

ՀՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԱՅԵՑԱԿԱՐԳԱՅԻՆ ՄՈՏԵՑՈՒՄՆԵՐԸ

ԱՐԵԳ ԲԱՂԴԱՍԱՐՅԱՆ

Ցանկացած երկրի տնտեսության կայուն զարգացման համար անհրաժեշտ է ապահովել ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածների բնականոն և համաչափ զարգացումը: Արժեթղթերի շուկան ֆինանսական շուկայի կարևոր հատվածներից է: Հայաստանի Հանրապետությունում բազմաթիվ միջոցառումներ են իրականացվել արժեթղթերի շուկայի զարգացման ուղղությամբ, սակայն արժեթղթերի շուկան ձևավորման փուլում է:

Վերջին տասնամյակներում զգալի թվով գիտական աշխատանքներ են նվիրվել Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկայի ուսումնասիրությանը, սակայն դրանց մեծ մասը նվիրված է արժեթղթերի շուկայի այս կամ այն հատվածի կամ առանձին գործառնությունների ու հիմնախնդիրների ուսումնասիրությանը: Մասնավորապես հետազոտություններ կան նվիրված արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառնություններին և արդյունավետությանը, բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի իրականացմանը, արժեթղթերի շուկայի վերլուծության վիճակագրական մեթոդներին, արժեթղթերի շուկայի ֆունկցիոնալ համակարգի կատարելագործման ուղիներին, պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի զարգացման հեռանկարներին, արժեթղթերի շուկայի առևտրային համակարգին, ինչպես նաև արժեթղթերի համաշխարհային շուկայի զարգացման օրինաչափություններին և ազդող գործոններին¹:

Հայաստանում արժեթղթերի շուկայի զարգացումը պայմանավորված է մի շարք տնտեսական և ոչ տնտեսական հիմնախնդիրների լուծմամբ, մասնավորապես՝ կապիտալի առաջարկի և պահանջարկի ձևավորմամբ,

¹ Տե՛ս **Ա. Բ. Սալնազարյան**, Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառնությունները և արդյունավետությունը (ՀՀ օրինակով): Տնտ. գիտ. դոկտ. ատեն. սեղմ., Եր., 2003, էջ 4, **Վ. Մ. Գևորգյան**, Բաժնետոմսերի նախնական հրապարակային առաջարկի իրականացման հիմնական ուղիները ՀՀ-ում: Տնտ. գիտ. թեկն. ատեն. սեղմ., Եր., 2013, էջ 5, **Ա. Ա. Բախչազուլյան**, Արժեթղթերի շուկայի գործունեության վերլուծությունը վիճակագրական մեթոդների կիրառմամբ: Տնտ. գիտ. թեկն. ատեն. սեղմ., Եր., 2003, էջ 4, **Малюгин В. И.** Рынок ценных бумаг: Количественные методы анализа. М., 2003, էջ 64, **Ա. Գ. Մինասյան**, Արժեթղթերի շուկայի ֆունկցիոնալ համակարգի կատարելագործման ուղիները Հայաստանի Հանրապետությունում: Տնտ. գիտ. թեկ. ատեն., Եր., 2000, էջ 6, **Ա. Ա. Սահրադյան**, Պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի զարգացման հեռանկարները: Տնտ. գիտ. թեկն. ատեն. սեղմ., Եր., 2003, էջ 4, **Захаров А. В., Кириченко Д. А., Челмодеева Е. В.** Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. М., 2002, էջ 9, **Рубцов Б. Б.** Мировые фондовые рынки (Проблемы и тенденции развития). Дис. ... д-ра экон. наук. М., 2000, էջ 39, **Миркин Я. М.** Рынок ценных бумаг: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002, էջ 176:

առևտրային, պահառուական և հաշվարկային համակարգերի կատարելագործմամբ, արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ տեղեկացվածության մակարդակի բարձրացմամբ և համապատասխան իրավական բարեփոխումների իրականացմամբ²: Նշված հիմնախնդիրները փոխկապակցված են, և շուկայի զարգացումը հնարավոր է միայն համալիր միջոցառումների իրականացման դեպքում: Այսպես՝ կուտակային կենսաթոշակային համակարգը կարող է արդյունավետ ներդրվել միայն համապատասխան իրավական դաշտ ստեղծելու, ռիսկերի զսպման մեխանիզմներ ներդնելու և արդյունավետ գործող արժեթղթերի շուկայի առկայության դեպքում: Հետևաբար, արժեթղթերի շուկայի զարգացումը կենսաթոշակային բարեփոխումների հաջող իրականացման գլխավոր պայմաններից է: Մյուս կողմից, կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներդրումը կարող է դառնալ արժեթղթերի շուկայի զարգացման նախադրյալ: Կուտակային կենսաթոշակային համակարգի կայունությունը կախված է կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառավարման և ռիսկերի զսպման մեխանիզմների ներդրման արդյունավետությունից: Ռիսկերի զսպման արդյունավետությունը մեծապես պայմանավորված է կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ներդրման ուղղություններով և կառուցվածքով: Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը կախված է տվյալ երկրում արժեթղթերի շուկայի կարգավորման սկզբունքներից, գործարարության վարման ավանդույթներից և հատկապես՝ արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքից ու զարգացման մակարդակից: Որքան զարգացած է արժեթղթերի շուկան, և որքան լայն է արժեթղթերի շուկայի գործիքների կազմը, այնքան մեծ են կուտակային կենսաթոշակային համակարգում ռիսկերի կառավարման և զսպման հնարավորությունները: Կատարված հետազոտությունների վերլուծությունից երևում է, որ զարգացած կենսաթոշակային համակարգ և գերակշիռ կուտակային բաղադրիչ ունեցող երկրներում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների մեծ մասը ներդրվում է արժեթղթերի շուկայի գործիքներում՝ բաժնետոմսերում և պարտատոմսերում: Հետազոտությունները ցույց են տալիս նաև, որ նշված երկրներում կենսաթոշակային ակտիվները գերազանցում են պետական պարտատոմսերի գծով պարտավորությունների մեծությունը³: Մինչույն ժամանակ, աշխարհի մակարդակով ներդրումային արժեթղթերի շուկայի ծավալը զգալիորեն գերազանցում է ինչպես համաշխարհային համախառն ներքին արդյունքի, այնպես էլ բանկային ակտիվների մեծության ցուցանիշները: Ներդրումային արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքային վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ շուկայում բաժնետոմսերի ու ոչ պետական պարտատոմսերի չափը գրեթե հավասար է, որն էապես գերազանցում է պետական պարտատոմսերի բաժինը⁴: Հայաստանի Հանրապետությունում մեկ շնչին ընկնող համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշն էապես զիջում է ինչպես համաշխարհային, այնպես էլ Արևել-

² Տե՛ս **Ա. Մ. Բաղդասարյան**, Արժեթղթերի շուկայի զարգացման ուղիները Հայաստանի Հանրապետությունում, Եր., 2013, էջ 219:

³ Տե՛ս «Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Statistics: Pensions», www.oecd.org, 21.01.2014:

⁴ Տե՛ս «International Monetary Fund, Global Financial Stability Reports, 2003-2013», www.imf.org, «BIS Quarterly Reviews: International banking and financial market developments, Bank for International Settlements, Basel, 1995-2013», www.bis.org, 21.01.2014:

յան Եվրոպայի ցուցանիշին⁵: Միևնույն ժամանակ, Հայաստանի Հանրապետությունում ինչպես ներդրումային արժեթղթերի, այնպես էլ բանկային ակտիվների մեծություններն անհամեմատ փոքր են համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշից: Հատկապես փոքր են ներդրումային արժեթղթերի շուկայի ծավալները, ընդ որում, ներդրումային արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքում բացարձակ գերակշռում են պետական պարտատոմսերը: Ոչ պետական պարտատոմսերի բաժինը չնչին է⁶:

Պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներդրումը ենթադրում է որոշակի ռիսկերի առաջացում: Անհրաժեշտ է հաշվի առնել, որ կուտակային միջոցները պետք է ներդրվեն կոնկրետ ֆինանսական ակտիվներում, որոնց ապագա արժեքը պայմանավորված է տնտեսական և ոչ տնտեսական բնույթի բազմաթիվ գործոններով: Ընդ որում, ինչպես տնտեսական, այնպես էլ ոչ տնտեսական գործոնները կարող են էական ազդեցություն ունենալ ֆինանսական ակտիվների պորտֆելի արժեքի վրա: Տնտեսական գործոնների շարքում անհրաժեշտ է առանձնացնել ինչպես միկրոտնտեսական, այնպես էլ մակրոտնտեսական գործոնները: Կուտակային վճարներ կատարող անձի տեսանկյունից հիմնական ռիսկերը կապված են ակտիվների ոչ ռացիոնալ կառավարման և ռիսկերի զսպման հետ: Կենսաթոշակային ողջ համակարգի ֆինանսական կայունության տեսանկյունից հիմնական ռիսկերը կապված են մակրոտնտեսական բնույթի տատանումների և ճգնաժամերի առաջացման հավանականության հետ: Ուստի, մինչև կենսաթոշակային տարիքին հասնելը կարող է տեղի ունենալ ոչ միայն ֆինանսական ակտիվների պորտֆելի (որտեղ ներդրվել են կուտակային միջոցները) արժեքի էական նվազում, այլև պորտֆելը կարող է ամբողջովին արժեզրկվել: Հետևաբար, անհրաժեշտ է մանրամասն գնահատել ռիսկերը և մշակել դրանց զսպման մեխանիզմները, որոնց իրականացմանը կարող են նպաստել կուտակային կենսաթոշակային միջոցների ներդրման ակտիվների դիվերսիֆիկացումը և կուտակային վճարներ կատարող անձանց շահերի պաշտպանության իրավական բազայի մշակումը: Կուտակային կենսաթոշակային միջոցների ներդրման ակտիվների դիվերսիֆիկացումը ենթադրում է մեծ քանակությամբ հուսալի ֆինանսական ակտիվների և արժեթղթերի բարձր իրացվելի շուկայի առկայություն: Քանի որ մեր երկրում արժեթղթերի շուկան ներկայումս ձևավորման փուլում է, առաջին հերթին անհրաժեշտ է ուշադրություն դարձնել արժեթղթերի շուկայի զարգացմանն ու կարգավորմանը և ներդրողների իրավունքների պաշտպանությանը:

Համալիր միջոցառումները մշակելիս անհրաժեշտ է հաշվի առնել արժեթղթերի շուկայի առանձին հատվածների ու գործիքների զարգացման առաջնահերթությունները, հաջորդականությունը և շուկայի մյուս հատվածների ու գործիքների, ինչպես նաև ողջ շուկայի վրա ազդեցության մակարդակը: Արժեթղթերի շուկայի համալիր զարգացման համար կարևոր նշանակություն ունի արժեթղթերի շուկայի տարբեր հատվածների փուլային զարգացման հայեցակարգային սխեմայի մշակումը:

⁵ Տե՛ս World Bank, www.worldbank.org, 21.01.2014.

⁶ Տե՛ս Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, www.cba.am, «ՆԱՍԴԱԲ ՕԷՍԵՔՍ Արմենիա, Տեղեկագրեր, 2008-2013 թթ.», www.nasdaqomx.am, 21.01.2014:

Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկայի զարգացման սկզբնական փուլում նպատակահարմար է ուշադրությունը կենտրոնացնել պարտատոմսերի շուկայի զարգացման վրա: Բաժնետոմսերի շուկայի զարգացումը պահանջում է կորպորատիվ կառավարման մշակույթի ձևավորում, որն իր հերթին պահանջում է բավականաչափ երկար ժամանակ և հնարավոր է միայն համապատասխան պայմանների դեպքում: Իհարկե, նշված մոտեցումը չի ենթադրում, որ հարկավոր չէ միջոցներ ձեռնարկել կորպորատիվ կառավարման բարելավման ուղղությամբ, սակայն առանց համապատասխան պայմաններ ստեղծելու այդ միջոցառումները չեն կարող ապահովել բարձր արդյունավետություն: Բաժնետոմսերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտում է նաև կազմակերպության նկատմամբ վերահսկողությունը կորցնելու՝ խոշոր բաժնետերերի մտավախությունը: Նրանք ոչ միայն չեն վաճառում երկրորդային շուկայում իրենց պատկանող բաժնետոմսերը, այլև խոչընդոտում են կազմակերպության կողմից բաժնետոմսերի նոր թողարկումների և հրապարակային տեղաբաշխման իրականացումը: Բացի դրանից՝ անգամ կորպորատիվ կառավարման մշակույթի ներդրման դեպքում բաժնետոմսերի շուկայի զարգացումը հնարավոր է միայն պոտենցիալ ներդրողների շրջանում թողարկողների նկատմամբ վստահություն ձևավորելու պարագայում: Թողարկողների նկատմամբ վստահության ձևավորման կարևոր միջոց է նաև թողարկողների այլ գործիքներում ներդրումների դրական փորձը: Որպես նման գործիքներ կարող են հանդես գալ կորպորատիվ պարտատոմսերը, որոնց շուկան արժեթղթերի շուկայի և ընդհանրապես ֆինանսական շուկայի կարևոր հատվածներից է: Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը կարող է դառնալ բանկային վարկավորման այլընտրանք: Այդ շուկան կապիտալի շուկայի կարևորագույն հատվածներից է, որը, ի տարբերություն բաժնետոմսերի շուկայի, նվազ չափով է ենթակա տատանումների և տնտեսական ու ոչ տնտեսական ռիսկերի: Հետևաբար՝ Հայաստանի Հանրապետությունում ֆինանսական համակարգի հետագա կայուն զարգացման համար անհրաժեշտ է հատուկ ուշադրություն դարձնել կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրներին: Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացումն իր հերթին կարող է ապահովել թողարկողների գործունեության թափանցիկությունն ու ֆինանսական հաշվետվությունների հրապարակայնությունը, որը կարող է բարձրացնել արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ պոտենցիալ ներդրողների վստահության աստիճանը և կորպորատիվ կառավարման որակի բարելավման ու բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման նախադրյալներ ստեղծել: Սակայն Հայաստանում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը չի համապատասխանում պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը, բանկային վարկավորման ծավալներին, ինչպես նաև համախառն ներքին արդյունքի մեծությանը⁷:

Պարտատոմսերի համաշխարհային շուկան զգալիորեն զերազանցում է համաշխարհային համախառն ներքին արդյունքը թե՛ ծավալային ցուցանիշներով, թե՛ աճի տեմպով: Սակայն, մեր հանրապետությունում

⁷ Տե՛ս Ա. Մ. Բաղդասարյան, նշվ. աշխ., էջ 285:

պարտատոմսերի շուկայի ցուցանիշները բավականին զիջում են համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշին: Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս նաև, որ եթե պարտատոմսերի համաշխարհային շուկայի կառուցվածքում գերակշռում են կորպորատիվ պարտատոմսերը, ապա մեզ մոտ, ընդհակառակը, գերակշռում են պետական պարտատոմսերը:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի համաշխարհային շուկայի կառուցվածքային վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ պարտատոմսերի թողարկումը զգալի դեր է խաղում ոչ միայն իրական հատվածում գործող կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսավորման, այլև ֆինանսական կազմակերպությունների միջոցների ձևավորման համար, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի կառուցվածքում գերակշռում են ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից թողարկված պարտատոմսերը: Այստեղից հետևում է, որ ՀՀ ֆինանսական համակազմի հետագա կայուն զարգացման համար անհրաժեշտ է հատուկ ուշադրություն դարձնել կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը, քանի որ զգալիորեն դրանից է կախված ոչ միայն տնտեսության աճը, այլև ֆինանսական կազմակերպությունների հետագա զարգացումը:

Պարտատոմսերում որպես հնարավոր ներդրողներ կարող են հանդես գալ հայրենական և օտարերկրյա ներդրողները: Շուկայի նկատմամբ ընդհանուր վստահության ցածր մակարդակի պատճառով հայրենական հնարավոր ներդրողները խուսափում են ոչ պետական արժեթղթերի շուկայում ներդրումներ կատարելուց: Վստահության ձևավորումը պահանջում է ժամանակ և այլ ներդրողների դրական փորձի առկայություն: Անհրաժեշտ է ներգրավել օտարերկրյա ներդրողների: Ինչպես ցույց են տալիս ուսումնասիրությունները, համապատասխան ներդրումային ծրագրերի և թողարկողների գործունեության թափանցիկության ու տեղեկատվության բացահայտման պահանջվող մակարդակի, ինչպես նաև շուկայի համապատասխան ենթակառուցվածքների ապահովման դեպքում բավական մեծանում են օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման հնարավորությունները: Օտարերկրյա ներդրումների կառուցվածքում հատկապես կարևոր են օտարերկրյա մասնավոր ներդրումները, քանի որ, ի տարբերություն օտարերկրյա պետական ներդրումների, ինչպես նաև միջազգային կազմակերպությունների ներդրումների, դրանց ծավալը սահմանափակված չէ տվյալ երկրի կամ միջազգային կազմակերպության բյուջեով: Բացի դրանից՝ օտարերկրյա մասնավոր ներդրումները, ի տարբերություն վերը նշվածների, հիմնականում միտված են տնտեսական ցուցանիշների և ոչ թե՛ ոչ տնտեսական նպատակների: Սակայն օտարերկրյա մասնավոր ներդրումները կարող են կապված լինել զգալի ռիսկերի, հատկապես արտարժութային ռիսկի հետ: Օտարերկրյա մասնավոր ներդրողները հաճախ հրաժարվում են ներդրումային նախագծերից, որովհետև դրանք պարունակում են արտարժութային ռիսկ: Այս առումով շատ կարևոր են արտարժութային արժեթղթերի շուկայի ձևավորումն ու զարգացումը: Հատկապես անհրաժեշտ է արտարժութային պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը, քանի որ պարտատոմսերը բաժնետոմսերի համեմատ ունեն ռիսկի անհամեմատ ցածր մակարդակ: Արժեթղթերի շուկային նվիրված հետազոտու-

թյուններում չկա միասնական կարծիք արտարժութային արժեթղթերի վերաբերյալ: Առանձին հետազոտողներ գտնում են, որ արտարժութային արժեթղթերի թողարկումը կարող է հանգեցնել ազգային արժույթի, ինչպես նաև ֆինանսական համակարգի կայունության թուլացման: Սակայն միայն օտարերկրյա ներդրողների համար նախատեսված պարտատոմսերի թողարկումը հնարավորություն կտա նվազեցնելու այդ ռիսկը և կնպաստի օտարերկրյա ներդրումների ավելացմանը: Օտարերկրյա ներդրումների աճը, անկախ դրանց իրականացման արժույթից, կնպաստի տնտեսական աճին, արտադրության ծավալների ավելացմանը, աշխատատեղերի ստեղծմանը և, վերջին հաշվով, ազգային արժույթի ամրապնդմանը: Հետազոտողները նշում են, որ արժեթղթերի շուկայի զարգացման վաղ փուլերում օտարերկրյա մասնավոր ներդրումների ներգրավման հիմնական աղբյուր կարող է ծառայել արտարժութային պարտատոմսերի թողարկումը: Արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը զուգընթաց՝ ազգային արժույթով թողարկված արժեթղթերի տեսակարար կշիռը կարող է աճել: Հետազոտությունները ցույց են տալիս, որ արտարժութային պարտատոմսերի բաժինը մեծ չէ պարտատոմսերի ընդհանուր ծավալում, սակայն այն զգալի է միջազգային պարտատոմսերի ընդհանուր ծավալում, որը օտարերկրյա մասնավոր ներդրումների ներգրավման հիմնական աղբյուրներից մեկն է⁸: Բացի դրանից՝ արտարժութային պարտատոմսերի բաժինը պարտատոմսերի ընդհանուր ծավալում զգալի չափով տատանվում է՝ կախված տարածաշրջանից, արժեթղթերի շուկայի և ընդհանրապես երկրի տնտեսության զարգացման աստիճանից, տնտեսության կարգավորման աստիճանից և տնտեսական ու ոչ տնտեսական բազմաթիվ գործոններից:

Ընդհանրացնելով կարելի է ասել, որ արտարժութային պարտատոմսերի թողարկումն ու միջազգային պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը, ընդլայնելով օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման հնարավորությունները, մի կողմից կմեծացնեն նոր ներդրումային նախագծեր իրականացնելու թողարկողների հնարավորությունները՝ նպաստելով տնտեսական աճին և աշխատատեղերի ստեղծմանը Հայաստանի Հանրապետությունում, մյուս կողմից՝ պարտատոմսերում ներդրումների դրական օրինակ կծառայեն հայրենական հնարավոր ներդրողների համար՝ բարձրացնելով հայրենական թողարկողների նկատմամբ նրանց վստահության մակարդակը: Միջազգային պարտատոմսերի շուկայի զարգացմամբ դրամային պարտատոմսերի թողարկման պայմաններ կստեղծվեն: Ուստի տնտեսության աճին, կայունացմանը և դրամի նկատմամբ վստահության բարձրացմանը զուգընթաց՝ դրամային պարտատոմսերում ներդրողների կառուցվածքում էական կարող է լինել նաև օտարերկրյա ներդրողների բաժինը:

Պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը պայմաններ կստեղծի նաև բաժնետոմսերի շուկայի զարգացման համար: Պարտատոմսեր թողարկողները պետք է ապահովեն գործունեության թափանցիկություն ու տվյալների արժանահավատություն: Այս տեսանկյունից նրանց կողմից բաժնետոմսերի թողարկումը չի ենթադրում լրացուցիչ ծախսեր կամ տե-

⁸ Տե՛ս նույն տեղը, էջ 300:

ղեկատվության բացահայտման ռիսկերի առաջացում: Մյուս կողմից՝ տնտեսության ծավալների ընդլայնման դեպքում այլևս հնարավոր չի լինի շուկայում ապահովել մրցունակության բավարար մակարդակ միայն ներքին ներուժի հաշվին: Պարտքային միջոցների ներգրավումը ևս ունի սահմանափակումներ: Ֆինանսական լծակի մեծացման պայմաններում նվազում է կազմակերպության ֆինանսական կայունության մակարդակը, որը հանգեցնում է լրացուցիչ պարտքային միջոցների ներգրավման գծով ծախսերի ավելացման: Նման իրավիճակում մրցունակության պահպանման և աճի ապահովման նպատակով կազմակերպությունները ստիպված կլինեն բաժնետոմսեր թողարկել և հրապարակայնորեն տեղաբաշխել: Ներդրողների համար նշված թողարկողների բաժնետոմսերը կունենան վստահելիության բավարար մակարդակ, քանի որ ներդրողները կունենան թողարկողների հետ համագործակցության դրական փորձ՝ պարտատոմսերում ներդրումների տեսքով:

Կատարված ուսումնասիրությունները և վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար անհրաժեշտ է մշակել փուլային, սակայն համալիր միջոցառումների իրականացման հայեցակարգ: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման յուրաքանչյուր փուլում անհրաժեշտ է առաջնահերթությունը տալ շուկայի առանձին հատվածների և գործիքների զարգացմանը: Շուկայի որևէ հատվածի կամ գործիքի զարգացմանն ուղղված միջոցառումները չեն կարող լինել արդյունավետ, քանի դեռ չեն ձևավորվել շուկայի տվյալ հատվածի կամ գործիքի զարգացման համար անհրաժեշտ պայմանները: Սակայն արժեթղթերի շուկայի առանձին հատվածների կամ գործիքների զարգացումը չպետք է դիտարկել մեկուսի. դրանց առաջնահերթությունը պետք է սահմանվի ըստ արժեթղթերի շուկայի հեռանկարային կայուն զարգացմանը նպաստելու ակնկալվող աստիճանի: Կարևոր է նաև արժեթղթերի շուկայի առանձին հատվածների և գործիքների զարգացմանը միտված միջոցառումների հաջորդականությունը որոշելը:

Բանալի բառեր – *արժեթղթերի շուկա, բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, շուկայի զարգացման հայեցակարգային մոտեցումներ*

АРЕГ БАГДАСАРЯН – Концептуальные подходы к развитию рынка ценных бумаг в РА. – В статье рассмотрены основные концептуальные принципы, логика, возможности и приоритеты развития рынка ценных бумаг в Армении, а также инструменты этого развития. Обоснована необходимость комплексных мер, которые будут ему способствовать. На каждом этапе следует уделять внимание развитию конкретного сегмента и конкретных инструментов. Но развитие тех или иных сегментов или инструментов нельзя отделять от всех остальных. Очень важно также определить очередность мер по развитию рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: *рынок ценных бумаг, акции, облигации, развитие, концептуальные подходы*

AREG BAGHDASARYAN – *Conceptual Approaches to the Development of the Securities Market in RA.* – The article considers the conceptual approaches to the development of the securities market in the Republic of Armenia. The article considers the main conceptual principles, the logic, the possibilities and the priorities of the development of different parts and instruments of the securities market. Based on these studies the necessity of performing successive and comprehensive measures for the development of the securities market is substantiated. At each stage of development of the securities market emphasis should be put on the development of a particular segment and specific instruments of the market. Measures for the development of a segment or instruments of the market cannot give the desired result until the conditions necessary for the development of this segment or instruments are created. However, the development of a specific segment or instruments should not be considered separately from other segments and instruments of the securities market. It is also important to define the priorities of the measures for the development of the market.

Key words – *securities market, stock, bonds, conceptual approaches to the market development*