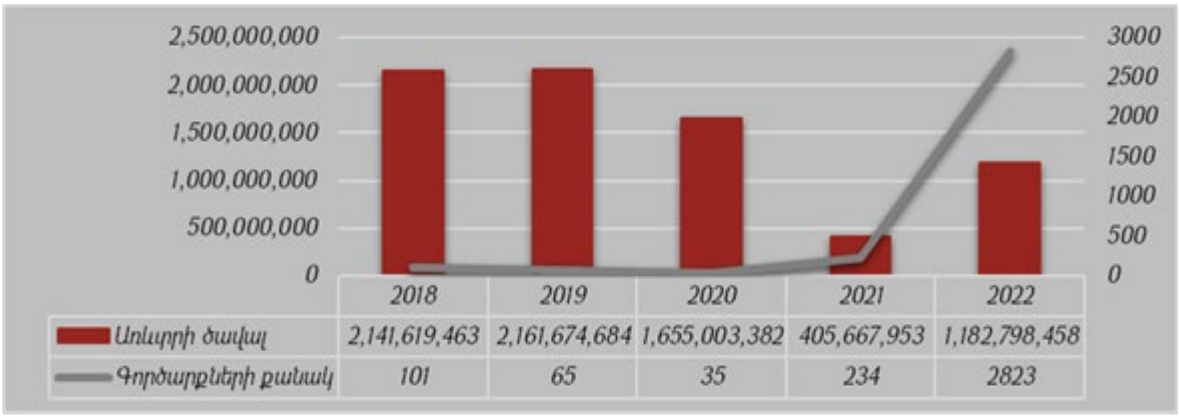
[2] Տե՛ս **Омаров М. М.,** Применение индекса Герфиндаля-Гиршмана при оценке конкурентных позиций предпринимательских структур на рынке, 2018, Вестник института экономики и управления НОВГУ № 4(29), https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-indeksa-gerfindalya-girshmana-pri-otsenke-konkurentnyh-pozitsiy-predprinimatelskih-struktur-na-rynke, էջ 4:



Գծապատկեր 4. ***ՀՀ բաժնետոմսերի բորսայական շուկան բնութագրող ցուցանիշները և ՀՆԱ-ն 2018-2022 թթ.***[1]

Համեմատության համար նշենք, որ Իրանում ցուցանիշը կազմում է 508,22%, ԱՄՆ-ում՝ 193,35%, Ճապոնիայում՝ 133,3%, իսկ Հոնկոնգում հասնում է շուրջ 1800%-ի (հավելված 2):

ՀՀ ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալի և քանակի շարժը ներկայացնենք գծապատկեր 5-ում:



Գծապատկեր 5. ***ՀՀ ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալների և գործարքների քանակների շարժընթացը 2018-2022 թթ.***[2]

Ինչպես երևում է գծապատկեր 5-ից, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալը նշված ժամանակահատվածում գրեթե միշտ նվազել է՝ 2021 թ. ունենալով ամենացածր մակարդակը: Վերջինս պայմանավորված է հաշվետու թողարկողների քիչ քանակությամբ: Բացի նրանից, որ գործարքների ծավալը փոքր է, փոքր է նաև այն կազմող գործարքների

[1] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի հաշվետվությունների և ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի պաշտոնական կայքէջի տվյալների հիման վրա:

[2] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի հաշվետվությունների տվյալների հիման վրա:

քանակը: Գործարքների քանակը բավականին բարձր է եղել 2022 թվականին, երբ, նախորդ տարվա համեմատ, աճել է շուրջ 12 անգամ:

Զգալիորեն ցածր է բաժնետոմսերի շուկայի շրջանառելիության գործակիցը (շրջանառելիության գործակիցը բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալի և շուկայական կապիտալացման հարաբերությունն է): Վերջինս դիտարկվող ժամանակաշրջանի ընթացքում հիմնականում գերազանցապես փոքր է 0,5-ից:

Որպես ՀՀ-ում բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման խոչընդոտ՝ կարող ենք նշել թողարկողների նկատմամբ ներդրողների վստահության ցածր մակարդակը և կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների իրականացման առանձնահատկությունը: Բացակայում է թողարկողների գործունեության արդյունավետությունը գնահատելու վստահելի համակարգը, որը կարող են օգտագործել ոչ մասնագիտացված ներդրողները՝ ներդրումային որոշումներ ընդունելիս: Բացի դրանից, ՀՀ բաժնետիրական ընկերությունները, իրենց համեմատաբար փոքր լինելու պատճառով, չեն կարողանում ստանալ միջազգային վարկանիշ: Մինչև այժմ միջազգային վարկանիշ են ստացել մի քանի խոշոր կազմակերպություններ՝ Fitch և Moody's վարկանշային կազմակերպությունների կողմից:

Ներդրողների վստահության և բաժնետոմսերի իրացվելիության մակարդակների բարձրացման, ինչպես նաև ներդրումային ռիսկերի նվազեցման նպատակով պետք է ներդնել բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի Free float մեթոդը[1,2]:

ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման հաջորդ քայլը պետք է լինի S&P վարկանշային կազմակերպության կողմից փոքր և միջին կազմակերպություններին միջազգային վարկանիշ շնորհելու աջակցությունը: Այն պետք է իրականացվի պետական լիազորված մարմնի՝ ՀՀ ԿԲ-ի կամ Ֆինանսների նախարարության կողմից՝ վարկանշային կազմակերպության հետ համագործակցության պայմանագրեր կնքելու, փոքր կազմակերպությանը խորհրդատվության և ֆինանսական ծախսերի մասնակի փոխհատուցման միջոցով: Այդ քայլի կատարման արդյունքում կաճի թողարկողների նկատմամբ ներդրողների վստահությունը: Պետք է հաշվի առնել, որ S&P-ի վարկանիշի բացակայության պատճառով էր, որ շարու-

---

[1] Ֆոնդային բորսաներում ներդրողների վարքագծի վրա ազդող գործոններից մեկը տվյալ ընկերության բաժնետոմսերի Free float գործակիցն է, որը ցույց է տալիս, թե որքան բաժնետոմս է ազատ շրջանառվում շուկայում և չի պատկանում ընկերության խոշոր բաժնետերերին, ղեկավարությանը կամ նրանց հետ փոխկապակցված անձանց, այլ խոսքով՝ պատկանում է մանր ներդրողներին՝ հանրությանը: Որքան բարձր է այս գործակիցը, այնքան ցածր է բաժնետոմսի կուրսի տատանման ռիսկը և քիչ՝ ֆոնդային սպեկուլյացիաների ազդեցության հավանականությունը. գործակցի օպտիմալ մակարդակը 0,4-0,8 է: Զարգացած արժեթղթերի շուկաներ ունեցող երկրներում ֆոնդային բորսաները հրապարակում են ցուցակված ընկերությունների Free float գործակիցը:

[2] https://www.finam.ru/publications/item/free-float-chto-eto-za-koefficient-i-zachem-on-nuzhen-investoru-20201009-11370/

նակություն չունեցավ վարկային կազմակերպությունների կողմից ՓՄՁ վարկերի արժեթղթավորման ծրագիրը, որը կյանքի էր կոչվել ԱՄՆ Կառավարության 50% երաշխիքային ծրագրի ներքո[1]:

Եզրակացություն: Կատարված վերլուծությունների և հետազոտությունների արդյունքում բացահայտել ենք, որ ՀՀ կապիտալի շուկան սահմանափակ է և ունի գործիքների նեղ շրջանակ: Կապիտալի շուկայում ամենափոքր մասը բաժին է ընկնում բաժնետոմսերի շուկային: ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային շուկան թերզարգացած է, ինչն էլ, իր հերթին, սահմանափակում է երկրորդային շուկայի կայացումն ու զարգացումը: Վերջինս իր արտացոլումն է ստանում բաժնետոմսերի շրջանառելիության գործակցի ցածր մեծության մեջ: Բացի դրանից, բարձր է նաև այս շուկայի Հերֆինդալ-Հիրշմանի համաթիվը: Չնայած ՀՀ ֆոնդային բորսայում ցուցակված ընկերությունների բորսայական կապիտալացման ՀՀ ՀՆԱ-ի մեջ փոքր տեսակարար կշռին՝ ցուցանիշների հարաբերակցությունը 2022 թ., 2021-ի համեմատությամբ, աճել է 29%-ով: Վերջինս ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի աշխուժացման ազդակ է: Չնայած ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում առկա մի շարք խնդիրներին՝ այն կայացել է, դրսևորում է զարգացման միտում, և առկա են բավարար նախադրյալներ՝ վերջինիս հետագա զարգացման համար:

Օգտագործված գրականություն

1. Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկա, Եր., 2009:
2. ՀՀ Կառավարության 2020 թ. հուլիսի 16-ի N 1202-Լ որոշում, ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման ռազմավարություն:
3. ՀՀ կորպորատիվ կառավարման կանոնագիրք, մշակվել է Վերակառուցման և զարգացման եվրոպական բանկի աջակցությամբ:
4. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, 1998 թ.:
5. ՀՀ ֆոնդային բորսա, https://amx.am/am
6. ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, https://armstat.am/am/
7. ՀՀ արդարադատության նախարարություն, https://www.moj.am/
   https://ru.theglobaleconomy.com/
   https://www.finam.ru
8. Макеев А., Зверев В., Зверева А., Евсюков С., Рынок ценных бумаг.
9. Бердникова Т.Б., Рынок ценных бумаг и биржевое дело, М., 2002.
10. Омаров М. М., Применение индекса Герфиндаля-Гиршмана при оценке конкурентных позиций предпринимательских структур на рынке, 2018, Вестник института экономики и управления НОВГУ № 4(29).
11. Krivka Algirdas, On the Concept of Market Concentration, the Minimum Herfindahl–Hirschman Index, and Its Practical Application.

[1] Տե՛ս ՀՀ Կառավարության 2020 թ. հուլիսի 16-ի N 1202-Լ որոշում, ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման ռազմավարություն:

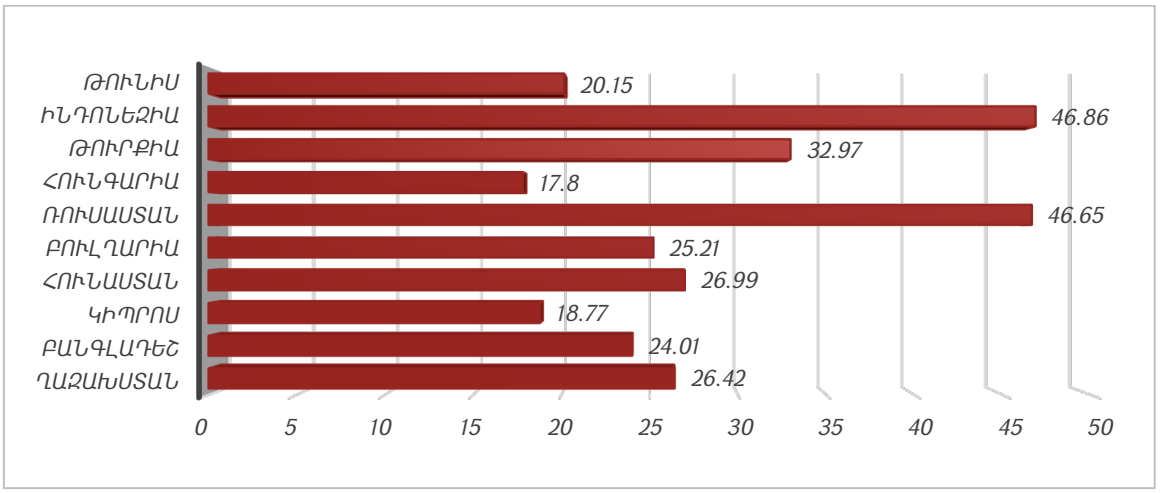
Հավելված 1

ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում թողարկողների կազմը և վերջիններիս տեսակարար կշիռները[1]

Թողարկող	Տեսակարար կշիռ
«Ակբա բանկ» ԲԲԸ	31,95
«Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ	22,69
«Յունիբանկ» ԲԲԸ	14,88
«Ասկե գրուպ» ԲԲԸ	13,70
«Արարատբանկ» ԲԲԸ	11,46
«Հայէկոնոմբանկ» ԲԲԸ	3,65
«Արցախ» ՀԷԿ ԲԲԸ	1,08
«Արփա Սևան» ԲԲԸ	0,38
«Ալմաստ» ԲԲԸ	0,09
«Երևանի շամպայն գինիների գործարան» ԲԲԸ	0,08
«Էմիլ Գրիգորյանի անվան ԵՈԳ» ԲԲԸ	0,04
Ընդհանուր	100

Հավելված 2

Կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը աշխարհի տարբեր երկրներում[2]



[1] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի ամսական տեղեկագրի հիման վրա, 2022 թ. դեկտեմբեր, էջ 4:
[2] https://ru.theglobaleconomy.com/rankings/stock_market_capitalization/

ЛИЛИТ ГРИГОГЯН

ФОНДОВЫЙ РЫНОК КАК ДВИГАТЕЛЬ РАЗВИТИЯ РЫНКА КАПИТАЛА РА

Ключевые слова: *фондовая биржа, рынок капитала, фондовый рынок, листинговые компании, капитализация*

Акция является реальным индикатором оценки экономического положения каждой страны, поскольку, в отличие от других ценных бумаг, максимально участвует в процессе воспроизводства, максимально участвует в притоке капитала в стабильные и перспективные отрасли экономики. В статье подробно представлена общая структура фондового рынка РА, участники рынка, состав листинговых компаний, сферы их деятельности, а также некоторые возможности для развития фондового рынка РА.

LILIT GRIGORYAN

STOCK MARKET AS A DRIVING FORCE OF THE RA CAPITAL MARKET DEVELOPMENT

Keywords: *stock exchange, capital market, stock market, listed companies, capitalization*

Stocks are real indicators of the evaluation of the economic situation of each country. Unlike other securities, they actively engage in the process of reproduction, and contribute significantly to the inflow of capital into stable and promising branches of the economy.The paper thoroughly examines the general structure of the RA stock market, highlighting market participants, the composition of the listed companies, their respective fields of activity, as well as various opportunities for the further development of the RA stock market.

ԱՆԱՀԻՏ ԻՍՐԱՅԵԼՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ, «Արժեթղթերի շուկայի վերլուծություն և կառավարում», մագիստրատուրա, 2-րդ կուրս

ԿՐԻՊՏՈԱՐԺՈՒՅԹՆԵՐԻ ԿԻՐԱՌՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐ ՈՒՂՂՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հիմնաբառեր. *կրիպտոարժույթ, բլոկչեյն, ներդրումային ակտիվ, փոխանակային համարժեք*

Տեխնոլոգիական զարգացումը կյանքի տարբեր ոլորտներում, այդ թվում՝ ֆինանսական համակարգում, հանգեցրել է նոր իրողությունների և դրանց վերաբերյալ տեսական դրույթների ձևավորմանը: Աշխատանքում քննարկվել են կրիպտոարժույթների վերաբերյալ առկա հիմնական մոտեցումները, դիտարկվել են դրանց ներդրման հնարավորությունները ՀՀ-ում՝ ներկայացնելով հիմնավորումներ:

Ներածություն: Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների առաջանցիկ տեմպով զարգացումը կյանքի գրեթե բոլոր ոլորտներում հանգեցրել է դրանց ներդրմանը, և ֆինանսական շուկաները ևս անմասն չեն այս զարգացումներից: Դրանք, մի կողմից, բերում են առկա համակարգերի կազմափոխմանն ու արդիականացմանը, մյուս կողմից՝ հայեցակարգային նոր մոտեցումների ձևավորմանը, գործիքների ստեղծմանը, որոնցից են հատկապես վերջին տասնամյակում մեծ աղմուկ բարձրացրած ու լայն կիրառություն գտած կրիպտոարժույթները: Սակայն, ի լրումն կրիպտոարժույթների բերած առավելությունների, ինչպես օրինակ՝ գործարքների արագ կատարում, գործարքային ծախսերի նվազեցում, բոլոր մասնակիցների հավասարություն և, հետևաբար, կամայական գործողությունների հավանականության նվազեցում և այլն, կիրառման և կարգավորման տեսակետից պետք է առավել մանրամասն դիտարկվեն դրանցից ածանցվող ռիսկերը՝ ցանցային խափանումների վտանգից սկսած մինչև ոչ օրինական համարվող գործարքների ֆինանսավորում: Դրանք, գտնվելով և՛ թվային տեխնոլոգիաների, և՛ տնտեսագիտության ուսումնասիրության շրջանակներում և մեծ հետաքրքրություն առաջացնելով երկու ոլորտների ներկայացուցիչների շրջանում, տեղիք են տվել բևեռապես հակասական մոտեցումների: Քննարկման արդյունքում մեր նպատակն է հասկանալ՝ որոնք են ՀՀ-ում դրանց ներդրման հեռանկարները և ինչ խնդիրների կարող են հանգեցնել:

Գրականության ակնարկ: Կրիպտոարժույթները նոր հայեցակարգ բերեցին՝ հավակնելով դառնալ ավանդական գործիքների այլընտրանք, և դրանց կիրառման ոլորտները ևս գրականությունում տարբեր կերպ են մեկնաբանվում: Հիմնական մոտեցումները երկուսն

են՝ փող, փոխանակային համարժեք կամ ներդրումային ակտիվ: Իհարկե, սրանք փոխադարձաբար միմյանց չբացառող կիրառություններ են, սակայն կիրառության երկու համատեքստում էլ պետք է դիտարկել տեսանելի առավելությունները և հնարավոր ռիսկերը:

Հետազոտողներ Ագուստին Կարստենսի, Ջոն Ֆրոստի, Հյուն Սուն Շինի կարծիքով՝ վերջին զարգացումներն ընդգծում են կրիպտոարժույթների ոչ բավարար ուժը դրամավարկային համակարգի ստեղծման ու հասարակության պահանջների բավարարման համար[1]: Կա նաև այս երկու մոտեցումները բացառող կարծիք: Ըստ Ռավի Մենոնի՝ առանձին կրիպտոարժույթներ, որոնցից ամենահայտնին բիթքոյնն է, որպես փող կենսունակ չեն: Նրանք վատ են հանդես գալիս որպես փոխանակման միջոց, խնայողության միջոց և հաշվարկային միավոր: Մենոնը կարծում է, որ ավանդական ֆիդուցիար փողը կպահպանի իր տեղը, սակայն թվային ակտիվների էկոհամակարգը ևս կդառնա ապագայի ֆինանսական լանդշաֆտի անբաժան մաս[2]:

Ինչ վերաբերում է կենտրոնական բանկերի թվային արժույթների (ԿԲԹԱ) կիրառման հեռանկարին՝ որպես կրիպտոարժույթների ու դասական դրամական համակարգի համակցում, այստեղ ևս մոտեցումների բախում կա. դրանց կիրառումը կբերի առևտրային բանկերի գործունեության խաթարմա՞նը, դրանց դերի թուլացմա՞նը, թե՞ կնպաստի համակարգի արդյունավետության բարձրացմանը[3]:

Մեթոդաբանություն: Կրիպտոարժույթների՝ որպես փոխանակային համարժեքի, ինչպես նաև բլոկչեյն համակարգի վրա հիմնված ազգային արժույթի ներդրման հնարավորությունների քննարկման շրջանակներում դիտարկվել են առկա մոտեցումները, միջազգային պրակտիկայում դրանց ներդրման ընթացքը: Կատարվել է շուկայական ցուցանիշների վերլուծություն՝ նկարագրական վիճակագրության, տեխնիկական վերլուծության գործիքների կիրառմամբ, առկա մոտեցումների քննարկում և համեմատություն, կրիպտոարժույթների՝ որպես փողի կիրառման թերությունների և ընձեռած հնարավորությունների, առավելությունների դուրսբերում՝ կիրառելով համադրման, համեմատական վերլուծության, փորձագիտական գնահատման, նկարագրական վիճակագրության, պատճառահետևանքային կապերի ուսումնասիրության և այլ մեթոդներ:

Կրիպտոարժույթների ներդրումային ներուժի քննարկման շրջանակներում վերլուծությունն իրականացվել է պորտֆելների ժամանակակից տեսության և CAPM մոդելի համաձայն: Այս համատեքստում առաջադրվել է այն հիպոթեզը, որ ներդրումային պորտֆելում

---

[1] Տե՛ս **Агустин Карстенс, Джон Фрост, Хюн Сон Шин,** Центральным банкам следует использовать технические достижения криптовалют, чтобы обеспечить создание обширной валютной экосистемы, Финансы и развитие, сентябрь, 2022, էջ 11:

[2] Տե՛ս **Рави Менон,** Центральным банкам и регуляторам нужно дифференцированно подходить к различным инновациям в криптосфере, Финансы и развитие, сентябрь, 2022, էջ 16-17:

[3] Տե՛ս **Агустин Карстенс, Джон Фрост, Хюн Сон Шин,** Центральным банкам следует использовать технические достижения криптовалют, чтобы обеспечить создание обширной валютной экосистемы, Финансы и развитие, сентябрь, 2022, էջ 11-13:

կրիպտոարժույթների ներառումը կբարձրացնի եկամտաբերությունը ռիսկի ընտրված մակարդակում՝ հիմնվելով կրիպտոարժույթների ու արժեթղթերի գների միջև ցածր կոռելյացիայի[1] վրա՝ ապահովելով Մարկովիցի պորտֆելի ձևավորում:

Տվյալների հավաքագրման, մշակման, պորտֆելներում արժեթղթերի կշիռների գեներացման, գների միջինների հաշվարկման, կոռելյացիաների, ստանդարտ շեղումների, այլ մաթեմատիկական հաշվարկների, նաև գծապատկերների, աղյուսակների գեներացման համար օգտագործվել են Python ծրագրավորման լեզուն ու դրա մի շարք գրադարանային ֆայլերի կողմից տրամադրվող ֆունկցիոնալը: Տվյալների աղբյուր է հանդիսացել Yahoo Finance կայքը:

Հաշվի առնելով կրիպտոարժույթների իրավական կարգավիճակի սահմանման անհրաժեշտությունը ՀՀ-ում՝ կատարվել է Howey-ի թեստ՝ գնահատելու համար, թե արդյոք կրիպտոարժույթները կարող են դասվել արժեթղթերի շարքին, թե, այնուամենայնիվ, դրանց առավել բնորոշ են փոխանակային համարժեքի բնութագրիչները:

Հետազոտության արդյունքներ և քննարկում: **Կրիպտոարժույթները՝ որպես ներդրումային ակտիվ:** Այսօր ՀՀ ֆինանսական շուկայում գործում են բազմաթիվ ֆինանսական կազմակերպություններ՝ բանկեր, ներդրումային ընկերություններ, ֆոնդեր, այլ ֆինանսական կազմակերպություններ, որոնց պորտֆելում էական մաս են կազմում արժեթղթերը, զգալի ծավալ՝ ՀՀ պետական արժեթղթերը: Վերջին ժամանակներում ֆինանսական շուկաներում ստեղծված ճգնաժամային իրավիճակն իր ազդեցությունն ունեցավ այդ ֆինանսական կառույցների գործունեության վրա, ինչը ներդրումային այլընտրանքային ուղղությունների դիտարկման անհրաժեշտություն է առաջացնում, և նկատվում է արտերկրյա շուկաներում կազմակերպությունների գործունեության ակտիվացում: Այս համատեքստում, որպես այլընտրանքային ներդրումային ակտիվ, որը նաև կապահովի բազմազանեցում, կարող են հանդես գալ կրիպտոարժույթները: Պարզելու համար, թե դրանց ներառումը արժեթղթերի պորտֆելում ինչպիսի ազդեցություն կունենա պորտֆելի եկամտաբերության և ռիսկայնության վրա, կատարվել է վերլուծություն՝ արժեթղթերի պորտֆելներին[2] ավելացնելով կրիպտոարժույթներ, ու համեմատվել են երկու արդյունքները:

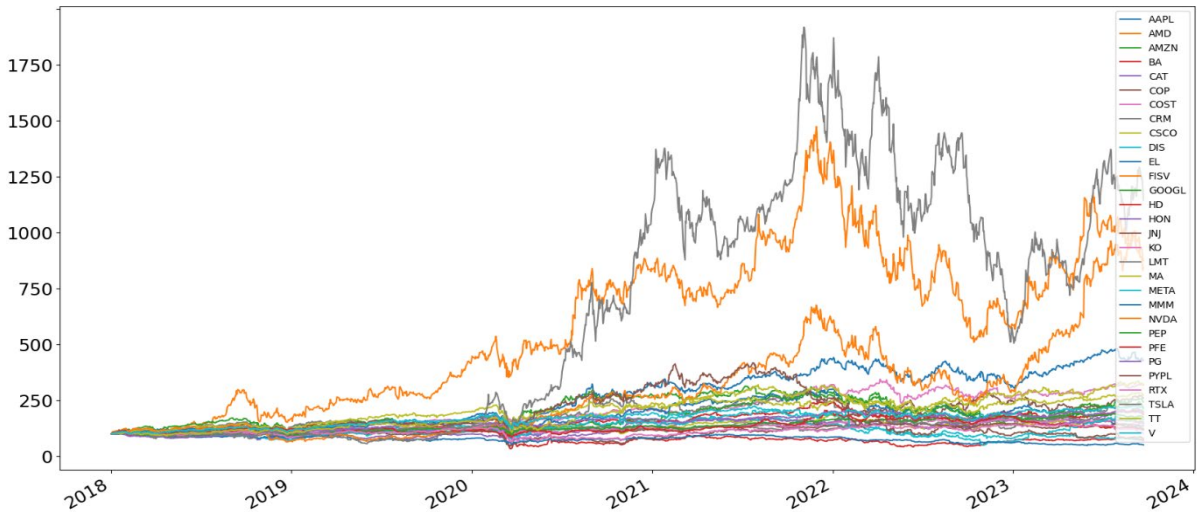
Վերլուծության համար ընտրված արժեթղթերի գների նորմալացված ժամանակային շարքերը ներկայացված են գծապատկեր 1-ում:

Ծրագրային ապահովման միջոցով գեներացվել են տվյալ արժեթղթերից կազմված 5000՝ արժեթղթերի տարբեր և պատահական կշիռներով պորտֆելներ, որոնց ռիսկ/եկամտաբերություն համակցությունները ներկայացված են գծապատկեր 2-ում: Ներկայացված են նաև յուրաքանչյուր պորտֆելի համար Շարպի գործակիցները՝ արտահայտված համապատասխան գունավորմամբ, որով առավել ակնառու է կառուցված պորտֆելների ռանկավորումը եկամտաբերություն/ռիսկ հարաբերակցության տեսակետից:

---

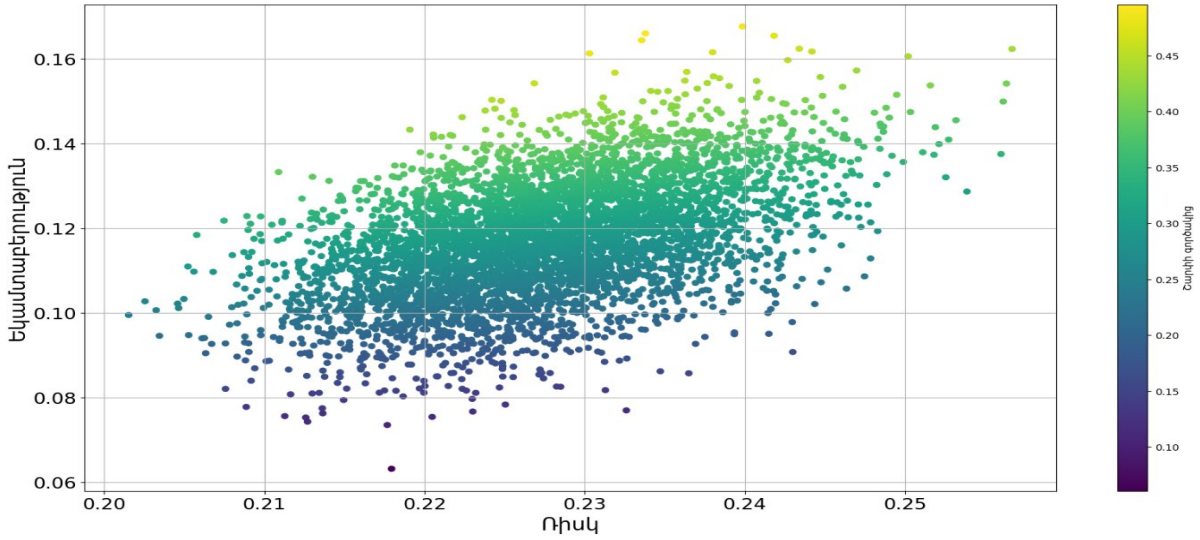
[1] Տե՛ս հավելված 1, ընտրված բաժնետոմսերի ու կրիպտոարժույթների կոռելյացիոն մատրից:

[2] Տես հավելված 3, S&P 500 համաթվում ներառված և վերլուծության համար դիտարկված ընկերություններ:



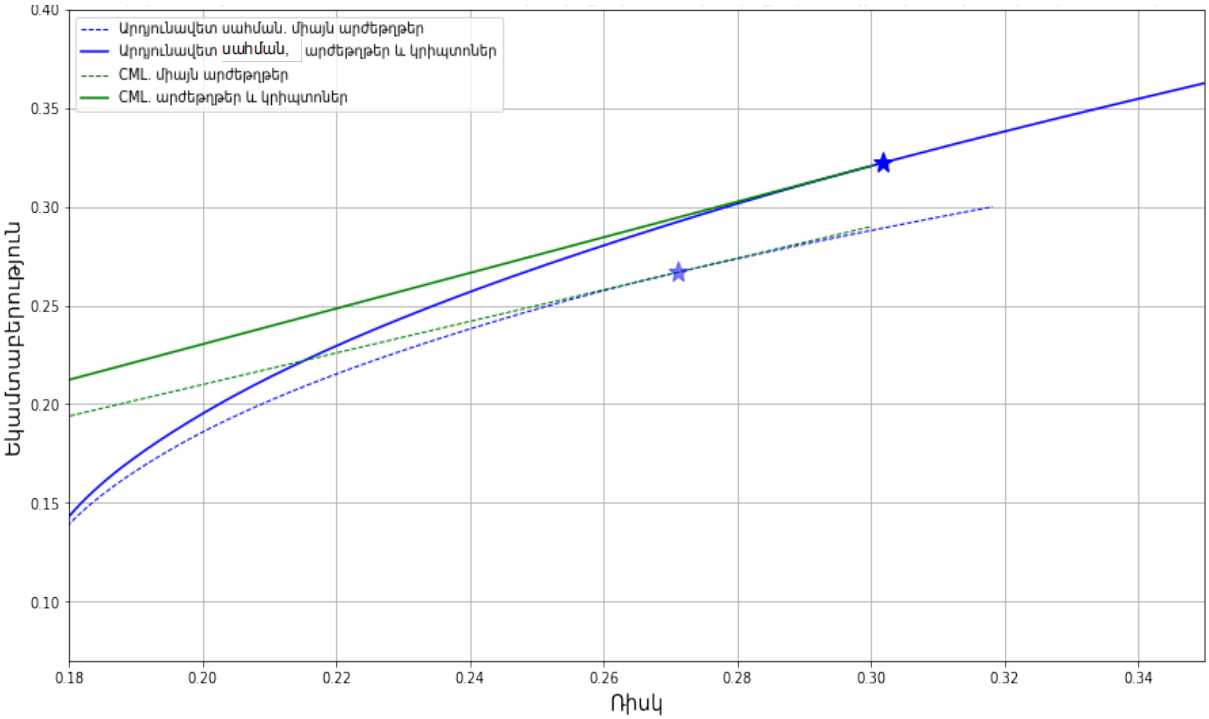
Գծապատկեր 1. ***Դիտարկված արժեթղթերի գների նորմալացված ժամանակային շարքեր՝ վերջին հինգ տարվա համար***

Կատարվել են ընտրված 30 արժեթղթերի վերջին հինգ տարվա փակման գների օրական դիտարկումներ: Արժեթղթերի քանակը սահմանել ենք 30՝ հաշվի առնելով ընդունված մոտեցումը, ըստ որի՝ լավ բազմազանեցված պորտֆելների դիտարկման համար քննարկվում են տասնհինգից երեսուն ակտիվ ներառող պորտֆելները, իսկ ընտրությունը կատարվել է՝ հիմնվելով հնարավորինս բազմազան ոլորտային պատկանելության ու կապիտալացման տարբեր մակարդակների վրա: Երեսուն արժեթղթերից յուրաքանչյուրի համար ստացվել է շուրջ 1300 դիտարկում ունեցող ժամանակային շարք:



Գծապատկեր 2. ***Ռիսկ/եկամտաբերություն համակցությունը՝ քննարկված 5000 պորտֆելների համար***

Կրիպտոարժույթների ընտրությունը կատարվել է՝ հիմք ընդունելով դրանց շուկայական կապիտալացման ու կնքվող գործարքների ծավալը: Պորտֆելներում ներառվել են հետևյալ կրիպտոարժույթները՝ բիթքոյն՝ BTC, էթերիում՝ ETH, կարդանո՝ ADA, բայնենս քոյն՝ BNB (գներն արտահայտված են ԱՄՆ դոլարով)[1]: Ներառվելուց հետո կատարված վերահաշվարկը տեսանելի է դարձնում, որ արդյունավետ սահմանը բարձրացել է վեր, այսինքն՝ ռիսկի ընդունելի մակարդակում հնարավոր է կրիպտոարժույթների ներառմամբ ապահովել առավել բարձր եկամտաբերություն:



Գծապատկեր 3. ***Արդյունավետ սահման և CML՝ միայն արժեթղթերի ու արժեթղթերի և կրիպտոարժույթների համար***

Այսպիսով, վերլուծության արդյունքները վկայում են, որ, որպես ներդրումային ակտիվ, կրիպտոարժույթների կիրառման հեռանկարները խոստումնալից են, թեև փաստենք, որ որպես ներդրումային ակտիվ կամ փոխանակային համարժեք հանդես գալը միմյանց չխոչընդոտող ու չհակասող դերեր են կրիպտոարժույթների համար: Բոլոր պորտֆելներում ներառված են լինում բարձր իրացվելի ակտիվներ, այդ թվում՝ տարբեր արժույթներ, ինչպես նաև ակտիվներ, որոնք օժտված են «ավանդական» ընկալմամբ ներդրումային բնութագրիչներով: Հետևաբար, անկախ այն հանգամանքից, թե կրիպտոարժույթները կամ գուցե հետագայում ստեղծվելիք կամ արդեն առկա կրիպտոգրաֆիկական մեխանիզմների

[1] Տե՛ս հավելված 2, դիտարկված կրիպտոարժույթների գնային փոփոխությունները 2021-2023 թթ.:

հիման վրա կառուցված այլ ակտիվներ ինչպիսի ընկալում կամ օրենսդրական սահմանում կստանան, դրանք, օժտված լինելով թված երկու հատկանիշներով, ներդրումային պորտֆելներում կունենան ներառման հեռանկարներ:

Կրիպտոարժույթները՝ որպես փոխանակային համարժեք: Թեպետ, կրիպտոարժույթների ստեղծման նպատակի վերաբերյալ միասնական կարծիք չկա, այն, որպես արժույթ, մի շարք խնդիրներ է լուծում, կամ գոնե նվազեցնում է առկա խնդիրները՝ կրկնակի ծախսման խնդիրը, ոչ օրինական գործարքների կնքման կանխարգելումը, արագ գործարքների իրականացումը, ինչպես նաև որոշ կրիպտոարժույթների դեպքում՝ թողարկման սահմանափակ քանակի առկայությամբ ինֆլյացիոն ռիսկերի որոշակի զսպումը և այլն:

Իհարկե, ինչպես բոլոր նորարարությունների, այնպես էլ կրիպտոարժույթների պարագայում կա կասկածամտորեն տրամադրված մի հոծ բազմություն, որն առաջ է քաշում այն հակափաստարկները, որոնց պատճառով թերահավատորեն են մոտենում դրանց կիրառման հնարավորություններին: Ի պատասխան այն հակափաստարկի, թե կրիպտոարժույթները չունեն հիմնարար արժեք և ծառայում են սոսկ սպեկուլյացիայի համար, անհրաժեշտ է ընդգծել, որ մենք ապրում ենք մի դարաշրջանում, երբ գործում են ֆիատային՝ վստահության վրա հիմնված արժույթները, որոնք փողի դերը կատարում են այնքան ժամանակ, քանի դեռ հասարակությունը համակարծիք է այդ հարցում:

Հակափաստարկներից մյուսը բիթքոյնի թափանցիկությունն է ու ֆինանսական գաղտնիությունը: Այս խնդիրները ևս ժամանակի ընթացքում իրենց լուծումն են գտնում այլ կրիպտոարժույթների կիրառմամբ, որոնք կրկին հիմնված են բլոկչեյն համակարգի վրա, սակայն տալիս են առավել կատարելագործված լուծումներ ու ապահովում են համակարգի կողմից գործարքների հաստատումը՝ պահպանելով անանունություն:

Կրիպտոարժույթների վերաբերյալ հակափաստարկները բազմաթիվ են, սակայն բազմաթիվ են նաև դրանց բերած հնարավորություններն ու առավելությունները: Չմոռանանք, որ դրանց պատմությունը չի բոլորել մեկուկես տասնամյակն անգամ, եթե կրիպտոդարաշրջանի սկիզբը համարենք բիթքոյնի ի հայտ գալը 2009 թվականին: Անժխտելի է բոլոր բնագավառներում թվայնացման միտումը, և ֆինանսական համակարգը ոչ միայն չի կարող անմասն մնալ այս միտումից, այլև, որպես բոլոր ոլորտներն սպասարկող օղակ, պետք է համահունչ քայլի առկա փոփոխություններին: Մյուս կողմից էլ պետք է շեշտենք, որ այստեղ հարցի կարևորությունը ոչ թե այս կամ այն կրիպտոարժույթի կիրառման կամ արգելման մեջ է (դրանք պարզապես առկա խնդրի լուծման մեկ օրինակ են, ընդ որում՝ դեռևս զարգացման սկզբնական շրջանի լուծում), այլ բլոկչեյնի՝ որպես գաղափարի քննարկման ու դրա կիրառմամբ առավելագույն օպտիմալ լուծման հայտնաբերման մեջ: Վերահսկողական մեխանիզմների կիրառման տեսակետից ևս տեխնոլոգիան զարգանում է, ու ի հայտ են գալիս լուծումների նոր տարբերակներ, ինչպես ցանցի շրջանակներում ենթացանցերի առկայությունը կամ այս համակարգի վրա հիմնված ազգային արժույթների թողարկումը և այլն:

Ինչ վերաբերում է Կենտրոնական բանկի թվային արժույթին (ԿԲԹԱ), ԱՄՀ-ն այն սահմանում է որպես «ֆիատային արժույթի նոր ձև, որը թողարկվում է Կենտրոնական

բանկի կողմից թվային տեսքով և ծառայում է որպես օրինական վճարամիջոց», իսկ Հաշվարկների միջազգային բանկի գնահատմամբ՝ կենտրոնական բանկերը դրական վերաբերմունք ունեն ԿԲԹԱ-երի ուսումնասիրության ու ներդրման նկատմամբ, և կենտրոնական բանկերի ավելի քան 80%-ն աշխատում է այս ուղղությամբ[1]: Սրանք արդի իրականությունում արդեն բավական ընդունված ակտիվներ են՝ ի տարբերություն հանրային (public) բլոկչեյն համակարգերի վրա հիմնված կրիպտոարժույթների, ու հասարակական ընկալման տեսակետից, կարծես, կամուրջ են ստեղծում նոր տիպի արժույթների համար:

Իրավական կարգավիճակի քննարկման տեսանկյունից ՀՀ օրենսդրական դաշտում կրիպտոարժույթների կարգավորման բաց գոյություն ունի և, առաջին հերթին, կարևոր է դրանց իրավական կարգավիճակի հստակեցումը՝ սահմանել այն որպես ներդրումային, թվային ակտիվ, թե՞ փոխանակային համարժեք: Այս հարցի քննարկման շրջանակներում իրականացվել է Howey-ի թեստը, ինչի արդյունքների հիման վրա կարող ենք ասել, որ կրիպտոարժույթներն իրենց բնութագրիչներով առավել նման են փոխանակային համարժեքի, մինչդեռ, smart contract-ները բավարարում են թեստի բոլոր պայմանները (հավելված 5):

Եզրակացություն: Այսպիսով, ամփոփելով կատարված աշխատանքը, կարող ենք եզրահանգել, որ.

- կրիպտոարժույթները հավակնում են հանդես գալ որպես փոխանակային համարժեք՝ ունենալով ինչպես ավանդական փողին բնորոշ հատկանիշներ, այնպես էլ՝ լուծելով դեռևս առկա խնդիրները:
- Որպես ներդրումային ակտիվ՝ կրիպտոարժույթները, ներառվելով արժեթղթերի պորտֆելում, ինչպես ցույց է տալիս փորձնական դիտարկված օրինակը, բարձրացնում են պորտֆելի եկամտաբերությունը ռիսկի ընդունելի մակարդակի պահպանման պարագայում, ուստի կարող են ներդրումային արդյունավետության բարձրացման գործիք դառնալ ինչպես անհատ, այնպես էլ ինստիտուցիոնալ ներդրողների համար:
- Կենտրոնական բանկերի թվային արժույթները, համակցելով ավանդական դրամական ու բլոկչեյն համակարգերի առավելությունները, աստիճանաբար ավելի մեծ տարածում են գտնում, որոնց զարգացման ընթացքում էլ կատարելագործվում են առկա համակարգերը՝ համապատասխանեցվելով նաև այժմ գործող պետական համակարգերի կառուցակարգերին:
- Howey-ի թեստի արդյունքները վկայում են, որ եթե smart contract-ները բավարարում են բոլոր չորս պայմանները, ապա կրիպտոարժույթներն իրենց բնութագրերով առավել մոտ են արժույթներին, ուստի smart contract-ները օրենսդրական առումով կարող են դասվել արժեթղթերի շարքին, կրիպտոարժույթները՝ դիտարկ-

[1] Տե՛ս **Tao Zhang, Zhigang Huang,** Blockchain and central bank digital currency, 2021, էջ 264, https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S2405959521001399?token=1336CD0791C1AF4147CF0AD9ACC66BC7F6FDC9A25E77F3759BFB14AE4CE02511BB1B87826E36E9C9BAB9A3C0EB5C17F1&originRegion=eu-west-1&originCreation=20230308081703

վել որպես փոխանակային համարժեք՝ արժույթ: ՀՀ օրենսդրությունում համապատասխան փոփոխությունը հնարավորություն կտա հասնելու մի շարք նպատակների՝ նոր հայեցակարգի հարմարեցում իրավական դաշտին, մեր երկրում գործունեություն իրականացնող մի շարք կրիպտոարժույթների փոխանակման կետերի օրենսդրական կարգավորում, որոնց իրավական դաշտում չլինելը անհավասար պայմաններ է ստեղծում ԿԲ կարգավորման ներքո գտնվող և ավանդական ընկալմամբ արժույթներով գործառնություններ իրականացնող փոխանակման կետերի համար: Իսկ smart contract-ները, ինչպես արդեն ընդգծեցինք, պետք է դիտարկել որպես արժեթուղթ և համապատասխան իրավական դաշտը տարածել նաև դրանց վրա: Այսպիսով, հնարավորություն կունենանք նաև կարգավորման շրջանակներում իրականացնել ICO-ներ:

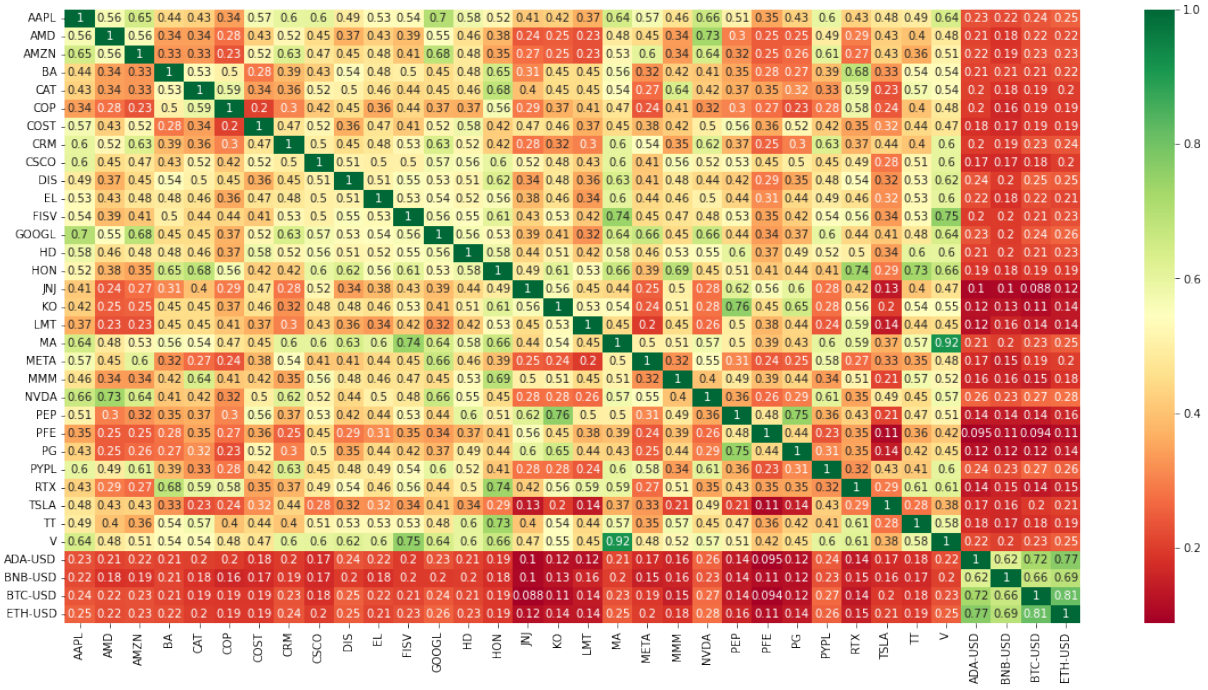
- ՀՀ-ում կրիպտոարժույթների ներդրումը կարող է իրականացվել մի քանի փուլային քայլով՝ իրավական դաշտի մշակում (առաջարկվող տարբերակ կարող է լինել դրանց՝ որպես վճարամիջոցի՝ արժույթի դիտարկումը), ԿԲԹԱ մշակում և ներդրում, որին զուգընթաց՝ արդեն տարածում գտած կրիպտոարժույթների կիրառման հնարավորություն: Անցումային փուլում կիրառման հնարավորությունը, թերևս, կարող է տրվել միայն օգտատերերի պարտադիր նույնականացմամբ: Այսպիսով, անհրաժեշտ է «սպասել և տեսնել», թե արդյոք մոտեցումից անցում կկատարենք կարգավորման ռազմավարությանը, որը կստեղծի, մի կողմից, շուկայական հավասար պայմաններ, մյուս կողմից՝ զարգացման հնարավորություններ գլոբալ մակարդակում:

Օգտագործված գրականություն

1. Агустин Карстенс, Джон Фрост, Хюн Сон Шин, Центральным банкам следует использовать технические достижения криптовалют, чтобы обеспечить создание обширной валютной экосистемы, Финансы и развитие, сентябрь, 2022.
2. Рави Менон, Центральным банкам и регуляторам нужно дифференцированно подходить к различным инновациям в криптосфере, Финансы и развитие, сентябрь, 2022.
3. Yanuar Andrianto, Yoda Diputra, The Effect of Cryptocurrency on Investment Portfolio Effectiveness, Journal of Finance and Accounting, 2018.
4. Jim Cunha, Colm Murphy, Are Cryptocurrencies a Good Investment?, “The Journal of Investing”, 2019, Pageant Media Ltd.
5. Bank for International Settlements, Central bank digital currencies: foundational principles and core features, 2020.
6. Tao Zhang, Zhigang Huang, Blockchain and central bank digital currency, 2021.
7. David Lee Kuo Chuen, Li Guo, Yu Wang, Cryptocurrency: A New Investment Opportunity?.
8. www.finance.yahoo.com
9. www.tradingview.com
10. www.statista.com

Հավելված 1

Ընտրված բաժնետոմսերի ու կրիպտոարժույթների կոռելյացիոն մատրից



Հավելված 2

S&P 500 համաթվում ներառված և վերլուծության համար դիտարկված ընկերություններ[1]

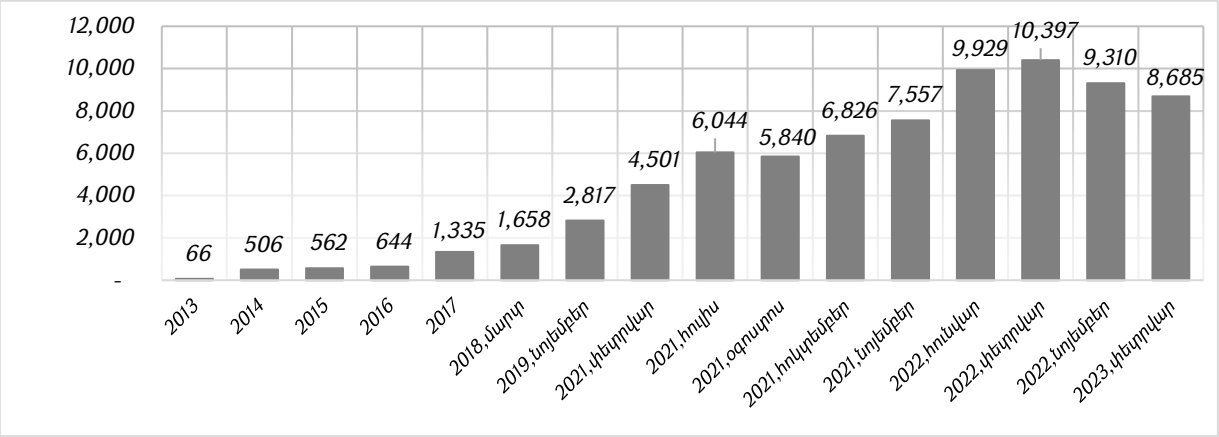
Ticker	*Company*	*Sector*	*Industry*
AAPL	Apple Inc.	Technology	Consumer Electronics
AMD	Advanced Micro Devices, Inc.	Technology	Semiconductors
AMZN	Amazon.com, Inc.	Consumer Cyclical	Internet Retail
BA	The Boeing Company	Industrials	Aerospace & Defense
CAT	Caterpillar Inc.	Industrials	Farm & Heavy Construction Machinery
COP	ConocoPhillips	Energy	Oil & Gas E&P
COST	Costco Wholesale Corporation	Consumer Defensive	Discount Stores
CRM	Salesforce, Inc.	Technology	Software–Application
CSCO	Cisco Systems, Inc	Technology	Communication Equipment
DIS	The Walt Disney Company	Communication Services	Entertainment
EL	The Estée Lauder Companies Inc.	Consumer Defensive	Household & Personal Products
FISV	Fiserv, Inc.	Technology	Information Technology Services
GOOGL	Alphabet Inc.	Communication Services	Internet Content & Information
HD	The Home Depot, Inc.	Consumer Cyclical	Home Improvement Retail
HON	Honeywell International Inc.	Industrials	Conglomerates
JNJ	Johnson & Johnson	Healthcare	Drug Manufacturers–General
KO	The Coca-Cola Company	Consumer Defensive	Beverages—Non-Alcoholic
LMT	Lockheed Martin Corporation	Industrials	Aerospace & Defense
MA	Mastercard Incorporated	Financial Services	Credit Services
META	Meta Platforms, Inc.	Communication Services	Internet Content & Information

[1] Տվյալների աղբյուրը՝ Yahoo Finance:

MMM	3M Company	Industrials	Conglomerates
NVDA	NVIDIA Corporation	Technology	Semiconductors
PEP	PepsiCo, Inc.	Consumer Defensive	Beverages—Non-Alcoholic
PFE	Pfizer Inc.	Healthcare	Drug Manufacturers—General
PG	The Procter & Gamble Company	Consumer Defensive	Household & Personal Products
PYPL	PayPal Holdings, Inc.	Financial Services	Credit Services
RTX	Raytheon Technologies Corporation	Industrials	Aerospace & Defense
TSLA	Tesla, Inc.	Consumer Cyclical	Auto Manufacturers
TT	Trane Technologies plc	Industrials	Building Products & Equipment
V	Visa Inc.	Financial Services	Credit Services

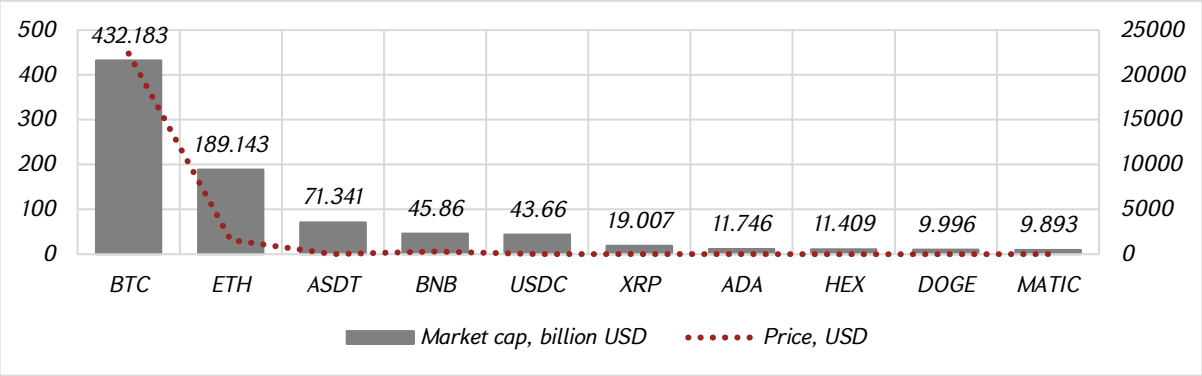
Հավելված 3

Կրիպտոարժույթների թիվն աշխարհում 2013-ից 2023 թվականի փետրվարին[1]



Հավելված 4

Ամենամեծ շուկայական կապիտալացում ունեցող կրիպտոարժույթները և դրանց շուկայական գները 2023 թ. մարտի սկզբին



[1] https://www.statista.com/statistics/863917/number-crypto-coins-tokens/

Հավելված 5

Howey-ի թեստի արդյունքները կրիպտոարժույթների և smart contract-ների համար

	կրիպտոարժույթ	*smart contract*
Գումարի ներդրում	+	+
Ընդհանուր ձեռնարկությունում	-	+
Շահույթի ակնկալիք	+	+
Աճանցված այլոց ջանքերից	_	+

АНАИТ ИСРАЕЛЯН

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КРИПТОВАЛЮТ В РА

Ключевые слова: *криптовалюта, блокчейн, инвестиционный актив, эквивалент обмена*

Технологический прогресс привел к созданию новых подходов в различных сферах жизни, включая финансовую систему. В данной статье обсуждаются существующие подходы к криптовалютам и рассматриваются возможности их применения в Республике Армения. Предложенные подходы подкрепляются обоснованиями.

ANAHIT ISRAYELYAN

POTENTIAL APPLICATIONS OF CRYPTOCURRENCIES IN THE RA

Keywords: *cryptocurrency, blockchain, investment asset, money*

Technological advancements have brought about new paradigms across various aspects of life, including the financial system. This paper discusses the existing approaches to cryptocurrencies and considers their potential implementation in the Republic of Armenia. The proposed approaches are supported with justifications.

ՎԱՀԵ ՀԱՐՈՒԹՅՈՒՆՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ,
«Կորպորատիվ ֆինանսներ», բակալավրիատ,
1-ին կուրս

ԿՐԻՊՏՈԱՐԺՈՒՅԹՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆԵՐՆ ՈՒ ԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հիմնաբառեր. *կրիպտոարժույթ, կրիպտոարժութային համակարգ, բիթքոյն, բլոկչեյն, թվային արժույթ, մեթոդ*

Յանկացած ոլորտում առաջացող այլընտրանքները ունենում են դրական ու բացասական կողմեր, և նախնական հետազոտությունները կարող են օգնել առաջ մղել և՛ հիմնական, և՛ այլընտրանքային ոլորտները:

Շուկայում կրիպտոարժույթի կիրառման միտումը ի հայտ է եկել տարիներ առաջ, և այսօր աշխարհի շուկաներում տեղի է ունենում դրա զգալի ընդլայնում:

Այս հետազոտությունն իրականացվել է կրիպտոարժույթի՝ որպես այլընտրանքային վճարման տարբերակի հնարավորություններն ու խնդիրները ուսումնասիրելու, ՀՀ-ում կրիպտոարժույթի ներուժն օգտագործելու և շուկան զարգացնելու ուղղությամբ առաջարկներ ներկայացնելու համար:

Ներածություն: Բիթքոյնը և այլ հայտնի կրիպտոարժույթներ մեծ ուշադրություն են գրավել վերջին մի քանի տարիների ընթացքում: Յուրաքանչյուր նորարարության հիմքում կա՛մ որևէ գործոն է, որի հիման վրա ստեղծվում կամ ստեղծվել է տվյալ նորարարությունը, կա՛մ որևէ երևույթի անհրաժեշտությունը հասարակության համար: Այս հարցին անդրադարձել է Մարսել Մորիսը՝ իր «Կրիպտոարժույթներ և բիթքոյն՝ ոլորտի քարտեզագրում» աշխատությունում[1]: Աշխարհում կրիպտոարժույթը ձեռք է բերվում և վաճառվում է բլոկչեյն համակարգի շրջանակներում: Բլոկչեյն տեխնոլոգիան դարձել է բանկային հատվածի, կառավարության, շահագրգիռ կողմերի և անհատ ներդրողների ուշադրության առարկա: Դրա հիմնական նպատակն է ստեղծել ապակենտրոնացված միջավայր, որտեղ որևէ երրորդ կողմ չի վերահսկում գործարքները և տվյալները[2]: Կրիպտոարժույթի աճը, սկսած 2009 թվականից՝ բիթքոյնի հիմնադրումից, փոթորկել է շուկան: Կրիպտոարժույթը դիտարկվում է որպես ապագա արժույթ, որը կարող է փոխարինել ներկայիս թղթային արժույթին ամբողջ աշխարհում[3]: Թեև օգտատերերի ուշադրությունը մեծ է, այնուհանդերձ,

---

[1] Տե՛ս **Morisse M.**, Cryptocurrencies and Bitcoin: Charting the Research Landscape. Twenty-First Americas Conference on Information Systems, Puerto Rico, 2015, էջ 1-2:

[2] Տե՛ս **Yli-Huumo J., Ko D., Choi S., Park S., Smolander K.**, Where is current research on blockchain technology? A Systematic Review, 2016, էջ 11:

[3] Տե՛ս **Tschorsch, F., Scheuermann B.**, Bitcoin and Beyond: A Technical Survey on Decentralized Digital Currencies., 2016, էջ 1:

շատերը տեղյակ չեն դրա հնարավորությունների, թերությունների և ապագայի մարտահրավերների մասին:

Սույն հոդվածի նպատակն է կրիպտոարժույթների վերաբերյալ մասնագիտական գրականության և էլեկտրոնային աղբյուրների ուսումնասիրության արդյունքների հիման վրա բացահայտել կրիպտոարժութային համակարգի առավելությունները, թերությունները, ռիսկերը, հնարավոր զարգացումները, ինչպես նաև ներկայացնել առաջարկներ՝ ՀՀ ներուժն օգտագործելով ավանդական և ապակենտրոնացված ֆինանսների միաժամանակյա զարգացման համար:

Ուսումնասիրության նպատակի իրագործման համար առաջադրվել են հետևյալ խնդիրները՝ բացատրել կրիպտոարժույթի բնութագրիչները, ներկայացնել կրիպտոարժույթը՝ որպես ներդրումների նոր միջավայր (ինչպիսիք են ոսկին և համաթվերը), իրականացնել կրիպտոարժույթի swot վերլուծություն, ներկայացնել ՀՀ-ում կրիպտոշուկան կարգավորելու իրավական նորմերի բացակայության, ՀՀ իրավակարգավորող և ֆինանսական ոլորտի մասնագետների որակավորման խնդիրը:

Գրականության ակնարկ: Կրիպտոարժույթի ներդրման հնարավորություններին և խնդիրներին անդրադարձել են բազմաթիվ հեղինակներ: Հ. Դանիելյանը իր աշխատությունում անդրադարձել է այն հարցին, որ կրիպտոակտիվների ապակենտրոնացված կառավարումը կրում է բազում ռիսկեր, որոնց զանգվածային ներթափանցումը կենտրոնացված կառավարվող փողի զանգված կարող է առաջացնել դրամավարկային էկոհամակարգի խաթարման ռիսկեր՝ կրիպտոարժույթների գնային կտրուկ տատանումներ, կիբեռանվտանգության խաթարումներ՝ անկառավարելի մայնինգի պատճառով: Ուստի, հեղինակն առաջարկում է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից սահմանել փողի զանգվածի թույլատրելի կրիպտոլիզացման աստիճան (Z) և դրանով իսկ սահմանափակումների գործիքակազմ կիրառել (CA/MC) x 100 = Z մոտեցմամբ,

որտեղ՝

CA-ն կենտրոնական բանկի ռեեստրի կողմից գնահատված կրիպտոարժույթի շրջանառությունն է՝ շուկայական արժեքով,

Ma-ն՝ փողի համախառն զանգվածը:

Օ. Կերեյբաևը ներկայացրել է ԱՄՆ-ում կրիպտոշուկան կարգավորող պետական մեխանիզմը: Ֆինանսական հանցագործությունների իրականացման ցանցը (FinCEN) կարգավորում են թվային ակտիվները՝ փողերի լվացման դեմ պայքարի (ՓԼ) և ահաբեկչության ֆինանսավորմանը (CFT) հակազդման նպատակով:

Արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողովը (SEC) վերահսկում է այն թվային ակտիվների թողարկումն ու վերավաճառքը, որոնք համարվում են արժեթղթեր:

Ապրանքային ֆյուչերսների առևտրային հանձնաժողովը (CFTC) կարգավորում է թվային ակտիվները, եթե դրանք հիմնականում որակվում են որպես ապրանքներ կամ օգտագործվում են որպես ածանցյալ գործիքներ:

Ֆրանսիան ստեղծել է կրիպտոարժույթի կարգավորման շրջանակ, որը հիմնականում հենվում է երկու ռեժիմի վրա՝ թոքենների վաճառք կամ ICO (նախնական մետաղադրամների առաջարկ) վիզա և թվային ակտիվների ծառայություններ մատուցողների (DASP) գրանցում ու լիցենզիա: Թոկեն թողարկողները կարող են դիմել կամընտիր վիզա ստանալու համար՝ ընդգրկվելու Ֆրանսիայի ֆինանսական շուկաների մարմնի (AMF) «սպիտակ ցուցակում», մինչդեռ DASP ռեժիմը վերաբերում է միայն իրենց հաճախորդների անունից գործող միջնորդներին և ֆրանսիական շուկան թիրախավորող ընկերություններին:

Գերմանիան առաջարկում է թվային ակտիվների հարկման յուրահատուկ մոտեցում: Ի տարբերություն շատ այլ պետությունների, Գերմանիան բիթքոյնը դիտարկում է որպես մասնավոր փող, այլ ոչ թե որպես արժույթ, ապրանք կամ բաժնետոմս: Գերմանիայի բնակիչների համար մեկ տարուց ավելի պահվող ցանկացած կրիպտոարժույթ ազատված է հարկերից՝ անկախ գումարից: Եթե ակտիվները պահվում են մեկ տարուց պակաս ժամկետով, հարկը չի հաշվարկվում վաճառքից, քանի դեռ գումարը չի գերազանցում 600 եվրոն:

Մեթոդաբանություն: Հետազոտական աշխատանքի համար տեսական հիմք են հանդիսացել հայրենական և արտասահմանյան գրականությունը՝ միջազգային փորձագետների վերլուծությունները, կրիպտոարժույթի վերաբերյալ գիտական աշխատությունները, տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել միջազգային կայքերի տվյալների վերլուծությունները: Հետազոտության հիմնական մեթոդն է համեմատական վերլուծությունը:

Վերլուծություն: 2023 թ. մարտի դրությամբ շուկայում առկա է 22 904 կրիպտոարժույթ: Այնուամենայնիվ, ոչ բոլոր կրիպտոարժույթներն են ակտիվ կամ արժեքավոր: «Մեռած» կրիպտոարժույթները բացառելու դեպքում մնում է մոտ 8 856 ակտիվ կրիպտոարժույթ: Ամբողջ աշխարհում կրիպտոարժույթի ավելի քան 300 միլիոն օգտատեր կա: Եվ մոտավորապես 18,000 ձեռնարկություններ այժմ կրիպտոարժույթն ընդունում են որպես վճարամիջոց: ՀՀ-ում առկա է 49 527 օգտատեր, որոնք կազմում են երկրի բնակչության մոտ 1.7%-ը[1]: Բոլոր կրիպտոարժույթների ընդհանուր շուկայական կապիտալացումը կազմում է 1,08 տրիլիոն ԱՄՆ դոլար, իսկ առևտրի ծավալը 24 ժամում ներկայումս կազմում է 87 միլիարդ ԱՄՆ դոլար:

Դիտարկելու համար կրիպտոարժույթի ներդրումային գրավչությունը, համեմատել ենք երկու ամենահայտնի կրիպտոարժույթների, ամերիկյան S&P500 համաթվի և ոսկու գների փոփոխությունը:

[1] https://triple-a.io/crypto-ownership-data/

Աղյուսակ 1

Ակտիվների գների փոփոխությունը տարբեր ժամանակաշրջաններում[1]

	2023 թ. մարտի 9-ից մարտի 29	*2023 թ. հունվարից – մարտ*	*Վերջին 5 տարիների ընթացքում*
Բիթքոյն	+31%	+70%	+320%
Էթերիում	+17%	+48%	+257%
S&P500	+1%	+4%	+54%
Ոսկի	+8%	+9%	+51%

Ինչպես երևում է աղյուսակից, կրիպտոարժույթները աճի տեմպով գերազանցում են համեմատվող մեծությունները բոլոր ժամանակահատվածներում: SVB բանկի ճգնաժամից հետո վստահությունը դեպի բանկերը նվազել է, ինչի հաշվին բիթքոյնի արժեքն ավելացել է 31%-ով՝ 21,750 ԱՄՆ դոլարից աճելով մինչև 28,300: Կրիպտոարժույթներն ամենամեծ աճը գրանցել են համավարակի ընթացքում՝ ավելանալով մոտ 500%-ով[2]:

Բիթքոյնի կոռելյացիան ոսկու հետ շարունակում է ամրապնդվել, ինչը դրական նշան է, քանի որ ԱՄՆ-ում շարունակվում է հետագա ճնշումը տարածաշրջանային բանկային հատվածի վրա: Kaiko վերլուծական ընկերությունը հայտնել է, որ բիթքոյնի 30-օրյա կոռելյացիան ոսկու հետ աճել է մարտ ամսից ի վեր և այժմ կազմում է 57%՝ ամենաբարձրը գրեթե երկու տարվա ընթացքում: Մինչդեռ, բիթքոյնի և ոսկու 90-օրյա կոռելյացիան կազմում է 86%, ինչը 3 տարվա ամենաբարձր ցուցանիշն է[3]:

Սույն հոդվածում կրիպտոարժութային համակարգի առանցքային ուսումնասիրությունը պահանջում է կատարել ընդհանուր կրիպտոարժութային համակարգի խնդիրների և հնարավորությունների վերլուծություն, որի իրականացման համար կիրառվել է SWOT վերլուծության գործիքը:

Կրիպտոարժութային համակարգի ուժեղ կողմերը

Անվտանգ տեխնոլոգիա: Գործարքները մշակվում, հաստատվում ու ստուգվում են մայներների կողմից, և հաջողված գործարքները գրանցվում են հանրային, բաշխված գրանցամատյանում, որը կոչվում է «բլոկչեյն»[4]: Բլոկչեյնը, ինտերնետի հայտնաբերումից ի վեր, համարվում է ամենաբարդ տեխնոլոգիաներից մեկը: Այն ապահովում է առցանց գործարքների արդյունավետություն՝ անվտանգության և գաղտնիության տեսանկյունից:

Կրկնակի գործարքների անհնարինություն: Թվային մետաղադրամներ ունենալու ռիսկերից մեկը կրկնակի գործարքն է, ինչը նշանակում է, որ ինչ-որ մեկը կարող է զուգահեռ կատարել երկու գործարք՝ նույն մետաղադրամը տրամադրելով երկու տարբեր հասցեատերերի[5]: Սակայն, բլոկչեյն տեխնոլոգիայում անհնար է միաժամանակ փոխել կամ վավերացնել մի քանի ռեգիստր:

---

[1] Աղյուսակը կազմվել է www.investing.com կայքի տվյալների հիման վրա:

[2] https://www.investing.com/

[3] https://studio.glassnode.com/

[4] Տե՛ս **Shrivas M.K., Yeboah T.**, The Disruptive Blockchain: Types, Platforms and Applications, 2017, էջ 3:

[5] Տե՛ս **Bariviera A.F.**, The Ineffciency of Bitcoin Revisited: A Dynamic Approach. Economics Letters, 2017, էջ 2:

Գործարքային ծախսերը: Բանկային միջնորդավճարների համեմատ, որոնք կարող են տատանվել 1,5-ից մինչև 3,0% («Էյչ-Էս-Բի-Սի Բանկ Հայաստան» ՓԲԸ՝ 2-3%[1], «Այդի Բանկ» ՓԲԸ՝ 3%[2], «Յունիբանկ» ԲԲԸ՝ 2-3%[3]), կրիպտոարժույթով վճարումներն առաջարկում են գործարքների նվազեցված վճարներ, հաճախ՝ 1%-ով կամ ավելի քիչ՝ կախված ծառայության մատակարարից և բլոկչեյն ցանցերից, որոնք հեշտացնում են վճարումները: Binance կրիպտոբորսան ունի P2P փոխանցման հնարավորություն, որի դեպքում միջնորդավճարը 0% է, ինչը շուկայի մասնակիցներին հնարավորություն է տալիս շփվելու առանց միջնորդավճարի:

Կրիպտոարժութային համակարգի թույլ կողմերը

Իրավական համակարգի անպատրաստականություն: Որոշակի գործողությունների արդյունքում, որոնք հանգեցրել են կրիպտոակտիվների կորստին, հնարավոր չէ դիմել որևէ համակարգի (մարմնի)՝ ակտիվները վերականգնելու կամ գործարքները չեղարկելու համար, ինչը պայմանավորված է ՀՀ-ում կրիպտոարժութային համակարգում իրավական կարգավորումների բացակայությամբ:

Գների անկայունություն: Համակարգին բնորոշ են գների կտրուկ տատանումներ, որոնք կարող են հանգեցնել ինչպես շահութաբեր ներդրումների, այնպես էլ կորուստների: Աղյուսակ 2-ում ներկայացված են USD-ի, EUR-ի, S&P500-ի և կրիպտոարժույթների ստանդարտ շեղումները տարբեր ժամանակահատվածներում:

Աղյուսակ 2

Ստանդարտ շեղումների համեմատություն տարբեր ժամանակաշրջաններում [4]

	2018-2023	*2022-2023*	*1 ամսվա կտրվածքով*
USD	45,18(9.68%)	16,14(4.02%)	0,43(0.11%)
EUR	58,91(11.23%)	21,67(5.16%)	3,86(0.93%)
S&P500	571.77(15.31%)	170,91(4.28%)	110,17(2.56%)
Bitcoin	15295,92(49.36%)	4712.83(20.82%)	3273.85(12.44%)
ETH	618.91(52.77%)	205.41(22.16%)	164.58(13.24%)

Աղյուսակի տվյալներից երևում է կրիպտոակտիվների գների անկայունությունը:

Գիտելիքի բացը: ՀՀ կարգավորող մարմինները դժվարանում են քայլել ժամանակին համընթաց և հասկանալ DeFi-ի գործունեությունը, ինչը կարող է խնդիրներ առաջացնել՝ կապված շուկան նորմավորելու հետ:

[1] https://www.hsbc.am/pdfs/accounts/cash-operations/
[2] https://idbank.am/others/other/rates/?tab-id=tarifs
[3] https://www.unibank.am/hy/service/rates/6277/
[4] Աղյուսակը կազմվել է www.investing.com կայքի տվյալների հիման վրա:

Կրիպտոարժութային համակարգի հնարավորությունները

Արագություն: Կրիպտոարժույթի շուկան կարող է աշխատել 24 ժամ, շաբաթը 7 օր: Գնագոյացման տվյալները հասանելի են ակնթարթորեն, որի շնորհիվ աշխարհում ցանկացած մարդ կարող է առևտուր անել՝ առանց որևէ ծախսի, քանի դեռ հասանելի է ինտերնետը:

Ազատ աշխատանքային գրաֆիկ: Փոխանցում կատարելու համար հաճախորդը կարիք չունի սպասելու բանկային աշխատանքային օրերի: Գումարը կարող է փոխանցվել մի քանի րոպեում: 24/7 ցանցը հասանելի է փոխանցումների համար: Վճարման այս եղանակը կօգնի աշխատել ցանկացած ժամի՝ անկախ լինելով կանոնավոր աշխատանքային ժամերից:

Բարձր եկամտաբերություն: Կրիպտոարժույթի բորսան հնարավորություն է տալիս կնքելու ֆյուչերսային պայմանագրեր, որի հետ մեկտեղ, ճիշտ կիրառելով ՖԼՈՒ-ն, կարելի է մեկ գործարքով հասնել ROE-ի 200% և ավելի աճի:

Մայնինգ: Չնայած շրջակա միջավայրին հասցված վնասին՝ կրիպտոարժույթների մայնինգը շարունակում է մնալ շատ շահութաբեր բիզնես՝ փորձելով հետ մղել նավթի արդյունահանումը կանխիկ մուտքերի առումով: Ուստի, իշխանությունները պետք է այս հարցը լուծեն բոլորին՝ և՛ պետությանը, և՛ մայներներին ձեռնտու տարբերակով: Օրինակ, Ղազախստանում 2022 թ. մայնինգի շնորհիվ աշխատել են 190 մլն ԱՄՆ դոլար, իսկ պետությունը, որպես կարգավորում, բարձրացրել է ոլորտում ծախսված էլեկտրաէներգիայի վճարները:

Կրիպտոարժութային համակարգի վտանգները

Տեխնիկական: Գործարքների կատարման, գնագոյացմանն աջակցող ծրագրային ապահովման համակարգում կարող են լինել խափանումներ, և կարող է խաթարվել ամբողջականությունն ու անընդհատությունը:

Շուկայի մանիպուլյացիաներ: Քանի որ շուկան շատ գրավիչ է, այդ իսկ պատճառով առկա են բազում խարդախներ, որոնք մանիպուլյացիաների միջոցով փորձում են կորզել հաշիվների մասին տվյալներ: Կիբեռհանցագործները համակարգչային ծրագրերի միջոցով փորձում են օգտագործել սմարթ-պայմանագրերի ծրագրավորման մեջ առկա թերությունները և գումարներ կորզել:

Լիցենզավորման բացակայությունը: ՀՀ-ում լիցենզիայի տրամադրման բացակայությունը խնդիրներ կարող է առաջացնել այն առումով, որ ՀՀ կարգավորող մարմինները չեն կարողանա համագործակցել կրիպտոբորսաների հետ՝ առաջացնելով ավանդական և ապակենտրոնացված ֆինանսների կապի խզում:

Ֆինանսական: Ինչպես ավանդական, այնպես էլ ապակենտրոնացված (DeFi) ֆինանսներում վարկավորումը ենթակա է շուկայական, իրացվելիության և վարկային ռիսկի[1]:

[1] https://www.investopedia.com/terms/c/cryptocurrency.asp

Եզրակացություն: Կրիպտոարժութային համակարգի SWOT վերլուծությունը թույլ է տալիս կատարել մի շարք եզրահանգումներ՝ կապված ռիսկերի հետ: Հոդվածի շրջանակներում փորձել ենք ներկայացնել առաջարկություններ, թե ինչպես ՀՀ-ն կարող է հաղթահարել առաջ եկած խնդիրներն ու վտանգները:

Գիտելիքների բացը լրացնելու համար առաջարկում ենք կարգավորող մարմիններին՝ համագործակցել շուկայի տվյալների վերլուծական առաջատար այնպիսի ընկերությունների հետ, ինչպիսիք են Elliptic-ը և Chainalysis-ը: Դա հստակություն կհաղորդի այս ոլորտին՝ նվազեցնելով առկա ռիսկերը, պահպանելով նորարարության ներուժը:

Տեխնիկական և **ֆինանսական** վտանգները վերացնելու համար ՀՀ ԿԲ-ին առաջարկում ենք համաձայնագիր կնքել Binance կրիպտոբորսայի հետ: Եվրոպայի մի շարք խոշոր պետություններ (Գերմանիա, Իտալիա, Ֆրանսիա, Անգլիա) արդեն իսկ համագործակցում են Binance-ի հետ, ինչը նրանց հնարավորություն է տալիս համագործակցության շրջանակներում փոխադարձ աջակցությամբ կարգավորելու և վերահսկելու ոլորտը երկրի ներսում: Աշխարհում ամենահայտնի և 100 միլիոնից ավելի օգտատեր ունեցող կրիպտոարժույթի բորսան, ունենալով 49.908 մլրդ ԱՄՆ դոլարի կապիտալացում և գործարքների ծավալ՝ 490.77 մլն/օր, համարվում է ամենակարգավորված և պաշտպանված բորսան[1]: Այն ամենամեծ գործիքակազմն ունի փողերի լվացման, կասկածելի հաշիվների և խարդախությունների բացահայտման համար:

Համաձայնագրի ստորագրման հիմնական նպատակը կողմերի համագործակցությունն ու փոխադարձ աջակցությունն է՝ կրիպտոշուկայում հանցավոր ճանապարհով ձեռք բերված վիրտուալ ակտիվների, ինչպես նաև «լվացման» համար նախատեսված վիրտուալ ակտիվների և ահաբեկչության ֆինանսավորումից ստացված եկամուտների հայտնաբերման գործում:

Համաձայնագրով նախատեսված է լինելու նաև իրավակարգավորող մարմինների վերապատրաստման ծրագիր՝ Binance Academy-ի շրջանակներում **իրավական համակարգի անպատրաստականության** խնդիրը վերացնելու համար: Ծրագրի նպատակն է զարգացնել համագործակցությունը տեղական և միջազգային իշխանությունների միջև՝ կիբեռ- և ֆինանսական հանցագործությունների դեմ պայքարում:

Լիցենզավորման համար առաջարկում ենք ՀՀ ԿԲ իրավասության ներքո ստեղծել կարգավորիչ համակարգ, որտեղ կրիպտոբորսաները կարող են լիցենզիա ստանալ:

Պետական մակարդակով առանձնացրել ենք DeFi կարգավորման երկու հնարավոր մոտեցումներ.

1. կիրառել արգելող իրավական և կարգավորող նորմերի շրջանակներ,
2. ստեղծել հատուկ համակարգված կարգավորող դաշտ՝ դիմագրավելու DeFi-ին բնորոշ հատուկ մարտահրավերներին:

Մեր կարծիքով՝ կանոնակարգերի պարտադրումը (1-ին տարբերակը) չի համապատասխանի նպատակին, և դրանց վաղաժամ ներդրումը կարող է բերել DeFi համակարգում

[1] https://coinmarketcap.com

նորարարությունների զսպման: Արգելող կանոնակարգերի ներդրումը կարող է դրդել մասնակիցներին՝ տեղափոխել իրենց միջոցները ստվերային շուկաներ:

Այսպիսով, հաշվի առնելով բոլոր ռիսկերը, ՀՀ ԿԲ-ն կրիպտոարժույթների կարգավորումը պետք է բերի իր վերահսկողության ոլորտ և դրանց շրջանառությունը ենթարկի մշտադիտարկման՝ որոշակի սահմանված նորմատիվի թույլատրելիության զուգակցմամբ: Ամեն դեպքում, համակարգված միջազգային մոտեցումը գերադասելի է տեղական կանոնակարգերից: Կարգավորման գործընթացը պետք է դուրս գա մեկ պետության շրջանակից և միջազգային տեղեկատվական շղթա հանդիսանա՝ համակարգելով տարբեր երկրների ջանքերը կիբեռանվտանգության, հարկագանձման, փողերի լվացման ռիսկերի կանխարգելման ուղղությամբ: Պետք է կիրառվեն ռիսկերի գնահատման ընդունված միջազգային մոտեցումներ, որոնք հնարավորություն կտան իրականացնելու ռիսկայնության բազմագործոնային վերլուծություն՝ հաշվի առնելով ոչ միայն ոլորտի ֆինանսատնտեսական, գործառնական, այլև կիբեռանվտանգային ու համակարգային ռիսկերը:

Օգտագործված գրականություն

1. Ali R., Barrdear J., Clews R., Southgate J., The economics of digital currencies. Bank of England Quarterly Bulletin, 2014.
2. Bariviera A.F, The Ineffciency of Bitcoin Revisited: A Dynamic Approach. Economics Letters, 2017.
3. Morisse M., Cryptocurrencies and Bitcoin: Charting the Research Landscape. Twenty-First Americas Conference on Information Systems, Puerto Rico, 2015.
4. Shrivas M.K., Yeboah T., The Disruptive Blockchain: Types, Platforms and Applications, 2017.
5. Tschorsch F. and Scheuermann B., Bitcoin and Beyond: A Technical Survey on Decentralized Digital Currencies, 2016.
6. Yli-Huumo J., Ko D., Choi S., Park S., Smolander K., Where is current research on blockchain technology? A Systematic Review, 2016.
7. https://www.cba.am/
8. https://coinmarketcap.com
9. https://idbank.am/others/other/rates/?tab-id=tarifs
10. https://triple-a.io/crypto-ownership-data/
11. https://www.investing.com/
12. https://www.investopedia.com/terms/c/cryptocurrency.asp
13. https://www.hsbc.am/pdfs/accounts/cash-operations/
14. https://www.unibank.am/hy/service/rates/6277/

ВАГЕ АРУТЮНЯН

ВОЗМОЖНОСТИ И ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ КРИПТОВАЛЮТ В РА

Ключевые слова: *криптовалюта, криптовалютная система, биткойн, блокчейн, цифровая валюта, метод*

Прогнозирование или изучение альтернативных вариантов в любой отрасли для постепенного улучшения предыдущей практики, безусловно, поможет стать лучше в ключевой отрасли. У альтернативных вариантов есть свои плюсы и минусы, и некоторые предварительные исследования могут помочь отрасли двигаться вперед. Тенденция использования криптовалюты на рынке возникла несколько лет назад, и во всем мире происходит ее значительное распространение на всех рынках. Это исследование проводится с целью изучения возможностей и проблем криптовалюты как альтернативного варианта оплаты, представления предложений, связанных с использованием всего потенциала РА и развития рынка криптовалют в Армении.

VAHE HARUTYUNYAN

OPPORTUNITIES AND CHALLENGES OF INVESTING CRYPTOCURRENCIES IN THE RA

Keywords: *cryptocurrency, cryptocurrency system, bitcoin, blockchain, digital currency, method*

Forecasting or exploring the alternative options in any industry to progressively improve established practices can significantly enhance the performance in the key industry. Weighing pros and cons of these alternatives, together with a thorough background research can benefit the industry to move forward. The trend of using cryptocurrencies in the market that emerged a few years ago has significantly spread in all markets around the world. This research is conducted to explore the opportunities and problems of cryptocurrency as an alternative payment option, presenting proposals related to the use of the full potential of the RA and the development of the cryptocurrency market in Armenia.

ԼԻԱՆԱ ՄԱՃԿԱԼՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ,
«Ֆինանսներ», բակալավրիատ, 4-րդ կուրս

ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հիմնաբառեր. *կայուն եկամտային ֆոնդ, պահպանողական ֆոնդ, հավասարակշռված ֆոնդ, ֆոնդի զուտ ակտիվներ, փայի հաշվարկային արժեք*

2010 թ. դեկտեմբերին ընդունվել է «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենքը, որի նպատակը Հայաստանի Հանրապետությունում կենսաթոշակային տարիքի անձանց համար, բացի պետական կենսաթոշակից, նաև լրացուցիչ եկամուտների ստացման հնարավորության ստեղծումն է: Հոդվածի շրջանակներում ուսումնասիրվել են կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կառավարվող ակտիվների կառուցվածքի և ֆոնդերի եկամտաբերության շարժընթացը տարիների կտրվածքով, կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կառավարվող ակտիվների կառուցվածքը՝ ըստ արժույթների, ակտիվների բաշխվածությունը՝ ըստ երկրների, ինչպես նաև փայի հաշվարկային արժեքների վրա ազդող գործոնները:

Ներածություն: 2014 թ. հունվարից ՀՀ-ում գործում է կուտակային կենսաթոշակային համակարգ, ըստ որի՝ յուրաքանչյուրն ինքն է պլանավորում իր կենսաթոշակը: ՀՀ կենսաթոշակային համակարգը բաղկացած է 3 բաղադրիչից՝

- պետական կենսաթոշակային ապահովություն,
- պարտադիր կուտակային բաղադրիչ,
- կամավոր կենսաթոշակային բաղադրիչ:

ՀՀ-ում գործում են 2 կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչներ, որոնցից յուրաքանչյուրը կառավարում է 3 տեսակի կենսաթոշակային ֆոնդ:

ՀՀ-ում գործող կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչներն են «Ամունդի Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն և «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ» ՍՊԸ-ն: Նրանց կողմից կառավարվող կենսաթոշակային ֆոնդերն են՝

1. հավասարակշռված,
2. պահպանողական (կոնսերվատիվ),
3. կայուն եկամտային:

Ֆոնդերը միմյանցից տարբերվում են ռիսկի աստիճանով[1]:

ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կազմում գերակշռում են ՀՀ պետական պարտատոմսերը, այնուհետև՝ դրամական միջոցները և ավանդները, կոլեկտիվ ներդրու-

[1] https://www.abcfinance.am/pension1.html

մային գործիքները, այլ պարտատոմսեր և ակտիվներ: Կախված ֆոնդի տեսակից՝ միջինում ակտիվների 20-29%-ը ներդրված է արտասահմանյան բաժնային արժեթղթերում, հիմնականում՝ բաժնային ներդրումային ֆոնդերում, կախված ֆոնդի տեսակից՝ ակտիվների 4-5%-ը ներդրված է արտասահմանյան պարտատոմսերի ֆոնդերում, 25-35%-ը՝ ՀՀ պետական պարտատոմսերում, 7-9%-ը՝ կորպորատիվ պարտատոմսերում, 26-31%-ը՝ ավանդներում և կանխիկ դրամական միջոցներում[1]:

2021 թ. վերջի դրությամբ կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների մեծությունը կազմել է շուրջ 500 մլրդ ՀՀ դրամ, որոնց գրեթե 98%-ը բաժին է ընկել պահպանողական (կոնսերվատիվ) ֆոնդին, քանի որ մասնակցի կողմից կենսաթոշակային ֆոնդի ընտրություն չկատարելու դեպքում համակարգը ինքնաշխատ կերպով ընտրում է երկու կառավարիչներից որևէ մեկի միջին ռիսկայնության (պահպանողական) ֆոնդը: Այստեղից կարելի է եզրակացնել, որ համակարգի մասնակիցների մեծամասնությունը չի կատարում ֆոնդի ընտրություն, 1.2%-ը բաժին է ընկնում հավասարակշռված ֆոնդին, իսկ 0.8%-ը՝ կայուն եկամտային ֆոնդին:

Նպատակը և խնդիրները: Նպատակը կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ակտիվների կառավարման հայաստանյան փորձի ուսումնասիրության հիմնա վրա ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառավարման հիմնախնդիրների և ռիսկերի բացահայտումն է: Նշված նպատակի իրագործման համար առաջարկվում է.

- ուսումնասիրել ՀՀ կենսաթոշակային համակարգը,
- ուսումնասիրել ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի հիմնախնդիրները և բացահայտել ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի ռիսկերը,
- ուսումնասիրել ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների եկամտաբերության վրա ազդող գործոնները և վերլուծել ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների եկամտաբերության շարժընթացը:

Գրականության ակնարկ: Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառավարման հիմնախնդիրներին անդրադարձել են բազմաթիվ հեղինակներ: Կարեն Թումանյանցի հետազոտության նպատակն է եղել որոշել կենսաթոշակային հիմնադրամների ներդրումային ռեժիմի ընտրության վրա ազդող գործոնները: Նա ուշադրությունը բևեռել է կարգավորման երկու ասպեկտների վրա՝ ռիսկային ակտիվների մասնաբաժնի սահմանափակումներ և օտարերկրյա ներդրումներ, ուսումնասիրել է ավելի քան 82 երկիր: Հետազոտությունը հիմնված է Կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային կարգավորման տարեկան հետազոտության վրա, վիճակագրությունը ներառում է 2009-2019 թթ.: Արդյունքում հեղինակը եզրակացրել է, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի թիվը (տոկոսներով՝ ՀՆԱ-ի նկատմամբ), ռիսկային ներդրումների (բաժնետոմսերի) և կենսաթոշակային ֆոնդերում արտասահմանյան

[1] https://cda.am/am/37/information-centre/72/pension-system

ներդրումների մասնաբաժինը շատ երկրների կարգավորող պրակտիկայի վրա էական ազդեցություն չունեն[1]: Մեկ այլ հեղինակ ուսումնասիրել է, թե որքանով են ներդրումները, գնահատումը և ֆինանսավորումը կարգավորող կանոնակարգերը ազդում կենսաթոշակային հիմնադրամների ակտիվների բաշխման ռիսկայնության վրա՝ համեմատելով Միացյալ Նահանգների, Կանադայի և Նիդեռլանդների պետական, կորպորատիվ և արդյունաբերական կենսաթոշակային հիմնադրամների կարգավորիչ շրջանակները 1992-2011 թթ.[2]:

Դավիթ Կարիմյանն իր աշխատությունում նշում է, որ կենսաթոշակային համակարգը պետության սոցիալական կառուցվածքի կարևոր և, միևնույն ժամանակ, շատ խոցելի մասն է, որը գտնվում է ազգային տնտեսության, ողջ հասարակության և անգործունակ տարիքի տարեցների շահերի հատման կետում: Կենսաթոշակային համակարգը դրսևորվում է՝ ելնելով տնտեսական զարգացման մակարդակից, տիրող սոցիալ-ժողովրդագրական իրողություններից: Կենսաթոշակային համակարգի նոր մատրիցը, որոշակի արտոնությունների հետ մեկտեղ, պարունակում է նաև որոշակի ռիսկեր, այդ թվում՝ քաղաքական, կազմակերպչական, կարգավորող, կառավարչական, որոնք պահանջում են կանխարգելիչ կանոնակարգերի սահմանում և մշտադիտարկում[3]:

Մեթոդաբանություն: Հետազոտության արդյունքում կատարված եզրահանգումները հիմնված են տարբեր աղբյուրներից ստացված տեղեկությունների վրա: Իրականացվել է գրականության ուսումնասիրություն և վերլուծություն, որի ընթացքում կիրառվել է համեմատական ուսումնասիրությունների մեթոդը:

Վերլուծություն: Դիտարկենք կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կառավարվող ակտիվների կառուցվածքի փոփոխության շարժընթացը՝ ըստ տարիների: Ուսումնասիրել ենք ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից կառավարվող ակտիվների կառուցվածքը՝ ստեղծման պահից սկսած: Ստորև ներկայացված են «Ամունդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի և «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի կողմից կառավարվող ակտիվների կառուցվածքը՝ ըստ դասերի, 2014-2021 թթ.:

Վերլուծելով տեսնում ենք, որ 2014 թ. ֆոնդերի ակտիվների գերակշիռ մասը՝ պահպանողական ֆոնդի 33%-ը, հավասարակշռված ֆոնդի 41%-ը և կայուն եկամտային ֆոնդի 37%-ը ներդրված են կանխիկ միջոցներում, իսկ արդեն 2015-2021 թթ. ակտիվների գերակշիռ մասը ներդրված է եղել ավանդներում և ՀՀ պետական պարտատոմսերում:

«Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի միջոցների մեծ մասը, ի տարբերություն «Ամունդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի, ներդրված են եղել ՀՀ պետական պարտատոմսերում և ավանդներում: «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ն նվազեցրել է ներդրումները կանխիկ միջոցներում՝ ընդլայնելով ավանդների մասնաբաժինը: 2021 թ. պահպանողական ֆոնդում ավանդների կշիռը եղել է 24%,

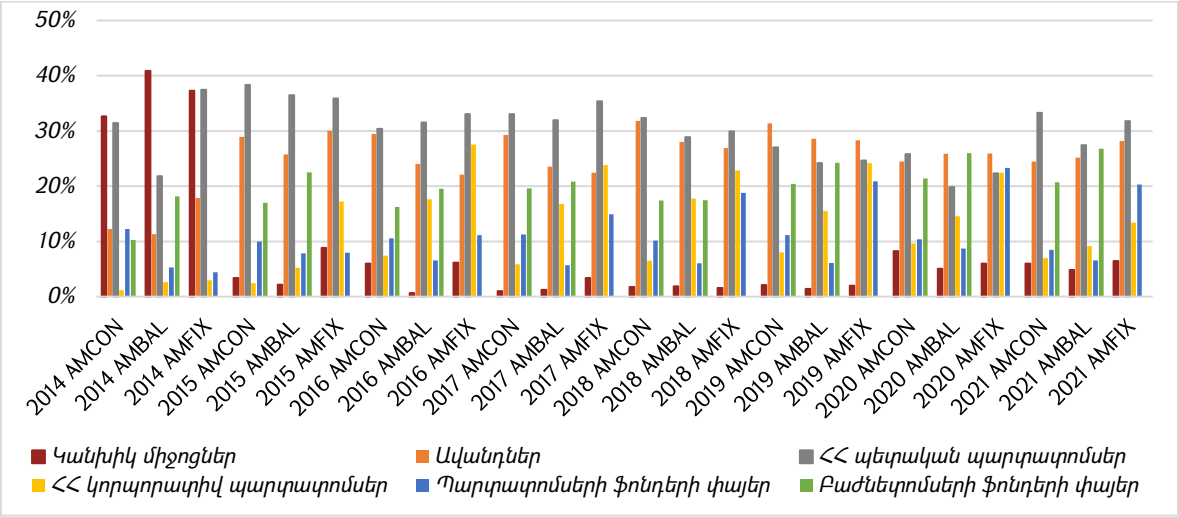
---

[1] Տե՛ս **K. Tumanyants**, Determinants of investment regulation of pension funds, 2021:

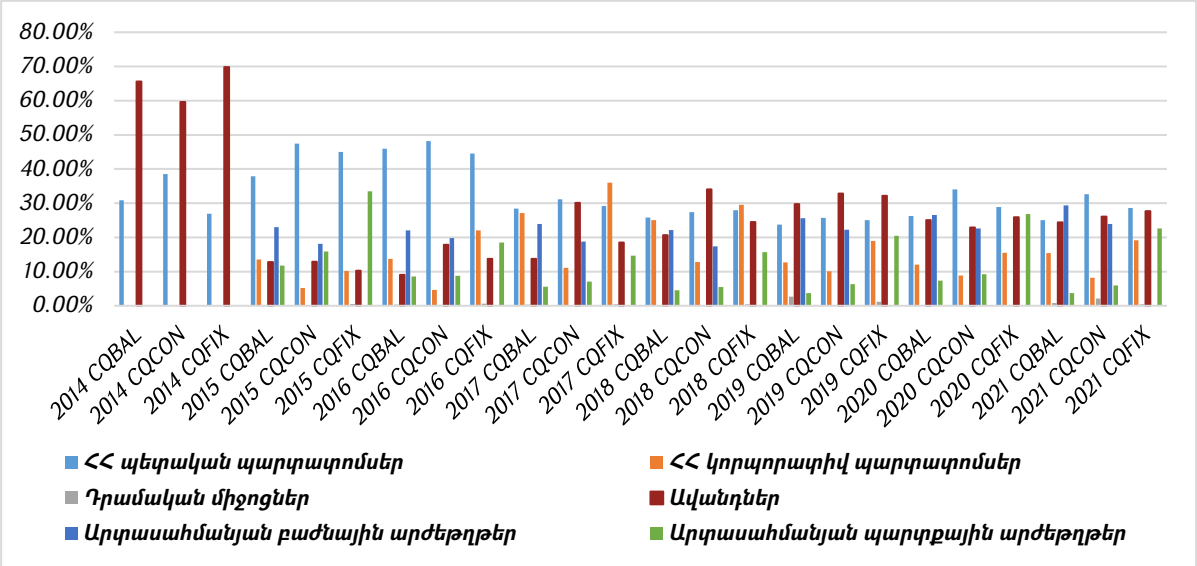
[2] Տե՛ս **S. Rigot**, Regulation and Pension Fund Risk-Taking, Journal of International Money and Finance 84, 2018:

[3] Տե՛ս **D. Karimyan**, Comparative Assessment of Institutions, Infrastructure and Management of RA Pension Funds, 2022.

հավասարակշռված ֆոնդում՝ 25%, իսկ կայուն եկամտային ֆոնդում՝ 28% (2014 թ. համեմատ աճել են ավելի քան 2 անգամ):



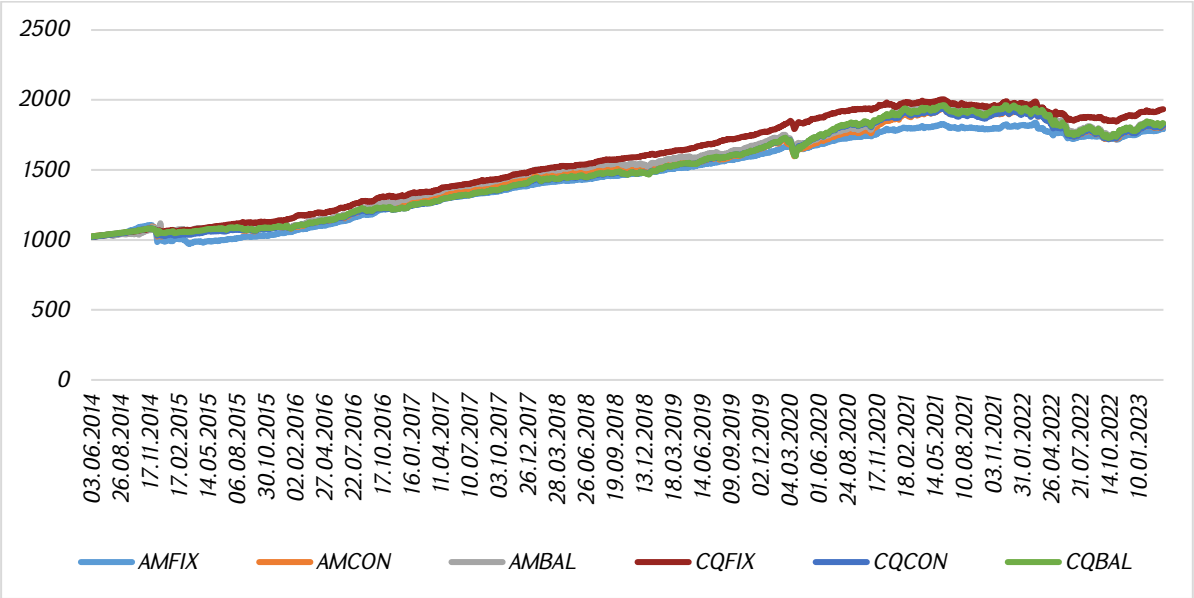
Գծապատկեր 1. ***«Ամունդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի կողմից կառավարվող ակտիվների կառուցվածքի շարժընթացը 2014-2021 թթ.***[1]



Գծապատկեր 2. ***«Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի կողմից կառավարվող ակտիվների կառուցվածքի շարժընթացը 2014-2021 թթ.***[2]

[1] Գծապատկերը կազմվել է https://www.amundi-acba.am/hy/Pension-Funds տվյալների հիման վրա:
[2] Գծապատկերը կազմվել է https://www.c-quadrat-ampega.am/am/overview/view/2 տվյալների հիման վրա:

«Ամունդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի և «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջ-մենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի փայի հաշվարկային արժեքների (NAV) շարժընթացը, ստեղծման պահից սկսած, ներկայացված է գծապատկեր 3-ում:



Գծապատկեր 3. ***Ֆոնդերի փայի հաշվարկային արժեքների շարժընթացը 2014-2023 թթ.***[1]

Վերլուծելով կարող ենք ասել, որ «Ամունդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի կողմից կառավարվող կենսաթոշակային ֆոնդերը, ստեղծման պահից մինչև 2022 թվականը, ապահովել են 72-75% եկամտաբերություն կամ միջին տարեկան 6,5-6,7% եկամտաբե-րություն: «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի կողմից կառա-վարվող կենսաթոշակային ֆոնդերի միջին եկամտաբերությունը ստեղծման պահից կազ-մել է 6,8-7,5%:

Դրամի արժևորումը, թերևս, ամենամեծ ազդեցությունն է ունեցել ֆոնդերի փայի հաշվարկային արժեքների տատանողականության վրա: 2014 թ. վերջին արտարժույթի կուրսն աճել է, ինչի հետևանքով փայի արժեքները նույնպես աճել են, իսկ 2022 թ. վերջին արտարժույթի կուրսը կտրուկ անկում է գրանցել: Փայի արժեքները այս նույն ժամանակա-հատվածում նույնպես գրանցել են անկում, որը պայմանավորված է եղել նաև պարտատոմ-սերի եկամտաբերության նվազմամբ:

2022 թ. բացասական եկամտաբերությունը պայմանավորված էր հիմնականում ՀՀ պետական պարտատոմսերի և արտասահմանյան պարտատոմսերի գների նվազմամբ, ինչն էլ, իր հերթին՝ ինչպես ՀՀ տնտեսությունում և համաշխարհային տնտեսություններում առկա գնաճի բարձր մակարդակով, այնպես էլ բարձր անորոշությամբ: 2022 թ. սպասում-ներ ձևավորվեցին, որ տարբեր երկրների կենտրոնական բանկերը էլ ավելի կխստացնեն

[1] Գծապատկերը կազմվել է https://cda.am/am/funds-performance տվյալների հիման վրա:

իրենց դրամավարկային քաղաքականությունը՝ գնաճի արագացող տեմպը զսպելու նպատակով: Արդյունքում գրեթե բոլոր միջազգային ակտիվների դասերը գրանցեցին բացասական եկամտաբերություն՝ տատանվելով -10%-ից -28%-ի միջակայքում: Այսպես, 2022 թ. չորրորդ եռամսյակում «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի կողմից կառավարվող երեք կենսաթոշակային ֆոնդերն էլ գրանցել են դրական եկամտաբերություն: «Ամունդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի կողմից կառավարվող կենսաթոշակային ֆոնդերը նույնպես ունեցել են դրական եկամտաբերություն: Սակայն, եռամսյակի ընթացքում դոլարի և եվրոյի հետագա արժեզրկումը դրամի նկատմամբ որոշակի բացասական ազդեցություն է ունեցել ֆոնդերի եռամսյակային եկամտաբերության վրա:

2015-2019 թթ. արժեքները կայուն աճ են գրանցել, արդեն 2020 թ. նվազել են 0,4%-ով, այնուհետև՝ կտրուկ աճ գրանցել: Անկումը պայմանավորված է եղել COVID-19 համավարակով, ինչպես նաև 44-օրյա պատերազմի ընթացքում պարտատոմսերի եկամտաբերության նվազմամբ, սակայն շատ կարճ ժամանակահատվածում վերականգնվել է, քանի որ ֆոնդերի ակտիվների մեծ մասը ներդրվել է պետական պարտատոմսերում:

Եզրակացություն

ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ուսումնասիրության և վերլուծության արդյունքում կատարել ենք հետևյալ եզրահանգումները.

- կենսաթոշակային ֆոնդերը գործում են խիստ իրավական սահմանափակումների պայմաններում, իսկ մյուս կողմից էլ՝ ներքին շուկայի գործիքների սակավ տեսականին թույլ չի տալիս բավարար բազմազանեցում ապահովել: Սրա հետևանքով ֆոնդերի եկամտաբերությունը բարձր տատանողականություն է ցուցաբերում՝ կապված առանձին ակտիվների գների և արտարժույթի փոխարժեքի տատանման հետ:
- Ֆոնդերը, գործիքակազմի ընտրության լայն հնարավորություն չունենալով, միջոցները ներդնում են ավանդներում, պարտատոմսերում, միջազգային ներդրումային ֆոնդերի փայերում:
- Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետությունը մեծապես պայմանավորված է ակտիվների կառուցվածքով, ընդ որում՝ ֆոնդերի եկամտաբերությունն ավելի մեծ չափով կախված է բաժնային արժեթղթերում կատարվող ներդրումների, քան կայուն եկամտային գործիքների (կորպորատիվ և պետական պարտատոմսեր, ավանդներ) աճից:

Ընդհանրացնելով կարող ենք ասել, որ ակտիվների տեղաբաշխման խնդիրները հիմնականում պայմանավորված են և՛ ֆինանսական գործիքների սակավությամբ, և՛ ներդրումային անբարենպաստ հնարավորություններով, իսկ ֆոնդերը գործում են խիստ սահմանափակումների ներքո և չեն կարողանում բավարար բազմազանեցում ապահովել ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին շուկաներում: Մի շարք այլ խնդիրներ կապված են իրազեկվածության պակասի հետ, այսինքն՝ հասարակության ցածր ֆինանսական գիտելիքների: Իհարկե, սա մեծ խնդիր չէ ակտիվների կառավարման տեսանկյունից, բայց իր ազդեցությունն ունի ամբողջ համակարգի վրա:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ օրենքը «Ներդրումային ֆոնդերի մասին»:
2. ՀՀ օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին»:
3. Կանոնակարգ 10/10՝ «Ներդրումային ֆոնդերի ներդրումային սահմանափակումները»:
4. Կանոնակարգ 10/12՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների հաշվին կատարվող ծախսերի կազմն ու առավելագույն չափը»:
5. Կանոնակարգ 10/07՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդ և ֆոնդի կառավարիչ ընտրելու կարգը»:
6. Կանոնակարգ 10/17՝ «Կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների եկամտաբերության հաշվարկի մեթոդաբանությունը և եկամտաբերության մասին տեղեկատվության ներկայացման չափանիշները»:
7. «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի 2014-2022 թթ. տարեկան ֆինանսական հաշվետվություններ:
8. «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի 2014-2022 թթ. տարեկան ֆինանսական հաշվետվություններ:
9. https://www.amundi-acba.am/hy/Pension-Funds
10. https://www.c-quadrat-ampega.am/am/overview/view/2
11. https://cda.am/
12. https://www.cba.am/am/SitePages/Default.aspx
13. https://www.investing.com/
14. https://www.abcfinance.am/
15. https://www.arlis.am/

ЛИАНА МАЧКАЛЯН

ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ В РА

Ключевые слова: *фонд стабильного дохода, консервативный фонд, сбалансированный фонд, чистые активы фондов, стоимость расчета акций.*

В декабре 2010 г. был принят Закон РА «О накопительных пенсиях», целью которого является создание возможности получения дополнительных доходов для лиц пенсионного возраста в Республике Армения, помимо государственной пенсии. В рамках статьи рассмотрена динамика структуры активов под управлением пенсионных фондов и динамика доходности фондов по годам, структура активов под управлением пенсионных фондов по валютам и распределение активов по странам, а также были изучены факторы, влияющие на расчет стоимости акций.

LIANA MATCHKALYAN

FUNDAMENTAL PROBLEMS OF ASSET MANAGEMENT OF PENSION FUNDS IN THE RA

Keywords: *stable income fund, conservative fund, balanced fund, net assets of funds, share settlement value*

In December 2010, the RA enacted the Law "On Cumulative Pensions" with the aim of creating the possibility of offering additional source of income for people of retirement age in the Republic of Armenia supplementing the state pension. The paper examines the dynamics of the structure of assets managed by pension funds and the dynamics of the funds' profitability over the years, the structure of assets managed by pension funds by currencies and the distribution of assets by country, as well as the factors affecting the share settlement value.

ԻՆԵՍԱ ՄԱՐԴՈՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ,
«Ֆինանսներ», բակալավրիատ, 4-րդ կուրս

ՔՐԱՈՒԴՖԱՆԴԻՆԳԻ ԱՐԴԻ ՄԻՏՈՒՄՆԵՐԸ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հիմնաբառեր. *քրաուդֆանդինգ, նվիրատվություններ, այլընտրանքային ֆինանսավորում, ներդրումային քրաուդֆանդինգ, peer-to-peer հարթակներ*

Հոդվածում ուսումնասիրվել են քրաուդֆանդինգային շուկայի արդի միտումներն ու զարգացման հեռանկարները ՀՀ-ում, այդ թվում՝ հնարավոր դերակատարությունը ֆինանսական շուկայում՝ որպես ֆինանսավորման այլընտրանքային միջոց: Հետազոտության նպատակն է պարզել, թե ինչպես կարող է ՀՀ ԿԲ-ի՝ Հայաստանում ազատ կարգավորող դաշտ ստեղծելու քայլը նպաստել ներդրողների համար քրաուդֆանդինգի հարթակների միջոցով առցանց և արագ ներդրումներ կատարելու այլընտրանքային հնարավորություններին, ինչպես նաև ներդրումային քրաուդֆանդինգի շուկայի զարգացմանը: Անդրադարձ է կատարվել նաև peer-to-peer հարթակների զարգացման հեռանկարներին, որոնք ոչ միայն կփոխարինեն բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից տրվող վարկերին, այլ նաև կնպաստեն ֆինանսական միջոցների ներգրավման հասանելիությանն ու ավելի քիչ գործարքային ծախսերի իրականացմանը:

Ներածություն: Աշխարհաքաղաքական մարտահրավերները շարունակում են ազդել Հայաստանի միջնաժամկետ աճի հեռանկարների վրա, իսկ տնտեսությունը շարունակում է դիմակայել կառուցվածքային մարտահրավերներին: Ներկայիս ավանդական ֆինանսավորման միջոցները ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման գործում չեն կարող ապահովել բավարար արդյունք: Անհրաժեշտ է այլընտրանքային ֆինանսավորման աղբյուր, ինչպիսին կարող է հանդիսանալ քրաուդֆանդինգը: Հոդվածում անդրադարձ է կատարվել քրաուդֆանդինգի արդի զարգացման համաշխարհային միտումներին, հիմնական թիրախային խմբերին և ֆինանսավորման ոլորտներին, ինչպես նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2008 թ. ապրիլի 8-ի թիվ 113 որոշման մեջ լրացումներ կատարելու մասին որոշման հնարավոր ազդեցությանը քրաուդֆանդինգի ծառայությունների մատուցման կարգավորման գործում: Հետազոտության նպատակն է պարզել, թե ինչպես կարող են վերոնշյալ օրենսդրական փոփոխություններն ազդել ՀՀ-ում ներդրումային քրաուդֆանդինգային շուկայի զարգացման, ինչպես նաև պարտքային քրաուդֆանդինգի կամ peer-to-peer հարթակների տարածման վրա:

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Հետազոտության ընթացքում օգտագործվել են համակարգային, համեմատական և համադրման, պատճառահետևանքային կապերի ուսումնասիրության, ինչպես նաև այլ հավասար պայմանների մեթոդները: Հետազոտության համար մեթոդական հիմք են հանդիսացել ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի, ինչպես նաև Statista և The Crowdfunding Center հետազոտական կենտրոնների տրամադրած վիճակագրական տվյալները և այլ աղբյուրներ:

Kickstarter քրաուդֆանդինգային հարթակում ձեռնարկված արշավների մի շարք փոփոխականների միջև փոխհարաբերության կապի բացահայտման նպատակով կառուցվել է կոռելյացիոն մատրից: Ուսումնասիրության համար հիմք են հանդիսացել 2023 թ. փետրվար ամսվա տվյալները, որոնք վերցվել են Web Robots[1] կայքից:

Գրականության ակնարկ: Քրաուդֆանդինգի զարգացման միտումները և դրա միջոցով ֆինանսավորման ֆենոմենը դարձել են աշխարհի հետազոտողների լայն հետաքրքրության առարկան: Ինչպես սահմանում է Թոմաս Էլիոթ Յանգը իր «Ամեն ինչ. քրաուդֆանդինգային ուղեցույց» գրքում, քրաուդֆանդինգը կամավոր նվիրատվությունների միջոցով լայն հանրությունից միջոցներ հայթայթելու գործընթաց է՝ նախագծեր ստեղծելու կամ բիզնես ծրագրեր ֆինանսավորելու համար[2]: Քրաուդֆանդինգ (crowdfunding) բառը կազմված է անգլերեն crowd (ամբոխ) և funding (ֆինանսավորում) բառերից, և եթե բառացի թարգմանենք, ապա կնշանակի «ֆինանսավորում ամբոխի կողմից»:

Ջեյսոն Բեսթը և Շերվուդ Նեյսը, ուսումնասիրելով քրաուդֆանդինգի արմատները, նշում են, որ այժմ քրաուդֆանդինգ ծառայությունը շատ ավելին է, քան պարզապես շահույթ չհետապնդող կազմակերպություններին աջակցելը: «Քրաուդֆանդինգը հին բան

---

[1] https://webrobots.io/kickstarter-datasets/ (last visited 2023-03-26)

[2] Տե՛ս The Everything Guide to Crowdfunding: Learn how to use social media for small-business funding Young, **Thomas Elliott**, Published by Adams Media, 2013, էջ 19-21:

անելու նոր միջոց է». նշում են հեղինակները: Հետաքրքրական է նաև Ջեյմի Ստեգմայերի անդրադարձը: Հեղինակը կարծում է, որ քրաուդֆանդինգը հարթակ է, որը կոչված է իրականացնելու երազանքները, իսկ ամբոխն էլ կհանդիսանա նոր դարպասապահը՝ պաշտպանելով մի շարք ֆինանսական խնդիրներին առնչվող հարվածներից[1]:

Ըստ 2022 թ. փետրվարի 8-ին ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2008 թ. ապրիլի 8-ի թիվ 113 որոշման մեջ լրացումներ կատարելու մասին որոշման՝ քրաուդֆանդինգի ծառայություն է համարվում քրաուդֆանդինգի հարթակի միջոցով նախագծերի ֆինանսավորման նպատակով արժեթղթերում ներդրողների և դրանց թողարկողների հանդիպման միջոցի տրամադրումը[2]:

Հետազոտության արդյունքներ և քննարկում: Քրաուդֆանդինգի համաշխարհային շուկայի չափը 2022 թ.գնահատվել է 1,67 միլիարդ ԱՄՆ դոլար[3]: Ակնկալվում է, որ համաշխարհային քրաուդֆանդինգի շուկայի չափը մինչև 2030 թվականը կհասնի 5,53 միլիարդ ԱՄՆ դոլարի՝ համաձայն Grand View Research, Inc.-ի կողմից իրականացված նոր ուսումնասիրության: Հիմնադրումից՝ 2009 թվականից ի վեր Kickstarter հարթակի միջոցով հաջողությամբ ֆինանսավորվել է շուրջ 236,299 ծրագիր, հավաքագրվել 7,192,594,915 ԱՄՆ դոլար, և այս ամենը տեղի է ունեցել 21,878,995 աջակիցների շնորհիվ[4]:

Kickstarter-ում ընտրանքային 748 ձեռնարկված արշավների միջև կապի բացահայտման քանակական ներկայացումն իրականացվել է կոռելյացիոն մատրիցի կառուցման միջոցով: Ընդ որում, ներառված արշավների մեջ հաջողված արշավների թիվը կազմել է 348, ինչն էլ ընտրանքի 46,52%-ն է:

Մատրիցի յուրաքանչյուր բջիջ ցույց է տալիս երկու կոնկրետ փոփոխականների հարաբերակցությունը:

Որքան հարաբերակցության գործակիցը հեռու է զրոյից, այնքան ուժեղ է հարաբերությունը երկու փոփոխականների միջև: Գծապատկեր 2-ում պատկերված մատրիցը ներկայացնում է միայն թվով արտահայտված փոփոխականների կապը:

Մատրիցից կարող ենք եզրակացնել, որ քրաուդֆանդինգային արշավների աջակիցների և ԱՄՆ դոլարով ներդրված գումարների միջև կապն ուժեղ է, ինչի մասին փաստում է կապն արտահայտող գործակիցը, որը մեր դեպքում հավասար է 0,82-ի: Այստեղից էլ կարող ենք արձանագրել, որ աջակիցները գերազանցապես ներդրումներն իրականացնում են ԱՄՆ դոլարով: Արշավների վերջնաժամկետի (ինչպես նաև մեկնարկի) և աջակիցների թվի միջև կապն այնքան էլ ուժեղ չէ. գործակիցը հավասար է 0,29-ի:

---

[1] Տե՛ս A Crowdfunder's Strategy Guide: Build a Better Business by Building Community by **Jamey Stegmaier**, 2015:

[2] Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշումը ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2008 թ. ապրիլի 8-ի թիվ 113-ն որոշման մեջ լրացումներ կատարելու մասին, 08 փետրվարի 2022 թ., https://www.arlis.am/documentView.aspx?docid=160263

[3] Տե՛ս Crowdfunding Market Size, Share & Trends Analysis Report, 2023 - 2030 research performed by Grand View Analysis:

[4] https://www.kickstarter.com/help/stats (last visited 2023-03-26)

	Վերջնաժամ-կետ	Նպատակ	Մեկնարկած	Գրավադրված	Աջակիցներ	Ներդրված գումարը՝ ԱՄՆ դոլարով	Ներդրված գումարը՝ փոխարկված
Վերջնաժամկետ	1	0.053	1	0.13	0.29	0.28	0.28
Նպատակ	0.053	1	0.052	0.82	0.017	0.048	0.043
Մեկնարկած	1	0.052	1	0.13	0.29	0.28	0.28
Գրավադրված	0.13	0.82	0.13	1	0.15	0.18	0.18
Աջակիցներ	0.29	0.017	0.29	0.15	1	0.82	0.82
Ներդրված գումարը՝ ԱՄՆ դոլարով	0.28	0.048	0.28	0.18	0.82	1	1
Ներդրված գումարը՝ փոխարկված	0.28	0.043	0.28	0.18	0.82	1	1

Գծապատկեր 1. ***Կոռելյացիոն մատրից (թվային փոփոխականների համար)***

	ID	Անուն	Կատեգորիա	Հիմնական կատեգորիա	Արժույթ	Վերջնաժամ-կետ	Նպատ-ակով	Մեկ-նարկ-ված	Գրավադրված	Կարգավիճակ	Աջակիցներ	Երկիր	Ներդրված ԱՄՆ դոլարով	Ներդրված փո-խարկված
ID	1	1	-0.14	0.036	-0.034	1	0.18	1	0.66	0.49	0.22	-0.058	0.74	0.6
Անուն	1	1	-0.14	0.036	-0.034	1	0.18	1	0.66	0.49	0.22	-0.058	0.74	0.6
Կատեգորիա	-0.14	-0.14	1	-0.033	0.3	-0.14	-0.012	-0.14	0.12	0.28	0.39	0.31	0.062	0.16
Հիմնական կատեգորիա	0.036	0.036	-0.033	1	-0.018	0.035	0.078	0.036	-0.005	-0.028	-0.022	-0.03	0.0059	-0.003
Արժույթ	-0.034	-0.034	0.3	-0.018	1	-0.036	0.18	-0.034	0.037	0.16	0.11	0.89	0.098	0.048
Վերջնա-ժամկետ	1	1	-0.14	0.035	-0.036	1	0.18	1	0.66	0.49	0.21	-0.06	0.74	0.59
Նպատակ	0.18	0.18	-0.012	0.078	0.18	0.18	1	0.18	0.13	0.053	0.037	0.15	0.13	0.094
Մեկնարկված	1	1	-0.14	0.036	-0.034	1	0.18	1	0.66	0.49	0.21	-0.058	0.74	0.6
Գրավադրված	0.66	0.66	0.12	-0.005	0.037	0.66	0.13	0.66	1	0.24	0.44	-0.008	0.92	0.92
Կարգավիճակ	0.49	0.49	0.28	-0.028	0.16	0.49	0.053	0.49	0.24	1	0.19	0.15	0.31	0.19
Աջակիցներ	0.22	0.22	0.39	-0.022	0.11	0.21	0.037	0.21	0.44	0.19	1	0.092	0.37	0.47
Երկիր	-0.058	-0.058	0.31	-0.03	0.89	-0.06	0.15	-0.058	-0.008	0.15	0.092	1	0.073	0.022
ներդրված ԱՄՆ դոլարով	0.74	0.74	0.062	0.0059	0.098	0.74	0.13	0.74	0.92	0.31	0.37	0.073	1	0.88
ներդրված փոխարկված	0.6	0.6	0.16	-0.003	0.048	0.59	0.094	0.6	0.92	0.19	0.47	0.022	0.88	1

Գծապատկեր 2. ***Կոռելյացիոն մատրից (թվային և ոչ թվային փոփոխականների համար)***

Անդրադառնանք նաև երկրորդ մատրիցին, որտեղ արդեն ներառված են նաև ոչ թվային փոփոխականները: Ինչպես մատրիցում է պատկերված, ԱՄՆ դոլարով ներդրված գումարների և արտարժույթով փոխարկված գումարների գործակիցը հավասար է 0,88-ի: Այսինքն, ներդրված գումարների մեծ մասը, անկախ արժույթից, փոխակերպվում է ԱՄՆ դոլարի: Հետաքրքրական է նաև, որ ծրագրի հաջողությունը կամ անհաջողությունը պայմանավորված չէ այն հանգամանքով, թե որ ոլորտում է ձեռնարկվել արշավը: Կապն արտահայտող գործակիցը հավասար է 0,28-ի: Կապն ուժեղ չէ երկրի և արշավի կատեգորիայի, ինչպես նաև երկրի և արշավի կարգավիճակի (հաջող/անհաջող լինելու) միջև՝ համապատասխանաբար կազմելով 0,31 և 0,15: Հետևաբար, արշավի հաջողությունը կախված չէ այն երկրից, որտեղ ձեռնարկվում է արշավը: Վերոնշյալը կարող է նաև նպաստավոր նախապայման լինել հայաստանյան քրաուդֆանդինգային արշավների ձեռնարկման համար, քանի որ միջազգային հարթակներում ճիշտ պլանավորված արշավները, ամեն դեպքում, հասնում են հաջողության՝ անկախ արշավի ձեռնարկման երկրից:

Ներդրումային քրաուդֆանդինգը Հայաստանում

Ներդրումային քրաուդֆանդինգը վերջերս լայն ճանաչում է ձեռք բերել ամբողջ աշխարհում՝ որպես ստարտափների այլընտրանքային ֆինանսավորման արդյունավետ միջոց: Ի տարբերություն ընկերությունների կապիտալի հավաքագրման ավանդական մեթոդների՝ ներդրումային քրաուդֆանդինգն ուղղված է ներդրողների ավելի լայն խմբին և չի հանգեցնում ընկերության ներսում իշխանության նվազմանը: Indiegogo հարթակի վիճակագրական տվյալները ցույց են տալիս, որ դեռևս 2016 թ. ամենահաջողված ֆինանսավորվող նախագծերով երկրների վարկանշային թեժ տասնյակում էր գտնվում նաև Հայաստանը[1]: Ցավոք, ներկայումս պատկերն այլ է: Հայաստանում ներդրումային քրաուդֆանդինգի շուկան նոր է զարգանում: ԿԲ-ն 2022 թ. փետրվարի 8-ի խորհրդի նիստում հաստատել է ներդրումային քրաուդֆանդինգի ծառայությունների մատուցման կանոնակարգը: Այս կարգավորումների ներքո ԿԲ-ի կողմից լիցենզավորված ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք կկարողանան հասարակությանն առաջարկել քրաուդֆանդինգի հարթակի օպերատորի ծառայություններ: Ձեռնարկատիրական գործունեություն իրականացնող անձինք, հատկապես՝ ՓՄՁ-ները, քրաուդֆանդինգային հարթակների միջոցով հնարավորություն կունենան, առանց թափանցիկության ծավալուն պահանջների, արժեթղթերի վաճառքի միջոցով ներդրողներից ներգրավելու տարեկան մինչև 2,5 մլրդ ՀՀ դրամ ծավալով ֆինանսավորում: ԿԲ-ն ընդգծում է[2], որ քրաուդֆանդինգի վերաբերյալ փաստաթղթերը ենթակա չեն ԿԲ-ի կողմից գրանցման, այլ ենթակա են պատշաճ ուսումնասիրության քրաուդֆանդինգի օպերատորի կողմից: Եթե համեմատենք այլ երկրների հետ, ապա մենք ունենք ազատ կարգավորող ռեժիմ: Կարգավորող դաշտը ֆիքսել է 300.000 ՀՀ

---

[1] Տե՛ս "Crowdfunding Demographics and Kickstarter Project Statistics" by **Roy Morejon**, https://artofthekickstart.com/crowdfunding-demographics-kickstarter-project-statistics/ (last visited 2023-03-01)

[2] Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշումը ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2008 թ. ապրիլի 8-ի թիվ 113-ն որոշման մեջ լրացումներ կատարելու մասին, 08 փետրվարի 2022 թ., https://www.arlis.am/documentView.aspx?docid=160263

դրամ, և եթե անհրաժեշտ է ավելի շատ ներդրումներ կատարել, ապա պետք է մտածել բազմազանեցման մասին: Այս պահին ՓՄՁ ոլորտը վարկավորման սահմանափակ հնարավորություններ ունի, և քրաուդֆանդինգային հարթակների միջոցով ֆինանսավորումը հանդես կգա որպես այլընտրանք:

«Հայաստանի պետական հետաքրքրությունների ֆոնդ»-ը (ANIF) ՀՀ Կառավարության ներքո գործող ընկերություն է, որի գործունեությունը միտված է խոշորագույն ներդրողների հետ համատեղ լայնածավալ նախագծերի իրականացմանը[1]: Հաճախ ներկայացված նախագծերը չէին համապատասխանում այս կամ այն չափորոշիչներին, ինչը հիմք դարձավ առցանց ներդրումային քրաուդֆանդինգի նոր հարթակի՝ ARFI-ի ձևավորման համար: Armenia Financed-ը քրաուդֆանդինգային հարթակ է, որը 2022 թվականից ի վեր թույլ է տալիս մարդկանց ամբողջ աշխարհից ներդրումներ կատարել Հայաստանում: Ընկերությունները վաճառում են իրենց արժեթղթերը՝ սեփական կապիտալի, պարտքի, եկամտի մասնաբաժնի, փոխարկելի թղթադրամի և այլնի տեսքով[2]: Թե՛ IPO-ի և թե՛ բաժնետոմսերի քրաուդֆանդինգի առանցքը նույնն է. այն փողի դիմաց առաջարկում է ընկերության բաժնետոմսերը: Սակայն IPO-ի և քրաուդֆանդինգի միջոցով միջոցներ հայթայթող ընկերությունների պահանջներն ու սահմանափակումները տարբեր են: Այստեղ առաջանում են մի շարք հարցեր՝ կապված բորսայում ցուցարկվելու հետ: Մեկ այլ սահմանափակում է բաժնետոմսերի գինը, ինչպես նաև՝ ներդրողներին ներկայացվող պահանջները: Թեև կարող է թվալ, որ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկ անելու ճանապարհն ունի մի շարք թերություններ, այնուհանդերձ, հավատարմագրված ներ-դրողների և վենչուրային կապիտալիստների մեծամասնությունը դեռևս նախընտրում է IPO-ն: Հիմնական պատճառն այն է, որ ներդրողներին առաջարկվում է լրացուցիչ անվտանգության շերտ: IPO-ի հայաստանյան շուկան բավականին պասիվ է: IPO իրականացնում են համեմատաբար մեծ կազմակերպությունները: Հայաստանի կապիտալի շուկայի պատմության մեջ առաջին անգամ բաժնետոմսերի առաջնային հրապարակային տեղաբաշխում (IPO) իրականացրել է **«Արցախ ՀԷԿ»** ընկերությունը՝ 3,45 միլիարդ ՀՀ դրամ ընդհանուր ծավալով: Ակբա բանկի՝ 2021 թ. 7,5 մլրդ ՀՀ դրամի բաժնետոմսերի առաջնային տեղաբաշխումն իր չափերով և ներգրավված բաժնետերերի քանակով ամենամեծն էր Հայաստանի կապիտալի շուկայի պատմության մեջ: Բանկը կարողացավ ներգրավել ավելի քան 5200 բաժնետերեր[3]:

IPO-ի միջոցով ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավումը հիմնականում վերաբերում ՀՀ առևտրային բանկերին և խոշոր կազմակերպություններին: Իսկ ձեռնարկատերերը, որոնք ցանկանում են ներգրավել կապիտալ, քրաուդֆանդինգային հարթակներից և IPO-ի միջոցով ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավումից զատ, ունեն ընտրության մի շարք այլ տարբերակներ՝ ներառյալ վենչուրային կապիտալը: Վենչուրային կապիտալի համար

[1] https://anif.am/ (last visited 2023-03-05)
[2] https://anif.am/investors/invest-through-arfi-platform-by-anif/ (last visited 2023-03-05)
[3] https://www.acba.am/hy/news/3-3-billion-AMD-dividend, 2022-05-06

երկրի գրավչությունը չափվում է The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index-ով, ըստ որի՝ ՀՀ-ն 2021 թ. 125 երկրների շարքում 90-րդն է:

Աղյուսակ 1

Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր կապիտալի երկրների գրավչության համաթիվը (նույն խմբում ընդգրկված երկրների համեմատություն) [1]

Միևնույն խմբի գարածաշրջա-նային երկրներ	Տնտեսական գործունեություն	Կապիտալի շուկայի խորություն	Հարկեր	Ներդրողների պաշտպանություն և կորպորատիվ կառավարում	Մարդկային և սոցիալական միջավայր	Ձեռնարկատիրական հնարավորություններ
Շրի Լանկա	72.8	50.8	77.9	60.1	24.5	41.3
Բանգլադեշ	85.2	42.5	79.4	34.8	21.5	39.1
Մոնղոլիա	56.6	19.1	81.8	65.1	26	36.8
Հայաստան	**52.4**	**11.5**	**98.7**	**75.8**	**30.3**	**44.9**
Ադրբեջան	68.7	7.6	99.6	83.4	29.1	42.8
Կամբոջա	69.6	18.5	76.1	44.1	18.4	22.6
Ղրղզստան	52.3	12.5	48.9	60.9	20.9	35.5

Հայրենի երկրի վենչուրային կապիտալը հեշտությամբ հասանելի չէ սկսնակ ձեռնարկություններին:

Վերջին երկու տարիների ընթացքում Հայաստանում ավելի քան 20 սկսնակ ընկերություններ միասին ստացել են 700 միլիոն ԱՄՆ դոլարի ներդրում[2]: 2022 թ. **Formula VC** վենչուրային հիմնադրամը կատարել է 8 նոր ներդրում՝ 8 ստարտափներում: Ունենալով ներդրողներ 12 երկրներից և 7 միլիոն ԱՄՆ դոլար վենչուրային ֆոնդ՝ Formula VC-ն 2021 թվականից աջակցում է հայկական ստարտափներին՝ շուկայում առաջխաղացման համար: Համահիմնադիրներ Գրիգոր Հովհաննիսյանը և Կարեն Վարդանյանը նշում են, որ ներկայիս կանոնակարգերը թույլ չեն տալիս 49-ից ավելի մասնակիցների առկայություն ֆոնդում, ինչը սահմանափակող հանգամանք է, որն էլ խանգարում է ներգրավել ավելի մեծ միջոցներ և ավելի շատ մասնակիցներ: Պետք է հաշվի առնել նաև այն հանգամանքը, որ, ըստ «Վենչուրային հիմնադրամների մասին» ՀՀ օրենքի, վենչուրային հիմնադրամի բաժնեհավաք կապիտալի նվազագույն չափը սահմանվում է 500,000,000 ՀՀ դրամ[3]:

Թեև և՛ վենչուրային կապիտալը, և՛ ներդրումային քրաուդֆանդինգը կարող են ապահովել բիզնես սկսելու համար անհրաժեշտ ֆինանսավորումը, սակայն, ի տարբերություն վենչուրային կապիտալի, միջոցների ներգրավումը ներդրումային քրաուդֆանդինգի միջոցով ունի մի շարք առավելություններ: Ներդրումային քրաուդֆանդինգն ավելի ճկուն է, թույլ է տալիս ձեռնարկատերերին հասնել հավանական ներդրողների ավելի լայն զանգվածի և ստեղծել աջակիցների համայնք:

[1] https://blog.iese.edu/vcpeindex/ranking/(last visited 2023-04-02)
[2] https://investin.am/news/armenian-startup-cognaize-received-an-initial-investment-of-2000000/ , 04/07/2022
[3] http://www.parliament.am/drafts.php?sel=showdraft&DraftID=5698&Reading=0 (last visited 2023-04-02)

Պարտքային քրաուդֆանդինգ կամ «հավասարակից վարկավորում» (Peer-to-peer lending). Peer-to-peer հարթակներն (P2P) ավանդական առևտրային բանկի նորարարական տարբերակ են: Առցանց հարթակը, որոնց հիման վրա վերջիններս գործում են, հնարավորություն է տալիս գործելու որպես միջնորդ՝ փոխառուներին համապատասխանեցնելու «ներդրողների» հետ, որոնք գնել են P2P-ի կողմից ապահովված արժեթղթեր:

Հայաստանում P2P հարթակների գործունեությունը կարող է հեռանկարային լինել մի քանի պատճառով: Ակնկալվում է, որ ամբողջ աշխարհում ավանդական առևտրային բանկերը կամ վարկային կազմակերպությունները չեն ունենա ապագա զարգացման բազմազան տարբերակներ, և որ կարող են ունենալ միայն տարբեր շուկաներ ներթափանցելու, ուղղակիորեն մրցակցելու փոխարեն՝ P2P հարթակների հետ համագործակցելու միջոցով[1]:

Պետք է նշել, որ ՓՄՁ-ները մեծ դեր են խաղում տնտեսության զարգացման գործում, հատկապես՝ զարգացող երկրներում: Համաշխարհային բանկի տվյալներով՝ ՓՄՁ-ները կազմում են ամբողջ աշխարհում բիզնեսի մոտ 90%-ը և զբաղվածության ավելի քան 50%-ը[2]:

ՀՀ-ում Փոքր և միջին ձեռնարկատիրության զարգացման 2020-2024 թթ. ռազմավարության ծրագրով նախատեսվում է, որ ՓՄՁ-ներում մեկ զբաղվածի կողմից ստեղծված ավելացված արժեքը 2024 թ.կկազմի 12 մլն ՀՀ դրամ[3]: Միայն Ամերիա բանկի ՓՄՁ վարկային պորտֆելը 2022 թ. դրությամբ կազմել է 163,6 մլրդ ՀՀ դրամ: Հետևաբար, կա պահանջ, սակայն շատ հաճախ դիմումները մերժվում են՝ բանկերի կողմից դրամական հոսքերի ոչ բավարար ապացույցների, սահմանափակ գրավի, վատ վարկային պատմության և այլ պատճառներով: Khalifa Fund-ը հայտնում է, որ ՓՄՁ-ների ֆինանսավորման դիմումների մոտավորապես 50-70%-ը մերժվում է բանկերի կողմից: Վերադառնալով հայկական իրականություն՝ նշենք, որ ՀՀ-ում այլընտրանքային ֆինանսավորման միջոցների գրեթե բացակայության հետևանքով շարունակում է աճել ՀՀ տնտեսության մեջ վարկերի տեսակարար կշռի ազդեցությունը: 2022 թ. դեկտեմբերի վերջի դրությամբ Հայաստանի վարկային ընդհանուր պորտֆելը հատում է 5 տրիլիոն 250 միլիարդի շեմը[4]: Հայկական բանկերի վարկային ներդրումների ՀՆԱ մասնաբաժինը տնտեսությունում կազմել է 10,8 մլրդ ԱՄՆ դոլար (53,1%): Ընդ որում, ՀՆԱ ծավալը 2022 թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ կազմել է 8,5 տրլն ՀՀ դրամ (19,5 մլրդ ԱՄՆ դոլար)[5]: Հետևաբար, բանկերի կողմից տրամադրվող վարկերի գերակշիռ դերի նվազեցման նպատակով, ՀՀ-ին անհրաժեշտ են քրաուդֆանդինգային հարթակներ, որոնք, վստահաբար, կապահովեն մասնավոր հատվածի ավելի մեծ աճ: Թեև P2P հարթակները հաճախ գանձում են ավելի բարձր տոկոսադրույքներ, քան բանկերը, այնուհանդերձ, կարող են օգնել նվազեցնել դրա համար պահանջվող ժամանակը:

---

[1] https://www.pwc.com/us/en/consumer-finance/publications/assets/peer-to-peer-lending.pdf , How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending industry, PWC, page 2, 2015

[2] https://www.worldbank.org/en/topic/smefinance (last visited 2023-04-06)

[3] https://mineconomy.am/news/2116 (last visited 2023-04-06)

[4] https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/6-loans%20by%20sectors.xlsx , ՀՀ ԿԲ, 2023թ.

[5] https://armstat.am/file/doc/99536113.pdf , 2023-02-20

Վարկառուները գումար են վերցնում ավելի ցածր տոկոսադրույքով, հարթակները ծառայություններ են մատուցում ամբողջությամբ առցանց և ունեն ցածր գործարքային ծախսեր՝ նույնիսկ հարթակում առկա սպասարկման վճարները դիտարկելուց հետո:

Վերջին տարիներին P2P-ի միջոցով վարկավորումն արագորեն աճել է, և վարկավորման նման աճը բանկային գործունեության վրա կարող է ունենալ երկու հակակշռող ազդեցություն: Մեկն այն է, որ բանկերը ավելի քիչ են բախվում ռիսկային վարկերի և միջանկյալ իրացվելիության կարիքների հետ կապված խնդիրների, որոնք, որպես կանոն, ավելի լավ են սպասարկվում P2P վարկավորման հարթակներում և դրանց հետ կապված երկրորդային շուկաներում: Մյուսն այն է, որ բանկերը պետք է մրցակցեն P2P վարկավորման հարթակների հետ՝ նվազեցնելով իրացվելիության անվտանգության համակարգերը, որոնք նրանց անհրաժեշտ են վճարունակության պահպանման համար[1]:

Եզրակացություն: ՀՀ ԿԲ-ի՝ Հայաստանում ազատ կարգավորող դաշտ ստեղծելու քայլը կարելի է միանգամայն ողջունել, սակայն դեռ հաշվարկված չէ, թե որքանով այն պահանջարկ կունենա: Այդուհանդերձ, կարծում ենք, որ ներդրումային քրաուդֆանդինգ հարթակների կողմից այս պահին տրվող առավելությունները պահանջված կլինեն ընկերությունների կողմից՝ հաշվի առնելով նրանց տրամադրած այլընտրանքները:

Ինչ վերաբերում է P2P հարթակների ընդլայնմանը, ապա պետք է համարժեքորեն հավասարակշռել ֆինանսական նորարարությունները (օրինակ՝ P2P վարկերի ընդլայնումը) ֆինանսական կայունության հետ: Անհրաժեշտ է նաև ուշադրություն դարձնել արագ և չկարգավորվող ֆինանսական տեխնոլոգիաների ընդլայնմանը, քանի որ դրանք կարող են խաթարել ֆինանսական կայունությունը: Հնարավոր օգուտներն օգտագործելու համար P2P վարկավորման դեպքում անհրաժեշտ է ուժեղացված ֆինանսական գրագիտություն, օրինակ՝ նպատակային վերապատրաստում: Ավելին, անհրաժեշտ են համապատասխան ենթակառուցվածքներ, որոնք կիրականացնեն նպատակային ֆինանսավորումը՝ բաց չթողնելով ու աջակցելով առավել նշանակալից ոլորտներում գործող կազմակերպություններին:

Այսպիսով, թե՛ ներդրումային քրաուդֆանդինգը, թե՛ peer-to-peer վարկավորման հարթակները շատ հաջող ֆինանսական գործիք և այլընտրանքային ֆինանսավորման աղբյուր կհանդիսանան Հայաստանի համար, քանի որ քրաուդֆանդինգային հարթակների միջոցով ներդրումներ կարող է կատարել մեզանից յուրաքանչյուրը:

[1] Տե՛ս **Yeo E., Jun J.,** Peer-to-Peer Lending and Bank Risks: A Closer Look. Sustainability 2020, 12, 6107, https://doi.org/10.3390/su12156107

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշումը ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2008 թ. ապրիլի 8-ի թիվ 113-ն որոշման մեջ լրացումներ կատարելու մասին, 08 փետրվարի 2022 թ.:
2. The Everything Guide to Crowdfunding:Young, Thomas Elliott, 2013.
3. Crowdfunding: A Guide to Raising Capital on the Internet by Steven Dresner, 2014.
4. A Crowdfunder's Strategy Guide: Build a Better Business by Building Community by Jamey Stegmaier, 171 Pages, 2015.
5. Crowdfunding Market Size, Share & Trends Analysis Report, 2023 - 2030 research performed by Grand View Analysis, Inc., 2023.
6. ADB Economics Working Paper Series No. 613, March 2020, Determinants of Peer-to-Peer Lending Expansion: The Roles of Financial Development and Financial Literacy Eun Young Oh and Peter Rosenkranz.
7. Yeo E., Jun J., Peer-to-Peer Lending and Bank Risks: A Closer Look. Sustainability 2020.
8. Technology M&A 2022, Armenia: Law and Practice Narine Beglaryan and Harutyun Hovhannisyan.
9. https://armstat.am/file/doc/99536113.pdf, 2023-02-20
10. http://www.parliament.am/drafts.php?sel=showdraft&DraftID=5698&Reading=0
11. https://www.worldbank.org/en/topic/smefinance
12. https://www.thecrowdfundingcenter.com/data/categories
13. https://www.kickstarter.com/help/stats
14. https://anif.am/
15. https://www.acba.am/hy/news/3-3-billion-AMD-dividend, 2022-05-06
16. https://blog.iese.edu/vcpeindex/ranking/
17. https://investin.am/news/armenian-startup-cognaize-received-an-initial-investment-of-2000000/, 04/07/2022
18. https://www.pwc.com/us/en/consumer-finance/publications/assets/peer-to-peer-lending.pdf, How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending industry, PWC, page 2, 2015.
19. https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/6-loans%20by%20sectors.xlsx, ՀՀ ԿԲ, 2023

ИНЕСА МАРДОЯН

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ КРАУДФАНДИНГА И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕГО РАЗВИТИЯ В РА

Ключевые слова: *краудфандинг, пожертвования, альтернативное финансирование, инвестиционный краудфандинг, платформы peer-to-peer*

В статье были изучены современные тенденции краудфандингового рынка и перспективы его развития в Армении, включая возможности и потенциальную роль на финансовом рынке в качестве альтернативного и эффективного средства финансирования. Целью исследования являлось выяснение, какое влияние создание свободной нормативной базы в Армении со стороны Центрального банка может оказать на альтернативные возможности онлайн- и быстрого инвестирования для инвесторов через краудфандинговые платформы, а также на развитие рынка инвестиционного краудфандинга. Также были рассмотрены перспективы развития одноранговых(peer-to-peer) платформ, которые не только заменят кредиты, выданные банками и кредитными организациями, но и способствуют доступу к финансовым ресурсам и снижению транзакционных издержек.

INESA MARDOYAN

CURRENT TRENDS OF CROWDFUNDING AND PERSPECTIVES OF ITS DEVELOPMENT IN THE RA

Keywords: *crowdfunding, donations, alternative financing, investment crowdfunding, peer-to-peer platforms*

The paper examines the current trends in the crowdfunding market and explores its prospects for development in the RA. It focuses on the opportunities and potential role of crowdfunding as an alternative and effective financing method within the financial market. The research aims to investigate how the initiative taken by the Central Bank of Armenia to establish a favorable regulatory framework can contribute to alternative investment opportunities for online investors through crowdfunding platforms, while also fostering the growth of the investment crowdfunding market. Additionally, it discusses the prospects for the development of peer-to-peer platforms, which not only aim to replace traditional bank loans and credit organizations but also facilitate access to financial resources and reduce transaction costs.

ՄԵՐԻ ՄԻԼՈՆՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ,
«Կորպորատիվ ֆինանսներ», մագիստրատուրա,
1-ին կուրս

ԻՆՉՈ՞Ւ ՀՀ-ՈՒՄ ԲԱԺՆԵՏՈՄՍԵՐԸ ՉՈՒՆԵՆ ԲԱՎԱՐԱՐ ԳՐԱՎՉՈՒԹՅՈՒՆ

Հիմնաբառեր. *բաժնետոմս, առաջնային շուկա, ցուցակված ընկերություններ*

Բաժնետոմսերի շուկան ֆինանսական շուկայի առանցքային հատվածն է, որը կարևոր դերակատարում ունի երկրի իրական հատվածի զարգացման և տնտեսական աճի ապահովման գործում: Ուստի, ժամանակակից շուկայական տնտեսության պայմաններում տնտեսության զարգացման ապահովման գործում ֆինանսական բաժնային գործիքների շուկայի առկայությունը այլընտրանք չունի: Հետևաբար, շատ կարևոր ու անհրաժեշտ է ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի և վերջինիս զարգացման հիմնական առանձնահատկությունների հետազոտումը:

Սույն հոդվածը նվիրված է ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի գրավչության բացակայության պատճառների պարզաբանմանը: Բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման առանձնահատկությունները բացահայտելու նպատակով վերլուծվել են բաժնետոմսերի առաջնային շուկաները բնութագրող հիմնական ցուցանիշները: Մասնավորապես, դիտարկվել և վերլուծվել են բաժնետոմսերի թողարկման ծավալները, թողարկողների ֆինանսական ցուցանիշները, բաժնետոմսերի բորսայական շուկան, այդ թվում՝ գործարքների ծավալը, քանակը, շուկայական կապիտալացումը:

Ներածություն: Հետազոտության նպատակն է բացահայտել, թե ինչու Հայաստանում բաժնետոմսերը բավարար գրավչություն չունեն: Այս նպատակին հասնելու համար մեր առջև դրված խնդիրներն են.

- ուսումնասիրել հայաստանյան բաժնետոմսերի շուկան, մասնավորապես՝ բաժնետոմսերի թողարկման ծավալները, բաժնետոմսերի բորսայական շուկան, այդ թվում՝ գործարքների ծավալը, քանակը, շուկայական կապիտալացումը,
- վերլուծել բորսայում ցուցակված թողարկողների ֆինանսական ցուցանիշները և դրանց ազդեցությունը բաժնետոմսերի գրավչության վրա,
- ուսումնասիրել բաժնետոմսերի գնի փոփոխությունը, գնահատել դրանց արժեքավորվածության մակարդակը:

Հայաստանյան կապիտալի շուկայում ներկայումս ակտիվ գործունեություն է ծավալում Ակբա բանկը, որը 2021 թվականին առաջին անգամ հանդես եկավ բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխման առաջարկով: Բանկն իրականացրել է 500 000 հատ 10 000 ՀՀ դրամ անվանական արժեք ունեցող բաժնետոմսի հրապարակային տեղաբաշխում՝ ընդհանուր 7,5 միլիարդ ՀՀ դրամ ծավալով: Ակբա բանկի կողմից թողարկված բաժնետոմսերն ընդգրկված են Հայաստանի ֆոնդային բորսայի ամենակարևոր՝ A հարթակում[1]:

Եթե համեմատենք Յունիբանկի կողմից վերջերս իրականացված բաժնետոմսերի տեղաբաշխման հետ, ապա, ի տարբերություն Ակբա բանկի, Յունիբանկը թողարկել է փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսեր, որոնք ընդգրկել է բորսայի B հարթակում: Բանկն իրականացրել է 4,778,261 հատ 230 ՀՀ դրամ անվանական արժեք ունեցող բաժնետոմսի հրապարակային տեղաբաշխում[2]:

Գրականության ակնարկ: Բաժնետոմսերի հայաստանյան շուկայի հիմնախնդիրներին անդրադարձել են բազմաթիվ հեղինակներ: Մասնավորապես, Հայկազ Արամյանն իր հոդվածում նշում է, որ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում առկա ամենակարևոր խնդիրը առաջնային շուկայի թերզարգացածությունն է, ինչն էլ սահմանափակում է երկրորդային շուկայի կայացումն ու զարգացումը: Վերջինս իր արտացոլումն է ստանում բաժնետոմսերի շրջանառելիության գործակցի ցածր մեծության մեջ:

Փորձելով տալ ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման ընդհանուր գնահատականը՝ Հայկազ Արամյանը նշում է, որ, չնայած ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայում առկա մի շարք խնդիրներին, շուկան կայացել է, դրսևորում է զարգացման միտում և առկա են բավարար նախադրյալներ վերջինիս հետագա զարգացման համար[3]: Իսկ, ըստ Սարգիս Ստեփանյանի, բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածության հիմնական պատճառներից մեկն այն է, որ բացակայում են այնպիսի ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, ինչպիսիք են ներդրումային և կենսաթոշակային հիմնադրամները, որոնց առկայությունը տնտեսությունը կապահովեր երկարաժամկետ միջոցներով և կլուծեր մի շարք խնդիրներ՝ կապված շուկայում մենաշնորհային դիրքի վերացման հետ[4]:

Ըստ Սոսե Թադևոսյանի վերլուծությունների՝ Հայաստանում արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար անհրաժեշտ է խթանել բաժնետոմսերի թողարկումը, ինչը թույլ կտա սեփական ռիսկը կիսել մեծ թվով բաժնետերերի հետ և իրականացնել հետագա տնտեսական աճին միտված լայնածավալ ներդրումներ[5]:

---

[1] https://www.acba.am/

[2] https://www.unibank.am/

[3] Տե՛ս **Հ. Արամյան**, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման արդի առանձնահատկությունները:

[4] Տե՛ս **Ս. Ստեփանյան**, Արժեթղթերի շուկայի էությունը և տնտեսական նշանակությունը:

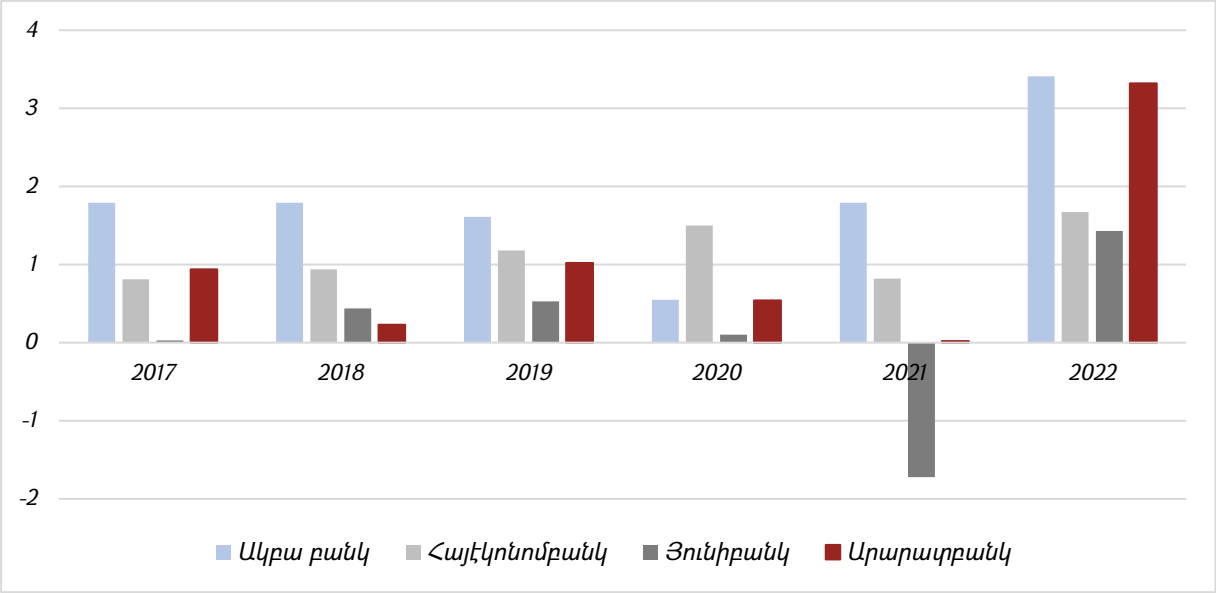
[5] Տե՛ս **Ս. Թադևոսյան**, Բորսայական առևտրի կազմակերպման հիմնախնդիրները և դրանց լուծման ուղիները ՀՀ-ում:

Ամալյա Սարգսյանի հետազոտության համաձայն՝ բաժնետոմսերով առևտրի ծավալները վկայում են, որ բացակայում է դրանց նկատմամբ առաջարկի և պահանջարկի որոշակի կայուն ծավալը, և աննշան է գործարքների իրականացման տնտեսական շահագրգռվածությունը[1]:

Մեթոդաբանություն: Վերլուծության համար տեսական հիմք են ծառայել հայ և օտարերկրյա տնտեսագետների և հետազոտողների աշխատությունները, իսկ որպես տեղեկատվական հիմք՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի հաշվետվությունները, վիճակագրական տվյալները, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի կողմից հրապարակվող հաշվետվությունները: Հետազոտության հիմնական մեթոդն է համեմատական վերլուծությունը, օգտագործվող հետազոտական մեթոդները ներառում են գրականության և վիճակագրական տվյալների վերլուծություն և բաժնետոմսերի գրավչության գործոնների վերաբերյալ փորձագիտական կարծիքների ուսումնասիրում:

Վերլուծություն: Ի տարբերություն մյուս թողարկողների՝ բանկային ոլորտի թողարկողների բաժնետոմսերն առավել ակտիվ են շրջանառվում, այդ իսկ պատճառով վերլուծության առարկա են հանդիսացել հենց բանկային ոլորտին պատկանող բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերը:

Բացահայտելու համար բաժնետոմսերի գրավչության մակարդակը, ստորև վերլուծվել են ցուցակված բանկերի այն ֆինանսական ցուցանիշները, որոնք առավելապես ուշադրության են արժանանում ներդրողների տեսանկյունից:

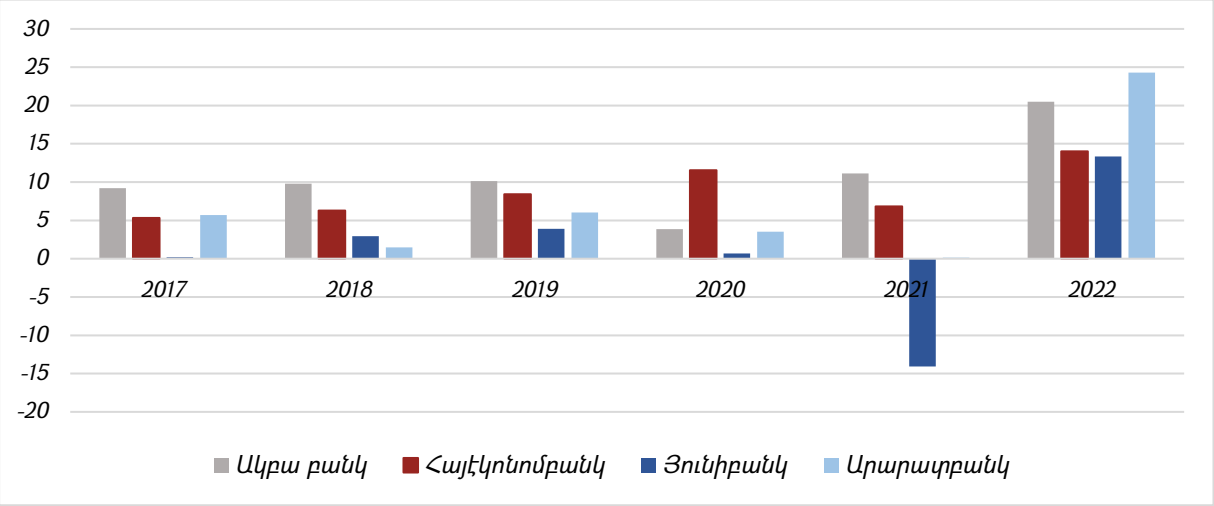


Գծապատկեր 1. ***Ցուցակված բանկերի ակտիվների շահութաբերությունը 2017-2022 թթ.***

[1] Տե՛ս **Ա. Սարգսյան**, ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի ներկա իրավիճակը և հիմնախնդիրները:

Ինչպես երևում է գծապատկերից, Ակբա բանկի ակտիվների շահութաբերության ցուցանիշը մինչ 2020 թվականը բավականին լավ դիրքում է եղել, համաճարակով պայմանավորված՝ նվազել է, սակայն տեղաբաշխումից հետո աճել է մինչև 3,41%: Ինչ վերաբերում է բանկի կապիտալի շահութաբերությանը, ապա ցուցանիշն ունեցել է նվազման միտում, մինչդեռ տեղաբաշխումից հետո սկսել է աճել՝ հասնելով մինչև 16.67%-ի: Մեկ բաժնետոմսին բաժին ընկնող շահույթը 2021 թ., նախորդ տարվա համեմատ, աճել է 3 անգամ:

Հայէկոնոմբանկի ակտիվների շահութաբերությունն ունեցել է աճի միտում, միայն 2021 թ., զուտ շահույթի նվազմամբ պայմանավորված, ակտիվների շահութաբերությունը նվազել է մինչև 0.82%: Բանկի կապիտալի շահութաբերությունը վերջին տարիներին ունեցել է աճի միտում, իսկ լավագույն ցուցանիշը գրանցվել է 2022 թ.՝ պայմանավորված զուտ շահույթի կտրուկ աճով:

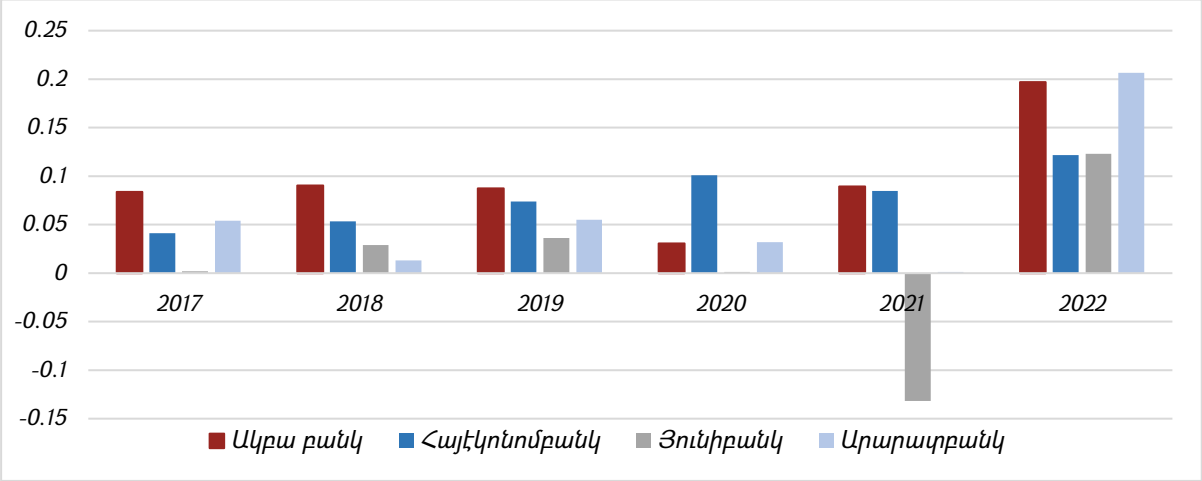


Գծապատկեր 2. ***Ցուցակված բանկերի կապիտալի շահութաբերությունը 2017-2022 թթ.***[1]

Արարատբանկի ակտիվների շահութաբերությունը տատանվել է միջինում 1%: Ինչ վերաբերում է կապիտալի շահութաբերությանը, ապա բանկի լավագույն ցուցանիշն արձանագրվել է 2022 թվականին՝ ինչպես զուտ շահույթի, այնպես էլ սեփական կապիտալի աճով պայմանավորված:

Յունիբանկը, ի տարբերություն մյուս բանկերի, իրականացրել է երկու տեսակի բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխում. 2016 թվականին՝ C հարթակում և 2022 թվականին՝ B հարթակում: Բանկի ակտիվների շահութաբերությունն ակնհայտ ցածր է եղել, սակայն 2022 թ. երկրորդ տեղաբաշխումից հետո ցուցանիշը կրկնապատկվել է՝ հասնելով 1.43%-ի: Կապիտալի շահութաբերության ցուցանիշը ևս վերջին տարիների ընթացքում ունեցել է ցածր արդյունք, մինչդեռ հրապարակային տեղաբաշխում իրականացնելուց հետո՝ 2022 թվականին, ցուցանիշը հասել է 13.36%-ի:

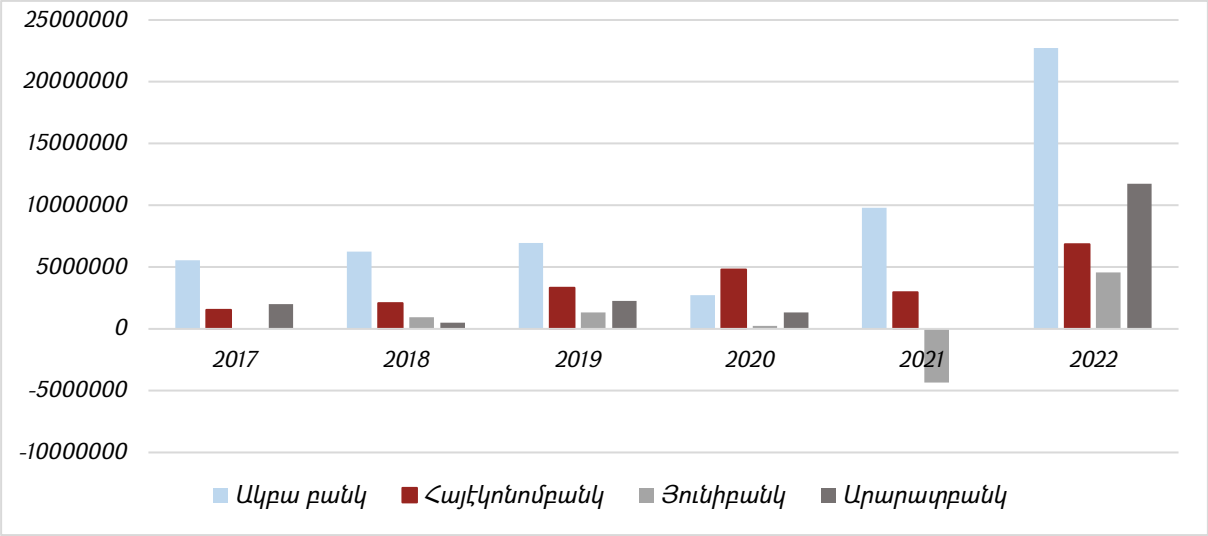
[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն ներկայացված բանկերի հրապարակած տվյալների:



Գծապատկեր 3. ***Ցուցակված բանկերի զուտ ակտիվների արժեքի վերադարձի ցուցանիշը 2017-2022 թթ.***[1]

Ուսումնասիրելով Ակբա բանկի զուտ ակտիվների արժեքի վերադարձի ցուցանիշը՝ ակնհայտ է դառնում, որ տեղաբաշխումից հետո այն բարելավվել է՝ հավասարվելով գրեթե 0,2%-ի:

Եթե ուշադրություն դարձնենք Յունիբանկի ցուցանիշներին, ապա այստեղ ևս պատկերն ակնհայտորեն դրական փոփոխություն է կրել տեղաբաշխումից հետո:

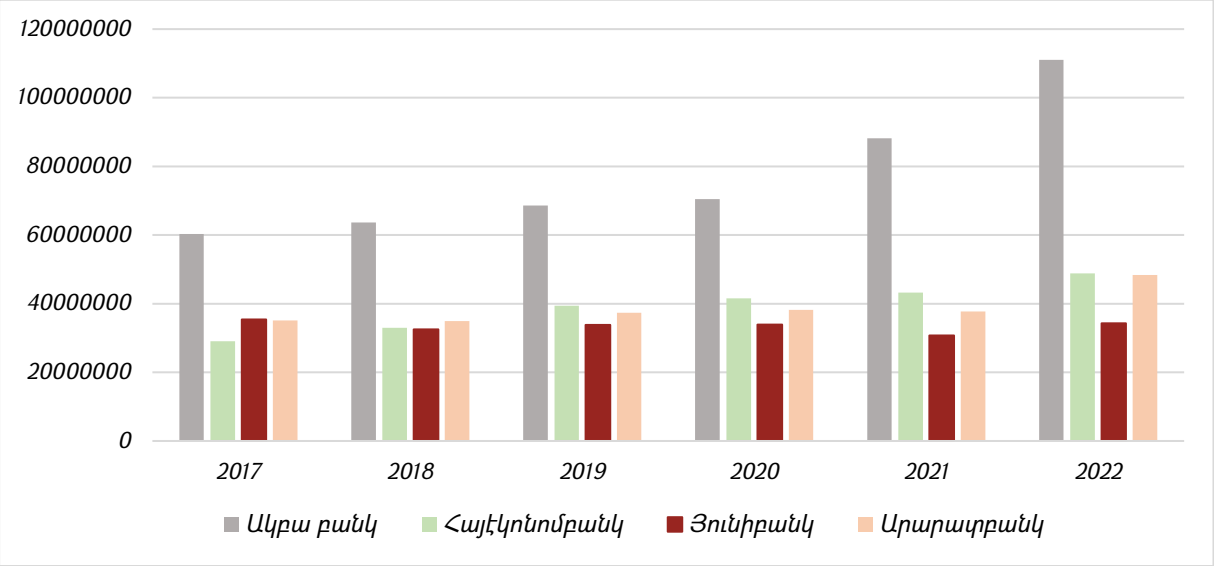


Գծապատկեր 4. ***Ցուցակված բանկերի զուտ շահույթը 2017-2022 թթ***[2]

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն ներկայացված բանկերի հրապարակած տվյալների:
[2] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն ներկայացված բանկերի հրապարակած տվյալների:

Ինչ վերաբերում է զուտ շահույթի փոփոխությանը, ապա կնկատենք, որ ցուցանիշը բոլոր բանկերի դեպքում ունեցել է աճի միտում, սակայն Ակբա բանկն և Յունիբանկը, որոնք վերջերս են իրականացրել հրապարակային տեղաբաշխումը, ունեցել են զուտ շահույթի գրեթե կրկնակին:

Զուտ ակտիվների արժեքին անդրադառնալով՝ հարկ է նկատել, որ ցուցանիշը բոլոր բանկերի դեպքում ունեցել է աճի միտում, սակայն Ակբա բանկի ցուցանիշը բավականին բարձր է եղել մյուսների համեմատ:



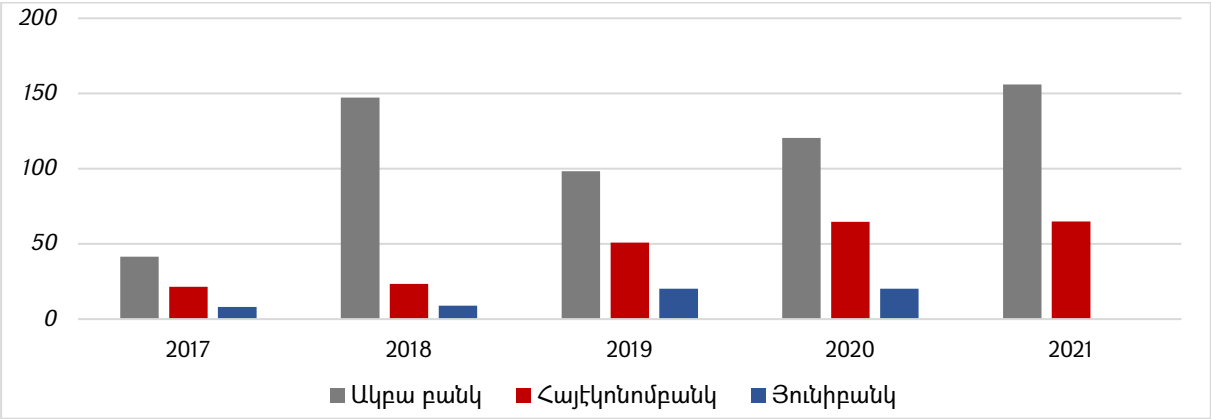
Գծապատկեր 5. ***Ցուցակված բանկերի զուտ ակտիվների արժեքը 2017-2022 թթ.***[1]

Եթե համեմատենք բանկերի կողմից վճարված դիվիդենտային շահութաբերությունը, որն արտահայտում է վճարված դիվիդենտների մեծության հարաբերությունը բաժնետոմսերի հաշվեկշռային արժեքին, ապա կնկատենք, որ Ակբա բանկի դիվիդենտների շահութաբերությունը լավագույնն է եղել, իսկ Յունիբանկը, իր Բ հարթակի բաժնետոմսերի տեղաբաշխմանն ընդառաջ, 2021 թ. դիվիդենտների վճարում չի իրականացրել:

Արարատբանկը վերջին տարիների ընթացքում միայն 2021 թվականին է վճարել դիվիդենտներ (3 000 մլն ՀՀ դրամի չափով), իսկ Հայէկոնոմբանկի դիվիդենտների շահութաբերությունը վերջին 5 տարիների ընթացքում կայուն աճ է գրանցել:

Ուսումնասիրելով բանկերի բաժնետերերի կառուցվածքը՝ կարող ենք փաստել, որ միայն Հայէկոնոմբանկի դեպքում է, որ այլ բաժնետերերի տեսակարար կշիռը գերազանցում է նշանակալիության մակարդակը՝ կազմելով 23.29%, իսկ մյուս բանկերի դեպքում բաժնետոմսերը խիստ կենտրոնացված են:

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն ներկայացված բանկերի հրապարակած տվյալների:



Գծապատկեր 6. ***Ցուցակված բանկերի դիվիդենտային շահութաբերությունը 2017-2021 թթ.*** [1]

Հետազոտություններից պարզ դարձավ, որ բաժնետոմսերի հաշվեկշռային արժեք և գին հարաբերակցության ցուցանիշը միայն Ակբա բանկի և Հայէկոնոմբանկի դեպքում է չափով մրցակցային: Յունիբանկի դեպքում բանկի բաժնետոմսերը թերագնահատված են, իսկ Հայէկոնոմբանկի դեպքում բաժնետոմսերի հաշվեկշռային արժեքը 3 անգամ գերազանցել է շուկայական արժեքը: Ինչ վերաբերում է P/E հարաբերակցությանը, ապա միայն Արարատբանկի դեպքում է, որ այն 2021 թ. շատ բարձր է եղել՝ պայմանավորված զուտ շահույթի նվազմամբ, իսկ 2020 թ. բանկի P/E հարաբերակցությունը կազմել է 23:

Եզրակացություն: Այսպիսով, ՀՀ բաժնետոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների վերլուծման արդյունքում պարզ դարձավ, որ բաժնետոմսերի շուկան, ըստ էության, Հայաստանի Հանրապետությունում կայացած չէ: Այստեղ ոչ միայն չեն արձանագրվում գների էական տատանումներ, ինչը թույլ կտար ներդրողներին եկամուտ ստանալ գների աճի շնորհիվ, այլև ընկերությունները չեն ապահովում բավարար շահաբաժնային եկամտաբերություն, որի արդյունքում համապատասխան բաժնետոմսերը, ներդրումային տեսանկյունից, առավել գրավիչ կհամարվեին: Թեև բաժնետոմսերը թերագնահատված են, այնուամենայնիվ, դրանք գրավիչ չեն, քանի որ շուկայում կան կայուն եկամտաբերությամբ պարտատոմսեր, որոնք, ի տարբերություն բաժնետոմսերի, առավել իրացվելի են: Ուստի, պատահական չէ, որ Հայաստանում ներդրողների մեծ մասը հետաքրքրված չէ բաժնետոմսերի շուկայով: Ընդհանրացնելով իրավիճակի նկարագրությունը՝ կարող ենք կատարել մի քանի հետևություն:

- Հայաստանում, նախ, բաժնետոմսերն ունեն ցածր իրացվելիություն, քանի որ բաժնետոմսերի շուկայում «մարքեթ մեյքերի» ինստիտուտը գործում է բավականին պասիվ կամ գրեթե բացակայում է:
- Մյուս կողմից, բաժնետոմսերով առևտրի ծավալները խոսում են այն մասին, որ բացակայում է բաժնետոմսերի նկատմամբ առաջարկի ու պահանջարկի որոշակի

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն ներկայացված բանկերի հրապարակած տվյալների:

կայուն ծավալը, որը արդար և արժանահավատ գնագոյացման համակարգի բացակայության հետևանքն է:

- Մյուս կարևոր գործոնը թողարկողների կապիտալի արժևորումն է, որով հետաքրքրված են բաժնետոմսերում երկարաժամկետ ներդրողները, սակայն եթե դիտարկում ենք թողարկողների ֆինանսական ցուցանիշները, ապա դրանք հիմնականում հուսադրող չեն և անկայուն են:
- Բաժնետոմսերի գրավչության տեսանկյունից կարևորվում է նաև դիվիդենտային եկամուտը: Ուսումնասիրությունները ցույց տվեցին, որ թողարկողները դիվիդենտները վճարում են անորոշ սկզբունքով, այսինքն՝ չունեն հստակ դիվիդենտային քաղաքականություն:

Ամփոփելով վերլուծությունը՝ կարող ենք արձանագրել, որ յուրաքանչյուր բաժնետոմսի գրավչությունը բնութագրող գործոնները նույնական և նույնամակարդակ չեն, ավելին՝ տարբեր իրավիճակներում ժամանակակից աշխարհի գերարագ փոփոխությունները կարող են հանգեցնել այդ գործոնների կտրուկ վատթարացմանը կամ բարելավմանը, հետևաբար՝ անհնար է այս կամ այն բանկի բաժնետոմսում կատարված ներդրումը համարել ամբողջությամբ արդյունավետ՝ չնայած որևէ պահի ձևավորված ցուցանիշների արդյունավետությանը:

Օգտագործված գրականություն

1. «Ակբա բանկ» բաց բաժնետիրական ընկերության 2017-2022 թթ. տարեկան և միջանկյալ հաշվետվություններ:
2. «Յունիբանկ» բաց բաժնետիրական ընկերության 2017-2022 թթ. տարեկան և միջանկյալ հաշվետվություններ:
3. «Արարատբանկ» բաց բաժնետիրական ընկերության 2017-2022 թթ. տարեկան և միջանկյալ հաշվետվություններ:
4. «Հայէկոնոմբանկ» բաց բաժնետիրական ընկերության 2017-2022 թթ. տարեկան և միջանկյալ հաշվետվություններ:
5. Արամյան Հ., ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման արդի առանձնահատկությունները, հոդված, 2017:
6. Թադևոսյան Ս., Բորսայական առևտրի կազմակերպման հիմնախնդիրները և դրանց լուծման ուղիները ՀՀ-ում, հոդված, 2017:
7. Սարգսյան Ա., ՀՀ բաժնետոմսերի շուկայի ներկա իրավիճակը և հիմնախնդիրները, հոդված, 2017:
8. Ստեփանյան Ս., Արժեթղթերի շուկայի էությունը և տնտեսական նշանակությունը, հոդված, 2018:
9. https://www.cba.am/
10. http://cda.am/
11. https://www.acba.am/
12. https://www.aeb.am/
13. https://www.unibank.am/
14. https://www.araratbank.am/

Հավելված 1

Ցուցակված բանկերի բաժնետոմսերի գծով իրականացված գործարքները 2022 թ.[1]

Տրանշ	Գործարքների ծավալ	Գործարքների քանակ	Առկա բաժնետոմսերի քանակ
AMACBAS10ER7	823,645,217	3025	56,034
AMHEZBS10ER5	765,000	1	153
AMUNIBS10ER5	1,952,905,092.50	14	8,490,880
AMUNIBPK2ER3	402,112	4	1,476
AMARBKS10ER4	69,600	1	4

Հավելված 2

Ցուցակված բանկերի բաժնետոմսերի հաշվեկշռային արժեքների փոփոխությունը 2017-2021 թթ. [2]

	Ակբա բանկ	Հայէկոնոմբանկ	Յունիբանկ	Արարատբանկ
2017	-	3.134	82.975	1.147
2018	-	3.240	74.016	1.140
2019	-	3.572	79.358	1.221
2020	0.898	3.741	79.531	1.248
2021	1.021	3.886	72.192	1.233
2022	1.285	3.886	80.477	1.233

Հավելված 3

Ցուցակված բանկերի P/E հարաբերակցությունը 2017-2021 թթ.[3]

	Ակբա բանկ	Հայէկոնոմբանկ	Յունիբանկ	Արարատբանկ
2017	-	5.970	6.305	15
2018	-	4.460	0.458	60
2019	-	2.780	0.321	14
2020	-	1.960	1.787	23
2021	-	3.210	-0.098	670
2022	3.798	1.420	0.093	3

[1] Աղյուսակը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն Հայաստանի ֆոնդային բորսայի հրապարակած տվյալների:
[2] Աղյուսակը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն ներկայացված բանկերի հրապարակած տվյալների:
[3] Աղյուսակը կազմել է հեղինակը՝ համաձայն ներկայացված բանկերի հրապարակած տվյալների:

МЕРИ МИЛОНЯН

ПОЧЕМУ АКЦИИ НЕ ИМЕЮТ ДОСТАТОЧНОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ В РА?

Ключевые слова: *акция, первичный рынок, котирующиеся компании*

Рынок ценных бумаг является ключевой частью финансового рынка, который играет важную роль в развитии реального сектора экономики страны и обеспечении экономического роста. Следовательно, в условиях современной рыночной экономики для процесса ее развития, существование финансовых инструментов не имеет альтернативы. Следовательно, важно и необходимо исследовать историю рынка ценных бумаг РА и выявить основные черты развития последних. Статья посвящена выявлению причин недостаточной привлекательности рынка ценных бумаг РА, в котором с целью выявления особенностей развития рынка ценных бумаг были проанализированы основные показатели, характеризующие первичный рынок ценных бумаг. А в частности, наблюдались и анализировались объемы торгов акциями, финансовые показатели эмитентов, рынок ценных бумаг в этом числе, объем и количество сделок, рыночная капитализация.

MERI MILONYAN

WHY STOCKS LACK SUFFICIENT ATTRACTIVENESS IN THE RA

Keywords: *share, primary market, listed companies*

The stock market is the key component of the financial market, playing an important role in the development of the real sector of the country and ensuring economic growth. Therefore, in the conditions of the modern market economy, there is no alternative to the existence of the market of financial stock products in the business of ensuring the development of the economy. It is very important and necessary to research the history of the RA shareholders and to reveal the main features of the development of the latter. The paper is dedicated to revealing the reasons for the lack of attractiveness of the RA stock market. Moreover, the paper, analyzes the main indices characterizing the primary stock market in order to reveal the features of the development of the stock market. In particular, the volumes of share trading, the financial indices of the trading companies, the stock market including, the volume and number of transactions, the market capitalization were observed and analyzed.

ԼԻԼԻԹ ՄԻՔԱՅԵԼՅԱՆ
ՀՊՏՀ ԳՄ, «Մաքսային վարչարարություն», մագիստրատուրա, 1-ին կուրս

ՎԱՐԿԱՅԻՆ ԱԾԱՆՑՅԱԼ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐԻ ԿԻՐԱՌՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հիմնաբառեր. *վարկային ածանցյալ, ռիսկ, հեջավորում, ակտիվների արժեթղթավորում*

Կապիտալի շուկայի առավել երիտասարդ, բայց, միևնույն ժամանակ, արագ զարգացող հատվածներից է ածանցյալ արժեթղթերի շուկան: Ժամանակի ընթացքում ածանցյալ գործիքների շուկայի աճը բնութագրվում է ոչ միայն ծավալներով, այլև կիրառվող գործիքակազմով և ռազմավարություններով: Հատկապես վարկային ածանցյալ գործիքների շուկան կարևոր դեր ունի վարկային ռիսկերի հեջավորման, ներդրումային պորտֆելների կառավարման, իրացվելիության ապահովման և եկամտաբերության ստացման տեսանկյունից, բայց այսպիսի հնարավորությունների ընձեռմանը զուգահեռ դրանք մեծ տնտեսական ռիսկեր են պարունակում: Հաշվի առնելով վարկային ածանցյալ գործիքների շուկայի ազդեցությունը համաշխարհային տնտեսության վրա, ինչպես նաև ՀՀ ածանցյալ գործիքների շուկայում վերջին շրջանում նկատվող աշխուժությունը և շուկայի բարեփոխման աշխատանքները՝ ոլորտի հայալեզու ուսումնասիրությունների անհրաժեշտություն է առաջանում, որոնք կվերլուծեն նաև ՀՀ-ում այդ գործիքների ներդրման հնարավորությունը:

Ներածություն: Վարկային ածանցյալ գործիքների շուկան ածանցյալ ֆինանսական գործիքների արտաբորսայական շուկայի կարևոր հատվածն է, որը թույլ է տալիս վարկային ռիսկերի հեջավորում իրականացնել: ՀՀ ֆինանսական կազմակերպությունների համար կարևոր նշանակություն ունի վարկային ռիսկի պատշաճ կառավարումը նոր մեխանիզմների կիրառման միջոցով: Այս գործընթացում վարկային ածանցյալ գործիքների կիրառությունը հնարավորություն կտա ներգրավելու օտարերկրյա ներդրողների, զարգացնելու տեղական արժեթղթերի շուկան, մեծացնելու վստահությունը գործընկերների կողմից: Վարկային ածանցյալների կիրառության արդյունքում ՀՀ-ում կնվազեն վարկային ռիսկերն ամբողջ տնտեսության մակարդակով՝ նպաստելով տնտեսության կայունությանը: Վարկային ածանցյալ գործիքների զարգացած շուկան հնարավորություն կտա վարկային ռիսկը բազմազանեցնելու և բանկերից տեղափոխելու շուկայի բազմաթիվ մասնակիցների վրա:

Հետազոտական աշխատանքի նպատակն է միջազգային շուկայում շրջանառվող վարկային ածանցյալ գործիքների ուսումնասիրությունը և վերջիններիս կիրառման հնարավորությունների բացահայտումը ՀՀ ֆինանսական շուկայում:

Գրականության ակնարկ: Վարկային ածանցյալների շուկայի, դրա զարգացման ուղղությունների և տնտեսության մեջ դրանց նշանակության վերաբերյալ հայալեզու հետազոտություններն ի սպառ բացակայում են: Կատարված աշխատանքի հիմքում միջազգային հեղինակների և կազմակերպությունների կողմից իրականացված մի շարք ուսումնասիրություններ և հրապարակված աշխատանքներ են: Ածանցյալ գործիքների շուկայի գործունեության մեխանիզմների տեսական հիմնավորումներն իրականացրել են տնտեսական մտքի դասականներ Ն.Կալդորը, Մ. Քեյնսը և Ռ. Հիքսը: Ածանցյալ գործիքների հիմքում ընկած ակտիվի փոփոխականության խնդիրը խորապես ուսումնասիրվել է Ս. Բեյքերսի, Ռ. Վալիի, Ք. Լյուիսի, Ս. Մանսթորի, Ռ. Ռենդլմենի, Ջ. Սորոսի և Դ. Չիրսի կողմից: Ռուսական գիտական գրականության մեջ ածանցյալների շուկայի տարբեր գործիքների իրացվելիության համեմատական վերլուծություն են կատարել Ա. Բուրենինը, Վ. Գալանովը, Լ. Իբրահիմովը, Ա. Կավկինը, Վ. Լիխովիդովը, Կ. Պենզինը, Ա. Շվեդովը, Դ. Շչուկինը և ուրիշներ: Ակտիվների արժեթղթավորման հիմնախնդիրները, որպես արժեթղթերի շուկայի գործիքների կիրառմամբ ոչ իրացվելի ակտիվները իրացվելի ակտիվների վերածելու միջոց, ուսումնասիրված են Բ. Գարների, Է. Դեյվիդսոնի, Է. Ֆ. Ժուկովի, Ա. Կազակովի կողմից: Բազմաթիվ աշխատությունների առկայությունն այս խնդրի վերաբերյալ ցույց է տալիս, որ արտերկրում վարկային ածանցյալ գործիքների, այդ թվում՝ արժեթղթավորված ակտիվների շուկայի ձևավորման, գնագոյացման և գործունեության բավականաչափ ուսումնասիրված լինելու հետ մեկտեղ, չկա վարկային ածանցյալ գործիքների թողարկման և շրջանառության համակարգի զարգացման վերլուծություն ՀՀ-ի համար:

Մեթոդաբանություն: Որպես հետազոտության մեթոդական հիմք՝ կիրառվել է համակարգային մոտեցումը, որը հիմնված է օբյեկտի՝ որպես համակարգ դիտարկելու վրա (փոխկապակցված տարրերի ամբողջական համալիր, փոխազդող օբյեկտների շարք, սուբյեկտների և հարաբերությունների շարք): Հետազոտության գործիքային և մեթոդական ապարատը հիմնված է ընդհանուր գիտական մեթոդաբանական մոտեցումների վրա՝ պատմական, համակարգային, համեմատական, կառուցվածքային-ֆունկցիոնալ վերլուծություն: Դա հնարավորություն է տվել ապահովելու գնահատականների ողջամտությունը, եզրակացությունների և հետազոտական աշխատանքի դրույթների հավաստիությունը:

Հետազոտության արդյունքներ և քննարկում: Վարկային ածանցյալներն արտաբորսայական (Over-the-counter (OTC)), ֆինանսական գործիքների հատուկ դաս են, որոնց արժեքը բխում է սուբյեկտի վարկային ռիսկի մակարդակից, որը վարկային ածանցյալ գործիքի կողմ չէ[1]: Պարզ ասած՝ վարկային ածանցյալ գործիքները համաձայնագրեր են, որոնք թույլ են տալիս փոխատուին (պաշտպանության գնորդին կամ նախաձեռնողին)՝ որոշակի ակտիվի ռիսկը փոխանցել մեկ կամ մի քանի կոնտրագենտների (պաշտպանության վաճառողներին)՝ առանց այդ ակտիվները փոխանցելու: Նմանատիպ գործիքներ գոյություն ունեցել են դարեր շարունակ (հիփոթեքային երաշխիքներ, մասնավոր հատվածի պարտա-

[1] Տե՛ս **A. N. Bonfim**, Understanding Credit Derivatives and Related Instruments, էջ 19:

տոմսերի վերաապահովագրություն և այլն): Վարկային ածանցյալ գործիքները տարբերվում են իրենց նախորդներից, քանի որ դրանք վաճառվում են հիմքում ընկած ակտիվներից առանձին: Ի հակադրություն՝ ավելի վաղ օգտագործվող գործիքները պայմանագրեր էին թողարկողի և երաշխավորի միջև:

Վարկային ածանցյալները հիմնականում սվոպ, ֆորվարդ և օպցիոն պայմանագրերի տեսքով են: Միաժամանակ, Բրիտանական բանկային ասոցիացիայի «Վարկային ածանցյալների հաշվետվություն–2006» հատուկ զեկույցում զգալիորեն ընդլայնված է վարկային ածանցյալ գործիքների ցանկը: Այն ներառում է վարկային դեֆոլտի սվոպներ, զամբյուղի վարկային ածանցյալ գործիքներ, վարկային սպրեդի օպցիոններ, վարկային հայտագրեր, սեփական կապիտալի հետ կապված վարկային ածանցյալներ, ինդեքսային վարկային ածանցյալներ և տրանշի ինդեքսով վարկային ածանցյալներ[1]:

Վարկային ածանցյալ գործիքների դասակարգման ամենատարածված մոտեցումներից է դրանց բաժանումը՝ ըստ հիմքում ընկած ակտիվների քանակի և կառուցվածքի՝ պարզ (single-name) և բարդ (պորտֆելային) (multi-name): Այս դասակարգումը կիրառվում է Միջազգային հաշվարկների բանկի կողմից: Այնուամենայնիվ, անհրաժեշտ է ընդլայնել այս դասակարգումը՝ ավելացնելով խառը գործիքների խմբերը: Պարզ գործիքներն այնպիսի վարկային ածանցյալներ են, որոնց հիմքում ընկած ակտիվները միատարր են կամ թողարկվել են նույն կոնտրագենտի կողմից: Այլ կերպ ասած՝ պարզ վարկային ածանցյալի հիմքում ընկած ակտիվը կա՛մ միակն է, որի համար կնքվում է գործարք, կա՛մ միանման ակտիվների հավաքածու է, որի կոնտրագենտը մեկ անձ է[2]:

Վարկային ածանցյալ գործիքներն ի սկզբանե լայն տարածում են գտել ԱՄՆ-ում, դրան նպաստում էին ամերիկյան օրենսդրության առանձնահատկությունները և ազատական տնտեսությունը: Այսպիսի ազդակ եղավ նաև Եվրոպայում[3]: Միևնույն ժամանակ, որոշ գործիքներ վճռորոշ դեր են խաղացել համաշխարհային ֆինանսական շուկաներում լարվածության ավելացման գործում: Դրանք սրեցին վարկային շուկաներում առկա խնդիրները և դրանով իսկ առաջացրին անդառնալի շղթայական ռեակցիա: Առանձնացնենք ԱՄՆ-ի և ԵՄ-ի վարկային ածանցյալ գործիքների շուկայի գործունեության հիմնական խնդիրները, որոնք առաջացրել են ճգնաժամային երևույթներ համաշխարհային ֆինանսական շուկայում.

1. վարկային ածանցյալ գործիքների շուկայի կանոնակարգման բացակայություն,
2. վարկային ածանցյալ գործիքների շուկայի արտահաշվեկշռայնություն,
3. վարկային ածանցյալ գործիքների շուկայում հեջ-ֆոնդերի գերակայություն, որոնց գործունեությունը չէր կարգավորվում:

---

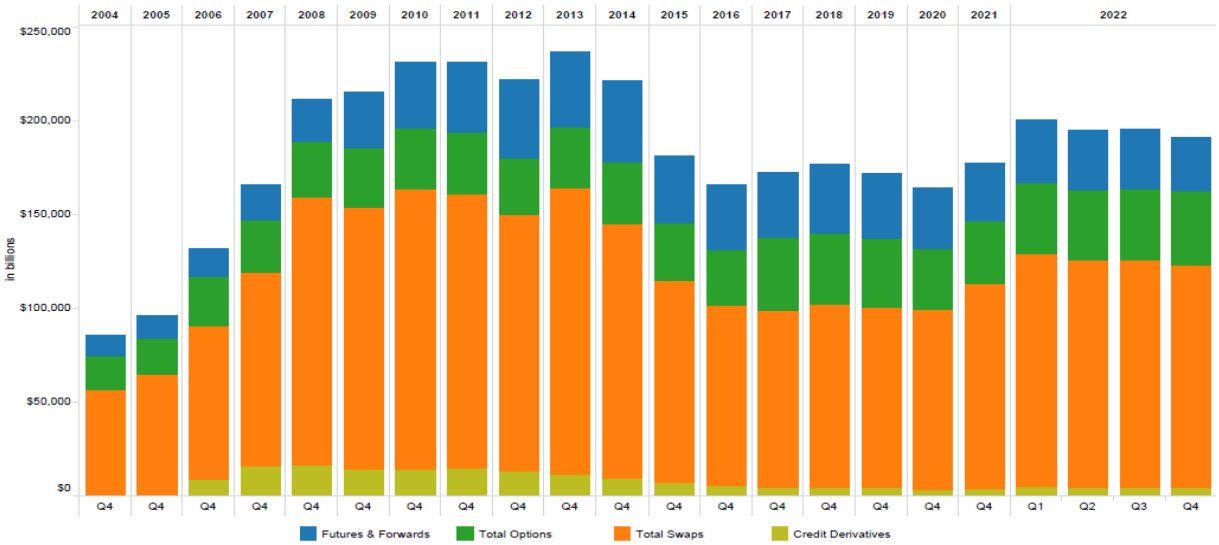
[1] Տե՛ս BBA Credit Derivatives Report 2006, (https://www.finextra.com/finextra-downloads/featuredocs/credit_derivative_report_2006_exec_summary.pdf)

[2] Տե՛ս **D. Rule**, The credit derivatives market: its development and possible implications for financial stability, June 2001, էջ 2, (http://www.sfu.ca/~rjones/bus864/readings/BoE%20Credit%20Derivatives%20Market.pdf)

[3] Տե՛ս նույն տեղը, էջ 8:

Հետազոտության արդյունքում կարող ենք նշել, որ ԱՄՆ-ն ավելի կոնկրետ և կառուցողական քայլեր է ձեռնարկել վարկային ածանցյալ գործիքների շուկայում գործառնությունների թափանցիկությունն ու անվտանգությունը բարելավելու համար, քան ԵՄ-ն:

Դա պայմանավորված է նրանով, որ նախ՝ ամերիկյան շուկան ճգնաժամի ընթացքում ավելի շատ տուժեց այդ գործիքներով գործարքներից, և երկրորդ՝ ԵՄ-ում օրենսդրական գործընթացը կապված է միջպետական համակարգման մեծ բյուրոկրատական ընթացակարգերի հետ: Դրա արդյունքում կարող ենք տեսնել, որ ԱՄՆ-ում ևս շուկայի իրավական կարգավորման մեխանիզմների ներդրումից հետո վարկային ածանցյալների շուկայի չափն սկսել է նվազել (գծապատկեր 1):



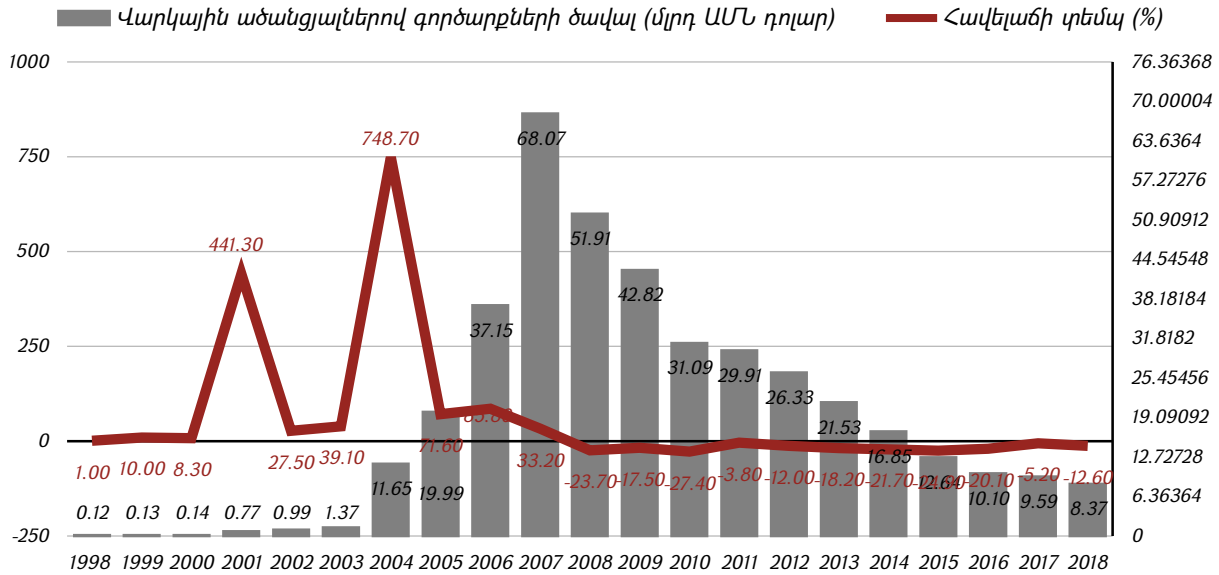
Գծապատկեր 1. ***ԱՄՆ-ի ածանցյալ գործիքների շուկայի անվանական շրջանառությունը 2004-2022 թթ. (մլրդ ԱՄՆ դոլար)***[1]

Այսպիսով, որպես օրինակ օգտագործելով ԱՄՆ-ի և ԵՄ-ի փորձը, կարելի է առանձնացնել վարկային ածանցյալ գործիքների համաշխարհային շուկայի կարգավորման խնդիրների լուծման հետևյալ համաշխարհային միտումները.

- ԱՄՆ-ի և Եվրոպայի քլիրինգային հաստատությունների վրա հիմնված վարկային ածանցյալ գործիքներով արտաբորսայական գործարքների համար միջազգային կենտրոնական գործընկերոջ ստեղծում,
- սկզբնական մարժայի ներդրում (նման է բորսայական ածանցյալ գործիքներին), որը, որպես կանոն, բացակայում է արտաբորսայական վարկային ածանցյալ գործիքներով գործարքներում,
- դիրքերի զուտացման մեխանիզմի ներդրում:

[1] Տե՛ս Office of the Comptroller of the Currency, Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities, Fourth Quarter 2022, March 2023, էջ 33:

Որոշ հետազոտողներ համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի պատճառներից մեկը համարում են վարկային ածանցյալ գործիքների օգտագործումը, ինչը հանգեցրել է դրանց նկատմամբ անվստահության աճին, իսկ արդյունքում՝ կանոնակարգման խստացմանը և հետագա ժամանակաշրջանում դրանցով գործարքների ծավալի նվազմանը: Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամից հետո շուկան հետազոտողները հաճախ մտահոգություն են հայտնել վարկային ածանցյալ գործիքների ապագայի վերաբերյալ, քանի որ դրանց շրջանառության ծավալները կտրուկ նվազել էին հետճգնաժամային ժամանակահատվածում (գծապատկեր 2):



Գծապատկեր 2. ***Վարկային ածանցյալ գործիքների համաշխարհային շուկայի զարգացման շարժընթացը 1998-2018 թթ.***[1]

Սակայն, շրջանառվող գործիքների ծավալի կտրուկ աճը, որը նկատվեց COVID-19-ի ժամանակ՝ 2020 թ. մարտից սկսած, ցույց տվեց, որ շուկան իրականում կարող է աճել անհրաժեշտության դեպքում[2] (գծապատկեր 3):

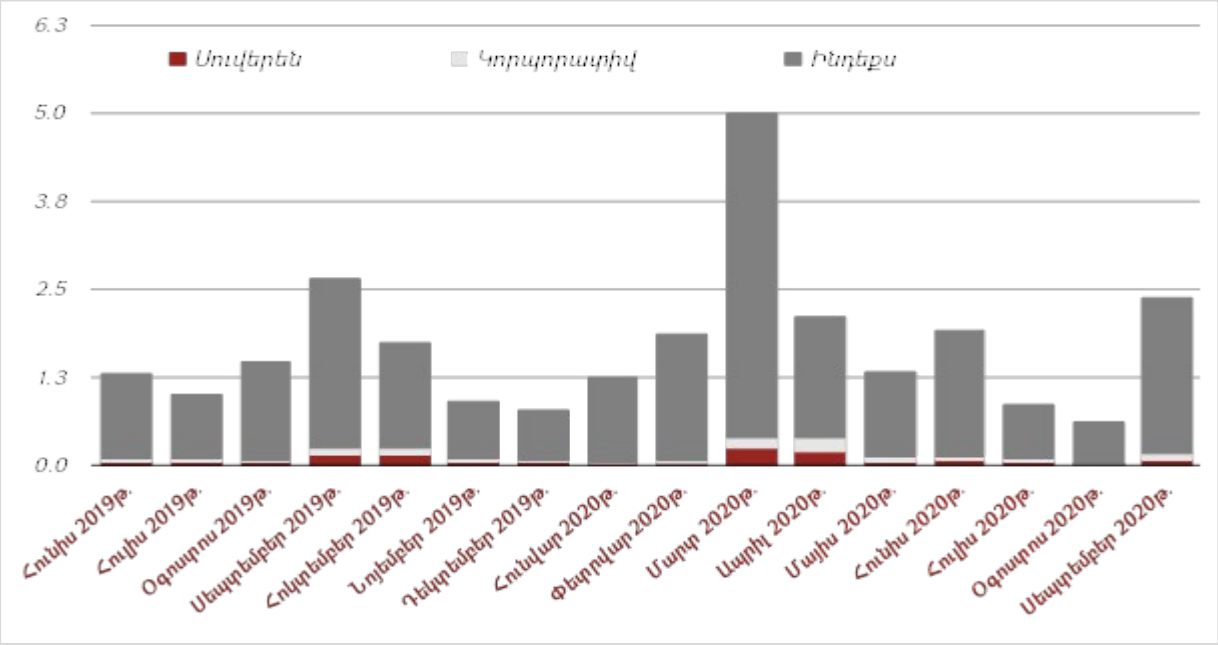
Անդրադառնալով ՀՀ-ին՝ պետք է նշել, որ ինչպես արժեթղթերի շուկայի ցանկացած գործիքի, այնպես էլ վարկային ածանցյալների շրջանառության ապահովման համար կարևոր նախապայման է բարենպաստ իրավական դաշտի առկայությունը:

Թեպետ ածանցյալների շուկան կարգավորող օրենսդրության բարեփոխման ուղղությամբ վերջին տարիներին ՀՀ-ում որոշակի քայլեր են ձեռնարկվել, բայց դեռևս բացակայում է վարկային ածանցյալների շուկայի զարգացման համար անհրաժեշտ հստակ օրենսդրահիրավական բազան:

---

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ օգտվելով Bank for International Settlements. Global OTC derivatives market-ի տվյալներից (https://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.2)

[2] Հաշվի են առնվել IHS Markit-ի, MSCI-ի, Creditex-ի վիճակագրական տվյալները:



Գծապատկեր 3. ***Կորպորատիվ, ինդեքսային և սուվերեն վարկային դեֆոլտի սվոպների ինդեքսների ամսական ագրեգացված անվանական արժեքը (արտահայտված ԱՄՆ դոլարով)[1]***

Արդյունքում, հստակ կարգավորման բացակայության պայմաններում ֆինանսական շուկաների արդյունավետ և կայուն գործունեության համար կենսական նշանակություն ունեցող վարկային ածանցյալների շուկան չի զարգանում միջազգային միտումներին համահունչ: Կարգավորման նման իրավիճակը խաթարում է նաև օտարերկրյա ներդրողների և ֆինանսական կազմակերպությունների մուտքը ՀՀ վարկային ածանցյալների շուկա: Գործող օրենսդրությունը ածանցյալ գործիքները չի սահմանազատում մյուս ֆինանսական գործիքներից՝ արժեթղթերի տեսանկյունից, մինչդեռ արտաբորսայական ածանցյալ գործիքներն ունեն մի շարք առանձնահատկություններ: Դրանք շատ հաճախ երկու կողմերի միջև կնքված քաղաքացիաիրավական պայմանագրեր են, որոնք որոշակի առանձնահատկություններ ունեն կարգավորվող շուկայում շրջանառվող արժեթղթերի համեմատությամբ: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում միայն անուղղակիորեն են ներկայացված վարկային ածանցյալները՝ առանց հստակ սահմանման[2]:

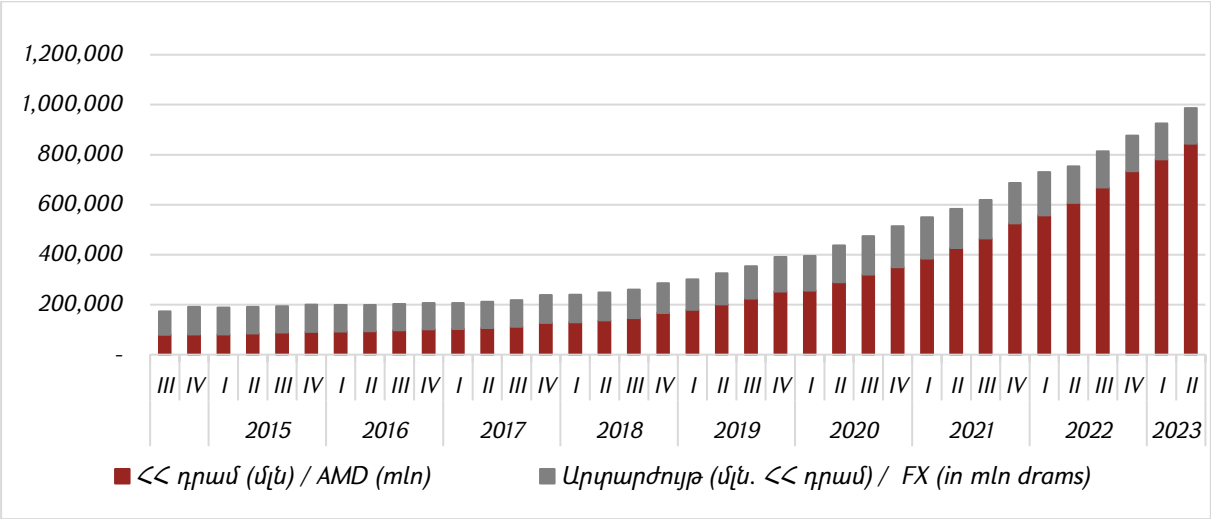
ՀՀ-ում վարկային ածանցյալների շուկայի կարգավորման տեսանկյունից կարևոր նշանակություն ունեն վարկերի արժեթղթավորման գործընթացի համար նախատեսված

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ օգտվելով IHS Markit-ի և MSCI-ի տվյալներից:

[2] «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածի 3-րդ կետի համաձայն՝ ածանցյալ գործիք է համարվում ժամկետային իրականացման (կատարման) իրավունքը և (կամ) պարտավորությունը հավաստող արժեթուղթը, որի գինն ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն կախված է՝ ե. վարկային կամ այլ ռիսկից:

օրենքները, որոնք ընդունվել են դեռևս 2008 թ.՝ «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» և «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» օրենքները: Սրանք ֆինանսական ինստիտուտներին հնարավորություն են տալիս վարկային ածանցյալների միջազգային շուկայում տարածված վարկերի արժեթղթավորումն իրականացնելու կանոնակարգված իրավական դաշտի ներքո:

Իրավական դաշտի առկայությունը հիմք է հանդիսացել վերջին շրջանում ապահովված արժեթղթերով գործարքներ իրականացնելու համար՝ ապահովված հիպոթեքային պարտատոմսերի տեսքով: Դրանց առաջին տեղաբաշխումները կատարվեցին վերջին տարիներին[1], բայց այս թողարկումները շարունակական բնույթ չունեցան, թեև 2015 թվականից տրամադրված հիփոթեքային վարկերի ծավալներն անընդհատ աճել են (գծապատկեր 4):



Գծապատկեր 4. ***Հիփոթեքային վարկերի ծավալների շարժընթացը ՀՀ-ում 2015-2022 թթ.***[2]

Այսպիսով, չնայած պետության կողմից հիփոթեքային շուկայի ակտիվ աջակցությանը, հիփոթեքով ապահովված պարտատոմսերը ներդրողների էական հետաքրքրությանը

[1] 2015 թ. ՀՀ-ում առաջին անգամ թողարկվեցին ակտիվներով ապահովված արժեթղթեր, որոնց համար որպես ապահովություն հիմք հանդիսացան 5 վարկային կազմակերպություններից ձեռք բերված մոտ 600 բիզնես, գյուղատնտեսական և սպառողական վարկեր՝ 1.2 մլրդ ՀՀ դրամ ընդհանուր ծավալով: Իսկ 2017 թ. իրականացվեց ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի առաջին թողարկումը «Առաջին հիփոթեքային ընկերություն» վարկային կազմակերպության կողմից: «Առաջին հիփոթեքային ընկերություն» ՈՒՎԿ ՍՊԸ, պարտատոմսեր, https://www.araratbank.am/hy/irakanacvats-toxarkumner/124/

[2] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը (տվյալների աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, Դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրություն, Առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների վարկերն ըստ ոլորտների (ամսական)), https://www.cba.am/am/sitepages/statmonetaryfinancial.aspx

չեն արժանանում, քանի որ չկա ռիսկերը սահմանափակող պայմանների հստակ ձևակերպում: Բացի դրանից, արժեթղթավորման մեխանիզմի միջոցով թողարկումներն առավել ծախսատար են ֆինանսավորման ներգրավման այլ մեթոդների համեմատ, այդ թվում՝ ավանդական պարտատոմսերի թողարկման:

Դեռ վաղ է խոսել ՀՀ-ում վարկային ածանցյալների շուկայում տեղի ունեցող բազմաբնույթ գործընթացների մասին, տեղական շուկան դեռևս չի ձևավորվել: Բայց հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ՀՀ-ում արտաբորսայական ածանցյալների շուկան համեմատաբար ակտիվ է, հետևողական աշխատանքների միջոցով հնարավոր կլինի ապահովել նաև վարկային ածանցյալներով գործարքների իրականացումը:

ՀՀ-ում վարկային ածանցյալների շուկայի ձևավորման անհրաժեշտությունը կարելի է հիմնավորել ֆինանսական կազմակերպությունների ակտիվների՝ վարկային ռիսկին ենթարկվածությունն ուսումնասիրելու միջոցով: Միջազգային շուկաներում կնքվող վարկային ածանցյալ գործիքների կողմերից առնվազն մեկը բանկ է, և ամենամեծ պահանջարկն առկա է հենց նրանց մոտ՝ վարկավորման ծավալներով և վարկային ռիսկի ենթարկվածությամբ պայմանավորված: Հաշվի առնելով, որ ՀՀ ֆինանսական շուկայում ամենանշանակալից մասնակցությունն ունեն բանկային համակարգը, այնուհետև վարկային կազմակերպությունները, որոնց ակտիվների գերակշիռ մասը բաժին է ընկնում ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց տրամադրած վարկերին, ապա բանկերի կողմից վարկային ռիսկի հեջավորման գործիքների նկատմամբ պահանջարկը կարող է բավականին մեծ լինել, որովհետև դրանց ակտիվների զգալի մասը ենթակա է վարկային ռիսկի:

Ամփոփելով պետք է նշել՝ թեև վարկային ռիսկի հեջավորման գործիքների անհրաժեշտություն ունեն առաջին հերթին ՀՀ բանկերը և վարկային կազմակերպությունները, այնուհանդերձ, պետք է ստեղծել պայմաններ, որպեսզի ապահովվի կիրառությունը նաև ներդրումային և կենսաթոշակային ֆոնդերի, ինչպես նաև փոխատու միջազգային կազմակերպությունների կողմից: Միջազգային կազմակերպությունները երկարաժամկետ փոխառություններ են տրամադրում ՀՀ-ում և կրում են դրանց գծով առկա վարկային ռիսկը:

Հետևաբար, ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերը և փոխատու միջազգային կազմակերպությունները, որպես երկարաժամկետ և խոշոր ներդրողներ, կարող են զսպել իրենց ռիսկերը՝ միմյանց հետ վարկային սվոպ պայմանագրի կամ այլ վարկային ածանցյալի կնքման միջոցով: Միջազգային կազմակերպությունների հետ այս ոլորտում համագործակցության նախադեպը հաշվի առնելով՝ կարելի է ապահովել նաև դրա կիրառությունը վարկային ռիսկի հեջավորման նպատակով[1]:

Եզրակացություն: Վարկային ածանցյալ գործիքների համաշխարհային շուկայի ներկա վիճակի վերլուծությունը թույլ է տալիս բավարար վստահությամբ փաստել, որ ապագայում այս շուկայի զարգացման հիմնական ուղղությունները կլինեն շուկայի գլոբալացու-

[1] https://banks.am/am/news/newsfeed/22455

մը, ֆինանսական գործիքների արտաբորսայական շուկայի ենթակառուցվածքի օպտիմալացումը՝ մասնակիցներին լրացուցիչ հնարավորություններ տրամադրելով, շուկայում թափանցիկության բարձրացմանն և համակարգային ռիսկի նվազեցմանն ուղղված միջոցառումների շարունակականության ապահովումը, այդ թվում՝ բորսայական և արտաբորսայական շուկաների մերձեցումը քլիրինգային համակարգերի բարելավման միջոցով: Վարկային ածանցյալ գործիքների զարգացած շուկաներ ունեցող երկրներում այդ գործիքների և նաև շուկաների ստեղծումը ժամանակագրորեն նախորդում է տվյալ ոլորտին առնչվող օրենսդրահիրավական դաշտի և կարգավորող մարմնի ստեղծմանը: Այս մոտեցումն ավելի ընդունելի է, քանի որ օրենսդրահիրավական դաշտը պետք է լինի շուկայի պահանջներին համապատասխան:

Վարկային ածանցյալ գործիքների ճկունությունը նպաստել է համաշխարհային շուկայում դրանց շրջանակի զգալի ընդլայնմանը: Վարկային ռիսկի կառավարումից բացի, վարկային ածանցյալ գործիքների կիրառություններից է ակտիվներով ապահովված արժեթղթավորումը: ՀՀ վարկային ածանցյալների շուկայի ակտիվացման և զարգացման համար կարևոր խթան կարող է հանդիսանալ վարկերով ապահովված արժեթղթավորման զարգացումը, բայց, չնայած ներուժի առկայությանը, հնարավորությունները չեն օգտագործվում, և վարկերով ապահովված արժեթղթերի թողարկման ծավալները դեռևս չնչին են: Հատկապես հիպոթեքային վարկերի ծավալների աճը և դրանց արժեթղթավորման համար անհրաժեշտ օրենսդրահիրավական դաշտի առկայությունը հաշվի առնելով՝ այս ուղղությամբ ևս համակարգված աշխատանքներ կատարելու դեպքում հնարավոր կլինի ակտիվություն մտցնել շուկայում:

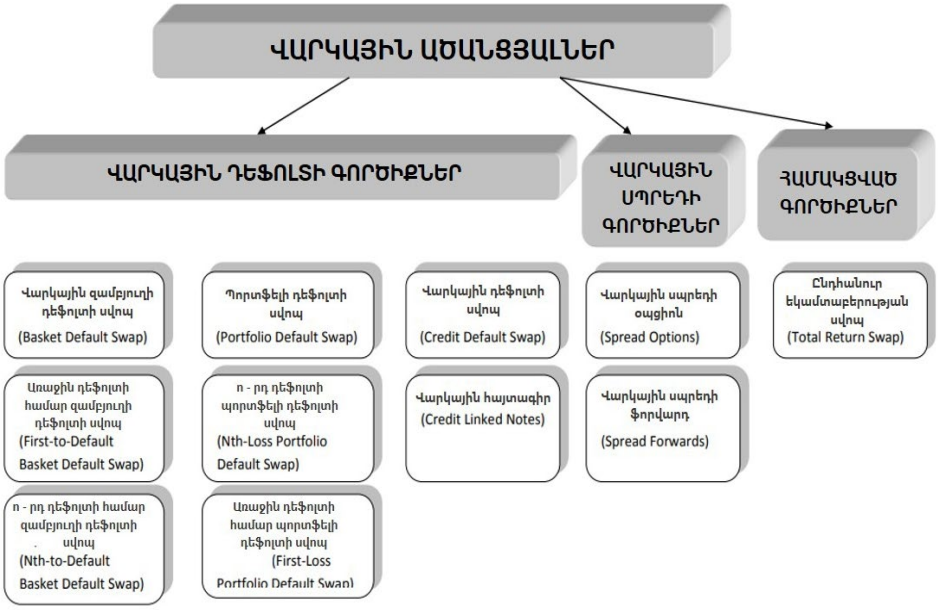
Այսպիսով, վարկային ածանցյալ գործիքների միջազգային շուկայի փորձի ընտրության և ՀՀ-ում կիրառման ժամանակ կարևոր է հաշվի առնել շուկային բնորոշ բոլոր ռիսկերն ու գործոնները, ինչպես նաև երկրի տնտեսության համար առավել նպատակահարմար մոդելների կիրառումը՝ կայունության և արդյունավետության տեսանկյունից:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ օրենքը «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին»:
2. ՀՀ օրենքը «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին»:
3. Голоядов М.Е., Управление банковскими рисками в эпоху кредитных деривативов, Вестник Университета, 2012.
4. Дешко А.В., Кредитные деривативы на мировом финансовом рынке.
5. A. N. Bonfim, Understanding Credit Derivatives and Related Instruments.
6. ISDA Legal Guidelines for Smart Derivatives Contracts: Credit Derivatives, 2020.
7. O.A. Gorbunova, O.V. Ignatova, O.Yu. Tereshina, World Market of Credit Derivatives: Problems of Development and Regulation.
8. R. G. Ranciere, Credit Derivatives in Emerging Markets, IMF, 2001.
9. D. Rule, The credit derivatives market: its development and possible implications for financial stability, June 2001.

Հավելված 1

Վարկային ածանցյալ գործիքների դասակարգում միջազգային ստանդարտներին համապատասխան



- Պարզ գործիքներ (single-name)՝ վարկային դեֆոլտի սվոպ (Credit Default Swap – CDS), ընդհանուր եկամտաբերության սվոպ (Total Return Swap – TRS), սեփական կապիտալի դեֆոլտի սվոպ (Equity Default Swap – EDS)
- Բարդ (պորտֆելային) գործիքներ (multi-name)՝ վարկային զամբյուղի դեֆոլտի սվոպ (Credit Default Basket Swap - CDBS), պորտֆելի դեֆոլտի սվոպ (Portfolio Default Swap - PDS), CDS ինդեքսներ
- Խառը գործիքներ՝ արժեթղթավորման գործիքներ՝ վարկային հայտագիր (Credit linked note - CLN) և ապահովված պարտավորություն (Collateralized Debt Obligation – CDO):

ЛИЛИТ МИКАЕЛЯН

ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ КРЕДИТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ

Ключевые слова: *кредитный дериватив, риск, хеджирование, секьюритизация активов я*

Одним из самых молодых, но в то же время быстро развивающихся сегментов рынка капитала является рынок деривативов (производных финансовых инструментов). В течение времени времени рост рынка деривативов характеризуется не только объемами, но и используемыми инструментами и стратегиями. В частности, рынок кредитных деривативов играет важную роль с точки зрения хеджирования кредитных рисков, управления инвестиционными портфелями, обеспечения ликвидности и получения доходности, но, наряду с предоставлением таких возможностей, рынок содержит большие экономические риски. Принимая во внимание влияние рынка кредитных деривативов на мировую экономику и, с другой стороны, активность, наблюдаемая в последнее время на рынке деривативов РА, и работы, проводимые в направлении рыночных реформ, необходимо провести анализ отрасли на армянском, который также проанализирует возможность внедрения этих инструментов в РА.

LILIT MIKAELYAN

POSSIBILITIES OF APPLYING CREDIT DERIVATIVES IN THE REPUBLIC OF ARMENIA

Keywords: *credit derivative, risk, hedging, asset securitization*

One of the youngest, but at the same time rapidly developing segments of the capital market is the market of derivatives. Over time, the growth of this market is characterized not only by its size but also by the tools and strategies used. In particular, the market of credit derivatives plays an important role in hedging credit risks, managing investment portfolios, ensuring liquidity, and obtaining profitability. However, along with providing such opportunities, they also contain great economic risks. Given the influence of the credit derivatives market on the world economy, as well as the recent activities observed in the derivatives market of the RA and the ongoing works being carried out in the direction of market reform, there is a need to carry out research of the sector in Armenian that will analyze the possibility of introducing these instruments in the RA.

ԳՈՀԱՐ ՄԽԻԹԱՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ, «Արժեթղթերի շուկայի վերլուծություն և կառավարում», մագիստրատուրա, 2-րդ կուրս

ԲՈՐՍԱՅՈՒՄ ՇՐՋԱՆԱՌՎՈՂ ՖՈՆԴԵՐԻ (ETF) ՁԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ ՀՀ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ՆԵՐԴՐՄԱՆ ԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

Հիմնաբառեր. *արժեթղթերի շուկա, բորսայում շրջանառվող ֆոնդեր (ETF), կարգավորման դաշտ, համեմատական առավելություններ*

Հոդվածում ներկայացվում են բորսայում շրջանառվող ֆոնդերի (ETF)՝ որպես արժեթղթերի շուկայի վերջին տարիների ամենահաջողված ֆինանսական նորամուծություններից մեկի համեմատական առանձնահատկությունները, ՀՀ կապիտալի շուկայում դրանց ներդրման հնարավորությունները, առկա խնդիրները և հնարավոր ազդեցությունը ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման տեսանկյունից:

Ներածություն: Միջազգային ֆինանսական շուկաների նորագույն գործիքների շարքում կիրառության հատկապես լայն շրջանակ ունեն ETF-ները՝ որպես ակտիվների համախումբ, որը շրջանառվում է բորսայում, և որի գինը տատանվում է՝ կախված դրա հիմքում ընկած ակտիվների գների փոփոխությունից[1]:

Որոշ ETF-ներ պասիվ կառավարվող ֆոնդեր են կամ ինդեքսային ֆոնդեր, որոնք ներառում են որևէ շուկայական ինդեքսում առկա արժեթղթերը: ETF-ների մյուս մասը ակտիվ կառավարվող ֆոնդեր են, որոնք գնում կամ վաճառում են արժեթղթեր կամ այլ ակտիվներ, համապատասխանում են նախապես սահմանված ներդրումային նպատակին: Տարբերակվում են պարտատոմսերի, բաժնետոմսերի, ոլորտային, հումքային, արժութային, հակադարձ, լծակային և այլ ETF-ներ:

ETF-ների շուկայի արդի իրավիճակի, զարգացման հեռանկարների, ինչպես նաև հնարավոր ռիսկերի ու մարտահրավերների բացահայտմանն է ուղղված սույն աշխատանքի վերլուծական և հետազոտական ներուժը:

Գրականության ակնարկ: Բորսայում վաճառվող առաջին ֆոնդերն ի հայտ են եկել 1990-ական թթ., և չնայած զարգացման պատմության ոչ վաղ անցյալին՝ ETF-ները դարձել են ֆինանսական շուկաների անբաժանելի և կարևոր բաղադրիչը՝ որպես ծախսարդյունավետ, ճկուն և մատչելի ներդրումային գործիք:

ETF-ների վերաբերյալ առկա գրականությունը ևս համարվում է նոր, և դրա արագ տարածմանը զուգընթաց մեծանում է բազմաթիվ տեսաբանների և հետազոտողների հետաքրքրությունը: Վերջիններիս վերլուծական և տեսական հիմնադրույթներն էլ հանդիսանում են տվյալ զեկույցի հիմքը:

Ըստ ԱՄՆ արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողովի (SEC)՝ բորսայում շրջանառվող ֆոնդը գրանցված ներդրումային ընկերություն է, որն առաջարկում է ներդրողներին իրենց գումարները միավորել մի ֆոնդում, որը ներդրումներ է կատարում բաժնետոմսերում, պարտատոմսերում կամ այլ ակտիվներում[2]:

BlackRock համաշխարհային առաջատար ներդրումային ընկերությունը ETF-ն բնորոշում է որպես բորսայում շրջանառվող ակտիվների համախումբ, որը ներդրողներին ապահովում է բազմազանեցված և ցածր ծախսերով ներդրումներ կատարելու հնարավորությամբ[3]:

Միջազգային գրականության տարբեր մեկնաբանությունների ընդհանրացումները թույլ են տալիս ընդգծել 2 հիմնական դրույթներ. ETF-ները շրջանառվում են ֆոնդային բորսայում և կարող են հիմնված լինել տարբեր դասի ակտիվների վրա: Դրանց բազմաթիվ առավելություններից հատկապես ընդգծվում է ցածր ծախսերով և պարզ մեխանիզմով բազմազանեցված ներդրումներ իրականացնելու հնարավորության ապահովումը:

---

[1] https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp

[2] https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/exchange-traded-fund-etf

[3] https://www.blackrock.com/americas-offshore/en/education/etf/explaining-etfs

Միջազգային հետազոտողների կողմից անդրադարձ է կատարվել նաև ֆինանսական շուկաների վրա ETF-ների գործարկման ազդեցության գնահատմանը: Կատարված հետազոտություններում ընդգծվում է, որ ETF-ների գործարկումը իրացվելիության մեծացման տեսանկյունից դրական է անդրադարձել ֆինանսական շուկաների վրա:

Հետազոտող Ս. Համի վերլուծությունը ցույց է տվել, որ ETF-ում ներառված արժեթղթերը համեմատականորեն ավելի բարձր իրացվելիություն են ցուցաբերում ETF-ում չներառված համանման արժեթղթերի նկատմամբ[1]:

Հետազոտող Ջ. Միֆրն իր հոդվածում պնդում է, որ ETF-ները կարող են ավելի լավ այլընտրանք լինել, քան փոխադարձ ֆոնդերը ծախսային արդյունավետության տեսանկյունից, ինչպես նաև այն պատճառով, որ ETF-ներն ավելի ճկուն գործիք են և կարող են արագ վաճառվել՝ ի տարբերություն փոխադարձ ֆոնդերի[2]:

Charles Schwab Asset Management-ի 2022 թ. զեկույցի համաձայն՝ իրենց պորտֆելներում արդեն իսկ ETF-ներ ունեցող հարցվածների 93%-ը նշել է, որ առաջիկա 2 տարիների ընթացքում ևս նախատեսում է գնել ETF-ներ, իսկ իրենց պորտֆելներում ETF-ներ չունեցող անձանց դեպքում այս ցուցանիշը կազմել է 41%, ընդ որում՝ դրանց 53%-ը նշել է բաժնետոմսերի ETF-ներում ներդրում կատարելու մտադրության մասին[3]:

Ընդհանուր առմամբ, ուսումնասիրությունները ցույց են տվել, որ ETF-ների շուկան արագորեն աճում է, իսկ բազմազանեցման հնարավորությունը, ցածր ծախսերը և կիրառության պարզությունը այն հիմնական առավելություններն են, որոնք հիմք են հանդիսանում այս շուկայի հետագա աճի հեռանկարների ապահովման համար:

Հայ գիտահետազոտական գրականության շրջանակներում այս եզրույթը դեռևս ուսումնասիրված չէ, առկա չեն մեկնաբանումներ և դրանց ստեղծումն ու շրջանառությունը կարգավորող կանոնակարգեր:

Մեթոդաբանություն: ETF-ների առանձնահատկությունները, միջազգային շուկայի միտումները և ՀՀ-ում դրանց ներդրման համար անհրաժեշտ նախադրյալներն ու առկա խնդիրները բացահայտելու համար օգտագործվել են տրամաբանական վերլուծությունների համեմատական, համադրման մեթոդներ:

Հետազոտության արդյունքներ և քննարկում: ETF-ները արժեթղթերի շուկայի վերջին տարիների ամենահաջողված ֆինանսական նորամուծություններից են՝ շնորհիվ կիրառման պարզության, ծախսարդյունավետ մոտեցման և բազմաթիվ այլ առավելությունների: Ներկայացնենք ETF-ներում ներդրումների առավելություններն ու թերությունները՝ փոխադարձ ֆոնդերի և բաժնետոմսերի համեմատ:

---

[1] Տե՛ս **Sophia J.W. Hamm,** The Effect of ETFs on Stock Liquidity, The Ohio State University, 2014, էջ 4, https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1345&context=edissertations

[2] Տե՛ս **Miffre J.,** Country-specific ETFs: An efficient approach to global asset allocation, Journal of Asset Management, 2007՝ https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2250065

[3] Տե՛ս **Charles Schwab,** ETFs and Beyond Study, September 2022, 5, https://content.schwab.com/web/retail/public/about-schwab/Schwab_ETF_Survey_2022.pdf

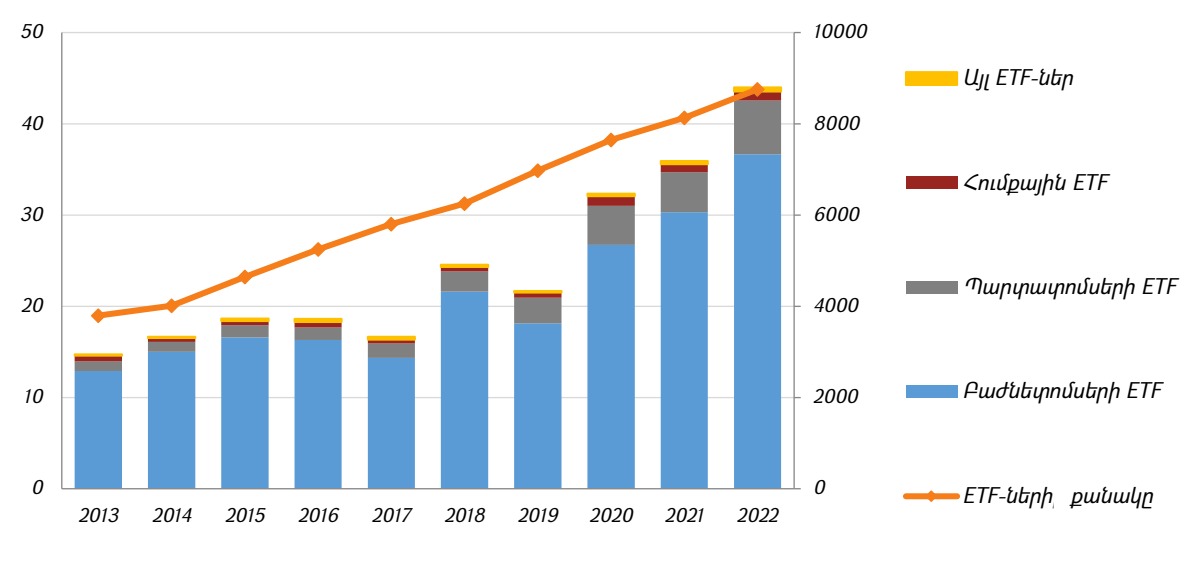
Աղյուսակ 1

ETF-ում, փոխադարձ ֆոնդում և բաժնետոմսում ներդրումների համեմատական բնութագիրը

Հատկանիշը	ETF	Փոխադարձ ֆոնդ	Բաժնետոմս
Բազմազանեցման հնարավորություն	+	+	-
Կառավարման վճարի և ծախսի գործակցի առկայություն	+	+	-
Ամենօրյա առևտրի հնարավորություն	+	-	+
Ռիսկ - եկամտաբերության ավելի բարձր մակարդակի հակվածություն	-	-	+
Պրոֆեսիոնալ կառավարչի առկայություն	+	+	-
Բարձր տատանողականության ռիսկ	-	-	+
Նվազագույն ներդրման պահանջներ	-	+	-

ETF-ների կառավարման վճարներն էականորեն ցածր են փոխադարձ ֆոնդերի վճարներից: Ակտիվ կառավարվող փոխադարձ ֆոնդերի ծախսի միջին գործակիցը կազմում է 0.5-1%, իսկ պասիվ ֆոնդերի դեպքում՝ 0.2%: ETF-ների համար այս ցուցանիշները 2021 թ. կազմել են համապատասխանաբար 0.16 և 0.12%[1]:

ETF-ների համաշխարհային առևտրի ծավալները 2022-ին հասել են ռեկորդային բարձր ցուցանիշի՝ 43 տրլն ԱՄՆ դոլար՝ 2021-ի համեմատ աճելով 22.5%-ով:



Գծապատկեր 1. ***ETF-ների համաշխարհային առևտրի ծավալների (ձախ առանցք, տրլն ԱՄՆ դոլար) և դրանց քանակի շարժընթացը (աջ առանցք) 2013-2022 թթ.***[2]

[1] https://www.nerdwallet.com/article/investing/mutual-fund-fees-what-investors-need-to-know

[2] https://www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs/
https://www.ssga.com/us/en/intermediary/etfs/insights/charting-the-market-etfs-see-record-breaking-year

Ամենատարածվածը բաժնետոմսերի ETF-ներն են, որոնց առևտրի ծավալը 2022 թ., նախորդ տարվա համեմատ, աճել է 22%-ով: Սա պայմանավորված է նրանով, որ բաժնետոմսերի շուկան ունի ամենամեծ մասնաբաժինը ընդհանուր բորսայական գործարքների ծավալում: Համաձայն Համաշխարհային բորսաների ֆեդերացիայի (WFE) զեկույցի՝ 2020 թ. բաժնետոմսերով առևտուրը կազմել է համաշխարհային բորսաներում ընդհանուր առևտրի ծավալի 47%-ը, ինչն ավելի բարձր է, քան այլ ակտիվների դասերի ցուցանիշը՝ պարտատոմսերը (25%), ածանցյալ գործիքները (16%) և հումքային ակտիվները (8%)[1]:

Հայաստանի Հանրապետությունում առկա չեն ETF-ների համար նախատեսված հատուկ կարգավորումներ: Չկան այս եզրույթի վերաբերյալ հստակ օրենսդրական կամ գիտական ձևակերպումներ և բորսայում ցուցակված ETF-ներ: Միջազգային պրակտիկայում, մինչև ETF-ները կարգավորող հատուկ օրենքների ընդունումը, ETF-ների ստեղծումն ու գործարկումը ենթակա էին կարգավորման՝ ըստ արժեթղթերի մասին գործող օրենքների և կանոնակարգերի: Օրինակ, Միացյալ Նահանգներում ETF-ներն ի սկզբանե կարգավորվել են 1940 թ. ընդունված «Ներդրումային ընկերության մասին» օրենքի համաձայն, որը կարգավորում է փոխադարձ հիմնադրամների և այլ ներդրումային ընկերությունների գործունեությունը: Եվրոպայում ETF-ները կարգավորվում էին UCITS հրահանգով, որը 1985 թ. ստեղծվել էր ի սկզբանե փոխադարձ հիմնադրամները կարգավորելու համար: Ավելի ուշ UCITS հրահանգը փոփոխվեց՝ ներառելով ETF-ներին հատուկ դրույթներ:

Այսպիսով, քանի որ ETF-ները բնորոշվում են որպես բորսայում շրջանառվող ակտիվների համախումբ կամ ֆոնդ, կարելի է եզրակացնել, որ ներկայումս դրանք մեր երկրում ենթակա են կարգավորման և գրանցման՝ ըստ «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքի: ETF-ները կարող են հանդես գալ որպես պայմանագրային կամ կորպորատիվ ֆոնդ, քանի որ դրանք կարող են ձևավորվել որպես պայմանագրային ներդրումային ֆոնդի կառավարման պայմանագրերի հիման վրա ձևավորված ակտիվների համախումբ կամ իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող ֆոնդ, որի ակտիվները հավաքագրվում են միայն բաժնետոմսերի կամ այլ բաժնային արժեթղթերի տեղաբաշխման միջոցով: Ըստ նույն օրենքի նշանակության՝ ETF-ները հանդես են գալիս որպես ոչ հրապարակային և փակ ֆոնդեր, քանի որ կարող են տեղաբաշխվել հրապարակային առաջարկի միջոցով և չունեն պարտավորություն մասնակցի պահանջով հետ գնելու նրան պատկանող՝ ֆոնդի թողարկած արժեթղթերը: Պասիվ կառավարվող ETF-ն կարող է ձևավորվել որպես ինդեքսային ֆոնդ՝ ստանդարտ ֆոնդի տեսակ, որի ներդրումային քաղաքականության նպատակը որոշակի բաժնետոմսերի կամ պարտատոմսերի ինդեքսի կառուցվածքի կրկնօրինակումն է:

ՀՀ-ում ETF-ների ներդրումը և դրանց նկատմամբ հետաքրքրվածության մեծացումը կարող են հիմք հանդիսանալ կարգավորող մարմնի կողմից ETF-ների հետ կապված գործընթացները կարգավորող իրավական ակտերի ընդունման համար: Մասնավորապես,

[1] https://www.world-exchanges.org/news/articles/global-exchange-traded-products-market-grew-30-2020-wfe-2020-market-highlights

գործող օրենքում բացակայում են պահանջները ETF-ում ներառվող ակտիվների կազմի և կառուցվածքի վերաբերյալ:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում բորսայական գործարքների ընդհանուր ծավալի աճ արձանագրվել է 2017-2021 թթ., իսկ դրա գերակշիռ մասը կազմել են պետական պարտատոմսերով կատարված գործարքները: 2022 թ., 2021-ի նկատմամբ, արձանագրվել է նվազման միտում, իսկ բորսայական գործարքների թիվն աճել է 3031-ով կամ 64.5%-ով: Բորսայում արժեթղթերով կատարված գործարքների ծավալի մեջ գերակշիռ մասը՝ 51%-ը, կազմել են պետական պարտատոմսերով կատարված գործարքները, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերով կատարված գործարքները՝ 39%, բաժնետոմսերով գործարքները՝ 5%[1]: 2022 թ. վերջի դրությամբ Հայաստանի ֆոնդային բորսայում ցուցակված են եղել 11 թողարկողի 116 կորպորատիվ արժեթղթեր, այդ թվում՝ 12 բաժնետոմս[2]:

Վերջին 5 տարիների ընթացքում ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ներգրավվող ավանդներն ունեցել են աճի միտում: 2022 թ. դեկտեմբերի դրությամբ ներգրավված ավանդները կազմել են ավելի քան 5 տրլն ՀՀ դրամ, որի գերակշիռ մասը՝ 72%-ը, կազմում են ռեզիդենտների ավանդները[3]:

Այսպիսով, հաշվի առնելով ՀՀ արժեթղթերի և բանկային շուկայում դրսևորված միտումները՝ կարելի է փաստել, որ երկրում առկա են մեծ ծավալի ազատ դրամական միջոցներ, որոնք առավելապես ներդրված են ՀՀ պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերում, ինչպես նաև ՀՀ առևտրային բանկերում:

Հաշվի առնելով վերոգրյալը՝ կարող ենք եզրակացնել, որ երկրում նպատակահարմար է գործարկել պարտատոմսերի վրա հիմնված ETF-ներ, իսկ բաժնետոմսերի հիման վրա ETF-ներ կարող են զարգանալ բաժնետոմսերի շուկայի կայացմանը և զարգացմանը զուգընթաց:

Եզրակացություն: Իրականացված հետազոտությունների արդյունքում կատարվել են հետևյալ եզրահանգումներն ու առաջարկությունները.

- ETF-ները արժեթղթերի շուկայի վերջին տարիների ամենահաջողված ֆինանսական նորամուծություններից են, որոնք միաժամանակ ներդրողներին տալիս են մի շարք առավելություններ: Դրա մասին են վկայում ETF-ների համաշխարհային շուկայում դրսևորված աճի միտումները, և ակնկալվում է, որ աճը կշարունակվի հետագա տարիներին ևս:

---

[1] Տե՛ս ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2017-2022 թթ., հրապարակումներ, https://armstat.am/am/?nid=82&year=2023

[2] Տե՛ս Հայաստանի ֆոնդային բորսայի ուղեցույց, 2022 թ. դեկտեմբեր, էջ 2, https://amx.am/uploads/publications/AMX%20market%20data_December_2022(Arm)_2023-01-10_16-55-01.pdf

[3] Տե՛ս ՀՀ ԿԲ վիճակագրություն, Առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված ավանդների ծավալներ (ամսական), https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx

- ՀՀ ֆոնդային բորսայում չկան ցուցակված ETF-ներ: Առկա չեն նաև այս եզրույթի մեկնաբանումներ և դրանց ստեղծումն ու շրջանառությունը կարգավորող կանոնակարգեր, ինչը երկրում ETF-ների ներդրման և այդ շուկայի զարգացման գլխավոր խոչընդոտն է:
- ETF-ն բորսայում շրջանառվող ակտիվների համախումբ/ֆոնդ է, ուստի ներկայումս դրանք մեր երկրում կարգավորման և գրանցման են ենթակա՝ ըստ «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքի:
- Առաջարկվում է ձևավորել ETF-ների գրանցմանն ուղղված կանոնակարգեր, որոնք կսահմանեն ընդհանուր դրույթներ և նվազագույն պահանջներ դրա հիմնադիրների, մասնակիցների և կանոնադրական կապիտալի նկատմամբ: Անհրաժեշտ է նաև սահմանել ETF-ի հիմքում ընկած արժեթղթերի փաթեթի նկատմամբ հիմնական պահանջները, որին համապատասխանության ստուգումը կիրականացվի ֆոնդային բորսայի թողարկողի կողմից՝ ETF-ի թողարկման ազդագրի հիման վրա:
- ՀՀ-ում բորսայական գործարքների ընդհանուր ծավալում ամենամեծ մասնաբաժինն ունի պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալը: Բաժնետոմսերի շուկան ունի ամենափոքր մասնաբաժինը՝ 5%, իսկ բորսայում ցուցակված բաժնետոմսերի թողարկողների թիվը 11 է՝ 2023 թ. հունվար ամսվա դրությամբ, ինչը երկրում ETF-ների ներդրման և զարգացման հաջորդ կարևոր խոչընդոտն է և սահմանափակում է երկրում բաժնետոմսերի ETF-ների շուկայի հնարավոր աճը:
- Երկրում նպատակահարմար է գործարկել պարտատոմսերի վրա հիմնված ETF-ներ, իսկ բաժնետոմսերի հիման վրա ETF-ներ կարող են զարգանալ բաժնետոմսերի շուկայի կայացմանը և զարգացմանը զուգընթաց:
- Հաշվի առնելով երկրում առկա ներդրումային ներուժը, կուտակված միջոցների բազմազանեցված, վստահելի գործիքներում ներդրման անհրաժեշտությունը, ինչպես նաև կարգավորող մարմինների՝ արժեթղթերի շուկայի (որպես տնտեսական զարգացման պետական քաղաքականության կարևորագույն բաղադրիչի) զարգացման առաջնահերթ դիրքորոշումը՝ ակնկալվում է, որ ETF-ների շուկան կկարողանա կլանել երկրում առկա ազատ դրամական միջոցները: ETF-ների գործարկումը կմեծացնի շուկայի խորությունը, կհանգեցնի շուկայի իրացվելիության բարձրացմանը: Այն նախընտրելի ներդրումային գործիք կհանդիսանա ոչ միայն ինստիտուցիոնալ, այլ նաև անհատ ներդրողների համար՝ ապահովելով կայուն, բազմազանեցված և պրոֆեսիոնալ կառավարմամբ ներդրումային պորտֆել՝ առանձին պարտատոմսերում կամ բանկային ավանդում ներդրում կատարելու համեմատ:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ օրենքը «Ներդրումային ֆոնդերի մասին»՝ ընդունված 2010 թ. դեկտեմբերի 22-ին:
2. Հավելված ՀՀ Կառավարության 2020 թ. հուլիսի 16-ի N 1202-Լ որոշման, «Կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագիր»:
3. ԱՄՆ «Ներդրումային ընկերության մասին» օրենք՝ ընդունված 1940 թ.:

4. ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր, 2022 թ. դեկտեմբեր, 289 էջ:
5. Հայաստանի ֆոնդային բորսայի ուղեցույց, 2022 թ. դեկտեմբեր, 8 էջ:
6. Հայաստանի ֆոնդային բորսայի 2021 թ. տարեկան հաշվետվություն, 17 էջ:
7. Sophia J.W. Hamm, The Effect of ETFs on Stock Liquidity, The Ohio State University, 2010, 100 pages.
8. Miffre J., Country-specific ETFs: An efficient approach to global asset allocation, Journal of Asset Management, 2007, 10 pages.
9. Charles Schwab, ETFs and Beyond Study, September 2022, 43 pages.
10. PwC Research, ETFs 2026: The next big leap, 2021, 18 pages.
11. Tarassov E. B., Exchange Traded Funds (ETF): history, mechanism, academic literature review and research perspective, 20 pages.
12. Vanguard Research, ETF trading guidance and best practices: A framework for approaching execution, February 2021, 10 pages.
13. https://www.cba.am/
14. https://amx.am/am
15. https://armstat.am/am/
16. https://www.investor.gov/
17. https://www.esma.europa.eu/
18. https://investor.vanguard.com
19. https://www.investopedia.com/
20. https://www.statista.com/
21. https://www.ssga.com/
22. https://www.researchgate.net/
23. https://www.world-exchanges.org/
24. https://www.ici.org/
25. https://www.pwc.com/

ГОАР МХИТАРЯН

ПЕРСПЕКТИВЫ ФОРМИРОВАНИЯ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВЫХ ФОНДОВ (ETF) НА РЫНКЕ КАПИТАЛА РА И ПРОБЛЕМ ИХ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Ключевые слова: *фондовый рынок, биржевые фонды (ETF), система регулирования, сравнительные преимущества*

В данной статье рассматриваются сравнительные характеристики биржевых фондов (ETF) как одной из самых успешных финансовых инноваций на рынке ценных бумаг за последние годы, возможности их инвестирования на рынке капитала РА, существующие проблемы и возможное влияние с точки зрения развития рынка капитала РА.

GOHAR MKHITARYAN

PERSPECTIVES OF THE FORMATION OF EXCHANGE-TRADED FUNDS (ETF) IN THE RA CAPITAL MARKET AND CHALLENGES OF THEIR INVESTMENT

Keywords: *security market, exchange-traded funds (ETF), regulatory environment, comparative advantages*

The report examines the comparative characteristics of exchange-traded funds (ETF) as one of the most successful financial innovations of the securities market in recent years, the possibilities of their investment in the capital market of Armenia, the existing problems and the possible impact from the perspective of the development of the capital market of Armenia.

ՕՔՍԱՆՆԱ ՄԿՐՏՉՅԱՆ
ԱրՊՀ տնտեսագիտության ֆակուլտետ,
«Ֆինանսներ», բակալավրիատ, 3-րդ կուրս

ՀՀ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ

Հիմնաբառեր. *պետական պարտատոմսերի շուկա, եվրոպարտատոմսերի շուկա, ռեպո շուկա, առևտրի ծավալ*

Պետական պարտատոմսերի թողարկումը պետական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման եղանակ է և մեծ տարածում ունի միջազգային պրակտիկայում՝ առանցքային տեղ զբաղեցնելով կապիտալի շուկայում: Պետական պարտատոմսերի թողարկման միջոցով բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորումն ավելի արդյունավետ մեխանիզմ է, քան լրացուցիչ թղթադրամների թողարկումը կամ Կենտրոնական բանկից վարկային գծի ստացումը, քանի որ շրջանառության մեջ չհիմնավորված փողի զանգվածի աճը հանգեցնում է վերջինիս արժեզրկման կամ գնաճի, իսկ Կենտրոնական բանկի կողմից ուղղակի վարկավորումն ավելի թանկ է և սահմանափակ շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրների համար:

Հոդվածում մանրամասն ներկայացված են ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշները, դրանց շարժընթացը, պետական պարտատոմսերի տեսակները, տոկոսադրույքները, ինչպես նաև վերջին տարիներին պետության կողմից թողարկված եվրոպարտատոմսերի հիմնական բնութագրիչները: Հոդվածի վերջում ներկայացված են ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման վերաբերյալ առաջարկություններ:

Ներածություն: Հայտնի է, որ պարտատոմսերը, ըստ թողարկողի, դասակարգվում են պետականի և կորպորատիվի: Պետական պարտատոմսերը, սովորաբար, թողարկվում են Ֆինանսների նախարարության կամ տարածքային կառավարման մարմինների կողմից, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերը՝ տարբեր կազմակերպաիրավական ձև ունեցող կազմակերպությունների կողմից[1]: ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերի շուկան, որպես այդպիսին, ձևավորվել է 1995 թ., թեև մինչև այդ ՀՀ-ում շրջանառության մեջ են եղել 1993 և 1994 թթ. թողարկված պետական ներքին շահող պարտատոմսերը: Ներկայումս ևս ՀՀ-ում առավել ակտիվ գործում է պետական պարտատոմսերի շուկան, թեև զարգացման միտումներ է դրսևորում նաև կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան: Պետական պարտատոմսերը, բաժնային և պարտքային մյուս գործիքներից տարբերվում են նրանով, որ ունեն ցածր ռիսկայնություն և պաշտպանված են «հարկային վահանով»:

Գրականության ակնարկ: Պարտատոմս է համարվում այն արժեթուղթը, որը հավաստում է դրա տիրապետողի իրավունքը՝ նախատեսված ժամկետում պարտատոմս թողարկած անձից ստանալու պարտատոմսի անվանական արժեքը կամ գույքային այլ համարժեք[2]: Ըստ Ֆ. Ֆաբոցիի՝ պարտատոմսը պարտքային գործիք է, որը պարտավորեցնում է թողարկողին որոշակի ժամանակահատվածում մարել փոխառված գումարը՝ գումարած տոկոսները[3]: Ըստ Ա. Սալնազարյանի՝ պետական պարտքային պարտավորությունները պետական ներքին պարտքի դրսևորման ձև են, լայն տարածում ունեն միջազգային պրակտիկայում և մեծ տեղ են գրավում կապիտալի շուկայում[4]: Պետական պարտատոմսերը յուրաքանչյուր երկրի ֆինանսատնտեսական համակարգի գործունեության կարևոր տարրերից են: Պետական պարտատոմսերի թողարկումը սովորաբար հետապնդում է մի քանի նպատակ՝ բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորում, նախորդ պարտավորությունների մարում, պետական բյուջեին դրամական միջոցների ապահովում, պետության համար կարևորագույն սոցիալ-տնտեսական նշանակություն ունեցող կազմակերպություններին ֆինանսական օժանդակության տրամադրում[5]:

Մեթոդաբանություն: Հետազոտության համար որպես գիտական հիմք են ծառայել արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ հայ և օտարերկրյա մասնագետների գիտական աշխատություններն ու վերլուծությունները, իսկ որպես տեղեկատվական հիմք՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի տեղեկագրերը, վիճակագրական տվյալները, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի հաշվետվությունները և տեղեկագրերը, ՀՀ ֆինանսների նախարարության պետական պարտքի հաշվետվությունները: Որպես վերլուծության մեթոդներ կիրառվել են համեմատումների, համադրումների, ուղղահայաց և հորիզոնական վերլուծության և խմբավորման մեթոդները:

---

[1] Տե՛ս **Սալնազարյան Ա.**, Արժեթղթերի շուկա, Եր., 2009, էջ 65:
[2] Տե՛ս ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, հոդված 154:
[3] Տե՛ս **Ф. Фабоцци**, Рынок облигаций. Анализ и стратегии, 2007, էջ 16:
[4] Տե՛ս **Սալնազարյան Ա.**, Արժեթղթերի շուկա, Եր., 2009, էջ 61:
[5] Տե՛ս **Боровский В.**, Государственные облигации Российской Федерации, Science time, էջ 70-76:

Վերլուծություն: Պետական պարտատոմսերը, որպես ֆինանսական գործիքներ, ունեն առավելություններ և թերություններ: Առավելությունների թվին են դասվում[1].

- երաշխավորված գումարի վերադարձը՝ հավելյալ եկամուտով և ցածր ռիսկայնության պարագայում,
- պետական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորումը,
- սոցիալապես նշանակալի օբյեկտների շինարարության ֆինանսավորումը,
- բնակչության ներգրավումը ֆոնդային շուկայում ներդրումային գործունեությանը՝ լրացուցիչ եկամուտ ստանալու նպատակով,
- բնակչության ֆինանսական գրագիտության մակարդակի աճը:

Պետական պարտատոմսերի թերություններն են.

- ավելի ցածր եկամտաբերություն, քան բաժնետոմսերի դեպքում է,
- մեծ հավանականություն, որ գնաճի հետևանքով պետական պարտատոմսերի գումարները կարժեզրկվեն:

ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկան, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի համեմատությամբ, առավել զարգացած է: Ինչպես արժեթղթերի շուկայի, այնպես էլ ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի մասնակիցներն են թողարկողները, ներդրողները, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի գործակալները:

ՀՀ-ում պարտատոմսերի շուկայի ամենամեծ թողարկողը պետությունն է: 2015 թվականից հետո նկատելի է պետական պարտատոմսերի շուկայի զգալի աճ (112%), այնուամենայնիվ, շուկան մնում է փոքրածավալ: Աղյուսակ 1-ում ներկայացնենք 2017-2021 թթ. ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայում թողարկվող գործիքների ծավալները, միջին կշռված եկամտաբերությունը, միջին կշռված ժամկետայնությունը, ինչպես նաև պետական պարտատոմսեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը:

Աղյուսակ 1

ՀՀ-ում շրջանառության մեջ գտնվող պետական պարտատոմսերի կառուցվածքը[2]

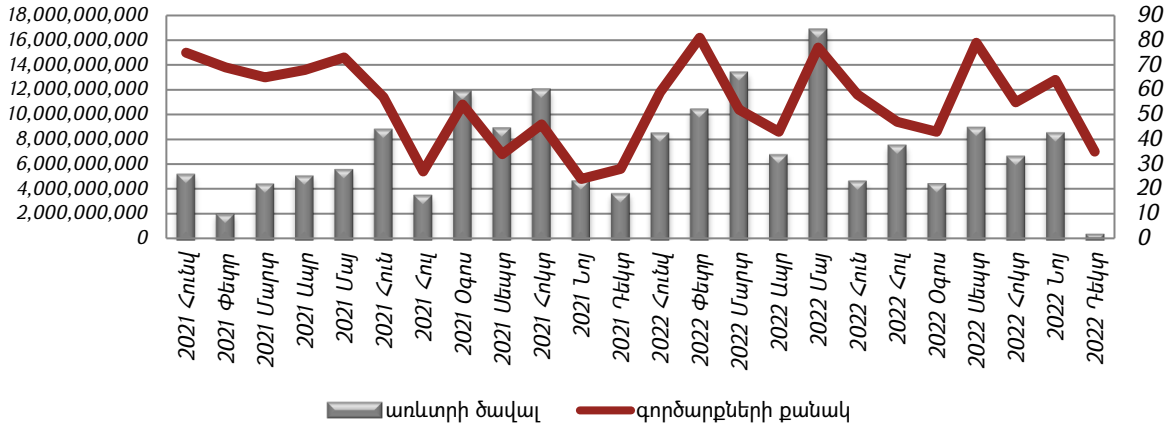
	2017	*2018*	*2019*	*2020*	*2021*
Պետական պարտատոմսեր, մլրդ ՀՀ դրամ	549.7	588.1	681	958.8	1,208.9
ՀՆԱ-ի նկատմամբ (%)	9.9	9.8	10.4	15.5	17.2
այդ թվում՝					
պետական կարճաժամկետ պարտատոմսեր	22.7	29.1	23.8	47.94	48.356
ՄԺՊ	241.4	230.1	218.6	264.6	374.6
ԵՊ	282.5	323.2	431.8	640.5	780,9
ԽՊ	3.2	5.7	6.7	5.8	6.04
Միջին կշռված եկամտաբերություն (%)	13.1	12.3	11.78	10.39	10.08
Միջին կշռված ժամկետայնություն (օր)	2.787	3.308	3.734	3.945	3.761

[1] Տե՛ս **Дубовик И. В.**, Государственные облигации для населения: Значение и перспективы, Байкальский государственный университет, г. Иркутск, Российская Федерация, էջ 59-63:

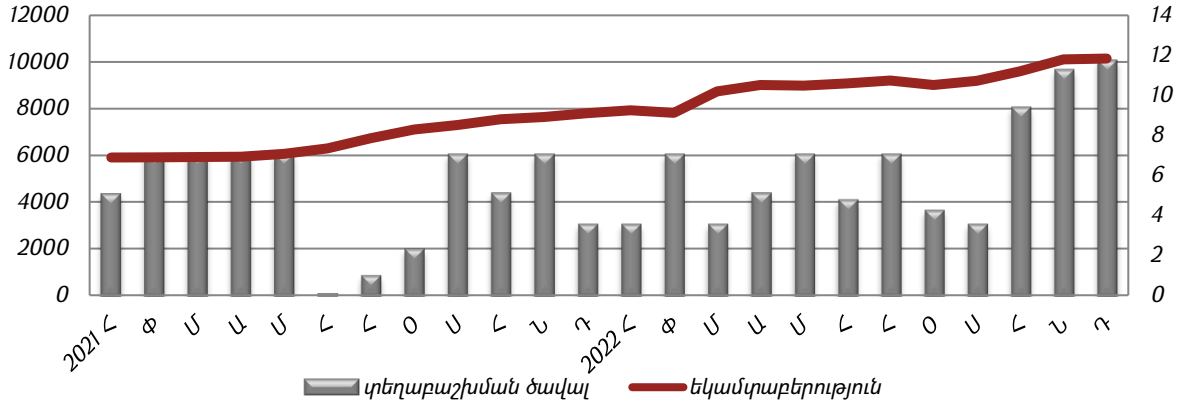
[2] Աղյուսակի տվյալները՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, Պետական պարտքի վերաբերյալ ամփոփ տեղեկագիր:

Ինչպես երևում է աղյուսակ 1-ից, 2021 թ., 2017-ի համեմատությամբ, պետական պարտատոմսերի ծավալն ավելի քան երկու անգամ ավելացել է և կազմում է ՀՆԱ-ի ավելի մեծ բաժինը: Բոլոր տարիներին երկարաժամկետ պարտատոմսերի ծավալը գերազանցում է մյուս տեսակներին:

Գծապատկեր 1-ում ներկայացնենք 2021-2022 թթ. պետական պարտատոմսերի առևտրի ծավալները: Գծապատկերից հետևում է, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերի 2022 թ. դեկտեմբեր ամսվա առևտրի ծավալը, 2021 թ. դեկտեմբեր ամսվա համեմատ, նվազել է 90%-ով, իսկ գործարքների քանակն աճել է 25%-ով: Երկու տարվա ընթացքում պետական պարտատոմսերի առևտրի ծավալն ամենաբարձր արժեքն ընդունել է 2022 թ. մայիս ամսին:



Գծապատկեր 1. ***2021-2022 թթ. ՀՀ պետական պարտատոմսերի առևտրի ծավալը և գործարքների քանակը (մլն ՀՀ դրամ)[1]***



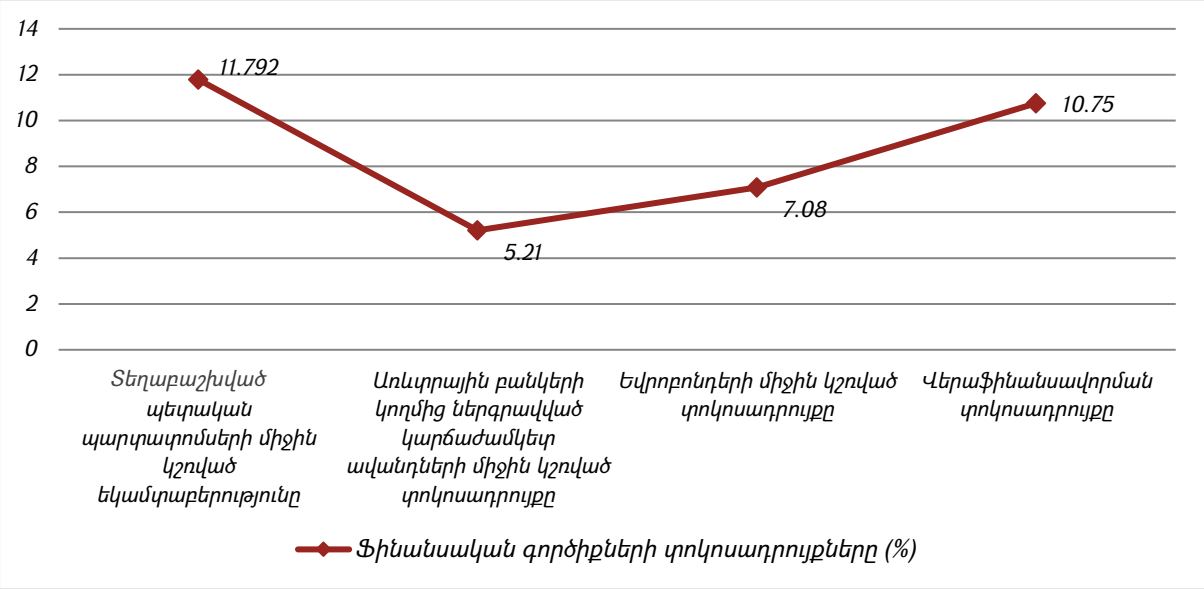
Գծապատկեր 2. ***2021-2022 թթ. ՌԵՊՈ գործարքի առևտրի ծավալը և գործարքների քանակը (մլն ՀՀ դրամ, %)[2]***

[1] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի 2021-2022 թթ. տեղեկագրերի տվյալների հիման վրա:
[2] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ֆոնդային բորսայի 2021-2022 թթ. տեղեկագրերի տվյալների հիման վրա:

ՀՀ պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալները և եկամտաբերությունը ներկայացված են գծապատկեր 2-ում:

Գծապատկեր 2-ից պարզ է դառնում, որ, նախորդ տարվա դեկտեմբեր ամսվա համեմատ, պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալները և միջին կշռված եկամտաբերությունը 2022 թ. դեկտեմբերին բավականաչափ աճել են:

Գծապատկեր 3-ում ներկայացնենք ՀՀ պետական պարտատոմսերի և այլ ֆինանսական գործիքների միջին տոկոսադրույքները:



Գծապատկեր 3. ***Ֆինանսական գործիքների միջին կշռված տոկոսադրույքները 2022 թ. վերջի դրությամբ***[1]

Ինչպես տեսնում ենք, ՀՀ պետական պարտատոմսերը, մյուս ֆինանսական գործիքների համեմատությամբ, ունեն բավականին բարձր եկամտաբերություն, հետևաբար ներդրողների համար դրանք պետք է գրավիչ լինեն:

2013 թ. սեպտեմբերին ՀՀ ֆինանսների նախարարությունն առաջին անգամ թողարկեց եվրոպարտատոմսեր[2]: Հարկ է ընդգծել, որ ՀՀ Կառավարությունը հաջորդող տարիներին ևս թողարկել է եվրոպարտատոմսեր, որոնց ընդհանուր պայմանները ներկայացված են աղյուսակ 2-ում:

---

[1] Գծապատկերի հիմքերը. ՀՀ ֆինանսների նախարարության պետական պարտքի վիճակագրական տեղեկագրեր՝ ամսական՝ https://minfin.am/hy/page/amsakan_vichakagrakan_teghekagrer/, ՀՀ ԿԲ դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրություն՝ https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx, ինչպես նաև՝ *https://brite.blominvestbank.com/series/Weighted-Average-Interest-Rate-on-Eurobonds-3669/*

[2] 10.03.2023 թ. դրությամբ ՀՀ-ում թողարկվել է 1 կորպորատիվ եվրոպարտատոմս և 3 պետական եվրոպարտատոմս:

Աղյուսակ 2

ՀՀ պետական եվրոպարտատոմսերի ընդհանուր բնութագրիչները[1]

Բնութագրիչը	*I*	*II*	*III*
Ցուցակման/Առևտրին թույլատրման ամսաթիվ	26.03.2015	13.11.2019	12.04.2021
Թողարկված ծավալ	285,010,000 ԱՄՆ դոլար	500,000,000 ԱՄՆ դոլար	586,555,000 ԱՄՆ դոլար
Անվանական արժեք	1,000 ԱՄՆ դոլար	1,000 ԱՄՆ դոլար	1,000 ԱՄՆ դոլար
Արժեկտրոնի եկամտաբերություն	7.15%	3.95%	3.6%
Արժեկտրոնի վճարման պարբերականություն	կիսամյակային	կիսամյակային	կիսամյակային
Մարման ժամկետ	120 ամիս	120 ամիս	120 ամիս
Մարման ամսաթիվ	26.03.2025	26.09.2029	02.02.2031

Եվրոպարտատոմսերը ցուցակված են Իռլանդիայի ֆոնդային բորսայում: Սուվերեն եվրոպարտատոմսերի թողարկման շնորհիվ ՀՀ Կառավարությունը խթանեց ֆինանսական գործիքների նկատմամբ օտարերկրյա ներդրողների պահանջարկի մեծացումը:

Պետական պարտատոմսերի շուկայի մյուս մասնակիցներն են ներդրողները կամ պետական պարտատոմսերի շուկայում պահանջարկ ներկայացնողները:

Պետական պարտատոմսերում ներդրումներ կատարում են ՀՀ ռեզիդենտները և ոչ ռեզիդենտները. 2022 թ. վերջին շրջանառության մեջ գտնվող պետական գանձապետական պարտատոմսերի 4.5%-ը գտնվել է ոչ ռեզիդենտների պորտֆելում: Ռեզիդենտներից ներդրողներն են ՀՀ բանկերը, ոչ բանկ ներդրողները և ՀՀ կենտրոնական բանկը, որոնց կողմից կատարված ներդրումների ծավալներն անվանական արժեքով ներկայացված են հավելված 1-ում:

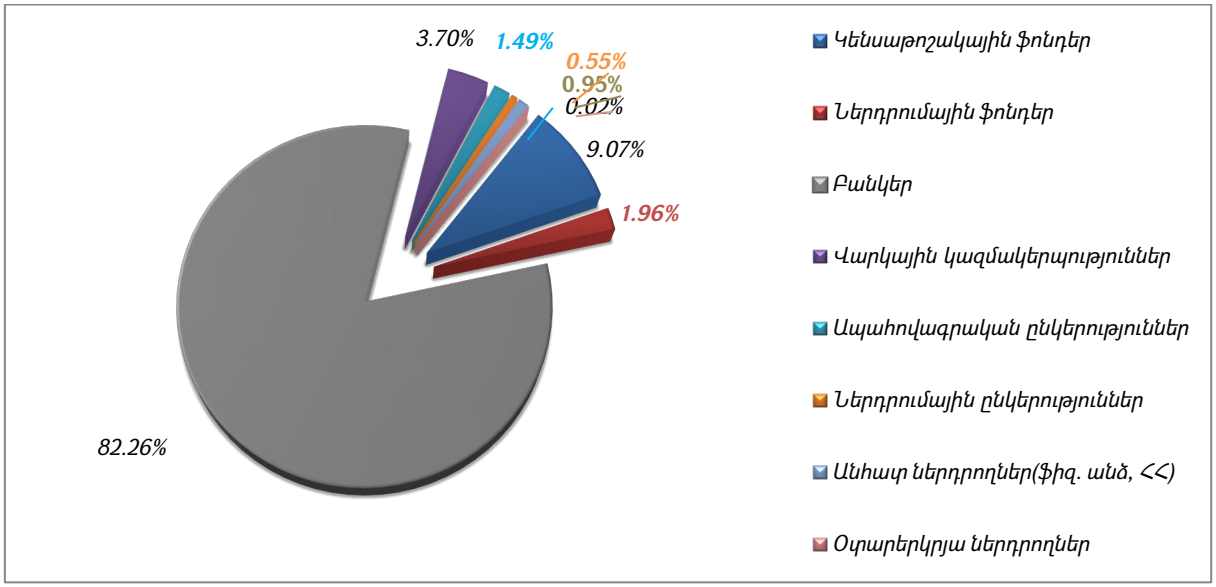
ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայում ներդրողների մասնաբաժինները ներկայացված են գծապատկեր 4-ում:

Ինչպես նշել ենք, ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի մասնակիցներն են նաև առաջնային դիլերները: Հայաստանում պետական գանձապետական պարտատոմսերի թողարկումը և վաճառքը կազմակերպվում են բացառապես առաջնային դիլերների համակարգի միջոցով: 2023 թ. պետական գանձապետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալներն են լինելու հետևյալ առևտրային բանկերը[2]՝

- «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ
- «Արդշինբանկ» ՓԲԸ
- «Կոնվերս Բանկ» ՓԲԸ
- «Հայբիզնեսբանկ» ՓԲԸ
- «Հայէկոնոմբանկ» ԲԲԸ

[1] Աղյուսակի տվյալների հիմքը՝ ՀՀ ֆոնդային բորսայի պաշտոնական կայքէջ, https://amx.am/am/pages/listed-eurobonds

[2] https://minfin.am/hy/page/petakan_gandzapetakan_partatomser/



Գծապատկեր 4. ***Պետական պարտատոմսերում ներդրումների մասնաբաժինները***[1]

ՀՀ պետական պարտատոմսերի զարգացման, ինչպես նաև օտարերկրյա ներդրողների կողմից ՀՀ պետական պարտատոմսերը գրավիչ դարձնելու նպատակով առաջարկում ենք իրականացնել հետևյալ քայլերը.

1. երկրորդային շուկայի ընդլայնման և հետագա զարգացման նպատակով նվազեցնել պետական պարտատոմսերի թողարկումների քանակը՝ զուգահեռաբար ավելացնելով դրանց ծավալները:
2. Պետական պարտատոմսերի շուկան ներդրողներին ճանաչելի և հուսալի դարձնելու համար նրանց հետ հարաբերությունների գործառույթի զարգացում՝ մեկ պատուհանի տեսքով տեղեկատվության ներկայացում, առնվազն եռամսյակային կտրվածքով թարմ և ամբողջական տեղեկատվության հրապարակում հայերեն և անգլերեն՝ հաշվի առնելով խոշոր ինստիտուցիոնալ ներդրողների պահանջները: ՀՀ պետական պարտատոմսերի ամսական և ամփոփ տվյալների վերաբերյալ ինտերակտիվ գծապատկերներ տեղադրել և պարբերաբար թարմացնել ՀՀ ֆինանսների նախարարության պաշտոնական կայքէջում: Բացի դրանից, պետք է գործարկվի զանգվածային լրատվական միջոցներով տեղեկությունների տրամադրման գործընթացը:
3. ՀՀ պետական պարտատոմսերի թողարկումների և պայմանների վերաբերյալ պարբերաբար տեղեկություն տրամադրել միջազգային վերլուծական կազմակերպություններին և հարթակներին:

[1] Աղբյուրը՝ ԿԲ:

4. ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայում իրացվելիության բարձրացման և ռիսկայնության նվազեցման նպատակով կարելի է վերջիններս թողարկել մի քանի տրանշով, սկզբնական շրջանում կարելի է թողարկել 2 տրանշով՝ հավասար համամասնություններով: Քանի որ կապիտալի միջազգային շուկայում կիրառվում են գերազանցապես լողացող տոկոսադրույքով պարտատոմսերը, ապա ՀՀ Կառավարությունը պետք է ներդնի հեջավորման ավելի լայն գործիքների շրջանակ:
5. Բացառել ՀՀ պետական պարտատոմսերի գնումը թշնամի երկրների կողմից, քանի որ դա հակասում է ՀՀ ազգային անվտանգության շահերին:

Եզրակացություն: Ընդհանրացնելով նշենք, որ ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերի շուկան ձևավորվել է 1995 թ.: Պետական պարտատոմսը պարտքային մյուս և բաժնային գործիքներից տարբերվում է նրանով, որ պետության կողմից պետական պարտատոմսերի սպասարկման անհնարինության ռիսկը բավականին փոքր է, ինչը հանգեցնում է վերջիններիս գրավչության աճին: Բացի դրանից, ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերից ստացված եկամուտները չեն համարվում եկամտային հարկով հարկվող օբյեկտ:

Վերլուծությունների արդյունքում բացահայտվել է, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերն ունեն ավելի բարձր միջին կշռված եկամտաբերություն, քան ֆինանսական մի շարք այլ գործիքներ:

Օգտագործված գրականություն

1. Սալնազարյան Ա. Բ., Արժեթղթերի շուկա, Եր., 2009:
2. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, 1998:
3. ՀՀ ֆոնդային բորսա, https://amx.am/am
4. ՀՀ կենտրոնական բանկ, Դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրություն, https://www.cba.am/
5. ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, https://minfin.am/hy
6. Фабоцци Ф., Рынок облигаций. Анализ и стратегии, 2007.
7. Боровский В., Государственные облигации Российской Федерации, Science time.
8. Дубовик И. В., Государственные облигации для населения: Значение и перспективы, Байкальский государственный университет, г. Иркутск, Российская Федерация.
9. https://brite.blominvestbank.com/series/Weighted-Average-Interest-Rate-on-Eurobonds-3669/

Հավելված 1

Պետական (գանձապետական) պարտատոմսերում ներդրողների կառուցվածքը[1]

Ներդրողներ	2021	2022											
	Դ	Հ	Փ	Մ	Ա	Մ	Հ	Հ	Օ	Ս	Հ	Ն	Դ
Ռեզիդենտներ, այդ թվում՝	1154941	1191336	1212058	1228278	1221904	1258979	1289514	1329440	1345165	1367419	1373518	1403111	1451857
ՀՀ բանկեր	453245	546693	596072	528360	507932	563036	585033	689993	727957	687459	757893	843117	819218
ոչ բանկ գործակալներ և դիլերներ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ոչ բանկ ներդրողներ	265734	282750	288422	298701	315518	330436	333136	341924	348186	350713	355706	372851	386098
ՀՀ ԿԲ	435962	361893	327564	401217	398453	365507	371345	297523	269022	329247	259919	187143	246542
ոչ ռեզիդենտներ	53946	60000	67815	62603	59990	59990	57873	52957	52956	44108	44375	44329	44393
Ընդամենը	1208887	1251336	1279873	1290881	1281894	1318969	1347387	1382397	1398121	1411527	1417893	1447440	1496250

ОКСАННА МКРТЧЯН

АНАЛИЗ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РА

Ключевые слова: *рынок государственных облигаций, рынок еврооблигаций, рынок репо, объем торгов*

Выпуск государственных облигаций является способом финансирования дефицита государственного бюджета, они очень популярны в международной практике, занимая ключевое место на рынке капитала. Финансирование дефицита бюджета за счет выпуска государственных облигаций является более эффективным механизмом, чем выпуск дополнительных банкнот или получение кредитной линии от ЦБ, поскольку увеличение массы безосновательных денег в обращении приводит к их обесцениванию или инфляции, а прямое кредитование ЦБ дороже и имеет ограниченный рынок для стран с экономикой. В статье подробно представлены показатели, характеризующие рынок государственных облигаций РА, их динамика, виды государственных облигаций, процентные ставки, а также основные характеристики еврооблигаций, выпущенных государством в последние годы. В конце статьи представлены некоторые предложения по развитию рынка государственных облигаций РА.

[1] Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ:

OKSANNA MKRTCHYAN

ANALYSIS AND DEVELOPMENT PERSPECTIVES OF THE RA GOVERNMENT BOND MARKET

Keywords: *government bond market, Eurobond market, repo market, trading volume*

The issuance of government bonds is a way of financing the state budget deficit. They are very popular in international practice, occupying a key place in the capital market. Financing the budget deficit through the issuance of government bonds is a more effective mechanism than issuing additional banknotes or obtaining a credit line from the Central Bank, since the increase in the mass of unsubstantiated money in circulation leads to its depreciation or inflation, and direct lending by the Central Bank is more expensive for countries will limited market economies. The paper presents in detail the indicators characterizing the RA state bond market, their dynamics, types of state bonds, interest rates, as well as the main characteristics of Eurobonds issued by the state in recent years. At the end of the article, some proposals for the development of the RA government bond market are presented.

ԼԻԴԱ ՄՈՎՍԻՍՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ,
«Ֆինանսներ», բակալավրիատ, 4-րդ կուրս

ՀՀ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԿԱՅԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐՆ ՈՒ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ

Հիմնաբառեր. *երկրորդային շուկա, իրացվելիություն, ածանցյալ գործիք, դրամավարկային քաղաքականություն*

Կապիտալի շուկան ցանկացած երկրի տնտեսության զարգացման և մակրոտնտեսական իրավիճակի կարևոր բնութագրերից մեկն է: Հետազոտության արդյունքում նշվել են այն գործոնները, որոնք կարող են ազդել արժեթղթերի գնի, եկամտաբերության, հետևաբար նաև գրավչության վրա, այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են դրամավարկային քաղաքականությունը, արտաքին աշխարհում տիրող քաղաքատնտեսական իրավիճակը: Հետազոտության մեջ առաջադրվել են արժեթղթերի շուկայի զարգացման, երկրորդային շուկայի իրացվելիության ապահովման, ոչ ռեզիդենտ ներդրողների համար ՀՀ արժեթղթերի գրավչության բարձրացման, պարտատոմսերի ճկունության և ածանցյալ գործիքների կիրառման հնարավորությունները:

Ներածություն: Կապիտալի շուկայի դերն ու նշանակությունը ֆինանսական շուկայի կայացման և զարգացման գործում էական է: Հետազոտության օբյեկտ են ՀՀ բորսայական և արտաբորսայական շուկաներում արժեթղթերով գործառնությունների ծավալներն ու այլ ֆինանսական ցուցանիշներ, առևտրային բանկերի՝ որպես ֆինանսական միջնորդների կողմից արժեթղթերի շուկայում կատարված գործառնություններն ու այն գործոնները, որոնք ուղղակի կամ անուղղակի կերպով ազդեցություն են ունենում շուկայի վրա: Հետազոտության նպատակն է բացահայտել կապիտալի շուկայի գերակա խնդիրները և առաջադրել դրանց լուծման, շուկայի բարելավման ուղիներ: Արժեթղթերի ու հատկապես պետական պարտատոմսերի շուկան ունի մեծ խորություն և հնարավորություն պետության ու անհատ ներդրողների համար՝ կառավարելու պարտքը, հեջավորելու ռիսկերը՝ գտնելով ռիսկի և եկամտաբերության միջև օպտիմալ տարբերակ:

Գրականության ակնարկ: Կապիտալի շուկան ֆինանսական շուկայի կարևոր հատվածներից մեկն է, որը ժամանակակից աշխարհում դարձել է տնտեսական աճի և զարգացման ուղի: Մի շարք հեղինակներ իրենց աշխատություններում անդրադարձել են արժեթղթերի շուկայի հիմնախնդիրներին և զարգացման ուղիներին: Ա. Սալնազարյանի, Ս. Սուքիասյանի, Գ. Չատինյանի կարծիքով՝ Հայաստանում կապիտալի շուկան շարունակում է մնալ թերզարգացած՝ լինելով խիստ սահմանափակ, որն իր հերթին պայմանավորված է արժեթղթերի թողարկման փոքր ծավալով, երկրորդային շուկայի թերիրացվելիությամբ, բաժնետոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների թերզարգացածությամբ: ՀՀ տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորման գործում կապիտալի շուկայի մասնաբաժինն աննշան է[1]: Արժեթղթերի շուկայի կայացման մեջ մեծ դերակատարում ունի պետությունը: Արտաքին շուկաներում պարտքի թողարկումը հնարավորություն է տալիս պետությանը մուտք ունենալու չկապակցված ֆինանսական ռեսուրսներին և, շուկայական կոնյունկտուրայից կախված, կատարելու ֆինանսական հոսքերի արդյունավետ կառավարում[2]: Ինչպես նշում են շատ տնտեսագետներ և միջազգային կառույցներ, կարևորվում է զարգացող երկրների պարտքային շուկաների զարգացումը, որը երաշխիք կդառնա պարտքային ճգնաժամերից խուսափելու համար: Սակայն, ըստ Ն. Կարապետյանի, այդ կարգավիճակին հասնելը դյուրին չէ և կախված է այնպիսի գործոններից, ինչպիսիք են ինստիտուտները, օրենքի գերակայությունը, տնտեսության բացությունը, մակրոտնտեսական կայունությունը: Հայաստանի դեպքում այն ենթակա է բարելավման, որպեսզի ապահովի պարտքի ցանկալի կառուցվածք[3]: Ժամանակակից աշխարհում արժեթղթերի շուկայի զարգացման ուղղություններից է ածանցյալ գործիքների կիրառումը, որը, ըստ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, զարգացող շուկաներում ապահովում է միաժամանակ ռիսկի

---

[1] Տե՛ս **Ս.Ս. Սուքիասյան, Ա.Բ. Սալնազարյան, Գ.Գ. Չատինյան, Ա.Վ. Ներսիսյան, Ա.Օ. Միերյան, Ա.Վ. Վարդանյան,** Ֆինանսական շուկաներ և ծառայություններ, Եր., «Տնտեսագետ» հրատ., 2014, էջ 52:

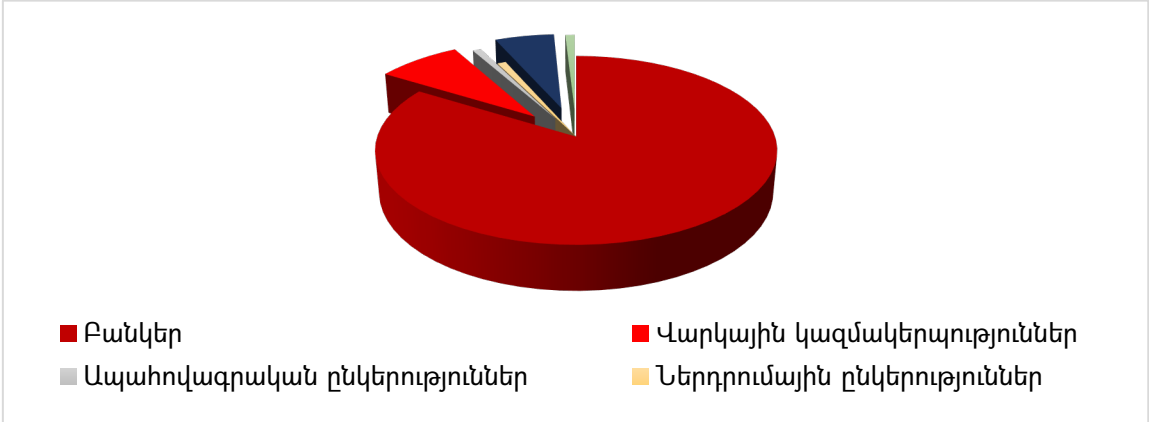
[2] Տե՛ս ՀՀ Կառավարության 2013 թ. մայիսի 16-ի նիստի N 19 արձանագրային որոշում:

[3] Տե՛ս **Ն. Կարապետյան**, ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրները. ախտորոշում և հիմնական ուղենիշներ, Բանբեր ՀՊՏՀ, 2022, էջ 48:

կառավարում, իրացվելիություն և եկամտաբերություն[1]: Իսկ ակտիվ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի համար անհրաժեշտ են ամուր իրավական դաշտ, երկարաժամկետ խնայողությունների առկայություն և պրոֆեսիոնալ ներդրողների դաս: Այժմ ունենք իրավիճակ, երբ կան մի շարք կազմակերպություններ, որոնք բավականին շահութաբեր են, սակայն այնտեղ ներդրումներ կատարելու հնարավորությունը խիստ սահմանափակ է: Իսկ եթե ընկերությունները մուտք են գործում կապիտալի շուկա համապատասխան գործիքներով, ապա հանրությունը կարողանում է մասնակցել ներդրումներին: Հետևաբար, կա անհրաժեշտություն աջակցելու ընկերություններին՝ դուրս գալու կապիտալի շուկա պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի թողարկման միջոցով[2]:

Մեթոդաբանություն: Հետազոտության կատարման և տվյալների գնահատման համար իրականացվել է ցուցանիշների անվանական և հարաբերական վերլուծություն: Երկրորդային շուկայի շրջանառության և ակտիվության, արժեթղթերի ծավալային տվյալների ուսումնասիրության օբյեկտը եղել են ՀՀ ֆոնդային բորսայի, ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից հրապարակվող ֆինանսական տարեկան և եռամսյակային հաշվետվությունները: Բանկերի ցուցանիշների վերլուծությունն իրականացվել է 2018-2022 թթ. ընթացքում՝ արտացոլելու համար արժեթղթերի շրջանառության ծավալների աճը: Պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջի, ռեզիդենտ և ոչ ռեզիդենտ ներդրողների կողմից դրանց նկատմամբ գրավչության դիտարկման, պետական պարտքի կառուցվածքում պարտատոմսերի մասնաբաժնի ուսումնասիրության աղբյուրը ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից հրապարակվող տվյալներն են:

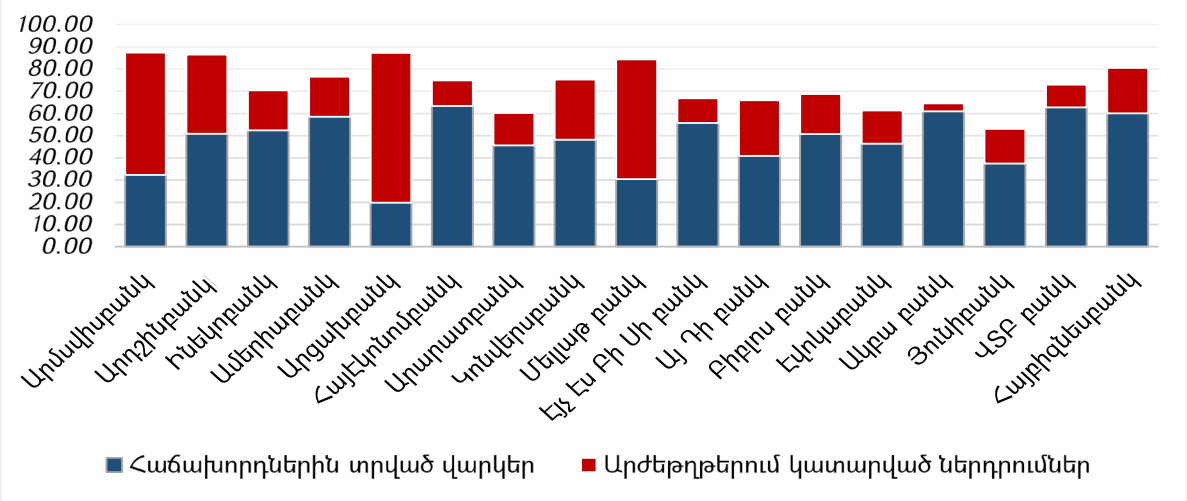
Հետազոտության արդյունքներ և քննարկում: Հայաստանում վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 2022 թ. կազմել է 45.9%, այսինքն՝ տնտեսությունը հիմնականում ֆինանսավորվում է վարկերով:



Գծապատկեր 1. ***ՀՀ ֆինանսական համակարգի ակտիվների կառուցվածքը***[3]

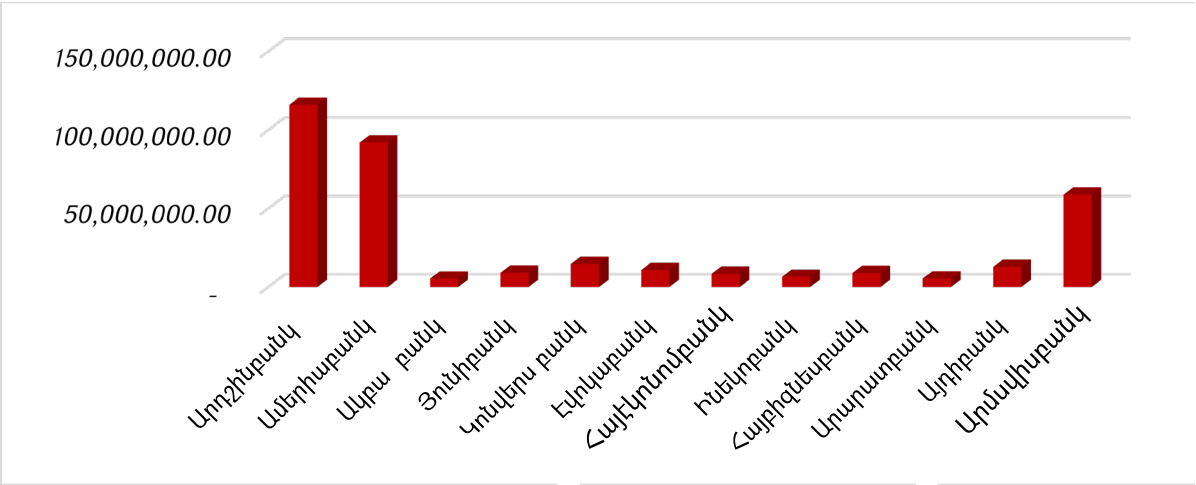
[1] Տե՛ս IMF, Local currency bond markets- A diagnostic framework, 2021, էջ 23:
[2] Տե՛ս Կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագիր. վերլուծությունը և զարգացման ռազմավարական ուղղությունները. ՀՀ Կառավարության 2020 թ. հուլիսի 16-ի N 1202-Լ որոշման հավելված:
[3] Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ԿԲ-ի ֆինանսական կայունության հաշվետվության տվյալների հիման վրա:

Ինչպես տեսնում ենք, ակտիվների 84%-ը բաժին է ընկնում բանկերին: Ցավոք, ներդրումային ընկերությունների, կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնաբաժինը շատ փոքր է:



Գծապատկեր 2. ***ՀՀ առևտրային բանկերի ակտիվների կառուցվածքում հաճախորդներին տրված վարկերի և արժեթղթերում կատարված ներդրումների տեսակարար կշիռը 2022 թ.***[1]

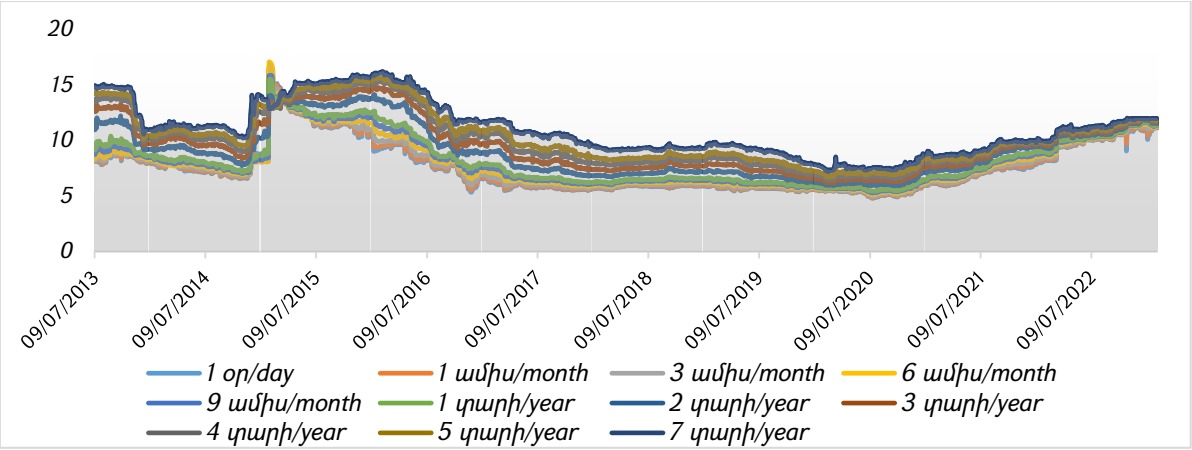
Գծապատկեր 1-ից երևում է, որ որոշ բանկերում է միայն, որ ակտիվների կառուցվածքում գերակշռում են արժեթղթերում կատարված ներդրումները: Իսկ մյուսներում շարունակում են ամենամեծ տեսակարար կշիռն ունենալ հաճախորդներին տրված վարկերը:



Գծապատկեր 3. ***ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից թողարկված արժեթղթերի ծավալը 2022 թ.***

[1] Տվյալների աղբյուրը՝ ՀՀ առևտրային բանկերի ֆինանսական հաշվետվություններ:

2022 թ. բանկերի կողմից ոչ տոկոսային եկամուտները արժեթղթերի գծով ավելացել են, որը պայմանավորված է տնտեսական և քաղաքական որոշակի գործոններով: Բանկերի դերը մեծ է հատկապես պետական պարտատոմսերի շուկայում: Վերջիններս ակտիվ մասնակցություն են ունենում աճուրդներին և ՀՀ ԿԲ-ի կողմից հայտարարված ռեպո գործարքներին, որը ԿԲ-ի համար դրամավարկային քաղաքականության գլխավոր ճշգրտող գործիքն է:

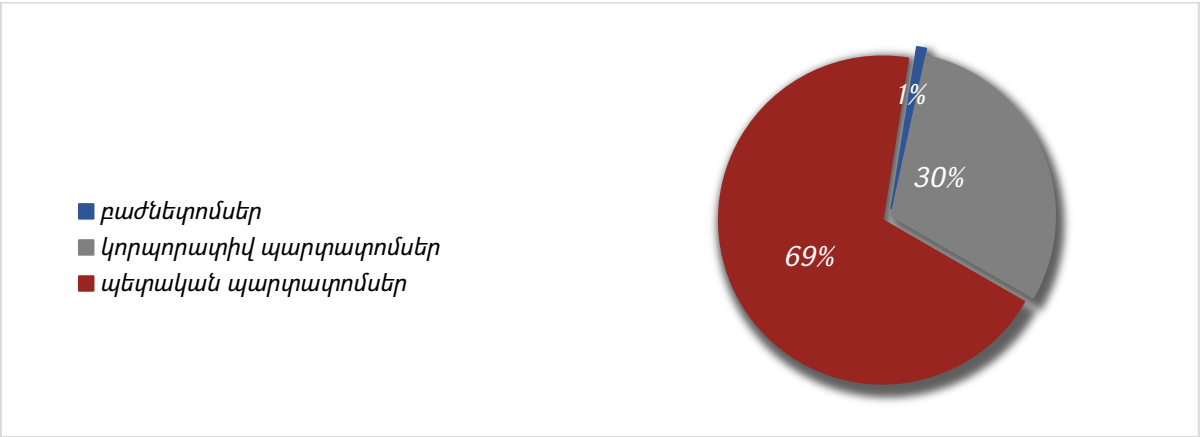


Գծապատկեր 4. ***ՀՀ պետական արժեկտրոնային պարտատոմսերի եկամտաբերության կորերի շարժընթացը 2013-2023 թթ.***[1]

Վերոնշյալից պարզ է դառնում, որ վերջին ժամանակներում, հատկապես՝ 2020 թվականից, կարճաժամկետ և երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունները գրեթե համընկնում են: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող կարևոր գործոն է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Սկսած 2020 թվականից՝ COVID-19 համաճարակի առաջացրած քաոսային իրավիճակը ստիպեց երկրների կենտրոնական բանկերին բարձրացնել վերաֆինանսավորման դրույքը: ՀՀ ԿԲ-ն 2021 թվականից մինչև 2022-ի դեկտեմբերի 13-ը վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը բարձրացրեց 5.25 տոկոսային կետով: Տոկոսների բարձրացումը առաջին հերթին ազդեցություն է ունեցել պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա՝ աճման ուղղությամբ: ՀՀ-ում արժեթղթերի երկրորդային շուկայի թերզարգացածության մասին են վկայում մի քանի առանցքային տվյալներ և ցուցանիշներ, այդ թվում՝ այն, որ Ֆոնդային բորսայում առկա են ընդամենը 29 թողարկողներ և 151 ցուցակված արժեթղթեր: 2022 թ. ընթացքում երկրորդային շուկայում կորպորատիվ պարտատոմսերով կատարված գործարքների ծավալը կազմել է շուրջ 37,597,059,497.40 ՀՀ դրամ, մինչդեռ պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալը կազմել է 85,613,063,232.38 ՀՀ դրամ[2]:

[1] Տվյալների աղբյուրը ՀՀ ԿԲ-ի հրապարակած ցուցանիշներն են, https://www.cba.am/am/SitePages/fmofinancialmarkets.aspx

[2] Տվյալների աղբյուրը ՀՖԲ-ի հրապարակած ցուցանիշներն են,



Գծապատկեր 5. ***Հայաստանի ֆոնդային բորսայում շրջանառվող արժեթղթերի ծավալային կառուցվածքը 2022 թ.***[1]

2022 թ. Ֆոնդային բորսայում շրջանառվող արժեթղթերի ծավալում ամենամեծ տեսակարար կշիռը պատկանում է պետական պարտատոմսերին: Կորպորատիվ պարտատոմսերի մեջ կնքված գործարքների կեսից ավելին եղել են հասցեական: Սա արդեն իսկ խոսում է թափանցիկության մասին: Գործարքների մեջ ամենափոքր մասնաբաժինը պատկանում է բաժնետոմսերին, որոնք արժեթղթերի ընդհանուր շրջանառության մեջ կազմում են ընդամենը 1%: Կարելի է ասել, որ բաժնետոմսերի շուկան գրեթե չի գործում: Ցավոք, ՀՖԲ-ում ածանցյալ գործիքների շրջանառությունն ընդհանրապես բացակայում է, որը ռիսկերի հեջավորման լավագույն տարբերակներից մեկն է համարվում: Ֆոնդային բորսայում կնքվում են նաև ռեպո գործարքներ, որոնց ծավալը 2022 թ. կազմել է 11 միլիարդից ավելի[2]: Արտաբորսայում ռեպո գործառնությունների շուկան բավական ակտիվ է՝ պայմանավորված պարբերաբար ՀՀ ԿԲ-ի և բանկերի, ինչպես նաև միջբանկային արտաբորսայական ռեպո գործառնությունների իրականացմամբ: Ինչպես տեսնում ենք, ՀՀ կապիտալի շուկան աչքի է ընկնում պետական պարտատոմսերի համեմատաբար ակտիվ շրջանառությամբ:

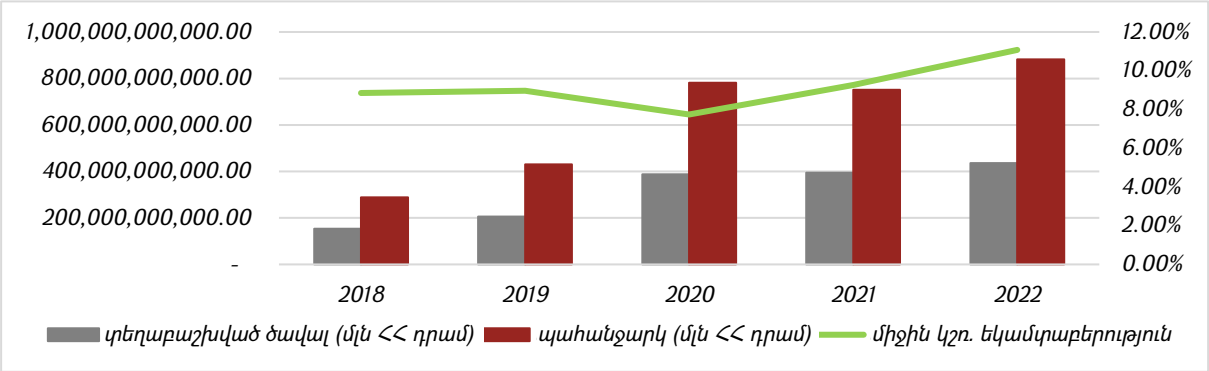
https://amx.am/am/market_data/government_bonds:

[1] Տվյալների աղբյուրը ՀՖԲ-ի հրապարակած ցուցանիշներն են, https://amx.am/am/market_data/equity, https://amx.am/am/market_data/corporate_bonds, https://amx.am/am/market_data/government_bonds

[2] Տվյալների աղբյուրը ՀՖԲ-ի հրապարակած ցուցանիշներն են, https://amx.am/am/market_data/repo

Գծապատկեր 6. ***Պետական պարտքի կառուցվածքում պետական պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը, 2022 թ.***[1]

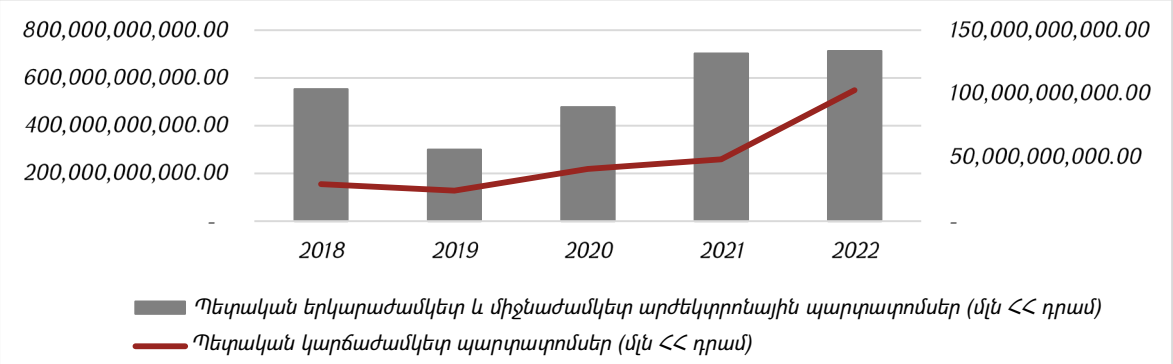
2022 թ. պետական պարտքի կառուցվածքում շարունակել է ամենամեծ մասնաբաժինը պատկանել արտաքին վարկերին և փոխառություններին, նախորդ տարվա համեմատ աճել է գանձապետական պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը: Պարտքի մեջ ռեզիդենտների և ոչ ռեզիդենտների կողմից ՀՀ դրամով ձեռք բերված պարտատոմսերի ծավալները կազմել են ավելի քան 1 տրիլիարդ, և այս ծավալի մեջ գերազանցել են ռեզիդենտների կողմից ձեռք բերված պետական պարտատոմսերը, որոնց մեջ առանձնանում են բանկերը: Պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան զարգացման որոշակի մակարդակի է հասել:



Գծապատկեր 7. ***ՀՀ պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման արդյունքների երկրորդային շուկայի շրջանառությունը***[2]

[1] Տե՛ս 2013-2022 թթ. ՀՀ Կառավարության պարտքի վերաբերյալ ամփոփ տվյալներ, https://minfin.am/hy/page/petakan_partqi_veraberyal_ampop_tvyalner/

[2] Գծապատկերը կառուցված է ՀՀ ֆինանսների նախարարության հրապարակած աճուրդների տվյալների հիման վրա:



Գծապատկեր 8. ***ՀՀ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի շրջանառությունը***[1]

Ինչպես տեսնում ենք, 2022 թ. տեղաբաշխման ծավալները շարունակել են ավելանալ եկամտաբերության աճին զուգընթաց, և պահանջարկը կրկնակի գերազանցել է տեղաբաշխված ծավալները: Էական աճ են գրանցել երկրորդային շուկայում կարճաժամկետ պարտատոմսերի շրջանառության ծավալները:

Եզրակացություն: Հետազոտության արդյունքները մատնանշում են որոշակի հիմնախնդիրներ, որոնք խոչընդոտում են կապիտալի շուկայի զարգացումը: Ընդհանուր առմամբ, արժեթղթերի շուկայի առաջնային խնդիրը եղել և շարունակում է մնալ բանկերի կողմից գերակա դիրքի առկայությունը, ներդրումային հիմնադրամների, կենսաթոշակային ֆոնդերի թերզարգացածությունը, որոնց առկայությունը տնտեսության համար կարող է ապահովել երկարաժամկետ ներդրումներ, հնարավորություն տալ վերացնելու ֆինանսական շուկայում բանկերի գերակայությունը: ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածությունը պայմանավորված է նաև արտաքին ներդրողների կողմից պետական և կոր-պորատիվ արժեթղթերի գրավչության բացակայությամբ: Ոչ ռեզիդենտների կողմից կատարված ներդրումների աճը պետական պարտատոմսերում կնպաստի պետական պարտքի դիֆերենցմանը և վարկից կախվածության սահմանափակմանը, քանի որ, ինչպես հաստատեց վերլուծությունը, ՀՀ պետական պարտքի կառուցվածքում պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը փոքր է: ՀՀ առևտրային բանկերի ցուցանիշների վերլուծությունը ցույց տվեց, որ 2022 թ. որոշ բանկերի շահույթը աճման մեծ տեմպ է ունեցել՝ կապված քաղաքական և տնտեսական որոշ հանգամանքների հետ: Կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման ծավալների աճը կապված է մի շարք միջոցառումների բարելավման հետ, այդ թվում՝ արտարժութային երկարաժամկետ թողարկումների խրախուսման համար բանկերի պահուստավորման արտոնյալ դիրքի սահմանումը, օրենսդրական դաշտի բարելավումը, 2016 թ. Clearstream-ի հետ համագործակցությունը: ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործիքնե-

[1] Գծապատկերը կառուցված է ՀՀ ֆինանսների նախարարության հրապարակած ցուցանիշների հիման վրա:

րի սահմանափակությունը լայն հնարավորություն չի տալիս ներդրողներին՝ իրենց միջոցներն արժեթղթերում ներդնելու համար: Ամփոփելով եզրակացությունը՝ կարող ենք կատարել հետևյալ առաջարկությունները:

- Առաջարկվում է ստեղծել հատուկ կայքէջ, որը կպարունակի մատչելի տեղեկատվություն արժեթղթերի, դրանց տեսակների, ներդրումների իրականացման մեխանիզմների մասին: Կայքէջը կնպաստի ոչ միայն պետական, այլև կորպորատիվ պարտատոմսերի գրավչության աճին, կխթանի կապիտալի շուկայի զարգացումը:
- Ինչպես ցույց տվեց ՀՖԲ-ում կնքված գործարքների վերլուծությունը, այստեղ ածանցյալ գործիքների շրջանառությունը բացակայում է: Առաջարկվում է համապատասխան ընթացակարգերի կիրառմամբ բորսայում ածանցյալ գործարքների կնքման հնարավորություն ստեղծել:
- Ապահովել եվրոպարտատոմսերի թողարկման ծավալների աճ, որն անուղղակի ազդեցություն կունենա պարտքի արդյունավետ կառավարման, տնտեսական իրավիճակի կայունացման և բանկային համակարգի արտարժութային իրացվելիության խնդրի լուծման վրա:

Օգտագործված գրականություն

1. Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը, Եր., 2002:
2. Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկա, Եր., 2009:
3. Սարգսյան Ա., Պետական արժեթղթերի շուկայի կառավարման արդի գերակայություններն ու զարգացման հեռանկարները ՀՀ-ում, Եր., 2012:
4. 2013-2022 թթ. ՀՀ Կառավարության պարտքի վերաբերյալ ամփոփ տվյալներ:
5. Կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագիր. վերլուծությունը և զարգացման ռազմավարական ուղղությունները, ՀՀ Կառավարության 2020 թ. հուլիսի 16-ի N 1202-Լ որոշման հավելված:
6. Local currency bond markets- A diagnostic framework, 2021.
7. Guidance note for developing government local currency bond markets, 2021.
8. https://amx.am/
9. https://cda.am/
10. https://www.cba.am/am/sitepages/default.aspx
11. https://www.minfin.am/hy

ЛИДА МОВСИСЯН

ПУТИ И ПЕРСПЕКТИВЫ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА КАПИТАЛА РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

Ключевые слова: *вторичный рынок, ликвидность, деривативный инструмент, денежная политика*

Рынок капитала является одной из важных характеристик экономического развития и макроэкономического состояния любой страны. Это неотъемлемая часть финансовой системы, которая позволяет инвесторам превращать даже небольшие сбережения в крупные инвестиции. В результате исследования были названы факторы, которые могут повлиять на цену, доходность, а следовательно, и привлекательность ценных бумаг, такие факторы, как денежно-кредитная политика, политическая и экономическая ситуация, сложившаяся во внешнем мире. В исследовании представлены возможности развития рынка ценных бумаг, обеспечения ликвидности вторичного рынка, повышения привлекательности ценных бумаг РА для инвесторов-нерезидентов, гибкости облигаций и использования деривативов.

LIDA MOVSISYAN

WAYS AND PROSPECTS OF ESTABLISHING THE RA CAPITAL MARKET

Keywords: *secondary market, liquidity, derivative tool, monetary policy*

The capital market is one of the most important characteristics of the economic development and macroeconomic condition of any country. It is an integral part of the financial system, enabling investors to transform even small savings into large investments. Through research, factors affecting the price, yield, and therefore attractiveness of securities have been identified, including monetary policy, the political and economic situation prevailing in the outside world. The study also explores opportunities for developing the securities market, ensuring the liquidity of the secondary market, increasing the attractiveness of the RA securities for non-resident investors, as well as the flexibility of bonds and the use of derivatives.

ЗИНАВАРД ПАПЯН
Российско-Армянский университет,
«Экономика» (МОП «Политическая экономика»),
первый курс

НЕРАЗВИТОСТЬ РЫНКА КАПИТАЛА КАК ПРИЧИНА ТРАНСФОРМАЦИИ ИНОСТРАННЫХ ТРАНСФЕРТОВ В БАНКОВСКИЕ ДЕПОЗИТЫ

Ключевые слова: *частные иностранные трансферты, финансовая система, рынок капитала*

Большинство исследований, посвященных проблемам развития национальных экономик, исходят из предположения о развитости рынка капитала. В экономике Армении, как в стране с уровнем дохода на душу населения выше среднего, отсталость рынка капитала компенсируется денежными переводами (трансфертами), поступающими из-за рубежа.

В предлагаемой к рассмотрению работе были проанализированы причины низкого интереса к инвестированию на рынке капитала домашних хозяйств из доходов, формируемых из частных иностранных денежных трансфертов.

Было выявлено, что представляемые рынком капитала услуги недостаточны для увеличения инвестиций в экономику Армении.

Введение. На протяжении многих лет экономика Армении зависит от притока частных трансфертов, поступающих из-за рубежа. Согласно данным официальной статистики, большая часть расходов домашних хозяйств страны уходит на потребление продуктов питания, непродовольственные товары, коммунальные услуги, и лишь малая часть дохода трансформируется в инвестиции.

Неразвитость рынка капитала, по нашему мнению, является одной из причин низкой заинтересованности домашних хозяйств в инвестировании в реальный сектор экономики.

Литературный обзор. Экономическая теория и эмпирические исследования выявляют связь между развитием рынка капитала и тремя группами факторов: макроэкономической средой, уровнем развития финансового сектора и силой базовых институтов. В свою очередь, каждая из групп факторов имеет свои каналы:

- в макроэкономической среде – это величина и темп роста валового внутреннего продукта [1, 2], макроэкономическая стабильность [3, 4] и фискальная политика [5];
- в уровне развития финансового сектора – это степень развитости банковской системы [6, 7], наличие институциональных инвесторов [8] и степень внешней либерализации [9, 10];
- в силе базовых институтов – это наличие правовой защиты инвесторов [11, 12], верховенство права и политическая стабильность [13].

В странах с низким и средним уровнем дохода, в которых, в том числе, не так сильно развит рынок капитала, денежные переводы (трансферты) являются основным источником внешнего финансирования, превышающим потоки прямых иностранных инвестиций и официальную помощь. Они возникают в силу миграции части населения в другие страны для помощи своим семьям на родине. Это связано, во-первых, с более высокими заработными платами в принимающих странах, во-вторых, с более широким спектром секторов для осуществления трудовой деятельности, в-третьих, с колебаниями курсов валют [14].

---

[1] **Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler S.** "Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Institutional and Macroeconomic Factors." // Review of International Economics, Vol. 15, Issue 2, 2007, pp. 370-413.

[2] **Ho S.** "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in South Africa." // International Journal of Emerging Markets, Vol. 14, No. 2, 2019, pp. 322-342.

[3] **Ho S.** "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in South Africa." // International Journal of Emerging Markets, Vol. 14, No. 2, 2019, pp. 322-342.

[4] **Laeven L.** "The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges." // IMF Working Paper, Vol. 2014, Issue 234, 2014.

[5] **Luengnaruemitchai P., Ong L.** "An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains." // IMF Working Paper, Vol. 2005, Issue 152, 2005.

[6] **Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler S.** "Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Institutional and Macroeconomic Factors." // Review of International Economics, Vol. 15, Issue 2, 2007, pp. 370-413.

[7] **Ho S.** "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in South Africa." // International Journal of Emerging Markets, Vol. 14, No. 2, 2019, pp. 322-342.

[8] **Moleko N., Ikhide S.** "Pension Funds Evolution, Reforms and Trends in South Africa." // International Journal of Economics and Finance Studies, Vol. 9, No. 2, pp. 134-151.

[9] **Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler S.** "FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes." // Working paper, 2001.

[10] **Calomiris C., Larrain M., Schmukler S.** "Capital Inflows, Equity Issuance Activity, and Corporate Investment." // Policy Research Working Paper, No. 8405, 2018.

[11] **Burger J., Warnock F., Warnock V.** "Bond Market Development in Developing Asia." // ADB Economics Working Paper Series, No. 448, 2015.

[12] **Bank for International Settlements** "Establishing Viable Capital Markets." // CGFS Papers, No. 62, 2019

[13] **Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler S.** "FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes." // Working paper, 2001.

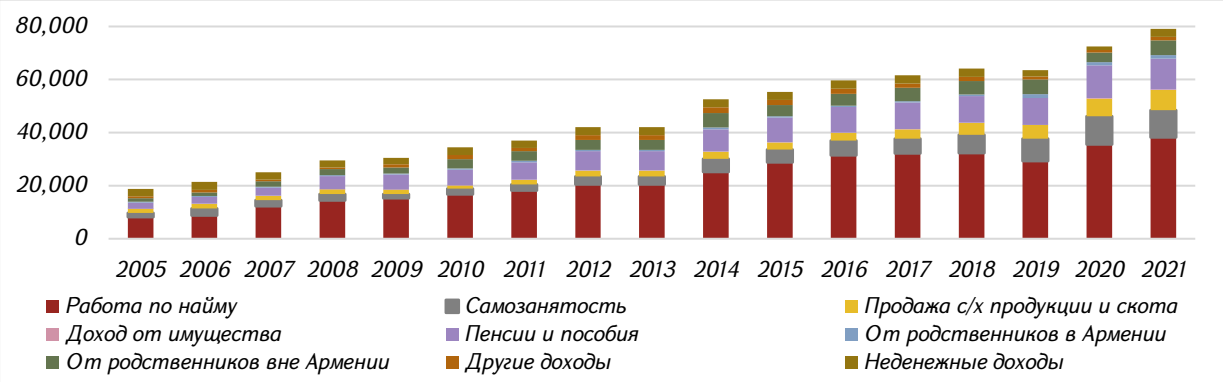
[14] **Ratha D.** "Remittances Brave Global Headwinds, Special Focus: Climate Migration" // World Bank and Knomad, Migration and Development Brief, No. 37, 2022.

Как показывает практика, миграция и денежные переводы являются скорее помощью по достижению базового уровня потребления домашних хозяйств, нежели инвестициями в реальный сектор экономики [1, 2].

Преобразование потоков денежных переводов в капитал для развития экономики предполагает, что государственная политика способна изменить поведение отправителей средств и их получателей и способна привести к пониманию того, что лучше вкладывать большую часть этих потоков в инвестиции, а не тратить их на потребление, но это довольно трудная задача, учитывая экономические условия большинства семей, отправляющих иммигрантов [3].

Методология. Ключевой задачей исследования стал анализ финансовой системы Армении и потоков частных иностранных трансфертов. В этой связи на первом этапе исследования был осуществлен литературный обзор исследований, посвященных данной тематике, который позволил выявить важность иностранных трансфертов для экономики Армении. На следующем этапе исследования был проанализирован ряд макроэкономических показателей: темпы прироста ВВП, иностранные трансферты, активы финансовой системы, показатели банковской системы и данные Армянской фондовой биржи для подтверждения гипотезы исследования.

Результаты исследования. По данным Статистического комитета РА, около 10% от совокупных доходов домашних хозяйств приходятся на иностранные трансферты, причем около 79% трансфертов составляют денежные средства от родственников, проживающих за пределами Армении (рис. 1).



Источник: составлено автором на основе данных Статистического комитета РА. URL: https://armstat.am

Рисунок 1. ***Среднемесячный доход домохозяйств на душу населения (в драмах РА)***

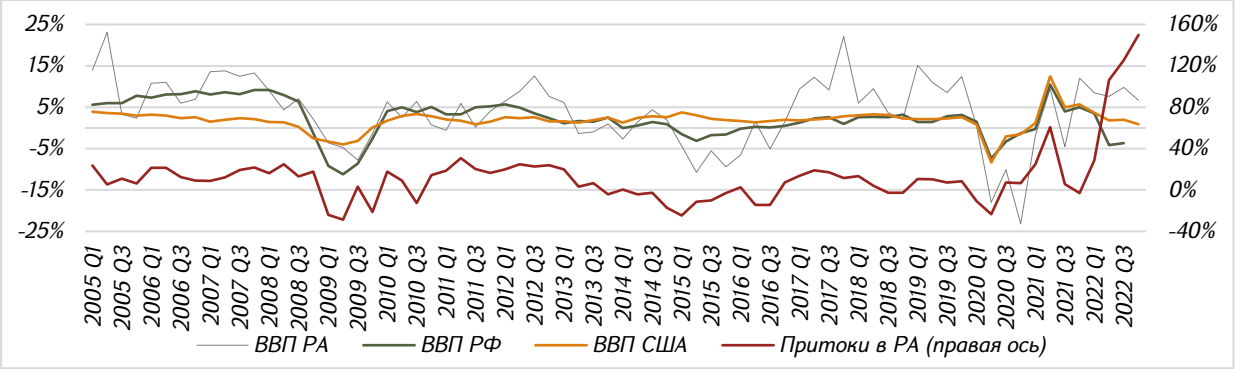
---

[1] **Clement M.** "Remittances and Household Expenditure Patterns in Tajikistan: A Propensity Score Matching Analysis" // Asian Development Review, Vol. 28, No. 2, 2011.

[2] **Adams R.** "Remittances, Household Expenditure and Investment in Guatemala" // World Bank Policy Research, Working Paper, No. 3532, 2005.

[3] **Chami R., Fullenkamp C., Jahjah S.** "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" // IMF Working Paper, Vol. 2003, Issue 189, 2003.

Частные иностранные трансферты являются одним из основных каналов для передачи шоков в экономику Армении. Наличие спадов экономической активности в странах-партнерах (России, США и других странах) приводит к снижению поступлений из-за рубежа и, соответственно, к ухудшению качества жизни. Так, во время финансово-экономического кризиса (2008-2010) трансферты снизились на 24,01% в первом квартале 2009 г. и на 28,67% во втором квартале 2009 г., во время регионального кризиса в РФ (2014-2016) – на 24,75% в первом квартале 2015, во время COVID-19 (2020-2022) – на 23,36% во втором квартале 2020 (рис. 2).



Источник: составлено автором на основе данных Статистического комитета РА, Центрального банка РА, Федеральной службы государственной статистики РФ, Федеральной Резервной Системы США. URL: https://armstat.am, https://cba.am, https://rosstat.gov.ru, https://fred.stlouisfed.org

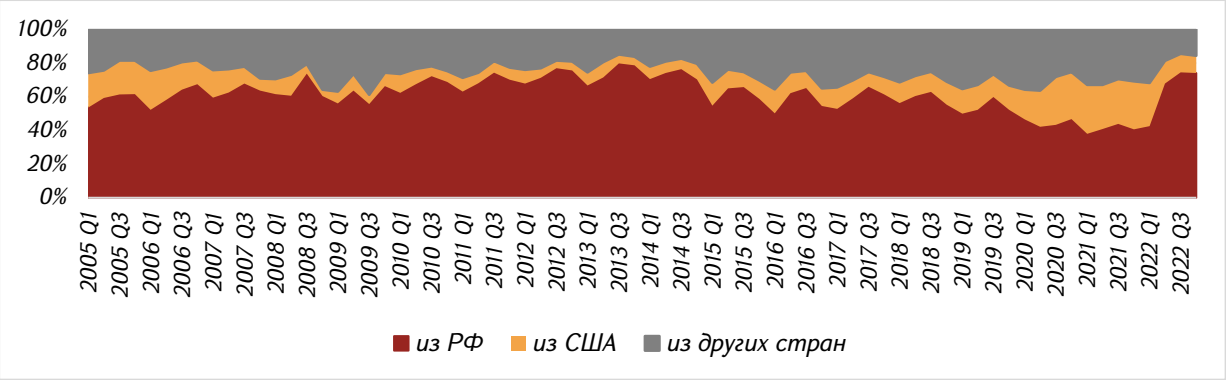
Рисунок 2. ***Темпы прироста ВВП и притоков трансфертов***

По данным Центрального банка РА с 2005 по 2022 гг. через банковскую систему РА было переведено около 23,249 трлн драмов или 54,606 млрд. долларов США (в среднем около 28,39% от ВВП в год), из которых поступило в РА около 15,187 трлн драмов или 34,844 млрд. долларов США (в среднем около 18,38% от ВВП в год) (рис. 3).

Источник: составлено автором на основе данных Центрального банка РА. URL: https://cba.am

Рисунок 3. ***Динамика объема переводов частных иностранных трансфертов (в млн. драмов)***

Исторически наибольшая доля в притоке трансфертов приходится на Российскую Федерацию, второе место – у других стран, не включенных в классификацию, а третье – у США (рис. 4).

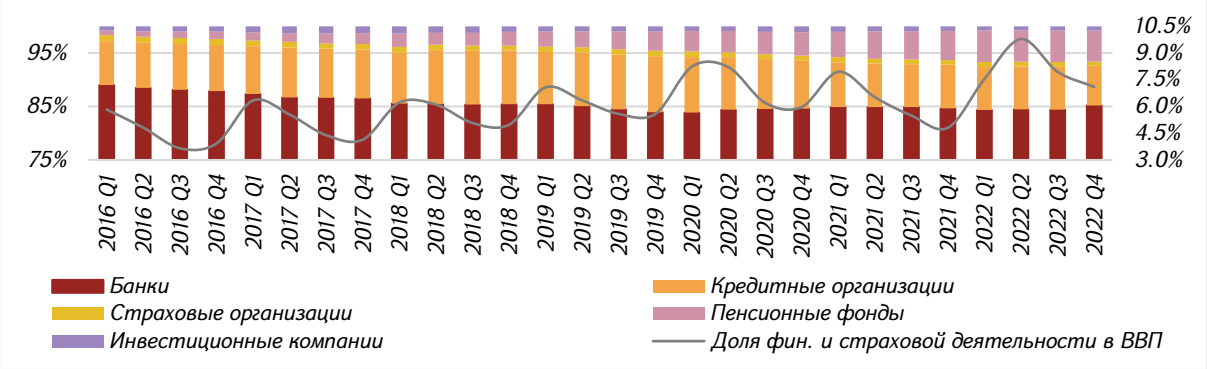


Источник: составлено автором на основе данных Центрального банка РА. URL: https://cba.am

Рисунок 4. Географическая структура частных иностранных трансфертов (в % от общего объема)

Как было отмечено раньше, трансферты уходят исключительно на потребление и на сбережения, но не на инвестиции. Мы связываем это с неразвитостью рынка капитала.

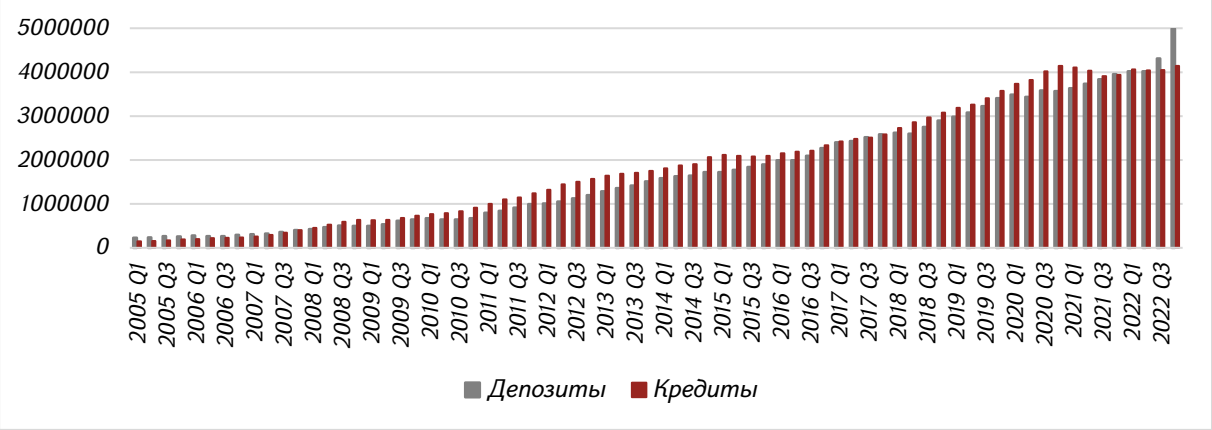
По данным Центрального банка РА, около 85,59% активов всей финансовой системы приходится на банковскую сферу, а оставшиеся 14,41% распределены между кредитными организациями (9,06%), страховыми организациями (0,98%), пенсионными фондами (3,37%), инвестиционными компаниями (1,00%) (см. рис. 5). Данные значения показывают неравномерное развитие финансовой системы и высокую концентрацию банковской сферы в финансовой системе.



Источник: составлено автором на основе данных Центрального банка РА. URL: https://cba.am

Рисунок 5. Доли активов финансовых организаций в общем объеме активов финансовой системы за последние 12 кварталов

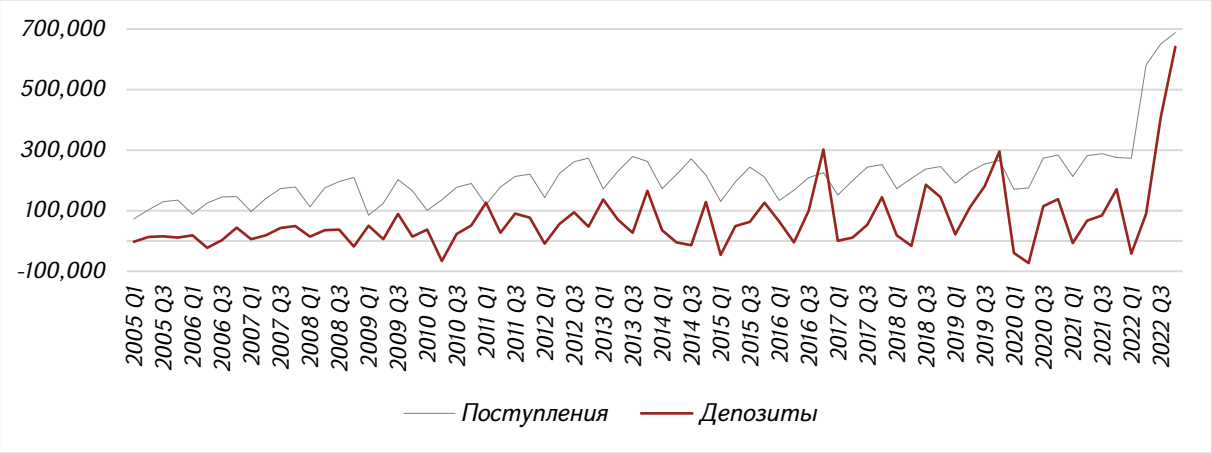
Банковская система аккумулирует в себе большое количество денежных средств. К декабрю 2022 года общая сумма депозитов приблизилась к отметке 5,122 трлн. драмов, а общая сумма кредитов – к 4,209 трлн. драмов (рис. 6). Рост банковской системы не соразмерен с ростом инвестиций в экономику через кредитный канал, а прибыли уходят на улучшение благосостояния собственников банков.



Источник: составлено автором на основе данных Центрального банка РА. URL: https://cba.am

Рисунок 6. Динамика величины депозитов и кредитов коммерческих банков (на конец периода, в млн. драмов)

Прирост депозитов, по нашему мнению, во многом обуславливается именно притоками трансфертов, поскольку колебания величины объемов совпадают (рис. 7).



Источник: составлено автором на основе данных Центрального банка РА. URL: https://cba.am

Рисунок 7. Динамика объема переводов частных иностранных трансфертов и депозитов в коммерческих банках (в млн. драмов)

Что касается других финансовых институтов, то следует отметить, что:

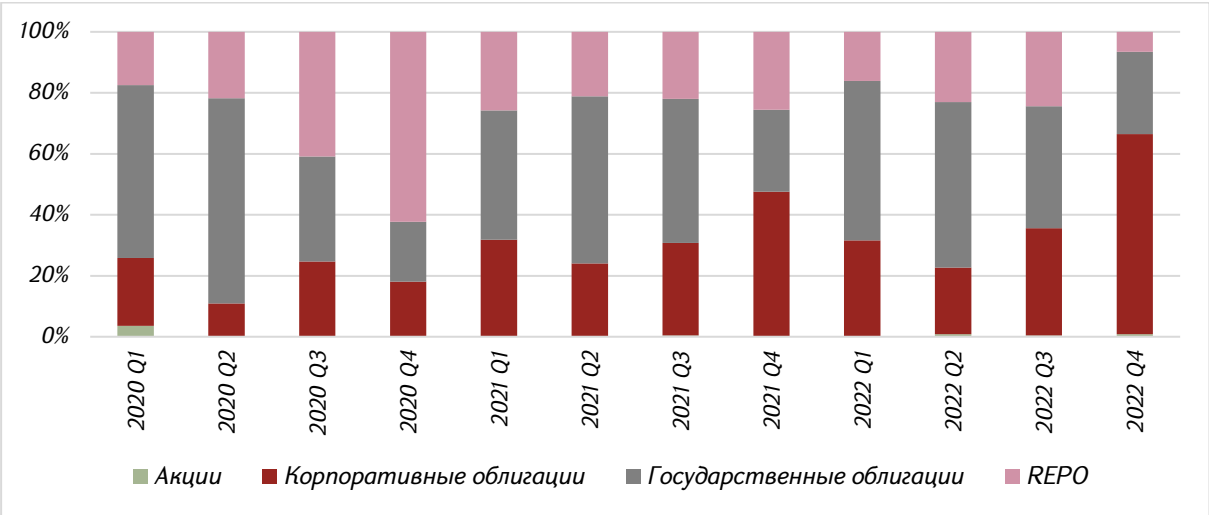
- кредитные организации (9,06% от всех активов финансовой системы) пользуются популярностью у тех, кому по каким-либо причинам отказали в банковских услугах. Сами кредитные организации взимают большие проценты с клиентов, а средства для предоставления кредитов заимствуют у банков;
- пенсионные фонды (3,37% от всех активов финансовой системы) аккумулируют «длинные» деньги, которые можно вкладывать в экономику, однако, по данным отчетов C-Quadrat Ampega Asset Management Armenia (URL: https://c-quadrat-ampega.am), Capital Asset Management (URL: http://capitalfunds.am) и Amundi ACBA Asset Management (URL: https://amundi-acba.am), большую часть портфеля ценных бумаг составляют армянские и иностранные государственные и корпоративные облигации, зачастую доля армянских корпоративных облигаций гораздо меньше доли корпоративных облигаций других государств.

Армянская фондовая биржа, как один из основных организаторов торгов ценными бумагами в Армении, была создана еще 10 января 1997 года. Из года в год на ней наблюдается рост общей стоимости и количества сделок (рис. 8).

Источник: составлено автором на основе данных Armenia Securities. URL: https://amx.am

Рисунок 8 ***Количество сделок и их стоимость на фондовом рынке AMX***

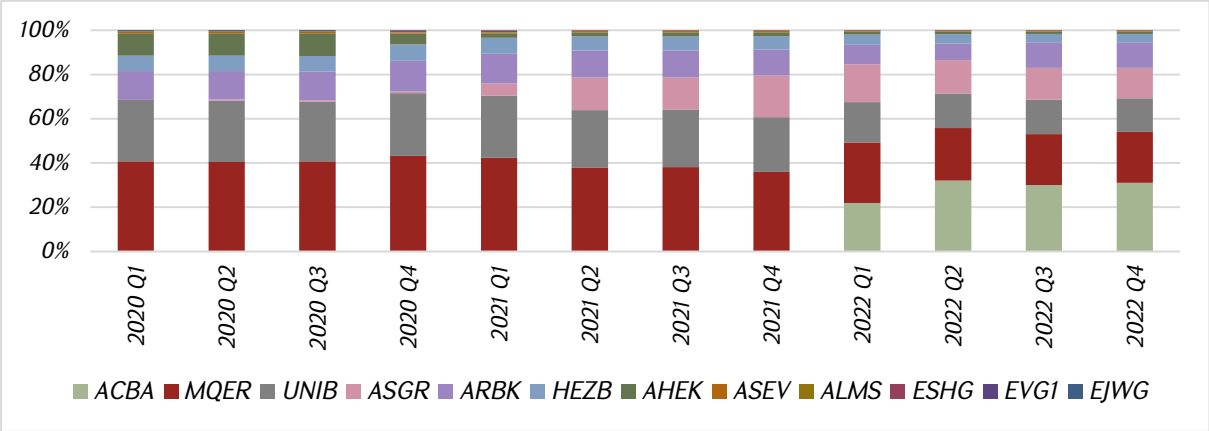
На данный момент биржа предоставляет широкий перечень услуг, наиболее популярными из которых являются биржевые операции с государственными облигациями, REPO, корпоративными облигациями и акциями (рис. 9).



Источник: составлено автором на основе данных Armenia Securities. URL: https://amx.am

Рисунок 9. ***Виды основных сделок на фондовом рынке AMX (доля в объеме)***

Перечисленные виды услуг недостаточны для увеличения инвестиций в экономику РА. В списке котирующихся на рынке акций компаний в основном банки и крупные промышленные предприятия, но не представители среднего или крупного бизнеса из других отраслей (рис 10).



Источник: составлено автором на основе данных Armenia Securities. URL: https://amx.am

Рисунок 10. ***Акции компаний на фондовом рынке AMX (доля в объеме)***

Заключение и рекомендации

Доля рынка капитала в Армении остается небольшой. «Отсутствие» рынка является одной из «болевых точек» экономики Армении. Население предпочитает сберегать денежные средства в банках, даже несмотря на то, что налог на доход с банковских вкладов

составляет 10% [1], а доходы от продажи или обмена акций или ценных бумаг освобождены от налога [2].

Для изменения поведения домашних хозяйств и привлечения иностранных инвесторов считаем необходимым осуществление следующих мероприятий:

- повышение финансовой грамотности населения;
- увеличение прозрачности условий открытия счетов и KYC (know your customer) для представителей диаспоры и иностранных инвесторов;
- расширение перечня возможных финансовых инструментов, используемых на рынке капитала Армении;
- введение производных финансовых активов, которые позволяли бы хеджировать риски;
- улучшение инфраструктуры рынка ценных бумаг;
- модернизация и расширение законодательной базы с целью увеличения степени защищенности инвесторов;

В дальнейшем планируется изучение данной тематики с целью построения модели трансформации трансфертов в инвестиции.

Список источников и использованной литературы

1. Официальный сайт Правовой информационной системы Армении, 2023, https://arlis.am
2. Официальный сайт Статистического комитета РА, 2023, https://armstat.am
3. Официальный сайт Центрального банка РА, 2023, https://cba.am
4. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики РФ, 2023, https://rosstat.gov.ru
5. Официальный сайт Федеральной Резервной Системы США, 2023, https://fred.stlouisfed.org
6. Официальный сайт Armenia Securities, 2023, https://amx.am
7. Информационное агентство Sputnik Armenia, 2023, https://ru.armeniasputnik.am
8. Adams R. “Remittances, Household Expenditure and Investment in Guatemala” // World Bank Policy Research, Working Paper, No. 3532, 2005.
9. Bank for International Settlements “Establishing Viable Capital Markets.” // CGFS Papers, No. 62, 2019
10. Burger J., Warnock F., Warnock V. “Bond Market Development in Developing Asia.” // ADB Economics Working Paper Series, No. 448, 2015.

---

[1] **Sputnik Armenia** “Какие налоги для богатых могут ввести в Армении: Минфин об идеях новых реформ” // URL: <https://ru.armeniasputnik.am/20221221/kakie-nalogi-dlya-bogatykh-mogut-vvesti-v-armenii-minfin-ob-ideyakh-novykh-reform-52958910.html> (21.12.2022)

[2] Закон Республики Армения от 04.10.2016 г. № НО-165-N “Налоговый кодекс Республики Армения” // URL: <https://arlis.am/documentview.aspx?docid=137404>

11. Calomiris C., Larrain M., Schmukler S. “Capital Inflows, Equity Issuance Activity, and Corporate Investment.” // Policy Research Working Paper, No. 8405, 2018.
12. Chami R., Fullenkamp C., Jahjah S. “Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?” // IMF Working Paper, Vol. 2003, Issue 189, 2003.
13. Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler S. “FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes.” // Working paper, 2001.
14. Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler S. “Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Institutional and Macroeconomic Factors.” // Review of International Economics, Vol. 15, Issue 2, 2007, pp. 370-413.
15. Clement M. “Remittances and Household Expenditure Patterns in Tajikistan: A Propensity Score Matching Analysis” // Asian Development Review, Vol. 28, No. 2, 2011.
16. Ho S. “Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in South Africa.” // International Journal of Emerging Markets, Vol. 14, No. 2, 2019, pp. 322-342.
17. Laeven L. “The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges.” // IMF Working Paper, Vol. 2014, Issue 234, 2014.
18. Luengnaruemitchai P., Ong L. “An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains.” // IMF Working Paper, Vol. 2005, Issue 152, 2005.
19. Moleko N., Ikhide S. “Pension Funds Evolution, Reforms and Trends in South Africa.” // International Journal of Economics and Finance Studies, Vol. 9, No. 2, pp. 134-151.
20. Ratha D. “Remittances Brave Global Headwinds , Special Focus: Climate Migration” // World Bank and Knomad, Migration and Development Brief, No. 37, 2022.

ԶԻՆԱՎԱՐԴ ՊԱՊՅԱՆ

ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԹԵՐԶԱՐԳԱՑՈՒՄԸ՝ ՈՐՊԵՍ ԱՐՏԱՔԻՆ ՏՐԱՆՍՖԵՐՏՆԵՐԸ ԲԱՆԿԱՅԻՆ ԱՎԱՆԴՆԵՐԻ ՎԵՐԱՓՈԽՄԱՆ ՊԱՏՃԱՌ

Հիմնաբառեր. *մասնավոր արտասահմանյան տրանսֆերտներ, ֆինանսական համակարգ, կապիտալի շուկա*

Ազգային տնտեսությունների զարգացման խնդիրներին նվիրված ուսումնասիրությունների մեծ մասը բխում է կապիտալի շուկայի զարգացման ենթադրությունից: Հայաստանի տնտեսությունում, որպես մեկ շնչի հաշվով միջինից բարձր եկամուտ ունեցող երկիր, կապիտալի շուկայի հեռամնացությունը փոխհատուցվում է օտարերկրյա դրամական փոխանցումներով (տրանսֆերտներով):

Սույն աշխատանքում վերլուծվել են տնային տնտեսությունների կողմից մասնավոր օտարերկրյա դրամական փոխանցումներից ստացված եկամուտներից կապիտալի շուկայում ներդրումներ կատարելու ցածր հետաքրքրության պատճառները:

Պարզվել է, որ կապիտալի շուկայի կողմից մատուցվող ծառայությունները բավարար չեն Հայաստանի տնտեսությունում ներդրումներն ավելացնելու համար:

ZINAVARD PAPIAN

UNDERDEVELOPMENT OF THE CAPITAL MARKET AS A REASON FOR THE TRANSFORMATION OF FOREIGN REMITTANCES INTO BANK DEPOSITS

Keywords: *private foreign remittances, financial system, capital market.*

Most of the studies devoted to the issues of the development of national economies proceed from the assumption of the capital market development level. In the Armenian economy, as a country with an upper-middle per capita income, the backwardness of the capital market is compensated by remittances (transfers) coming from abroad.

In the work proposed for consideration, the reasons for the low interest in investing in the capital market of households from income generated from private remittances were analyzed.

It was found that the services provided by the capital market are insufficient to increase investment in the Armenian economy.

ՍՅՈՒԶԱՆՆԱ ՍԱՆԱՄՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսական ֆակուլտետ, «Արժեթղթերի շուկայի վերլուծություն և կառավարում», մագիստրատուրա, 2-րդ կուրս

ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԿՈՂՄԻՑ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՓԱԹԵԹԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Հիմնաբառեր. *կենսաթոշակային ֆոնդ, եկամտաբերություն, ֆոնդի փայի հաշվարկային արժեք, ներդրումային քաղաքականություն, պարտատոմսեր, բաժնային գործիքներ*

Հետազոտության շրջանակներում անդրադարձ է կատարվել ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային փաթեթի կառուցվածքին, եկամտաբերությանը, դրա վրա ազդող հիմնական գործոններին, ինչից պարզ է դարձել, որ միջոցները ներդրվում են հիմնականում ավանդներում և պարտատոմսերում, իսկ եկամտաբերության վրա մեծ ազդեցություն ունեն GMI ինդեքսը և դրամային ավանդի տոկոսադրույքը: Արձանագրված բացասական եկամտաբերության հիմնական պատճառը ներքին և արտաքին շուկաներում որոշակի գործիքների գների, ինչպես նաև արտարժույթի փոխարժեքի անկումն է: Առկա ներդրումային

սահմանափակումները, ածանցյալ շուկաների թերզարգացածությունը կառավարիչներին հնարավորություն չեն տալիս բավարար չափով բազմազանեցում ապահովելու և ռիսկերը հեջավորելու, ինչը թույլ կտար բարձրացնել ֆոնդերի կառավարման արդյունավետությունը:

Ներածություն: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կայացումը և զարգացումը կաշխուժացնեն ֆինանսական շուկան՝ ժամանակի ընթացքում դառնալով բանկային համակարգի հակակշիռը, կատարելով կապիտալի շուկայի կարևորագույն գործառույթները և նպաստելով տնտեսական աճին: Ներկայումս ֆոնդերը, բացի ներդրումային սահմանափակումներից, գործում են նաև որոշակի իրավական սահմանափակումների պայմաններում, որոնք բավական կոշտ են ու հնարավորություն չեն տալիս ճկուն գործելու շուկայական տարբեր իրավիճակներում:

Հետազոտության նպատակն է ուսումնասիրել ՀՀ ֆինանսական շուկայի զարգացման ներկայիս պայմաններում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ներդրումային փաթեթի կառավարման առանձնահատկությունները, բացահայտել առկա հիմնախնդիրները և առաջարկել արդյունավետ ուղիներ՝ *ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի* կողմից ներդրումային փաթեթի կառավարման արդյունավետության բարելավման և ներդրումային միջավայրի հետագա զարգացման համար: Նշված նպատակների իրականացման համար սահմանվել են հետևյալ *խնդիրները*՝

- վերլուծել կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների շարժընթացը և կառուցվածքը,
- հետազոտել կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային հիմնական սահմանափակումները,
- ուսումնասիրել ֆոնդերի ներդրումային փաթեթների կազմը, եկամտաբերության ցուցանիշները, ռիսկերը, կառավարման առանձնահատկությունները, արդյունավետությունը, դրանց վրա ազդող հիմնական գործոնները, հիմնախնդիրները, զարգացման հեռանկարները:

Գրականության ակնարկ: ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոնի կողմից իրականացված *«ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային արդյունավետության վերլուծությունը և եկամտաբերության վրա ազդող հիմնական գործոնները»* թեմայով հետազոտության շրջանակներում հետազոտական խումբն (խմբի ղեկավար՝ *Է. Աղաբեկյան*) անդրադարձ է կատարել ՀՀ-ում գործող կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային գործունեությանը, դրա հետ կապված ռիսկերին և արդյունավետությանը: Բացահայտվել է, որ էական ռիսկերը պայմանավորված են տոկոսային և արժութային կուրսերի տատանումներով, ինչն այդ ռիսկերի հեջավորման գործիքների բացակայության պայմաններում կարող է համակարգն էական ցնցումների հասցնել[1]: *Ֆ. Մենոնցինի և Օ. Սքահլլեթի «Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների օպտիմալ կառավարում»* թեմայով հետազոտության մեջ անդրադարձ է կատարվում կենսաթոշակային համակարգի երկու սխեմաներին՝

[1] Տե՛ս «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, *«ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային արդյունավետության վերլուծությունը և եկամտաբերության վրա ազդող հիմնական գործոնները»*, Եր., 2017:

DB (the so-called defined-benefit pension plan) և DC (the so-called defined-contribution pension plan), ինչպես նաև սխեմաներից յուրաքանչյուրի դեպքում՝ ակտիվների կառավարման առանձնահատկություններին: Ֆոնդերի ակտիվների կառավարման արդյունավետության բարձրացման նպատակով շատ երկրներ վերջին տարիներին DB սխեմայից անցում են կատարել DC սխեմային[1]:

Վ. Ռոնչինսկին «Անկայունության պայմաններում ոչ պետական կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային քաղաքականությունը» թեմայով հետազոտության մեջ նշում է, որ 2020 թ. վերջին ՌԴ-ում ձևավորվել են 43 ոչ պետական կենսաթոշակային ֆոնդեր, որոնց հետաքրքրությունը բաժնային գործիքների նկատմամբ ամեն տարի նվազում է՝ չնայած 2019-2020 թթ. արժեթղթերի շուկայի զգալի աճին, ինչը վկայում է կենսաթոշակային ֆոնդերի ավելի պահպանողական կողմնորոշման մասին: Հարկ է նշել, որ օտարերկրյա կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների 70%-ը կառավարվում է պետական կամ մերձպետական մարմինների կողմից, որոնք հակված են ոչ ռիսկային ակտիվներում ներդրումներին. ֆոնդերի մեծ մասը ներդրումներ է կատարում հիմնականում կորպորատիվ, պետական պարտատոմսերում, թեպետև վերջիններս ապահովում են ցածր եկամտաբերություն[2]:

Մեթոդաբանություն: Ուսումնասիրության համար որպես տեղեկատվական հիմք ծառայել են կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության հետ կապված գիտական աշխատանքները, կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվետվությունները, Կենտրոնական բանկի հրապարակած տվյալները, տարբեր միջազգային գիտահետազոտական կենտրոնների հրապարակումները: Իրականացվել է ֆոնդերի ակտիվների շարժընթացի, ներդրումային փաթեթների կառուցվածքի, ֆոնդերի կողմից ապահովված եկամտաբերությունների վերլուծություն, համեմատություններ, ինչպես նաև գործոնային վերլուծություն՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերի հաշվարկային արժեքների և եկամտաբերության վրա ազդող գործոնները բացահայտելու նպատակով:

Հետազոտության արդյունքներ և քննարկում: Ինչպես երևում է գծապատկեր 1-ից[3], 2018-2022 թթ. պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցների շուրջ 98%-ը ներդրվել է պահպանողական ֆոնդերում, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ մասնակիցները սովորաբար ֆոնդի ընտրություն չեն կատարում (կարող է բացատրվել համակարգի գործունեության արդյունքների նկատմամբ անտարբերությամբ, անվստահությամբ կամ ֆինանսական ոչ բավարար գրագիտությամբ), և այդ պարագայում համակարգն է ինքնաշխատ կերպով ընտրում պահպանողական ֆոնդերից մեկը: Կենսաթոշակային ֆոնդերի ընդհանուր ակտիվների մեծությունն անընդհատ աճել է (կայուն եկամտային ֆոնդերի ակտիվների ծավալը՝ 4, հավասարակշռված ֆոնդերինը՝ 3, պահպանողական

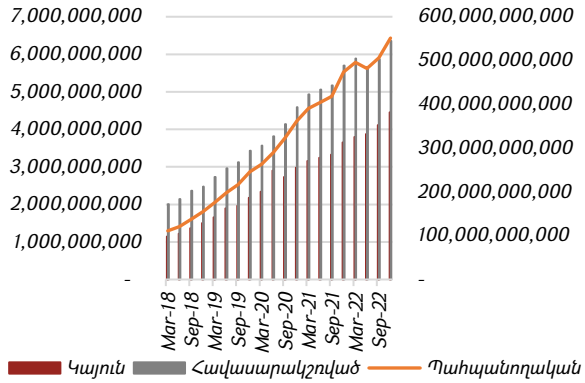
---

[1] Տե՛ս **Francesco Menoncina, Olivier Scaillet**, Optimal asset management for pension funds, Switzerland:

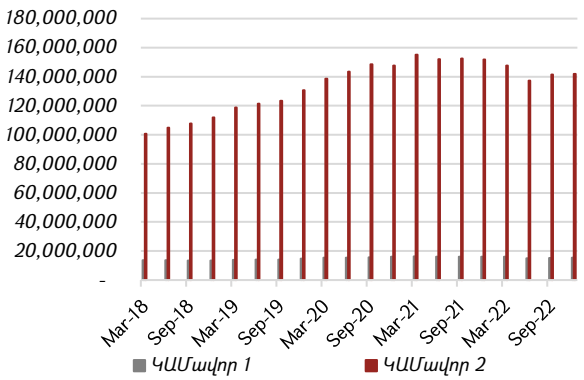
[2] Տե՛ս **В.В. Рончинский,** Инвестиционная политика негосударственного пенсионного фонда в условиях нестабильности, Екатеринбург, 2021.

[3] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվետվությունների հիման վրա:

ֆոնդերինը՝ 5, իսկ կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերինը՝ 1.4 անգամ), ինչը պայմանավորված է, նախևառաջ, մասնակիցների միջոցների անընդհատ կուտակմամբ և մասնակիցների աճով (գծապատկեր 2)[1]:



Գծապատկեր 1. ***Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների մեծությունը 2018-2022 թթ. (ՀՀ դրամ)***

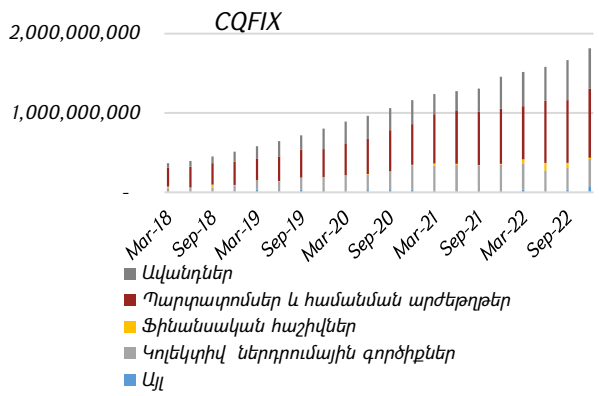


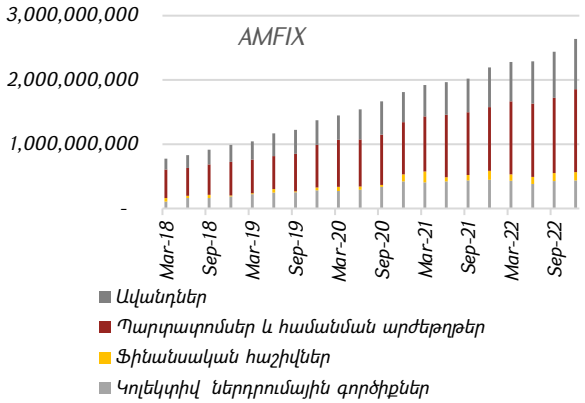
Գծապատկեր 2. ***Կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների մեծությունը 2018-2022 թթ. (ՀՀ դրամ)***

Անդրադառնալով կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքին՝ կարող ենք փաստել, որ մեծ տեսակարար կշիռ ունեն ավանդները, պարտատոմսերը և կոլեկտիվ ներդրումային գործիքները: Կայուն եկամտային և հավասարակշռված ֆոնդերի ակտիվների գերակշիռ մասը ներդրված է պարտատոմսերում: 2022 թ. կայուն եկամտային երկու ֆոնդերն էլ կրճատել են պարտատոմսերում ներդրումները և ավելացրել ավանդներում ներդրումները՝ պարտատոմսերի, ավանդների և կոլեկտիվ ներդրումային գործիքների համար ստանալով հետևյալ հարաբերակցությունը՝ 48, 28, 18.8% (CQFIX) և 49, 30, 16.6% (AMFIX):

Հավասարակշռված ֆոնդի դեպքում բաժնային գործիքներում կատարված ներդրումները չպետք է գերազանցեն ֆոնդի ակտիվների 50%-ը, մինչդեռ, այդ ներդրումները 2018-2022 թթ. կազմել են 25-35%: 2022 թ. երկու ֆոնդերն էլ շուրջ 8%-ով կրճատել են պարտատոմսերում ներդրումները և ավելացրել ներդրումները կոլեկտիվ ներդրումային գործիքներում՝ հասցնելով 28%-ի:

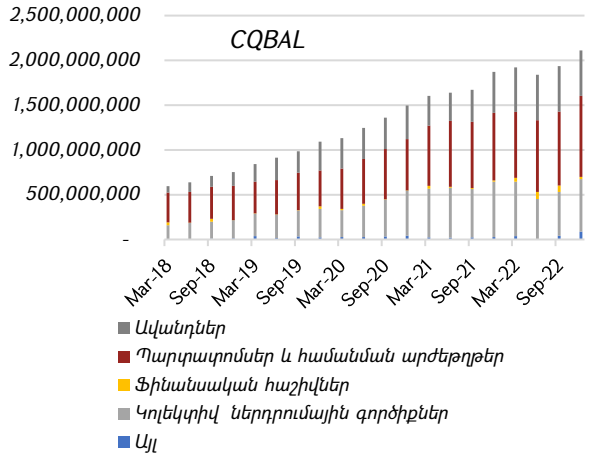
[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվետվությունների հիման վրա:

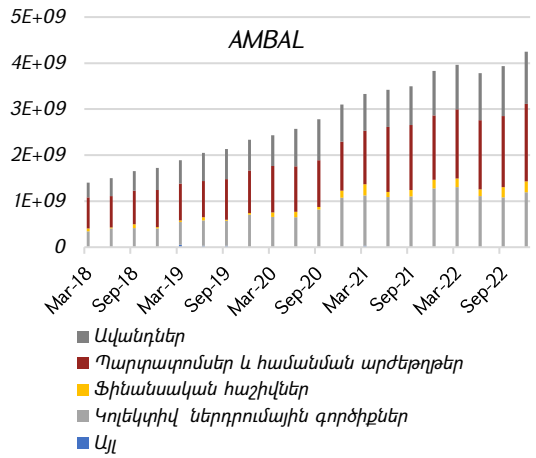




Գծապատկեր 3. ***Պարտադիր կենսաթոշակային կայուն եկամտային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 2018-2022 թթ. (ՀՀ դրամ)***[1]

Փոքր կշռով ավելացել են CQBAL ֆոնդի և չնչին կշռով նվազել են AMBAL ֆոնդի՝ ավանդներում ներդրումները:



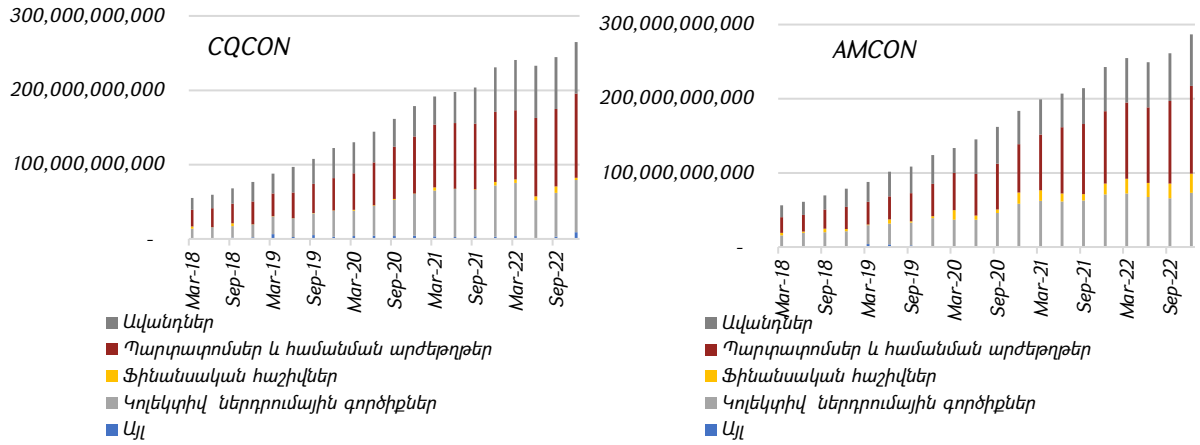


Գծապատկեր 4. ***Պարտադիր կենսաթոշակային հավասարակշռված ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 2018-2022 թթ. (ՀՀ դրամ)***[2]

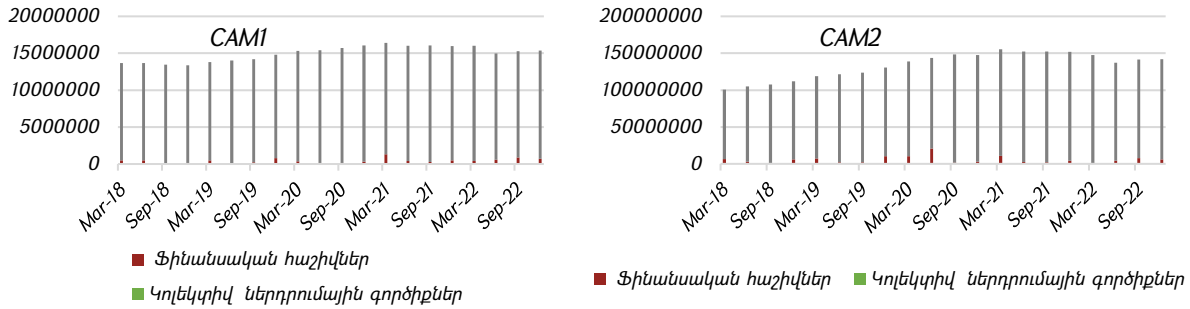
Պահպանողական ֆոնդերի ակտիվների գերակշիռ մասը նույնպես ներդրված է պարտատոմսերում, սակայն ավանդներում ներդրումները, ի տարբերություն մյուս ֆոնդերի, ունեն ավելի մեծ տեսակարար կշիռ: 2022 թ., ընդհակառակը, ֆոնդերն ավելացրել են պարտատոմսերում ներդրումները՝ համապատասխանաբար մինչև 43 և 41%, մինչդեռ

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվետվությունների հիման վրա:
[2] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվետվությունների հիման վրա:

ավանդներում ներդրումները նվազեցրել են շուրջ 8%-ով, իսկ կոլեկտիվ ներդրումային գործիքներում ներդրումներն էական փոփոխություն չեն կրել: Թե՛ ԿԱՄավոր 1, թե՛ ԿԱՄավոր 2 ֆոնդերը ներդրումներ կատարել են միայն պարտատոմսերում՝ 2022 թ. շուրջ 96%, ակտիվների փոքր մաս կազմում են նաև ֆինանսական հաշիվները: Ընդ որում, ԿԱՄավոր 1 ֆոնդի ակտիվները զգալիորեն զիջում են մյուսին (գծապատկեր 6):



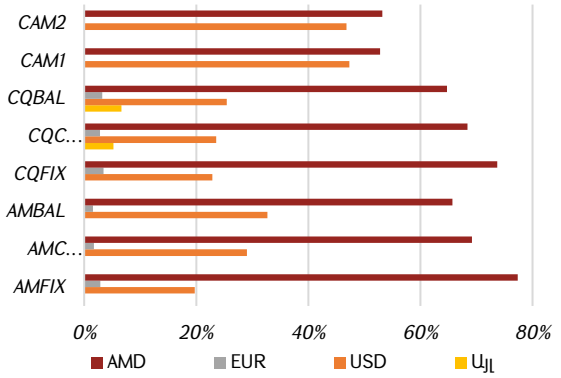
Գծապատկեր 5. ***Պարտադիր կենսաթոշակային պահպանողական ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 2018-2022 թթ. (ՀՀ դրամ)[1]***



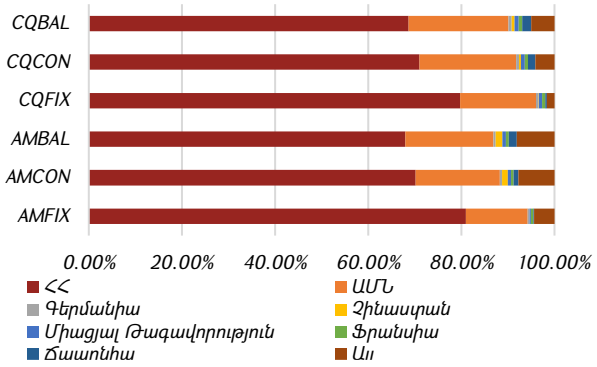
Գծապատկեր 6. ***Կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 2018-2022 թթ. (ՀՀ դրամ)[2]***

Ինչ վերաբերում է կենսաթոշակային ֆոնդերի արժութային կառուցվածքին, ապա բոլոր ֆոնդերի ներդրումների մեծ մասն իրականացվել է ՀՀ դրամով (55-77%):

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվետվությունների հիման վրա:
[2] Տե՛ս նույն տեղը:

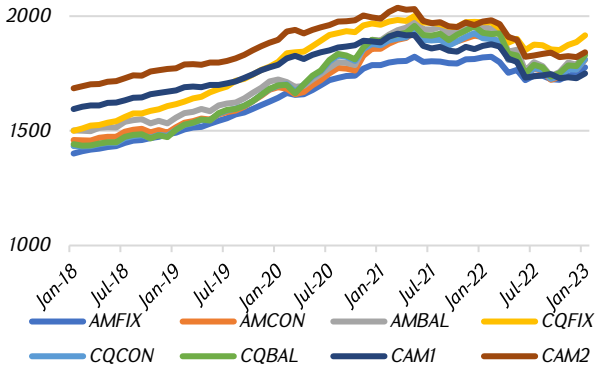


Գծապատկեր 7. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի արժութային կառուցվածքը, 2022 թ.***

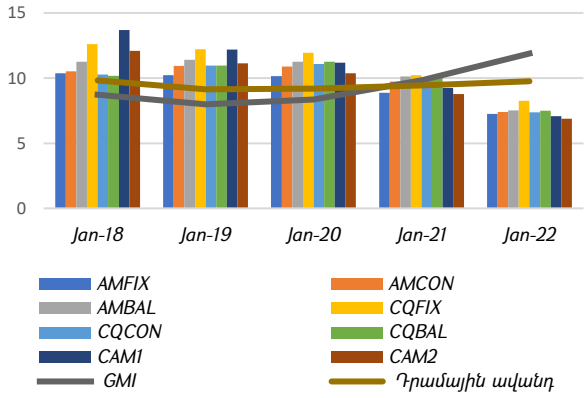


Գծապատկեր 8. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվները՝ ըստ աշխարհագրական բաշխվածության, 2022 թ.***

2022 թ. վերջին ֆոնդերի ակտիվների բաշխվածությունը, ըստ երկրների, ունի հետևյալ պատկերը. առաջին տեղում ՀՀ-ն է (75%), երկրորդում՝ ԱՄՆ-ը (շուրջ 18%), իսկ մնացած ակտիվները հիմնականում ներդրվում են ՏՀԶԿ անդամ հանդիսացող երկրներում, ինչպես նաև Չինաստանում (գծապատկեր 8):



Գծապատկեր 9. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի հաշվարկային արժեքների շարժընթացը 2018-2022 թթ.***



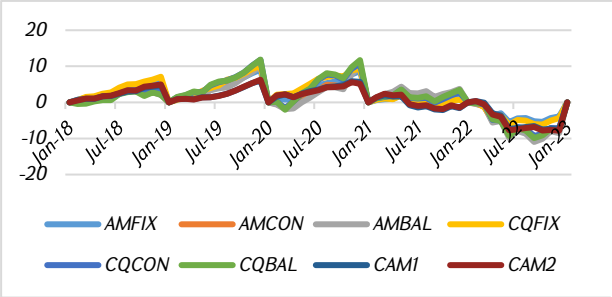
Գծապատկեր 10. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի և այլընտրանքային ներդրումային գործիքների եկամտաբերության շարժընթացը 2018-2022 թթ.***

2018-2022 թթ. ֆոնդերի փայերի հաշվարկային արժեքն աճել է շուրջ 26%-ով, ինչը պայմանավորված է կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների կատարած վճարումների կուտակման, ինչպես նաև ներդրված միջոցների արժեքի աճով: 2022 թ. մարտին գրանցվեց խոշոր անկում՝ պայմանավորված ռուս-ուկրաինական հակամարտությամբ, որի սկզբնական փուլում գրանցվեց արտարժույթի փոխարժեքի որոշակի աճ, սակայն արտարժութային հոսքերի մեծացման հետևանքով փոխարժեքը նվազեց 17.9%-ով, իսկ եվրո-դրամ փոխարժեքը՝ 21.8%-ով: Սա հանգեցրեց ֆոնդերի արտարժութային ակտիվների արժեզրկման, ինչին նպաստեցին նաև այս շրջանում գնաճը զսպելու նպատակով տարբեր երկրների կենտրոնական բանկերի վարած խիստ դրամավարկային քաղաքականությունը, տնտեսական աճի դանդաղումը, նույնիսկ՝ անկումը, աշխարհաքաղաքական լարվածությունը:

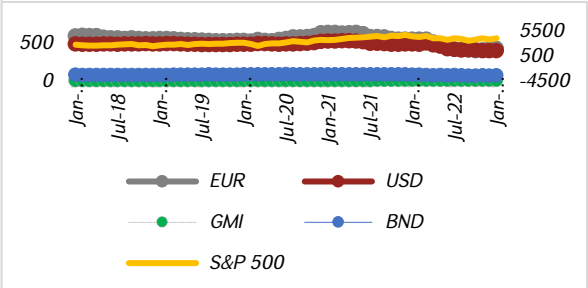
2018-2020 թթ. ֆոնդերի եկամտաբերությունը գերազանցել է ավանդների, GMI ինդեքսի միջին կշռված եկամտաբերությունը, սակայն, համավարակով պայմանավորված, ֆոնդերի եկամտաբերությունը նվազել է և ներկայումս զիջում է ավանդների (>1 տարի) ու պարտատոմսերի եկամտաբերությանը (գծապատկեր 10):

Ընդհանուր առմամբ, ֆոնդերը 2022 թ. գրանցել են բացասական եկամտաբերություն. կայուն եկամտային ֆոնդերը տարվա սկզբից ունեցել են միջինում -4% եկամտաբերություն, իսկ մյուս ֆոնդերի բացասական եկամտաբերությունը կազմել է 7.5-8%: Այսպիսով, 2018 թ. 10-13%-ի փոխարեն այժմ ֆոնդերի միջին տարեկան եկամտաբերությունը կազմում է շուրջ 7%:

2022 թ. սկզբից, իրավիճակով պայմանավորված, ամերիկյան S&P 500 ինդեքսը հունվարի վերջին, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ, անկում է ապրել 9.7%-ով, BND (Total Bond Market ETF) ինդեքսը՝ 10.6%-ով, GMI ինդեքսը՝ 2.1%-ով (գծապատկեր 12)[1]:



Գծապատկեր 11. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերությունների (տարվա սկզբից) շարժընթացը 2018-2022 թթ.***



Գծապատկեր 12. ***Կենսաթոշակային ֆոնդերի վրա ազդող գործոնների շարժընթացը 2018-2022 թթ.***

[1] Գծապատկերը կազմել է հեղինակը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի հրապարակած տվյալների հիման վրա: Եկամտաբերությունները հաշվարկված են տարվա սկզբից:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերի հաշվարկային արժեքների վրա ֆոնդերի տարբեր դասերի ակտիվների ազդեցության ուղղությունը և վերջինիս մեծությունը բացահայտելու նպատակով իրականացվել է նաև *ռեգրեսիոն վերլուծություն*: Պայմանավորված ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքով՝ դիտարկվել են դրամային ավանդի տոկոսադրույքի, GMI ինդեքսի միջին կշռված եկամտաբերության, եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերության, ԱՄՆ դոլար–ՀՀ դրամ փոխարժեքի, ինչպես նաև BND և S&P 500 ինդեքսների փոփոխությունների ազդեցությունները: 5 տոկոս վստահելիության մակարդակում թվարկված բոլոր գործոնների ազդեցությունը փայերի հաշվարկային արժեքների վրա նշանակալի է: Գործոններից ամենաուժեղ ազդեցությունն (հակադարձ) ունի GMI ինդեքսը՝ CQFIX ֆոնդի դեպքում GMI ինդեքսի ազդեցության գործակիցը -30.92 է, իսկ CAM 2 ֆոնդի դեպքում՝ -31.86: Ուժեղ և հակադարձ ազդեցություն ունի նաև դրամային ավանդների տոկոսադրույքների փոփոխությունը, մասնավորապես՝ CQFIX, CQCON և AMBAL փայերի հաշվարկային արժեքների վրա՝ համապատասխանաբար -9.9, -13.1, -12.8 գործակիցներով (հավելված 1):

Եզրակացություն: ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ուսումնասիրության և վերլուծության արդյունքում կատարել ենք հետևյալ եզրահանգումները.

- դիտարկվող ժամանակահատվածում, ընդհանուր առմամբ, բոլոր ֆոնդերի ակտիվներն աճել են (պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ընդհանուր ծավալը՝ շուրջ 5, իսկ կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերինը՝ շուրջ 1.4 անգամ)՝ պայմանավորված մասնակիցների, նրանց կողմից կատարվող վճարումների աճով՝ փայերի քանակի աճի հաշվին:
- Ֆոնդերը, գործիքակազմի ընտրության լայն հնարավորություն չունենալով, միջոցները ներդնում են հիմնականում ավանդներում, պարտատոմսերում (շուրջ 50%) և միջազգային ներդրումային ֆոնդերի փայերում՝ ստեղծման պահից ապահովելով միջինում շուրջ 7% տարեկան եկամտաբերություն: Դրամային գործիքների գերակշիռ մասը կազմում են ավանդներն (24-28%) ու ՀՀ պետական պարտատոմսերը (44-55%), իսկ հեջավորման ոչ բավարար գործիքակազմի բացակայությունն էլ, իր հերթին, խնդիրներ է առաջացնում արտարժութային ռիսկերի զսպման տեսանկյունից:
- Ֆոնդերի փայերի հաշվարկային արժեքի վրա ամենամեծ ազդեցությունն (հակադարձ) ունեն GMI ինդեքսը և դրամային ավանդների տոկոսադրույքները՝ պայմանավորված ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքով: 5% վստահելիության մակարդակում թվարկված բոլոր գործոնների ազդեցությունը փայերի հաշվարկային արժեքների վրա նշանակալի է:

Վերոնշյալ եզրակացությունների հիման վրա կատարվել են հետևյալ առաջարկությունները:

- Հաշվի առնելով վերոնշյալ ներդրումային սահմանափակումները՝ առաջարկում ենք ձեռնարկել իրավական փոփոխություններ՝ կապված ներդրումային պորտֆելի կառուցվածքի հետ, որոնք հնարավորություն կտան ներդրումներ կատարելու նաև

հայաստանյան բաժնային և պարտքային գործիքներում, ինչպես նաև ավելացնելու բաժնային գործիքներում ներդրումների մասնաբաժինը՝ նպաստելով բազմազանեցման մակարդակի բարձրացմանը: Սա էլ, իր հերթին, հնարավորություն կտա նվազեցնելու կախվածությունը պետական պարտատոմսերի շուկայից և միջոցներն ուղղելու տնտեսության իրական հատված՝ նպաստելով տնտեսության համար «երկար փողերի» ձևավորմանը:

- Առաջարկում ենք իրազեկման աշխատանքներ իրականացնել կենսաթոշակային ֆոնդերի, դրանց ներդրումային քաղաքականության, ակտիվների կառավարման ռիսկերի վերաբերյալ՝ նպաստելով հասարակության ֆինանսական գրագիտության, տեղեկատվական արշավների միջոցով կենսաթոշակային ֆոնդերի նկատմամբ վստահության աստիճանի բարձրացմանը:

Աճանցյալ շուկաների զարգացումը հնարավորություն կտա կիրառելու ռիսկերի հեջավորման գործիքներ, ինչն անհրաժեշտ է ֆոնդերի ռիսկերի զսպման և բարձր եկամտաբերություն ապահովելու համար, քանզի ՀՀ ֆինանսական շուկայում արտարժութային ռիսկերի հեջավորման բորսայական գործիքների՝ ֆյուչերսների և օպցիոնների բացակայությունը բարդացնում է ռիսկերի կառավարման գործընթացը:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին»՝ ընդունված 21.06.2014:
2. «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն, «ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային արդյունավետության վերլուծությունը և եկամտաբերության վրա ազդող հիմնական գործոնները», Եր., 2017:
3. «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի և «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմնեթ» ՓԲԸ-ի կողմից կառավարվող կենսաթոշակային ֆոնդերի տարեկան և միջանկյալ հաշվետվություններ:
4. В.В. Рончинский, Инвестиционная политика негосударственного пенсионного фонда в условиях нестабильности, Екатеринбург, 2021, 109 ст.
5. Francesco Menoncina, Olivier Scaillet, Optimal asset management for pension funds, Switzerland, 2006.
6. https://www.cba.am/
7. http://cda.am/

Հավելված 1

Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները՝ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի համար

Անկախ փոփոխականներ	CQFIX		AMFIX		CQCON		AMCON	
	R^2=0.51		R^2=0.6		R^2=0.85		R^2=0.83	
	Գործակից	P-value	Գործակից	P-value	Գործակից	P-value	Գործակից	P-value
Դրամային ավանդ-ների տոկոսադրույք	-9.879	0.000	-4.661	0.054	-13.097	0.014	-11.305	0.011
BND ինդեքս	-	-	-	-	5.152	0.000	1.949	0.050
S&P 500	0.023	0.017	0.022	0.002	0.071	0.000	0.077	0.000
ԱՄՆ դոլար	1.102	0.000	0.987	0.000	1.150	0.000	1.371	0.000
Եվրոբոնդերի եկա-մտաբերություն 15/25	-7.551	0.013	-7.890	0.001	-8.877	0.001	-12.476	0.000
GMI ինդեքսի միջին կշռված եկամտաբերություն	-30.917	0.001	-21.313	0.002	-18.012	0.015	-15.154	0.046

Հավելված 2

Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները՝ պարտադիր և կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի համար

Անկախ փոփոխականներ	CQBAL		AMBAL		CAM1		CAM2	
	R^2=0.87		R^2=0.84		R^2=0.64		R^2=0.62	
	Գործակից	P-value	Գործակից	P-value	Գործակից	P-value	Գործակից	P-value
Դրամային ավանդ-ների տոկոսադրույք	-8.64	0.083	-12.881	0.007	-18.89412	0.0001	-21.89716	0.0002
BND ինդեքս	4.76	0.001	3.624	0.020	3.608713	0.0076	3.83086	0
S&P 500	0.09	0.000	0.087	0.000	-0.007511	0.1675	-0.007437	0.2229
ԱՄՆ դոլար	1.34	0.000	1.460	0.000	1.438214	0	1.472526	0
Եվրոբոնդերի եկամտաբերություն 15/25	-8.21	0.002	-9.238	0.001	-	-	-	-
GMI ինդեքսի միջին կշռված եկամտաբերություն	-15.21	0.040	-11.260	0.167	-24.11226	0.0015	-31.8581	0.0002

СЮЗАННА САНАМЯНЫ

ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПАКЕТОМ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ В РА

Ключевые слова: *пенсионный фонд, доходность, расчетная стоимость пая фонда, инвестиционная политика, облигации, акции*

В рамках исследования были рассмотрены структура инвестиционного пакета пенсионных фондов РА, доходность, основные факторы, влияющие на нее, из чего стало ясно, что средства вкладываются в основном в депозиты и облигации, а на доходность больше влияет индекс GMI и драмовая процентная ставка по депозитам. Основной причиной зафиксированной отрицательной доходности является снижение цен на некоторые инструменты на внутреннем и внешнем рынках, а также курса иностранной валюты. Существующие инвестиционные ограничения, неразвитость рынков производных инструментов не позволяют управляющим обеспечить достаточную диверсификацию и хеджирование рисков, что позволило бы повысить эффективность управления фондами.

SYUZANNA SANAMYAN

ISSUES IN THE MANAGEMENT OF THE INVESTMENT PORTFOLIO BY THE PENSION FUNDS IN THE RA

Keywords: *pension fund, yield, calculation value of fund unit, investment policy, bonds, equities*

Within the framework of the research, reference was made to the structure of investment portfolio of the RA pension funds, profitability, the main factors affecting it were considered. The findings revealed that the funds are invested mainly in deposits and bonds, and the GMI index and AMD deposit interest rate have a great impact on profitability. The main reason for the recorded negative yield is the decrease in prices for some instruments in the domestic and foreign markets, as well as the exchange rate of foreign currency. Existing investment restrictions, underdeveloped derivatives markets do not allow managers to provide sufficient diversification and risk hedging, which would improve the efficiency of fund management.

ՀՀ կապիտալի շուկայի կայացման ուղիներն ու հեռանկարները

Աշոտ Սալնազարյանի անվան ուսանողական գիտաժողովի նյութեր

2023 թ. ապրիլի 13–14

Խմբագիր՝ Ա. Վարդանյան
Օտար լեզուների գծով խմբագիրներ՝
Լ. Ղազարյան,
Ա. Մկրտչյան
Տեխ. խմբագիր՝ Ն. Խչեյան
Էջադրումը և սրբագրումը՝
Ս. Բոյաջյանի,
Ռ. Պետրոսյանի

Չափս՝ 84×108 1/16:
9 տպ. մամուլ:
Տպաքանակ՝ 200:

«Տնտեսագետ» հրատարակչություն

Տպագրված է «Տնտեսագետ» հրատարակչության տպագրական արտադրամասում
Երևան 25, Նալբանդյան 128