

ՀՀ ՖՈՆԴԱՅԻՆ ԲՈՐՍԱՅՈՒՄ ԱՆՅԱՏ ՆԵՐՂՈՂՆԵՐԻ ՄԱՍՆԱԿՑՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿՆԴԻՐՆԵՐԸ

Վարդան ԲՈՍՏԱՆՁՅԱՆ

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

Սոսե ԹԱՂԵՎՈՍՅԱՆ

ԵՊՀ Տնտեսագիտության ֆակուլտետի ասպիրանտ

Բանալի բառեր. ֆոնդային բորսա, անհատ ներդրողներ, ավելցուկային ներդրումային պոտենցիալ, բաժնետոսմերի տրոհում, առևտրի էլեկտրոնային համակարգ

Արժեթղթերի շուկաների արդյունավետությունն, ակնհայտորեն, պայմանավորված է դրանց մասնակիցների թվով: Անկախ տնտեսությունում ձևավորված մասնագիտացված կազմակերպությունների քանակից բորսաների մասնակիցների թիվը տևալին տնտեսությունների և անհատ ներդրողների ներգրավվածության հաշվին շարունակաբար մեծանում է: Վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ տարողունակ և արդյունավետ ֆոնդային բորսայի ձևավորման համար անհրաժեշտ է ապահովել անհատ ներդրողների լայն մասնակցություն, ինչն էականորեն բարձրացնում է դրա գրավչությունը՝ հրապուրելով արտաքին ներդրողներին և մեծացնելով երկրի նշանակությունը աշխարհի արժեթղթերի շուկայում¹:

ՀՀ ֆոնդային բորսայում անհատ ներդրողները հնարավորություն չունենալով ուղղակիորեն մասնակցել առևտրային հարթակներում կատարվող առևտրին, իրենց մասնակցությունն իրականացնում են հեռախոսով, էլեկտրոնային հասցեով, ֆաքսով կամ առձեռն (թղթային): Ընդ որում, նշված եղանակները կարող են կիրառել միայն միջնորդ կազմակերպությունների՝ բանկերի և ներդրումային հիմնադրամների, կողմից, որոնք ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված կարգով հանդիսանում են բորսայի անդամներ կամ առևտրային հարթակների մասնակիցներ:

Հարկ է նշել, որ միջնորդների ճնշող մեծամասնությունը ՀՀ-ում գործող բանկերն են: Դա մի կողմից ունի որոշակի դրական նշանակություն, քանի որ բանկերը համեմատաբար լավ են տիրապետում ֆինանսական շուկային և կարող են իրականացնել վստահելի միջնորդություն, սակայն մյուս կողմից պետք է հաշվի առնել, որ արժեթղթերի շուկան ֆինանսական համակարգի կարևոր ենթահամակարգերից մեկն է և իր գործունեությամբ ինչ-որ առումով հանդիսանում է բանկային գործի այլընտրանք: Այդ տեսանկյունից, ի տարբերություն ՀՀ ֆոնդային բորսայի՝ Մոսկ-

¹ А.В. Дюрягин, Инвестиционные стимулы для индивидуальных инвесторов в России и мире, Трибуна молодых ученых, 3-2013.

վալի նման կառույցը հնարավորություն է տալիս ոչ միայն ներգրավել ֆինանսական միջոցներ, այլ նաև անհատ ներդրողների կողմից իրականացնել սեփական խնայողությունների արդյունավետ կառավարում: Մինևույն ժամանակ, անհատ թրեյդերները և մանրածախ ներդրողները բորսայում առևտուր իրականացնելու համար պետք է օգտվեն բրոքերների ծառայություններից²: Այստեղ գոյություն ունեն նաև որակավորված ներդրողներ, որոնք իրավունք ունեն իրականացնել գործարքներ իրենց համար նախատեսված արժեթղթերի հետ: Որակավորված ներդրողներ կարող են հանդիսանալ ինչպես իրավաբանական, այնպես էլ ֆիզիկական անձինք: Վերջիններիս որակավորված ներդրողի կարգավիճակ տրամադրելու համար սահմանված են հատուկ պայմաններ³, որոնք հիմնականում վերաբերում են տվյալ ոլորտում ներդրողի ունեցած փորձին, իրականացրած գործարքներին և դրանց ծավալներին:

Արժեթղթերի շուկաներում անհատ ներդրողների թիվն ըստ Գելափ ընկերության կողմից իրականացված ուսումնասիրությունների արդյունքների ԱՄՆ-ում տարբեր տարիներ կտրվածքով կազմել է բնակչության 54-67 տոկոսը: Այս ցուցանիշն, այդուհանդերձ, չի արտացոլում անհատ ներդրողների մասնակցության վիճակը բնութագրող սահմանները արժեթղթերի մեծ շուկաներ ունեցող զարգացած այլ երկրներում: Մասնավորապես, Բելգիայում տնային տնտեսությունների ընդամենը 5 տոկոսն է մասնակցում արժեթղթերի շուկայի գործարքներին, իսկ Գերմանիայում 9-ը: Նման վիճակագրությունը բացատրվում է տարբեր հանգամանքներով, պայմանավորված ազգային առանձնահատկություններով, զարգացման առաջնահերթություններով, ներդրողների շահերով և այլն: Նշված բացատրություններից թերևս առավել հատկանշականն այն է, որ տնային տնտեսությունները կամ անհատներն ունեն մեծ ներգրավվածություն այն երկրների արժեթղթերի շուկաներում, որոնցում առավել լավ են պաշտպանված նրանց շահերը⁴:

Հարկ է նշել, որ Հայաստանում բորսայական առևտրի զարգացման համար չպետք է կենտրոնանալ անհատ ներդրողների անմիջական մասնակցության ընդլայնման վրա, առավել ևս որ այն ՀՀ ֆոնդային բորսայում դեռևս հնարավոր չէ, այլ պետք է ստեղծել այնպիսի միջավայր, որը հնարավորություն կտա անհատներին արժեթղթերի միջոցով կառավարել

² Տե՛ս www.moex.com կայքը:

³ Постановление Банка России от 29.04.2015 N 3629-У "О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами"

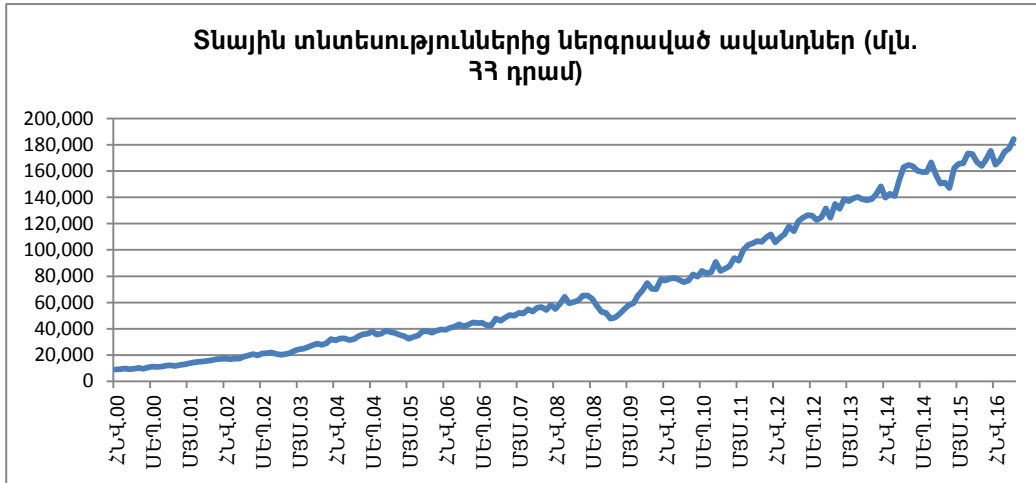
⁴ Տե՛ս <http://www.gallup.com/poll/147206/stock-market-investments-lowest-1999.aspx> կայքէջը:

սեփական ներդրումները: Ակնհայտ է, որ ինչպես յուրաքանչյուր երկրում, այնպես էլ Հայաստանում գոյություն ունի անհատ ներդրողների որոշ պոտենցիալ: Եթե սրանք չունենան հնարավորություն ներդրումներ կատարել հայաստանյան արժեթղթերում, ապա դրանք կհոսեն այլ երկրներ: Ներդրումների արտահոսքի նախադրյալներ արդեն իսկ ստեղծված են այլ բորսաների և բրոքերային կազմակերպությունների կողմից, որոնք գովազդելով ներկայացվող պայմանները՝ մատչելի գործիքներ են առաջարկում պոտենցիալ ներդրողներին: Մասնավորապես, հայրենական «Ամերիաբանկ» ընկերությունն առաջարկում է բրոքերային ծառայություններ ծրագրային ապահովմամբ, որը հնարավորություն է տալիս ՀՀ քաղաքացուն իրականացնել ներդրումներ ԱՄՆ-ի, Կանադայի, Մեքսիկայի, Միացյալ Թագավորության, Ավստրիայի, Բելգիայի, Ֆրանսիայի, Շվեյցարիայի, Իտալիայի, Իսպանիայի, Ճապոնիայի, Հունկոնգի և այլ երկրների առաջավոր բորսաներում՝ ակնկալելով կայուն ու օրինական շահ ոսկու, նավթի և հումքային այլ ապրանքների առջուվաճառքի գործարքներից: Տևային տնտեսությունների և անհատ ներդրողների կողմից այլ երկրներում կատարված ներդրումներից կարելի է ենթադրել, որ հանրապետությունում գոյություն ունի ներդրումային չիրացված պոտենցիալ, որի նպատակամետ ու արդյունավետ օգտագործումը կունենա սկզբունքային նշանակություն տեխնոլոգիական զարգացման և երկրի տնտեսության արդիականացման համար:

Ներդրումներ հիմնականում կատարվում են խնայողություններից, որոնց մակարդակն, ընդհանուր առմամբ, կարելի է գնահատել ելնելով բանկային համակարգի կողմից տնային տնտեսություններից և անհատներից ներգրաված ավանդների ծավալներից: Այդ առումով Հայաստանի Հանրապետությունում առկա վիճակի դինամիկան ներկայացված է գծապատկեր 1-ում: Սակայն ավանդների համեմատաբար մեծ ծավալը դեռևս չի նշանակում հանրապետությունում արդյունավետ տնտեսական համակարգի առկայություն: Դրանում ներդրումային պոտենցիալի գնահատման համար չափազանց կարևոր չափորոշիչ է հանդիսանում շուկայի կապիտալիզացման մակարդակի ցուցանիշն, ինչը հետխորհրդային մի շարք երկրներում 2015 թվականի դրությամբ ներկայացված է աղյուսակ 1-ում:

Վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ ավանդներ-կապիտալիզացում հարաբերակցության ցուցանիշը Հայաստանի դեպքում առավելագույնն է: Դա նշանակում է, որ ֆոնդային բորսայի մեկ միավոր կապիտալին բաժին է ընկնում 1.59 միավոր տնային տնտեսությունների ավանդ: Աղյուսակ 1-ում ներկայացված բոլոր երկրներում էլ իրականացվել է բարեփոխումների գրեթե միանման գործընթաց, սակայն մյուսներն, ի տարբերություն Հայաստանի, նկատելի առաջընթաց են գրանցել բորսայական

առևտրի զարգացման գործում: Դրա վկայություն կարելի է համարել այն, որ ՀՀ ֆոնդային բորսան ունի գրեթե կրկնակի չիրացված պոտենցիալ՝ հիմնականում ի հաշիվ անհատ ներդրողների:



Գծապատկեր 1. ՀՀ բանկային համակարգի կողմից տնային տնտեսություններից և ֆիզիկական անձանցից ներգրաված ավանդների դինամիկան 2000-2015թթ.⁵

Աղյուսակ 1. Ավանդներ-կապիտալիզացում հարաբերակցության մակարդակը 2015թ.⁶

Երկիր	Անհատների ավանդները մլն	Ֆոնդային բորսայի կապիտալիզացիա մլն	Արժույթ	Ավանդներ-կապիտալիզացիա հարաբերակցություն
Հայաստան	165042.00	103,770.51	ՀՀ դրամ	1.59
Ռուսաստան	23,023,991.00	32,169,000.00	ՌԴ ռուբլի	0.71
Վրաստան	1,452.32	626.00	ԱՄՆ դոլար	0.45
Ղազախստան	20,009.75	34,891.88	ԱՄՆ դոլար	0.57

Անհատ ներդրողների հոսքը դեպի ֆոնդային բորսա խթանելու նպատակով պետք է մեծապես օգտվել այդ ուղղությամբ առկա միջազգային փորձից, ըստ որի բորսա մուտք գործողները տարանջատվում են անհատ և ինստիտուցիոնալ ներդրողների: Նման տարանջատումն ունի

⁵ Տես www.cba.am կայքը

⁶ Տեղեկատու, ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԵՔՍ Արմենիա, Հունվար 2016, <http://www.interfax.com> կայքէջը, <http://www.cbr.ru> ՌԴ ԿԲ-ի կայքը, <http://www.nationalbank.kz> կայքը:

սկզբունքային նշանակություն, քանի որ առկա են էական տարբերություններ ինչպես արժեթղթերի շուկա մուտքի, այնպես էլ դրանում առևտրային գործարքներ կատարելու վարքագծերում⁷:

Անհատ ներդրողներին, առաջին հերթին, անհրաժեշտ է բաժանել երկու խմբի՝ մասնագիտացված և սիրողական ներդրողների: Մասնագիտացված ներդրողներ են համարվում արժեթղթերի շուկայի մասնագետները, որոնք գործի բնույթով զբաղված են բորսայական առևտրով, իսկ սիրողական ներդրողները բորսա են մուտք գործում սեփական խնայողությունները կառավարելու նպատակով: Վերջիններս ունեն պասիվ ներդրումային վարք: Առաջիններին հետաքրքրում է իրացվելի ակտիվ շուկան, որտեղ կարելի է գումարներ վաստակել ներդրումային գործունեությամբ: Երկրորդ խմբին հիմնականում հետաքրքրում է արժեթղթերի գների կայունությունը և դրանց տիրապետումից եկող դիվիդենտները:

Ներկայումս բորսայական առևտրի ուղղությամբ Հայաստանում ձևավորված միջավայրն ընդհանրապես չի խթանում մասնագիտացված ներդրողների գործունեությունը, քանի որ նրանք ուղղակիորեն չեն կարող հանդես գալ շուկայում, իսկ միջնորդության ինստիտուտը անհարմար է և ծախսատար: Մասնավորապես, «Ամերիաբանկ» ընկերության միջնորդական ծառայություններից օգտվելու դեպքում ֆիզիկական անձը պետք է վճարի գործարքի ծավալի 0.05 տոկոսը, նվազագույնը 3000 ՀՀ դրամ⁸: Այդպիսի միջնորդությունը չի գրավում նաև սիրողական ներդրողներին, քանի որ տարեկան առնվազն մեկ անգամյա մուտքը միջին ներդրումների դեպքում կարող է հանգեցնել վնասների շուկայից դուրս գալիս: Այդ իսկ պատճառով անհատ ներդրողների մուտքը ՀՀ ֆոնդային բորսա խթանելու համար անհրաժեշտ է բարձրացնել դրա հետ կապված գործընթացների կատարման մատչելիության աստիճանը և իջեցնել այդ նպատակի իրագործման համար պահանջվող ծախսերը:

Անհատ ներդրողների համար կարևոր պայմաններից մեկն արժեթղթերը թողարկողների կողմից դրանց ձեռքբերման նվազագույն ծավալի սահմանումն է: Մասնավորապես «Յունիբանկ» ընկերության բաժնետոմսերի ձեռքբերման հայտերում առավելագույն գումարի սահմանափակումներ չի նախատեսում, սակայն բաժնետոմսերի գնման նվազագույն ծավալը կազմում է 1,000,000 (մեկ միլիոն) ՀՀ դրամ⁹: Ակնհայտ է, որ այս սահմանափակումը գործում է բաժնետոմսերի թողարկման ժամանակ և

⁷ Noah S. Stoffman, Individual and Institutional Investor Behavior, The University of Michigan, 2008.

⁸ «ԱՄԵՐԻԱԲԱՆԿ» ՓԲԸ, Բրոքերային ծառայությունների մատուցման սակագները, 03.06.2016թ.:

⁹ Ազդագիր, <<ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ>> ԲԲԸ, ՀՀ ԿԲ կողմից գրանցված, 10.05.2015:

ծեռքբերողների հետ կապված ծախսերի իմաստով կարելի է համարել տրամաբանական, սակայն այն կարող է խոչընդոտ դառնալ այնպիսի ներդրողների համար, որոնք նոր են ուզում մուտք գործել շուկա կամ իրականացնում են փորձնական ներդրումներ:

Ներդրումային գործունեության արդյունավետության կարևորագույն պայմանը ներդրողների շահերի համակողմանի պաշտպանությունն է: Սակայն այդ առումով Հայաստանում դեռևս առկա են օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ բնույթի բազմաթիվ խնդիրներ, որոնց լուծումը պահանջում է լուրջ իրավական կարգավորումներ: Մասնավորապես, համաձայն «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի բաժնետոմսն անբաժանելի է¹⁰, եթե երկու կամ ավելի անձինք սեփականատեր են մեկ բաժնետոմսի, ապա նրանք համարվում են մեկ բաժնետեր: Մյուս կողմից, նույն օրենքի համաձայն բաժնետիրական ընկերության ժողովը կարող է փոփոխել կանոնադրական կապիտալը, ինչը կարող է ենթադրել նաև բաժնետոմսերի քանակի փոփոխություն՝ մասնավորապես նվազեցում: Այն կարող է հանգեցնել բաժնետերերի տիրապետած բաժնետոմսերի քանակների նվազեցման, իսկ փոքր բաժնետերերն ընդհանրապես կարող են կորցնել իրենց բաժնետոմսերը, քանի որ ՀՀ օրենսդրությամբ չի նախատեսվում բաժնետոմսերի տրոհում:

Ներդրումային գործունեությանը բնորոշ հարաբերությունների իրավական կարգավորման առկա պայմաններում հանրապետությունում խոշոր բաժնետերերը կարող են դուրս մղել փոքրերին՝ առանց նրանց կարծիքը հաշվի առնելու: Ակնհայտ է, որ անհատ ներդրողը նման դեպքերում, ամենայն հավանականությամբ, չի դիմի ավելորդ ռիսկի, քանի որ ակնկալվելիք օգուտների բաշխման ժամանակ ընկերության խոշոր բաժնետերերը կաշխատեն դուրս մղել փոքրերին՝ փաստորեն, կոպտորեն ոտնահարելով անհատ ներդրողի շահերը: Այս խնդրի լուծումը պահանջում է համապատասխան հետազոտությունների իրականացում, ինչը թույլ կտա մշակել արդյունավետ մոտեցումներ արժեթղթերի շուկաների կարգավորման միջազգային առաջավոր փորձը ՀՀ-ում տեղայնացնելու համար: Անհրաժեշտ է հատկապես կարևորել այն, որ զարգացած երկրների բաժնետիրական ընկերությունները, որպես կանոն, չեն փոքրացնում իրենց բաժնետոմսերի քանակներն, ավելին՝ մեծացնում են դրանք: Լավագույն օրինակ կարող է հանդիսանալ «Էյփլ» ընկերությունը, որն իր գործունեության անցած ժամանակահատվածում բազմաթիվ անգամ իրականացրել է բաժնետոմսերի փոքրացում¹¹:

¹⁰ Բաժնետիրական ընկերությունների մասին ՀՀ օրենք, հոդված 32, 25.09.2001թ.:

¹¹ Տես <http://finance.yahoo.com/chart/aapl?ltr=1> կայքէջը:

Ամփոփելով իրականացված ուսումնասիրությունները՝ անհրաժեշտ է նշել, որ անհատ ներդրողներն ունեն համակարգաստեղծ նշանակություն արժեթղթերի շուկաներում և հանդիսանում են տեխնոլոգիական զարգացումը և տնտեսության արդիականացումը պայմանավորող կարևորագույն գործոն: ՀՀ-ում ներդրումային գրավիչ միջավայր ձևավորելու և անհատ ներդրողների հոսքը մեծացնելու համար անհրաժեշտ է ապահովել նրանց ուղղակի մասնակցությունը բորսայական առևտրին, փոքրացնել միջնորդական ծառայությունների հետ կապված ծախսերը և զարգացնել գործարքների իրականացման էլեկտրոնային միջոցները: Հատկապես պետք է ուժեղացնել մասնագիտացված անհատ ներդրողների ինստիտուտը, միջնորդների կողմից պետք է առաջարկվեն բորսայական առևտրի կազմակերպման ծրագրային փաթեթներ, պետք է կիրառվեն սակագների տարբերակված մոտեցումներ՝ խթանելով անհատների սկզբնական մուտքը շուկա: Թողարկողները բաժնետոմսերի առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ պետք է սահմանեն ձեռքբերման ծավալի հիմնավորված նվազագույն շեմ՝ մեծացնելով ոչ փորձառու անհատ ներդրողների փոքր ներդրումով արժեթղթերի շուկա մուտքի հնարավորությունը: Փոքր բաժնետերերի շահերի ոտնահարումը բացառելու նպատակով պետք է վերանայել ՀՀ օրենսդրությամբ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման սահմանված նորմերը՝ լայնորեն կիրառելով այդ ուղղությամբ միջազգային փորձով ձևավորված մոտեցումներն ու մեխանիզմները:

Վարդան ԲՈՍՏԱՆՉՅԱՆ, Սոսե ԹԱԴԵՎՈՍՅԱՆ

ՀՀ ֆոնդային բորսայում անհատ ներդրողների մասնակցության հիմնախնդիրները

Բանալի բառեր. ֆոնդային բորսա, անհատ ներդրողներ, ավելցուկային ներդրումային պոտենցիալ, բաժնետոսմերի տրոհում, առևտրի էլեկտրոնային համակարգ

Կազմակերպությունների կողմից արժեթղթերի թողարկմամբ հիմնականում հետապնդվում է դրանք վերջնական տիրապետողին հասցնելու և նրանց հետ կայուն ու տևական համագործակցություն հաստատելու նպատակ: Դրա իրագործման հետ կապված այլ գործառույթներն ունեն տվյալ գործընթացի սպասարկման կամ սպեկուլյատիվ գումարների ձեռք բերման նպատակ: Այնպես է, որ արժեթղթերի վերջնական տիրապետողների մեջ մեծ է անհատ ներդրողների տեսակարար կշիռը: Այդ իսկ պատճառով, կարևորելով անհատ ներդրողների մուտքը ֆոնդային բորսա՝ հողվածում անդրադարձ է կատարված այդ ուղղությամբ ՀՀ-ում առկա իրավիճակին, տվյալ գործընթացի կազմակերպման և ոլորտին բնորոշ հարաբերությունների իրավական կարգավորման խնդիրներին:

Вардан БОСТАНДЖЯН, Сосе ТАТЕВОСЯН

Проблемы участия частных инвесторов на фондовой рынке РА

Ключевые слова: фондовый рынок, частные инвесторы, избыточный инвестиционный потенциал, сплит акций, электронная система торговли

Целью компаний, которые выпускают ценные бумаги, является стабильное и прочное сотрудничество с конечным владельцем. Целью других функций является поддержание данного процесса или же приобретение спекулятивных средств. Очевидно, что большая доля в конечных владельцев ценных бумаг занимает частные инвесторы. В этом направлении, в статье исследуется текущая ситуация в РА, проблемы правового регулирования данного процесса, результаты анализа сравниваются с подходами других стран.

Vardan BOSTANJIAN, Sose TADEVOSYAN

The issues of participation of individual investors in stock exchange market

Key words: stock market, individual/private investors, excess investment potential, stock split, the electronic trading system

The objective of company who issues securities is the stable and strong cooperation with final owners of securities. The objectives of other functions are maintenance of the mentioned process or acquisition of speculative funds. It is obvious that the main part of owners of securities are private investors. With this regard, the article examines the current situation in Armenia, problems of process legal regulation; the results are compared with the approaches used in other countries.