



## ՀՀ ԱՐԺԵՐՈՒԹՅԱՆ ԵՆԻՎԵՐՍԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԴԻՄԱԿԱՐԳՅԵՐԻ ԵՈՒՐՁ

### Ա. Գ. ՄԻՆԱՍՅԱՆ

Հանրապետությունում շուկայական տնտեսության և շուկայական հարաբերությունների ձևավորման գործընթացն անշրջելի բնույթ է ստացել: Դետև ում են մնացել տնտեսական բարեփոխումների մի քանի փուլեր, որոնք արդյունքում ձևավորվեցին համապատասխան շուկայական կառույցներ: Կառուցվածքային վերափոխումների ծնունդն է նաև արժեթղթերի շուկան՝ իր բաղկացուցիչ տարրերով: Վերջինիս դիմամիկ զարգացումը պահանջում է տնտեսական վերափոխումների հետագա ընդլայնում՝ կապիտալի (այդ թվում՝ արժեթղթերի) շուկայի մեխանիզմների միջոցով ֆինանսական ռեսուրսների կուտակման և արտադրության աճը խթանող ուղղակի ներդրումների ուղղությամբ:

Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի զարգացման ներկայիս մակարդակը բնութագրելիս ակնհայտ է դառնում, որ այն ունի բարեփոխման լուրջ կարիք, ինչն իր հերթին ենթադրում է երեք գլխավոր ոլորտների հիմնախնդիրների լուծում:

1. Արդյունավետության ապահովում, որը ներառում է արժեթղթերի շուկայում գնագոյացման մեխանիզմի գործողության արդյունավետության բարձրացումը՝ հնարավոր խոչընդոտների նվազեցման և գործունեության առավել ակտիվացման միջոցով:

2. Համակարգային ռիսկի փոքրացում, որը ներառում է հիմնականում կապիտալի հոսքի արագության մեծացման նպատակով իրականացվող միջոցառումները, քանի որ ներքին և արտաքին ներդրողների հնարավորությունները՝ իրենց միջոցները արագ տեղափոխելու, կարող են հանգեցնել հանրապետության արժեթղթերի շուկայի անկայունությանը:

3. Արդարության ապահովում, որը ներառում է ներդրողների իրավունքների պաշտպանության և արժեթղթերի շուկայի թափանցելիության՝ գործող մեխանիզմների ստեղծմանն ուղղված միջոցառումները, քանի որ արժեթղթերի շուկայի միջոցով խնայողությունների արդյունավետ համախմբումը հնարավոր է միայն դրա նկատմամբ ներդրողների վստահության առկայության պայմաններում:

Այս երեք խնդիրների լուծմանն ուղղվող միջոցառումները կարելի է բաժանել մասերի, որոնց լուծմամբ կապահովվի նաև արժեթղթերի շուկայի կայուն զարգացում:

- առևտրի, քլիրինգի և հաշվարկային համակարգերի մշակում և ներդրում, որոնք առավելագույնս կհամապատասխանեն շուկայի ներկա և ապագա պահանջներին,
- արժեթղթեր թողարկողների գործողությունների և բուն շուկայի մասին տեղեկատվություն տրամադրելու պահանջների մշակում և կիրառում,
- արժեթղթերի միջազգային շուկաներին ինտեգրվելու նպատակով համընդհանուր կապերի ղեկավարում:

Բնականաբար, նշված խնդիրներն իրենց լուծումները պետք է ստանան արժեթղթերի շուկայի զարգացման գործընթացի ղեկավարմամբ և օրենսդրական դաշտի կատարելագործմանն ուղղված միջոցառումների իրականացմամբ:

Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի զարգացման գործընթացը սերտորեն առնչվում է այս ոլորտում արդեն համընդհանուր ճանաչում ստացած բնութագրիչների հետ, որոնցից գլխավորներն են.

ա) Արժեթղթերի շուկայի օպերատիվ իրավիճակն ամբողջ աշխարհում արագ փոփոխվում է: Այդ փոփոխությունները հանգեցնում են վերափոխումների և զարգացող երկրներում ու տնտեսության անցումային շրջանում առաջադրում են արժեթղթերի շուկաների բարեփոխման նոր տարբերակների լայն ընտրություն: Չնայած բոլորովին նոր ֆոնդային բորսաների ստեղծմանը առաջ են գալիս նոր հիմնախնդիրներ, որոնք անհրաժեշտ է լուծել արդեն գոյություն ունեցող նմանատիպ կառույցների արդիականացմամբ: Փաստորեն, ժամանակակից միտումների գնահատման գլխավոր բնութագրիչներից մեկն այն է, որ արժեթղթերի շուկաների զարգացումն անընդհատ գործընթաց է<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Shu «Securities Market Development» Economic Development Institute of the WB, 1997, էջ 2-6:

բ) Վերջին մի քանի տարիների կարևոր իրադարձություններից է համաշխարհային մասշտաբով արժեթղթերի շուկաների բազմազանության մեծացումը: Ավանդական կարգավորվող շուկաները (Ֆոնդային բորսաները) արդեն չեն զբաղեցնում մենաշնորհային դիրքեր, իսկ դրա արդյունքում առաջացած մրցակցությունը դարձել է արժեթղթերի շուկային բնորոշ գիծ: Ավելի արդյունավետ ու վստահելի արժեթղթերի շուկաների ստեղծման համար առավել փոխակալված աշխատանքի շարժիչ ուժը դառնում է ոչ այնքան գործող շուկաների ներսում ծավալված մրցակցությունը, որքան հին ու նոր շուկայական կառուցվածքի պատվերների միջև ծավալվող պայքարը: Ակտիվ մրցակցությունն աստիճանաբար լայն ճանաչում է ստանում, ինչը նպաստում է տնտեսության արդյունավետության բարձրացմանը: Չնայած մրցակցությունը բերում է շուկայի մասնատվածության այն իմաստով, որ վնասում է կենտրոնացվածության գործոնին, այնուամենայնիվ դրանից արժեթղթերի իրացվելիությունը չի տուժում<sup>2</sup>:

գ) Նոր հաղորդակցության միջոցները և ցանցային տեխնոլոգիաներն ստեղծում են գործարարության վարման նորանոր եղանակներ՝ թույլատրելի գներով գործառնությունների այլընտրանքներ, որոնք ավելի են ուժեղացնում մրցակցությունը: Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ու լրտի ձեռքբերումները եղել և մնում են շուկայական այլընտրանքների ստեղծման աշխատանքների և նոր ֆինանսական (ածանցյալ) գործիքների լայն բազմազանության առաջացման շարժիչ ուժ<sup>3</sup>:

դ) Ավնհայտ է, որ շուկաների արդյունավետության ապահովման կարևոր նախապայման է նաև մրցակցության այնպիսի մակարդակի ապահովումը, որին իրենց մասնակցությունը կունենան օտարերկրյա ընկերությունները, քանի որ արժեթղթերի շուկայում գործունեություն իրականացնող այս կազմակերպություններն ընդունակ են արագացնելու արժեթղթերի շուկայի զարգացումը, սակայն պետք է զգուշանալ օտարերկրացիների գերիշխող դիրքեր գրավելուց<sup>4</sup>:

Չարգացող երկրներն անցյալում այս հիմնախնդրի լուծմանը սովորաբար մոտենում էին ազգային տեսանկյունից՝ շուկաները պահելով փակ: Սակայն երիտասարդ պետությունների տրնտեսության մեջ ուղղակի օտարերկրյա ներդրումների անհրաժեշտության ընդունումը խթանում է իրավիճակի փոփոխությանը:

ե) Բացի արժեթղթերի կարգավորվող շուկաների և այլ առևտրային կառույցների (արտաբորսայական և բորսայական կառույցների) միջև մրցակցության ուժեղացումից, վերջին տասնամյակում արժեթղթերի շուկաներն ամբողջ աշխարհում խոշոր փոփոխությունների են ենթարկվում, մասնավորապես՝ էպես փոխվում են բորսայական բիզնեսի վարման գործելաձևերը: Ֆոնդային բորսաներն ավանդապես կառավարում էին իրենց անդամների ընտրված խորհուրդները: Այսօր արժեթղթերի շուկայի կառավարումը դարձել է ավելի գործնական: Այդ փոփոխությունն ինքնընտանացյալ առաջադրում է այն հարցը, թե ինչպես պետք է բաշխել կառավարման և կարգավորման պարտականությունները:

զ) Նոր տեղեկատվական տեխնոլոգիաները և բարդ համակարգչային ծրագրերը նոր ուղիներ են բացում բիզնեսի վարման համար: Միաժամանակ մեծանում է նոր տիպի ռիսկերի առաջացման հավանականությունը, որն իր հերթին թելադրում է արդյունավետության բարձրացման և արդի համակարգչային ռիսկերի տիպերի միջև հավասարակշռվածության հաստատում: Կարգավորող մարմինների իրավասությունների ավանդական սահմանները սեղմվում են, քանզի արժեթղթերի շուկաների ամբողջականության հսկումը պահանջում է միջազգային համագործակցություն<sup>5</sup>:

է) Ածանցյալ ֆինանսական արտադրանքի անընդհատ ընդլայնվող շուկայի ակտիվացումը ծնում է հակասություններ հիմնական և ածանցյալ արժեթղթերի խաչաձև կապերի միջև: Նոր տիպի արտադրանքները գրավում են ներդրողների նոր կատեգորիաներ, որոնք փնտրում են բազմապիսի ներդրումային մեխանիզմների օգտագործման հնարավորություններ: Ֆոնդային բորսաները, որոնք մրցակցության ճնշմամբ ստիպված են տարբերակել աշխատանքների օգտագործման մեթոդների պաշարները, հաճախ սկսում են աշխատել նոր ֆինանսական արտադրանքներ:

<sup>2</sup> *Stii* Б. Рубцов, Зарубежные фондовые рынки. М., 1996, тp 8-13:

<sup>3</sup> *Stii* Рынок ценных бумаг, "Шаг России в информационное общество". М., "Экономика", 1997, тp 12-14: Марк Мобуис, Руководство для инвестора по развивающимся рынкам. М., 1995, тp 123-125:

<sup>4</sup> *Stii* Р. Брэйлу, С. Мейерс, Принципы корпоративных финансов. М., 1997, тp 25-34, Daiwa securities co. LTD "Рынок ценных бумаг Японии", 1998, тp 45-46, П. Герхард, Е. Грегори, Формирование рынка капитала в центральной и восточной Европе, Всемирный Банк Вашингтон, округ Колумбия, 1995, тp 14-16:

<sup>5</sup> *Stii* Марк Мобуис, *Նշվ. աշխ.*, тp 156-162, «Securities Market Development» Economic Development Institute of the WB, 1997, тp 12-15:

րով<sup>6</sup>:

ը) Արժեթղթերի շուկաներում կարևորվում են նաև առավել որակյալ ծառայությունների սպառողական պահանջարկը, ավելի բարձր աստիճանի արդյունավետությունը և առավել մրցունակ գնագոյացման մեխանիզմները: Նշված գործընթացներին զուգահեռ՝ արժեթղթերում ներդրողների պահանջմունքներին համապատասխան առաջանում են բազմաթիվ ծառայություններ և արտադրանքի տեսակներ: Սակայն ներդրողների և շուկայում այլ սպառողների տարբեր խմբերի պահանջմունքները կարող են միմյանցից էապես տարբերվել, որի հետևանքով մի շուկայի շրջանակներում դրանց բավարարելը դառնում է անհնար: Սպառողների մի մասը ցանկանում է սակարկել բարձր գաղտնապահության պայմաններում, մյուսները՝ խուսափել արժեթղթերով միջնորդային գործունեություն իրականացնող անձանց միջամտությունից, երրորդները պահանջում են արժեթղթերի նվազ ծախսեր պահանջող իրացվելիություն, չորրորդները ցանկանում են իրացվելիություն առաջին իսկ պահանջով և այլն:

Չգտելով առավելագույնս բավարարել սպառողների պահանջարկը՝ շուկաներն աստիճանաբար ձեռք են բերում մեծածավալ կառուցվածքներ՝ միաժամանակ շուկայական տարածքի մի մասը զիջելով մասնագիտացված ծառայություններ առաջարկող մրցակիցներին: Դա հանգեցնում է հաճախորդների պատվերների հոսքի համար մրցակցող այլընտրանքային առևտրային կառույցների մասնագիտացմանը<sup>7</sup>:

Մրցակցության ուժեղացման հակառակ բևեռը առևտրային տարածքի հնարավոր մասնատումն է, որը կարող է խոչընդոտել շուկայի գնագոյացման գործառույթին: Պաշտոնական գնանշումը՝ որպես արժեթղթերի կարգավորվող շուկաների կարևորագույն չափումներից մեկը, պահանջում է պատվերների կրիտիկական զանգվածի առկայություն: Շուկայի մասնատվածությունը կարող է խանգարել այդ զանգվածի ամբողջականությանն ու գործառույթային կախվածությանը, քանզի որքան մասնատված է շուկան, որտեղ սակարկվում են այս կամ այն արժեթղթերը, այնքան դժվար է դառնում պահպանել շուկայում արդարացիության և կարգավորման չափումները:

Ուստի որպեսզի արժեթղթերի շուկան լինի տնտեսապես արդյունավետ, այն պետք է լինի կենտրոնացված և հազգեցված, որին հասնելու համար այն պետք է լինի թափանցելի ու վստահություն ներշնչող:

Որպեսզի շուկան կարողանա տնտեսավարման վարչահրամայական եղանակից ազատ շուկայակարգի համակարգի անցման փուլում բավարարել վերը նշված բոլոր պահանջները, պետք է ապահովել տնտեսական կարևոր նշանակություն ունեցող այնպիսի գործընթացների իրականացումը, ինչպիսիք են մասնավորեցումն ու ապապետականացումը, պետական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման կամ պետական ներդրումային ծրագրերի իրականացման նպատակով թողարկվող արժեթղթերի շրջանառությունը:

Բնականաբար, վերը թվարկված բնութագրիչներով հանդերձ, հանրապետության արժեթղթերի շուկայի զարգացման գործընթացում կենտրոնականը եղել և մնում է շուկայի հիմնական գործառույթների արդյունավետ իրականացման համար անհրաժեշտ միջավայրի ստեղծումը, որն ընդհանուր առմամբ ներառում է այս ոլորտում պետական և մասնավոր հատվածների քաղաքականության նպատակները, որոնք համապատասխանաբար ներառում են արժեթղթերի շուկայի կենտրոնացվածության, թափանցելիության, վստահության, արդյունավետության, գործողության մասշտաբայնության, ինչպես նաև՝ արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների համար շահութաբերության, գների և ծառայությունների մրցունակության ապահովումը<sup>8</sup>: Ուստի նշված նպատակների իրականացման համար անհրաժեշտ միջոցառումները պետք է նպատակաուղղված լինեն արժեթղթերի շուկաների ստեղծման ինստիտուցիոնալ և իրավաբանական այնպիսի պահանջների սահմանմանը և կիրառմանը, որոնք մասնավորապես ներառում են.

- Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության իջեցման և տնտեսության մակրոմակարդակով ներդրումների դուրսմղման էֆեկտի բացառման նպատակով միջինժամկետ և երկարաժամկետ պետական արժեթղթերի տեղաբաշխում և առևտրի կազմակերպում կանոնակարգված շուկայում,

- Կորպորատիվ կառավարման արդյունավետության բարձրացման և փոքր բաժնետերերի իրավունքների և օրինական շահերի պաշտպանության նպատակով մասնավորեցման հետևանքով ստեղծված բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերի կազմակերպված շուկայում լիստինգի անցկացման, սակարկության կազմակերպման և գնանշման ապահովում,

<sup>6</sup> Sbu A. H. Буренин, Рынок производных финансовых инструментов. М., 1996, тp 24-30, А. Баранников, Н. Сваровский, Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. М., АФПИ "Экономика и жизнь", 1997, тp 65-67:

<sup>7</sup> Sbu Б. Рыбцов, *Նշվ. աշխ.*, тp 7-11:

<sup>8</sup> Sbu «Տնտեսական վերափոխումները անցումային շրջանում», Երևան, 1999, тp 243-261:

• Լիստինգային կառույցների գործողության կանոնների մշակում և լիստինգային մարմինների հսկողության ներքո այդ կանոնների պահպանման ապահովում,

• Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեություն իրականացնող անձանց լիցենզավորմամբ և նրանց առաջադրվող պահանջները պահպանող կարգավորիչ կառույցների ճշգրտում,

• Արժեթղթերի շուկայի արդյունավետ գործունեության համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջնորդական կազմակերպության, մասնավորապես՝ օտարերկրյա կապիտալի մասնակցությամբ ներդրումային բանկի ստեղծում,

• Շուկայի նկատմամբ վստահություն ներշնչելու և առևտրի կազմակերպչի անդամներին մյուս անդամների կողմից իրենց պարտականությունները չկատարելու հետևանքով պատճառված կորուստներից ապահովագրելու նպատակով արժեթղթերի առևտրի կազմակերպչին ֆոնդային բորսային, ինքնակարգավորվող մարմնի կարգավիճակի շնորհում,

• Առևտրի կազմակերպչի կամ անկախ քլիրինգային կազմակերպության կողմից քլիրինգի և վերջնահաշվարկի գործառույթի իրականացում,

• Բանկային համակարգի միջոցով դրամի փոխանցման գործառույթի իրականացում, որը համապատասխանում է շուկայի և հաշվարկային գործակալությունների պահանջներին:

Ալկնհայտ է նաև, որ հանրապետության արժեթղթերի շուկայի կայունությունը մեծ մասամբ կախված է այդ շուկայի նկատմամբ ներդրողների տածած վստահությունից: Եթե տեղի են ունենում ներդրողների վստահության վրա ազդող իրադարձություններ, ապա ֆինանսական միջոցները շուկայից դուրս են հոսում, իսկ արժեթղթերի գները նվազում են, որն իր հերթին հանգեցնում է վաճառքի առաջարկված արժեթղթերի ծավալների մեծացման և շուկայական ցնցումների անխուսափելիության:

Ընդհանուր առմամբ փոքր շուկաները բախվում են համեմատաբար ավելի մեծ ռիսկերի հետ: Նոր արժեթղթերի շուկաների, ինչպիսին է նաև մեր հանրապետության արժեթղթերի շուկան, ընդհանուր հիմնախնդիրը սպեկուլյատիվ բումի վտանգն է, որին հաջորդում է կտրուկ անկումը: Գների կտրուկ փոփոխությունները, որոնք ազդում են նույնիսկ մեծ եկամուտներ ունեցող երկրների շուկայի վրա, նորատեսչ է շուկաների համար կարող է լինել առավել ազդեցիկ<sup>9</sup>:

Ներկա պայմաններում համակարգային ռիսկն ավելի է խորանում, քանի որ վերջին շրջանում արժեթղթերի շուկայում նկատվում են մրցակցության խթանման միտումներ<sup>10</sup>:

Քաղաքագետներն ամբողջ աշխարհում լուրջ քայլեր են ձեռնարկում արժեթղթերի շուկաների համակարգային ռիսկի նվազեցման ուղղությամբ: 1) անորոշության վերահսկման, 2) վճարումների և փոխհաշվարկների համակարգում ռիսկի նվազեցման, 3) ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ վերահսկողության ուժեղացման միջոցով:

Արժեթղթերի գների անսպասելի տատանումների նվազեցումը օգնում է փոքրացնելու արժեթղթերի շուկայի ճգնաժամերի ռիսկը: Տարբեր երկրներ, այդ թվում ԱՄՆ-ը, Մեծ Բրիտանիան, Ֆրանսիան, ներմուծել են, այսպես կոչված, «կանխարգելիչների» հասկացությունը: Երբ արժեթղթերի գները կտրուկ անկում են ապրում, շուկան մի քանի րոպեով կամ ժամով փակվում է՝ սպասումով, որ հուզումները կհանդարտվեն, և հնարավոր կլինի խուսափել իրավիճակի հետագա սրումից: Այն հարցը, թե ինչքանով է արդյունավետ այս լծակը, մինչ օրս բուն քննարկումների առարկա է:

Շուկայի անկայունության նվազեցման կարևոր միջոց է նաև մարժային պահանջների խրտացումը:

Այն երկրներում, որտեղ ֆոնդային բորսաները գործ ունեն համակարգչային առևտրի հետ, կարող են պահանջվել անվտանգության ապահովման լրացուցիչ մեխանիզմներ: Համակարգչային տեխնոլոգիաների շնորհիվ շատ ընկերություններ հնարավորություն են ստանում իրականացնելու արժեթղթերի առջ ու վաճառքի մեծածավալ պատվերներ օգտագործելով տարբեր մեթոդներ, ասենք՝ ապահովագրական ծրագրերի բազայի հիման վրա իրականացվող առևտուրը: Եթե

<sup>9</sup> *Stb* «Securities Market Development» Economic Development Institute of the WB, 1997, էջ 16-22:

<sup>10</sup> *Մրցակցության մեծացման հետ մեկտեղ շահույթի մեծությունը նվազում է, որի պատճառով մեծանում է որոշ բանկերի, բրոքերների և ինվեստիցիոն կազմակերպությունների սնանկացման վտանգը: Սա մրցակցության բնական հետևանքներից մեկն է: Մրցակցությունը տնտեսության ցանկացած ծյուրում ենթադրում է ուժեղի գոյատևում և թույլի հեռացում ասպարեզից: Ֆինանսական շուկայում ընդհանրապես, իսկ արժեթղթերի շուկայում մասնավորապես, որտեղ մեծ դեր է խաղում վստահության գործոնը, անհրաժեշտ է բացառել մեկ ֆիրմայի ազդեցությունը ամբողջ համակարգի վրա:*

շուկայի մեծ մասը հիմնված է ծրագրավորված առևտրի վրա, ապա գների որոշակի մակարդակի բարձրանալու կամ իջնելու դեպքում, անկասկած, կարող են առաջանալ արժեթղթերի գնման կամ վաճառքի լայնածավալ պատվերներ, որոնք կարող են ապակայունացնել շուկան: Այս պարագայում առաջանում է կարևոր մի հարց՝ պե՞տք է արդյոք սահմանափակել ավտոմատացված առևտուրը: Համակարգիչները բարձրացնում են շուկայի արդյունավետությունը, բայց հիմք են տալիս վերապահունով մոտենալու. ծրագրավորված առևտուրը կարող է ուժեղացնել անկայունությունը<sup>11</sup>:

Արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ ներդրողների վստահությունը բարձրացնելու համար խիստ կարևոր է ֆինանսական մարմինների կողմից արժեթղթերի ժամանակին և հստակ իրացվելիության ապահովումը: Եթե դա չարվի, ապա համակարգային ռիսկը հեշտությամբ կարող է վերածվել համակարգային ճգնաժամի: Վերջինս իր հերթին կարող է պահանջել մի շարք մակրոտնտեսական միջոցառումներ, որոնք կարող են հակասության մեջ մտնել երկրի հիմնական տնտեսական քաղաքականության նպատակների հետ:

Համակարգային ռիսկի զսպման կարևորագույն եղանակներից մեկը արժեթղթերով զբաղվող ընկերությունների ղեկավարների մասնագիտական պատրաստվածության պատշաճ մակարդակի ապահովումն է: Այս խնդրի լուծման հնարավոր մոտեցումներից մեկը ֆինանսական կազմակերպությունների լիցենզավորումն է: Սովորաբար, որպես լիցենզիայի տրամադրման չափանիշ, հանդես են գալիս ներքոհիշյալ բոլոր կամ դրանցից մի քանի հայտանիշները.

- տնօրենների կամ այլ ղեկավար անձնակազմի ընտրությունը,
- խոշոր բաժնետերերի կամ փայաււերերի և կարևոր պաշտոններ զբաղեցնող անձանց ճանաչվածությունը և իրենց զբաղեցրած պաշտոններին համապատասխանությունը,
- գործունեության սահմանված կարգի պահպանումը,
- կապիտալի բավարարության նորմատիվների սահմանումը և պահպանումը,
- լիկվիդայնության բավարար մակարդակը,
- կառավարման լծակների և հաշվառման համակարգի առկայությունը:

Ռիսկերի կառավարման համար ընկերություններն ստիպված են կատարել անհրաժեշտ ներդրումներ տոխնոլոգիաների և տեղեկատվական համակարգերի ձեռքբերման համար: Կապիտալի ազատ տեղաշարժի պայմաններում, անկախ կապիտալի նկատմամբ սահմանված պահանջներից, առանց պատշաճ մշակված ռիսկերի կառավարման համակարգի, կապիտալը կարող է արագ «գուլոշիանալ»: Այդ իսկ պատճառով պարտադիր են ռիսկերի կառավարման ուսուցումը և դրանց կառավարման ոլորտում աշխատանքների բաժանման և իրավասությունների բաշխման վերաբերյալ որոշումների ընդունումը: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման կառավարման գործընթացի կարևոր տարրերից է նաև վերջնահաշվարկի և փոխհաշվարկային ընթացակարգերի ու միջոցների համարժեքության ապահովումը: Արժեթղթերի շուկան կոչված է գործարքների իրականացման ժամկետների կրճատման ճանապարհով նվազեցնելու հաշվարկային և վճարային ռիսկերը<sup>12</sup>: Բնականաբար, գործարք կնքելու ընթացքում վճարումների մեխանիզմը պետք է հաշվի առնի արժեթղթերի շուկային բնորոշ ակտիվության նորմալ վերելքները և անկումները: Ղեռ ավելին,

<sup>11</sup> *Տե՛ս «Securities Market Development» Economic Development Institute of the WB, 1997, էջ 91-95:*

<sup>12</sup> *Եթե հաշվարկային ռիսկն առաջանում է ներդրողի անուկից արժեթղթերի առջուվաճառքի գործարքի իրականացման ժամանակ՝ հույսով, որ տվյալ գործարքի ավարտման (կատարման) պահին ներդրողը չի անհետանա տեսադաշտից, ապա վճարային ռիսկը կապված է ձեռնարկության՝ արդեն իսկ վաճառված արժեթղթերի դիմաց վճարումները չստանալու հետ: Եթե ներդրողը անհետանա գործարքի ձևակերպումից հետո, ապա ձեռնարկությունը պարտավոր է գտնել այլ ներդրողի, որը ցանկություն ունի ձեռք բերելու տվյալ արժեթղթերը: Այդ անձնը կապված է ներդրողի փոփոխման ծախսերի հետ, քանի որ ձեռնարկությունը, որը արժեթղթերը վաճառված էր համարում, այժմ պետք է գտնի նոր գնորդ: Իսկ երբ գործարքի ձևակերպումը ձգձգվում է, գները կարող են փոփոխվել: Եթե արժեթղթի գինը բարձրանում է, ապա ձեռնարկությունը նոր գնորդ փնտրելու ընթացքում կրում է դրամական վնասներ: Այսպես, հաշվարկային ռիսկը հիմնականում հանգում է հաճախորդի փոխարինման ծախսերի հետ կապված ռիսկին: Զանի որ գործարքի ձևակերպման ընթացքում, հատկապես, երբ այն տևում է 4-5 օր, գները կարող են փոփոխվել, փորձեր են կատարվում կրճատել հաշվարկների համար անհրաժեշտ ժամկետները: Հաշվարկային ռիսկն էսպես տարբերվում է վճարայինից, որովհետև այն կապված է որոշակի ժամանակահատվածի հետ՝ գործարքը կնքելուց մինչև արժեթղթերը ներդրողին հասնելու պահը, որի ընթացքում ձեռնարկությունը չի ստանում իր բանկային հաշվին դրամական միջոցներ, և ստեղծվում է ժամանակային լազ ներդրողին արժեթուղթը փոխանցելու պահի և վճարման պահի միջև:*

վճարումների մեխանիզմը առավել կարևոր նշանակություն է ձեռք բերում ֆինանսական ճգնաժամի և համակարգային ռիսկի ժամանակահատվածում, որոնք սպառնում են ողջ ֆինանսական համակարգին:

Այդ առումով հարկ է նշել, որ ժամանակակից արժեթղթերի շուկաներում լայնորեն օգտագործվում է, այսպես կոչված, «մատակարարում վճարման դիմաց» վճարահաշվարկային համակարգը, որի դեպքում մատակարարման և վճարման ժամկետները համընկնում են:

Ինչպես նշվել է վերևում, հանրապետության արժեթղթերի շուկայում կենտրոնական տեղերից մեկը ներդրողների իրավունքների և օրինական շահերի պաշտպանության հիմնահարցն է արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ վստահություն ամրապնդելու նպատակով, որի հետ սերտորեն կապված է արդարության այնպիսի մթնոլորտը, ինչպիսին է թողարկողների կառավարման մարմինների կազմում աշխատող և գաղտնի տեղեկությունների տիրապետող անձանց կողմից իրականացվող առևտուրը:

Այդ առումով շատ կարևոր է նաև շուկայում թափանցելիության ապահովման հարցը:

Ելնելով վերը շարադրվածից՝ կարող ենք ասել, որ հանրապետության արժեթղթերի շուկայում կիրառվող կարգավորիչ քաղաքականության հիմնական նպատակը շուկայի ամբողջականության, արդյունավետության և արդարության ապահովումն է: Շուկայի ամբողջականության պահպանումը ենթադրում է մի շարք կարգավորիչ միջոցներ, որոնք նվազագույնի են հասցնում համակարգային ռիսկը և խթանում մասնակցությունը շուկայում: Այդ միջոցների թվին են դասվում՝

- Կարգավորման հիմնախնդրի նկատմամբ բանական մոտեցումը, որն ուղղված է առանձին ֆինանսական կազմակերպությունների վճարունակությունը պաշտպանելուն և ապահովում է աջակցող վստահություն ֆինանսական համակարգի և անհատական ներդրողների շահերի պաշտպանության մեխանիզմի նկատմամբ:

- Սրժեթղթերի մատակարարման և վճարման կայուն ու արդյունավետ համակարգի խրախուսումը, որը կոչված է նվազեցնելու վճարային և հաշվարկային ռիսկերը, ամրապնդելու առանձին ֆինանսական ինստիտուտների կողմից ռիսկերի կառավարման գործընթացը, ինչպես նաև կանխելու խուճապի առաջացումը շուկայում:

- Շուկայի միասնականությանը սպառնացող գաղտնի տեղեկությունների օգտագործմամբ առևտրի իրականացման սահմանափակումը և խարդախության կանխարգելումը:

Բնականաբար, միջոցառումների նպատակները միշտ չէ, որ կարող են զուգակցվել միմյանց հետ:

Կարևոր է փաստել կարգավորման ընդհանուր շրջանակի երկու այլընտրանքների առկայությունը: Առաջին զանգվածային այլընտրանքը ֆունկցիոնալ և ինստիտուցիոնալ կարգավորումների միջև ընտրությունն է: Ֆունկցիոնալ կարգավորումը, որը ենթադրում է առանձին կարգավորող մարմնի առկայություն ամեն մի հիմնական գործունեության տեսակի համար, կարող է հանգեցնել տարբեր գործունեությանը զբաղվող անձանց և խմբերի քաղմաստիճան կարգավորմանը:

Ինստիտուցիոնալ կարգավորումը ենթադրում է մեկ կարգավորման մարմնի ունակությունը իր մեջ ներառելու վերահսկող կազմակերպությունների թուր տեսակի գործողությունները:

Երկրորդ խոշոր այլընտրանքը պետական կարգավորման և ինքնակարգավորման միջև ընտրությունն է: Առաջինը կարելի է բնութագրել որպես պետական մարմինների գործողությունների կենտրոնացում, որոնք օգտագործում են օրենքի լրիվ ուժը, ինչն անհանգստանալու հիմք է տալիս այդ կառուցվածքների բյուրոկրատիայի, գործողությունների հակասությունների և քաղաքական շարժառիթների առկայության վերաբերյալ:

Ինքնակարգավորումը սեփական գործունեության վրա ֆինանսական հատվածի վերահսկողության իրականացում է համաձայնեցված չափանիշներով և կոլեկտիվ ընդունված որոշումներով:

Պետական կարգավորման և ինքնակարգավորման միջև ընտրության վրա կարող են ազդել մի շարք գործոններ, որոնցից առավել կարևոր են.

- պետական վերահսկումը՝ շուկայի վերահսկման դեմ,
- որոշակիությունը՝ ճկունության դեմ,
- պատժամիջոցը՝ հեղինակության կորստի դեմ:

Կարգավորման ֆունկցիաների իրականացման պատասխանատվությունը կարող է դրվել կարգավորման հատուկ լիազորություններով օժտված տարբեր հաստատությունների վրա, որպիսիք են արժեթղթերի հանձնաժողովը, կենտրոնական բանկը, պետական կառավարման մարմինները, իսկ որոշ դեպքերում նաև՝ ոչ պետական առանձին մարմինները:

Շուկայի աշխատանքի կարգավորումը ենթադրում է երեք արմատական տարրերի համագործակցություն

- արժեթղթերի քաժնետոմսերի, պարտատոմսերի, ածանցյալ արժեթղթերի և այլն,

- մասնակից անձանց և նրանց իրականացրած գործունեությունների,
- ներդրողների ներառյալ ինստիտուցիոնալ:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման կարևորագույն սկզբունքներից է շուկայի տարանջատումը առաջնային և երկրորդային շուկաների<sup>13</sup>:

Բացի այդ, առևտրի կազմակերպիչը բորսան, պետք է սահմանի շուկայում շրջանառելիք արժեթղթերի որակն ու տեսականին: Սա նույնքան կարևոր է, որքան կանոնների պահպանումը, հատկապես՝ ներդրողների շահերի պաշտպանության կանոնները, որոնք պետք է հստակ իրականացվեն:

Սյուս կողմից՝ ապահովելով առևտրային գործիքների ընտրությունը՝ շուկան ներգրավում է ավելի մեծ թվով ներդրողների և ամրապնդում է արժեթղթերի շուկայական արժեքը: Սակայն նման իրավիճակում ներդրողի շահերի պաշտպանության կապակցությամբ առաջանում է լրացուցիչ կանոնների ընդունման անհրաժեշտություն, որոնք կապահովեն ներդրողին երկրորդային շուկայում արժեթղթերի առևտրի հետ կապված ռիսկի ամբողջական տեղեկատվության տրամադրում: Սա շատ կարևոր է շուկայում ներդրողների վստահության թարձր մակարդակի ապահովման համար<sup>14</sup>:

Այսպիսով, հանրապետության արժեթղթերի շուկայում առևտրի կազմակերպման գործունեությունը կարգավորող կանոնների և հանձնարարականների մշակման գործընթացում շատ կարևոր է պետական կարգավորման և ինքնակարգավորման միջև հավասարակշռություն գտնել: Պետական կարգավորումն ունի եական առավելություն այն իմաստով, որ կիրառելի է բոլոր մասնակիցների նկատմամբ, սակայն նվազ ճկուն և զգայուն է շուկայական իրավիճակի և շուկայի զարգացման նկատմամբ:

Ինքնակարգավորումը, որի դեպքում կանոնների մշակումն ու վերանայումը առևտրի կազմակերպիչի բացառիկ մենաշնորհն է, լինում է շատ ավելի ճկուն: Այս երկու համակարգերի միջև հավասարակշռության հաստատումը ապահովում է կարգավորման լավագույն արդյունք: Այն հարցը, թե ում իրավասության ոլորտում է գտնվում այս կամ այն տարրի նկատմամբ վերահսկողությունը, մասամբ կախված է առևտրային կազմակերպության կառուցվածքից և վերջինիս իրավասության սահմաններում ընդունված կանոններից, որոնց մեջ իր ուրույն տեղն ունի առևտրային հաշվետվության ինստիտուտը:

Առևտրային հաշվետվությունը շուկայի վերահսկման ամենակարևոր գործիքներից մեկն է: Թողարկողից պահանջելով անմիջապես տեղեկացնել իր կողմից կնքված եական նշանակության բոլոր խոշոր գործարքների մասին՝ առևտրի կազմակերպիչը հնարավորություն է ստանում համեմատել գործարքի գինն ու ծավալը նախորդ գործարքների կամ գնանշումների հետ և որոշել՝ արդյո՞ք այդ գործարքները կնքվել են տվյալ պահին շուկայում գոյություն ունեցող օպտիմալ գներով: Դա նշանակում է, որ շուկայի արդյունավետ կարգավորման համար առուժախի գործարքների բոլոր տվյալները պետք է ներառվեն հաշվետվություններում<sup>15</sup>:

Առևտրային գործարքների արդյունքների հրապարակումը, հատկապես անհապաղ հրապարակումը, շահավետ է, քանի որ՝

- հաճախորդին հնարավորություն է տալիս որոշելու իր կողմից կնքած գործարքի խելամուտությունը,

- նոր անձանց է ներգրավում շուկա:

Ըստ այդմ, կարևոր է ապահովել, որ առևտրի կազմակերպիչը և նրա սահմանած կանոնները հնարավորություն տան գտնելու մի կողմից՝ ներդրողների շահերի պաշտպանության և մյուս կողմից՝ իրացվելիության ապահովման և առևտրի արդյունքների հրապարակման ռեժիմի վերաբերյալ որոշումների արագ ընդունման միջև հավասարակշռությունը:

<sup>13</sup> Եթե արժեթղթերի առաջնային շուկան նոր կապիտալի ստեղծման նպատակ է հետապնդում, և դա կարգավորող կանոնները առնչվում են թողարկողներին, ապա երկրորդային շուկայի կանոնները մեծ մասամբ առնչվում են ներդրողներին և շուկայում առևտուր իրականացնող անձանց: Առաջնային շուկայի պարտադիր կանոններից է թողարկողի կողմից արժեթղթերի թողարկման ազդագրի կամ համանման փաստաթղթի հրապարակումը (այն պետք է ներառի մանրամասն տեղեկատվություն թողարկողի ակտիվների և պասիվների, նրա առևտրային գործառնությունների, կառավարող անձնակազմի նյութական շահերի մասին): Երկրորդային շուկայի կանոնների վերջնական կառուցվածքը մեծապես կախված է այն բանից, թե ինչը կլինի շուկայի շարժիչ ուժը (պատվերները, թե՞ գնանշումը), կլինի այնտեղ բորսայական գործառնությունների դախիժ կամ տեսաէկրան, հազեցած կլինի էլեկտրոնային սարքավորումներով և այլն:

<sup>14</sup> Լիստինգի գործընթացն անցնելուց հետո արժեթղթեր թողարկողը պետք է պահպանի «անընդհատ պարտավորությունների» կանոնը, որը փաստորեն ներդրողին և շուկային ապահովում է թողարկողի մասին ամբողջական տեղեկատվության ժամանակին ստանալը:

<sup>15</sup> Տե՛ս "Развитие рынка ценных бумаг в России" Третий аналитический доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М., 1997, էջ 95, Марк Мобуис, նշվ. աշխ., էջ 104-112: «Securities Market Development» Economic Development Institute of the WB, 1997, էջ 80-82.

Այս խնդիրն առավել քան արդյունավետ լուծում է կենտրոնացված շուկան, որը հավաքում է մեկտեղ գնորդներին և վաճառողներին՝ առավելագույնս մեծացնելով արժեթղթերի իրազեկվողությունը և ապահովելով գործարքների կնքումը մրցունակ գներով: Դա նոր թողարկողների ներգրավման համար «մագնիսի» դեր է կատարում, ինչպես նաև գործարար կառույցների կենտրոնացման շնորհիվ նպաստում է տնտեսական արդյունավետության աճին, իսկ շուկան դարձնում ավելի կարգավորելի:

Կենտրոնական շուկայում գործում են մի շարք կանոններ, որոնք, ներդրողների շահերի պաշտպանության տեսանկյունից առաջնահերթ չլինելով, օգնում են նվազեցնելու ընդհանուր ծախսերը և ապահովում են շուկայի ամբողջականության բարձր աստիճան: Նախ անհրաժեշտ է սահմանել այնպիսի կանոն, ըստ որի արժեթղթերի սահմանվող և երաշխավորվող քանակները պետք է հրապարակվեն և հաշվի առնվեն պատվերներում, հիմնականում գործարքներում և պահպանվեն առաջին հերթին գործարքների կնքման ժամանակ սահմանային մոտ գներով:

Հաջորդ կանոնը վերաբերում է պատվերների բացահայտմանը, որի համաձայն առևտրի կազմակերպչի բորսայի անդամը պարտավոր է բացահայտել պատվերի բովանդակությունը շուկայում և գործարքներ կնքել շուկայում տվյալ պահին ձևավորված առաջարկի և պահանջարկի շահավետ գներով:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար կարևոր խնդիրներից է արժեթղթերով գործարքների իրականացման ժամանակ չարաշահումների բացահայտումը, որոնք նախ և առաջ ներառում են.

1. Չաղտնի տեղեկություններ տիրապետող անձանց կողմից իրականացվող գործարքները: Գների հայտարարումից առաջ կատարված նման գործարքի ժամանակ այս կամ այն անձին արդեն հայտնի է ապագա գործարքի բովանդակությունը: Այն կարելի է բացահայտել աճուրդների ընթացքը վերլուծելով և ի հայտ բերելով վերջնական սեփականատիրոջ ու նրա միջնորդի կապը:

2. Արժեթղթերի ակտիվության արհեստական ուռճացումը: Արանք գործարքների արդյունքների մասին կեղծ հաշվետվություններ են, որոնք նախատեսված են անհապաղ հրապարակման և կարող են այս կամ այն արժեթղթի ակտիվության մասին տպավորություն ստեղծել. ներդրողին դրդել մասնակցելու հետագա իրական գործարքներին: Սա կարող է օգտագործվել արժեթղթերի շուկայի անբարեխիղճ մասնակցի կողմից՝ շտկելու համար իր անշահութաբեր և ռիսկային դրությունը: Դա կարելի է վեր հանել առևտրային գործարքների մասին հաշվետվությունների և իրականում կատարված գործարքները համեմատելու և տեղեկատվության երկու աղբյուրների միջև առկա տարբերությունը բացահայտելու միջոցով:

3. Կեղծ շուկաների ներկայացումը: Համընդհանուր ուշադրության ներկայացված գների արհեստական բարձրացումը (իջեցումը) կարող է տեղի ունենալ ամենատարբեր գործողությունների արդյունքում: Այդ գործողությունների մի մասը իրականացնում են անբարեխիղճ թողարկողները, որոնք ցանկանում են արժեթղթեր տեղաբաշխել: Նրանք ժամանակավորապես բարձրացնում (իջեցնում) են շուկայական գինը՝ մի շարք փոքր գործարքներ կնքելով, բայց միայն այն նպատակով, որպեսզի գործարքի հաջող իրականացումից հետո վերադառնան պակաս մրցունակ գնի: Սակայն նույն գործողությունները օգտագործվում են նաև այն դեպքերում, երբ թողարկողները հայտնվում են ֆինանսական ծանր վիճակում և ցանկանում են փոխառություն ստանալ:

4. Դիլերային (մարկետմեյքերի) պարտավորություններից խուսափելը: Շուկաներում, որտեղ առևտրային օրվա ընթացքում պահանջարկի և առաջարկի կայուն գներ ապահովելու պարտավորության դիմաց դիլերներին տրվում են արտոնություններ, երբեմն կարող է հրապուրանք առաջանալ՝ հաճախորդներին առաջարկելու միանգամայն անմրցունակ գներ կամ ընդհանրապես հրաժարվելու գործարքների կնքումից՝ հատկապես շուկայի անկայունության ժամանակաշրջանում: Շուկայի ամբողջականության և թափանցիկության ապահովման համար անհրաժեշտ է ապահովել խիստ պատժամիջոցներ նման գործողությունների նկատմամբ: Սովորաբար դրանք կարող են բացահայտվել բողոքների, գանգատների հիման վրա՝ թողարկողների կողմից կնքված գործարքների վերլուծության ժամանակ:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար բարենպաստ պայմաններ ստեղծելու և վերը նշված չարաշահումները ժամանակին բացահայտելու և վերացնելու համար բնականաբար անհրաժեշտ են կանոնների հարկադիր պահպանման մեխանիզմներ, որոնք ձևավորվում են այս կամ այն ֆինանսական շուկայում արժեթղթերի շուկայի համակարգի նախագծման ժամանակ: Կանոնների պահպանման միջավայրը արտացոլում է կարգավորող մարմինների հարաբերությունների, որանք ֆինանսավորման համակարգի և մրցակցող ներդրողների միջև հավասարակշռություն ապահովելու հարցում ընտրության հնարավորությունները: Մանրամասները քննարկելիս պարզվում է, որ կանոնների կատարման նկատմամբ վերահսկողության գերակշռող ձևը արդյունք է օրենսդրական ընտրության:



Այսպիսով, ելնելով վերը շարադրվածից կարող ենք եզրակացնել, որ հանրապետության արժեթղթերի կանոնակարգված շուկայի ստեղծումը, լինելով հրատապ, միաժամանակ պահանջում է պետական ակտիվ քաղաքականություն ուղղված արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքային այնպիսի համակարգի ստեղծմանը, որում կենտրոնական տեղը պատկանելով արժեթղթերի առևտրի կազմակերպչին, քլիրինգի և վերջնահաշվարկ իրականացնող կազմակերպությանը, արժեթղթերի պահառության և դրանց նկատմամբ իրավունքներն անրագրող կենտրոնական դեպոզիտարիային կապահովի համակարգային ցածր ռիսկով արժեթղթերի արդյունավետ շուկա:

**А. Г. Минсян - Вокруг проблем развития рынка ценных бумаг в РА.** - Многочисленные реформы характеризуют процесс перехода социалистической экономики к рыночным отношениям. К этим реформам также относится процесс становления рынка ценных бумаг, являющийся частью рыночных отношений.

В статье изложены те основные задачи, которые требуют принятия конкретных мер и неотложных решений, для формирования эффективного рынка ценных бумаг республики.

В данной ситуации, подчеркивая важность проблемы обеспечения эффективности рынка, низкого уровня системного риска и обеспечения правопорядка по одновременно проводящимся мероприятиям, к которым относятся: организация торгов ценными бумагами, выработка структуры, осуществляющей клиринг и расчет, функционированные действия центрального депозитария, фиксирующей права на ценные бумаги, которые должны сопровождаться государственным регулированием рынка ценных бумаг и саморегулирующимися ведомствами.

Одновременно эти действия требуют осуществления изменений в действующем законодательстве, которые должны основываться на концептуальных началах, изложенных в статье.