

**ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ**

**ՀԱՍՄԻԿ ԱՇՈՏԻ ՍԱԼՆԱԶԱՐՅԱՆ**

**ԴԵՊՈԶԻՏԱՐԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀՀ  
ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ (ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ  
ԴԵՊՈԶԻՏԱՐԻԱՅԻ ՆՅՈՒԹԵՐՈՎ)**

Ը.00.03 - «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ  
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման ատենախոսության

**ՍԵՂՄԱԳԻՐ**

**ԵՐԵՎԱՆ-2020**

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում

**Գիտական ղեկավար՝**

Տնտեսագիտության դոկտոր,  
պրոֆեսոր  
**Աշոտ Աղասու Թավադյան**

**Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝**

Տնտեսագիտության դոկտոր,  
պրոֆեսոր  
**Հայկ Գերասիմի Մնացականյան**

Տնտեսագիտության թեկնածու  
**Հայկ Խաչիկի Մանասեյան**

**Առաջատար կազմակերպություն՝**

**ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան  
տնտեսագիտության ինստիտուտ**

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2020թ. փետրվարի 20-ին ժամը 15<sup>30</sup>-ին Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի տնտեսագիտության թիվ 014 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցե՝ ՀՀ, ք. Երևան, 0025, Մ. Նալբանդյան փող. 128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2019թ. հունվարի 10-ին:

014 մասնագիտական խորհրդի  
գիտական քարտուղար,  
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր



**L. L. Գրիգորյան**

## ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

**Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը:** Ժամանակակից գլոբալացման և ինտեգրման դարաշրջանում, որտեղ վերանում են ֆինանսական շուկաների կոնկրետ սահմանները և ընդլայնվում է ներդրումների աշխարհագրությունը, կենսական անհրաժեշտություն է դառնում դեպոզիտարիաների գործունեությունը: Մասնավորապես, դրանք նվազեցնում են արժեթղթերի սեփականության իրավունքի փոխանցման և արժեթղթերով գործարքների հետ կապված ռիսկերը՝ խթանելով կապիտալի անարգել հոսքն ինչպես երկրի ներսում, այնպես էլ անդրսահմանային գործառնությունների արդյունքում: Բացի այդ, դեպոզիտարիաները նպաստում են նաև արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության թափանցիկության ապահովմանը, ներդրողների շահերի պաշտպանությանն ու օտարերկրյա ներդրումների ներգրավմանը:

Միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը ևս փաստում է, որ զարգացած տնտեսություն և ֆինանսական շուկա ունեցող երկրներում առանձնահատուկ կերպով է կարևորվում կայուն և արդյունավետ գործող դեպոզիտարիաների առկայությունը: Ընդ որում, պատմական ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ վերջիններս մշտապես ձգտել են համապատասխանեցնել իրենց ծառայությունները ֆինանսական շուկայի մասնակիցների փոփոխվող պահանջներին և մատուցել ժամանակակից ու նորագույն տեխնոլոգիական լուծումներով հագեցած ծառայություններ: Սրա վառ օրինակներից են ինչպես ԱՄՆ-ում դեռևս 1960-ական թվականների վերջին տեղի ունեցած արժեթղթերի անշարժայնացումն ու ապանյութականացումն, այսպես կոչված «թղթային ճգնաժամի» արդյունքում, այնպես էլ ներկայումս Եվրոպական միության երկրներում դեպոզիտար համակարգի ինտեգրման գործընթացը, կորպորատիվ գործողությունների մատուցման հետ կապված բարեփոխումները Ռուսաստանում, ինչպես նաև դեպոզիտար ծառայությունների մատուցումը նորագույն տեխնոլոգիաների՝ այդ թվում «բլոքչեյնի» կիրառմամբ:

ՀՀ կապիտալի շուկայի վերլուծությունն իր հերթին ցույց է տալիս, որ չնայած այն գործում է արդեն ավելի քան 27 տարի, այնուամենայնիվ հիմնականում ներկայացված է պարտքային գործիքակազմով, թերզարգացած բաժնետոմսերի շուկայով, դրան բնորոշ է ցածր իրացվելիությունը և կապիտալացումը, կնքվող բորսայական գործարքների հասցեական բնույթը, կորպորատիվ կառավարման և փոքր բաժնետերերի շահերի պաշտպանության ցածր մակարդակը: Այդ խնդիրների լուծման գործում անշուշտ առանցքային է շուկան սպասարկող ինստիտուցիոնալ կառույցների, և հատկապես կենտրոնական դեպոզիտարիայի՝ «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» ԲԲԸ-ի (ՀԿԴ) գործունեությունը:

Կենտրոնական դեպոզիտարիան այն հիմնական ենթակառուցվածքներից մեկն է, որը կարող է ապահովել ներդրողների շահերի պաշտպանությունն ու ստեղծել հիմնարար պայմաններ օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համար: Մասնավորապես, այս պայմաններում կենտրոնական դեպոզիտարիայի գործառնությունները պետք է ուղղված լինեն ֆինանսական շուկայում և հատկապես արժեթղթերի շուկայում վստահության մակարդակի բարձրացմանը և շուկայի մասնակիցների պահանջները բավարարող ծառայությունների

մատուցմանը՝ ինչպես ներքին, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրումների սպասարկման նպատակով: Այս առումով պետք է նշել, որ արտերկրյա դեպոզիտարիաները, հաշվի առնելով ֆինանսական շուկայի զարգացումները, շատ հաճախ փորձում են առաջանցիկ կերպով կանխագուշակել շուկայի մասնակիցների պահանջները՝ առաջարկելով նրանց նորարարական տարբեր դեպոզիտար ծառայություններ, մինչդեռ ՀՀ-ում համապատասխան պահանջարկ ունեցող մի շարք ծառայություններ դեռևս չեն մատուցվում: Մասնավորապես, ներկայումս արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների մոտ արդեն իսկ առկա է պահանջարկ առանց դեպոնացման առևտրի կազմակերպման, T+0 վերջնահաշվարկի ներդրման, եռակողմ ռեպո գործարքների կնքման նկատմամբ, ինչի ուղղությամբ անհրաժեշտ է կատարել համապատասխան աշխատանքներ:

Այդուհանդերձ, պետք է նշել, որ ՀՀ-ում գրեթե չեն կատարվել խորը հետազոտություններ դեպոզիտարային գործառնությունների հետ կապված: Չեն բացահայտվել դեպոզիտարային ծառայությունների մատուցման ոլորտում առկա ռիսկերն ու բացթողումները, չի հետազոտվել հետառևտրային սպասարկման ծառայությունների կարևորությունը ֆինանսական շուկայի արդյունավետ գործողության ենթատեքստում: Բացի այդ, չեն հետազոտվել ծառայությունների մատուցման ժամանակակից կառուցակարգերն ու գործիքները:

Վերոնշյալ գործոններով և հանգամանքներով էլ պայմանավորված են սույն ատենախոսության թեմայի արդիականությունը և կատարման հրատապությունը:

**Հետազոտության նպատակը և խնդիրները:** Հետազոտության հիմնական նպատակն է՝ ՀՀ ֆինանսական շուկայում մատուցվող դեպոզիտարային ծառայությունների վերլուծությունը, առկա հիմնախնդիրների բացահայտումը և դրանց լուծմանն ուղղված կառուցակարգերի և ֆինանսական գործիքների մշակումն ու առաջադրումը: Հետազոտության նպատակի հետ կապված ուսումնասիրման ընթացքում առաջադրվել և համապատասխան լուծում են ստացել հետևյալ հիմնական խնդիրները.

- բացահայտել դեպոզիտարային գործունեության և դեպոզիտարիաների առաջացման պատմատրամաբանական հիմքերը,
- ուսումնասիրել դեպոզիտարային հիմնական ծառայությունների արդի դրսևորումները և զարգացման միտումները,
- ուսումնասիրել դեպոզիտարային ծառայությունների մատուցման առանձնահատկությունները զարգացած և զարգացող երկրներում,
- վերլուծել դեպոզիտարային համակարգի ձևավորման ու զարգացման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում,
- վերլուծել Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից մատուցվող դեպոզիտարային ծառայությունները՝ բացահայտելով մատուցվող ծառայությունների թերությունները, դրանց առնչվող ռիսկերը և առկա հիմնախնդիրները,
- հետազոտել դեպոզիտարային համակարգի զարգացման հնարավորությունները ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման ներկա պայմաններում,

- մշակել և առաջադրել ՀԿԴ ծառայությունների բարելավման գործուն կառուցակարգեր, ֆինանսական գործիքներ, ինչպես նաև նոր ծառայություններ՝ գնահատելով դրանց ներդրման հնարավորությունները:

**Ուսումնասիրության առարկան և օբյեկտը:** Ատենախոսության ուսումնասիրության առարկան ՀԿԴ կողմից մատուցվող դեպոզիտարային ծառայությունների ընդլայնման և բարելավման հետ կապված հիմնախնդիրներն ու դրանց լուծման ուղիներն են: Ատենախոսության շրջանակներում հետազոտության օբյեկտ են հանդիսացել ՀՀ արժեթղթերի շուկան, ՀԿԴ-ն՝ իր կողմից մատուցվող դեպոզիտարային ծառայություններով հանդերձ:

**Ատենախոսության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը:** Հետազոտության մեջ առաջադրված խնդիրների լուծման համար տեսական և մեթոդաբանական հիմք են ծառայել տարբեր հեղինակների հետառևտրային, մասնավորապես՝ դեպոզիտարային ծառայությունների մատուցման վերաբերյալ գիտական աշխատությունները, հրապարակումները, միջազգային հեղինակավոր փորձագետների ու կազմակերպությունների հետազոտություններն ու հոդվածները, ինչպես նաև ՀՀ օրենսդրական և իրավական այլ ակտերի սահմանումներն ու դրույթները:

Ատենախոսության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ ԿԲ հաշվետվությունները, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի, ՀՀ ազգային վիճակագրական կոմիտեի, ՀՀ ֆինանսների նախարարության տեղեկագրերն ու հրապարակային տեղեկատվությունը, Համաշխարհային բանկի ֆինանսական ցուցանիշների տվյալների բազան, միջազգային կենտրոնական դեպոզիտարիաների հրապարակումները, Եվրասիական կենտրոնական դեպոզիտարիաների ասոցիացիայի տարեգրքերը, ինչպես նաև միջազգային հեղինակավոր հրատարակություններում տպագրված գիտական հետազոտությունները և այլ հրապարակային տեղեկատվությունը:

Հետազոտության համար մեթոդական հիմք են հանդիսացել վիճակագրական, ֆինանսական վերլուծության մեթոդները, ինչպես նաև ճանաչողության փիլիսոփայական և ընդհանուր տրամաբանական մեթոդներն ու մեթոդաբանությունը:

**Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը:** Ատենախոսությունում կատարված հետազոտությունների և վերլուծությունների ընթացքում ստացվել են տեսական, մեթոդական և գործնական արժեք ունեցող մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթ են հետևյալները.

- Հիմնավորվել է ՀՀ ԿԲ-ից ՀԿԴ պետական պարտատոմսերի կենտրոնացված պահառության տեղափոխման արդիականությունն ու արդյունավետությունը՝ կապված գնային ռիսկերի զսպման և գործառնությունների կատարման թույլատրելի ժամանակի ընդլայնման հետ:

- Տրվել է ՀԿԴ կողմից դրամական հաշիվների վարման անհրաժեշտության և թույլատրման հիմնավորումը և բացահայտվել, որ այն էապես կնպաստի արժեթղթերով գործառնությունների ընդլայնմանը, ինչպես նաև հաճախորդներին պահառության ծառայությունների մատուցման արդյունավետության բարձրացմանը:

- Մշակվել է ՀԿԴ-ում էլեկտրոնային քվեարկության ծառայության ներդրման կառուցակարգ և հիմնավորվել, որ վերջինիս և կորպորատիվ տեղեկատվության միասնական կենտրոնի ստեղծումը և գործողությունը կբերեն ՀԿԴ-ի կողմից կորպորատիվ գործողությունների հետ կապված ծառայությունների ընդլայնմանը՝ ապահովելով ներդրողների շահերի պաշտպանվածությունը և օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը:

- Ֆինանսական մոդելի կառուցման միջոցով մշակվել է եռակողմ ռեպո գործարքների կնքման համակարգի ներդրման կառուցակարգ և համապատասխան ելակետային տվյալների առկայության դեպքում հիմնավորվել վերջինիս ներդրման նպատակահարմարությունը և ծախսաձածկումը՝ որպես ռեպո շուկայում առկա ռիսկերի զսպման և նշված ծառայության ընդլայնման ուղի:

- Արժեթղթերի շուկայի որակավորված մասնակիցների միջև իրականացված հարցման միջոցով գնահատվել է T+0 վերջնահաշվարկի համակարգի ներդրման անհրաժեշտությունը բորսայական առևտրում և մշակվել նշված համակարգին աստիճանական անցման մոտեցում՝ հիմնավորելով դրա արդյունավետությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ներկայիս զարգացվածության պայմաններում:

**Ատենախոսության տեսական և գործնական նշանակությունը:** Աշխատանքում կատարված է ՀՀ ֆինանսական շուկայում ՀԿԴ կողմից մատուցվող դեպոզիտարային ծառայությունների համալիր հետազոտություն: Հետազոտությունում ներկայացված գիտական արդյունքները կարող են գործնական կիրառություն գտնել ՀԿԴ կողմից դեպոզիտար համակարգի զարգացման և մատուցվող ծառայությունների ընդլայնման ու կատարելագործման գործընթացներում:

Հետազոտության արդյունքները կարող են օգտագործվել նաև ՀՀ ԿԲ կողմից դեպոզիտարային ծառայությունների ընդլայնման քաղաքականության մշակման համար, իսկ շուկայի մասնակից բանկերի և ներդրումային ընկերությունների կողմից՝ ռեպո գործարքների կնքման և կատարման ժամանակ:

**Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումը:** Հետազոտության արդյունքները քննարկվել են ՀՊՏՀ 24-րդ և ՀՊՏՀ 25-րդ գիտաժողովումներում, ինչպես նաև «Ֆինանսներ» ամբիոնի գիտամանկավարժական նիստերում:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքները հրապարակվել են գիտական յոթ հոդվածում:

**Ատենախոսության ծավալը և կառուցածքը:** Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունից, օգտագործած գրականության ցանկից և հավելվածներից:

Ատենախոսությունը բաղկացած է 140 էջից՝ առանց հավելվածների:

## ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության «Ներածություն» բաժնում հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, ձևակերպվել են հետազոտության օբյեկտն ու առարկան, նպատակը, խնդիրները, տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, հիմնական արդյունքները, գիտական նորույթը, դրա գործնական նշանակությունը, ինչպես նաև աշխատանքի կառուցվածքն ու ծավալը:

**Հետազոտության առաջին՝ «Դեպոզիտարային գործունեության տեսամեթոդական հիմքերը» գլխում** ներկայացվել են դեպոզիտարիաների և դեպոզիտարային ծառայությունների առաջացման պատմատրամաբանական հիմքերը, ինչպես նաև ուսումնասիրվել են դեպոզիտարային հիմնական ծառայությունների արդի դրսևորումները:

Դեպոզիտարիաների առաջացման պատմատրամաբանական հիմքերը վերլուծելիս ատենախոսը նպատակ է ունեցել բացահայտել ֆինանսական շուկաներում դեպոզիտարային ծառայությունների ձևավորման առանձնահատկությունները: Պատմական զարգացումների ուսումնասիրման արդյունքում հեղինակը եզրահանգում է, որ կենտրոնական դեպոզիտարիաների առաջացումը շուկայատնտեսական հարաբերությունների զարգացման և ֆինանսական շուկայի մասնակիցների օրեցօր ընդլայնվող պահանջների բավարարման արդյունք է եղել: Մասնավորապես, դա են վկայում ա) ԱՄՆ-ում դեռևս 1960-ական թվականների վերջին տեղի ունեցած արժեթղթերի անշարժայնացումն ու ապանյութականացումն, այսպես կոչված «թղթային ճգնաժամի» արդյունքում, բ) ներկայումս Եվրոպական միության երկրներում դեպոզիտար համակարգի ինտեգրման գործընթացը, գ) կորպորատիվ գործողությունների մատուցման հետ կապված բարեփոխումները Ռուսաստանում, դ) դեպոզիտար ծառայությունների մատուցումը նորագույն տեխնոլոգիաների՝ այդ թվում «բլոքչեյնի» կիրառմամբ:

Առաջին գլխում իրականացվել է նաև դեպոզիտարային ծառայությունների ժամանակակից դրսևորումների ուսումնասիրություն: Ընդ որում այս առումով ատենախոսը կարևորել և տարբերակել է դրանք ըստ այդ ծառայությունները մատուցող երեք խումբ կառույցների՝ ա) հաշվարկային դեպոզիտարիա կամ ԱԿԴ, բ) հաճախորդի դեպոզիտարիա կամ քաստոդիան, գ) արժեթղթերի միջազգային կենտրոնացված դեպոզիտարիա կամ գլոբալ պահառու: Հիմնավորվել է, որ այս երեք ինստիտուցիոնալ կառույցներն արժեթղթերի հաշվառման և հաշվարկային մեկ միասնական համակարգի բաղադրիչներ են, որոնք փոխկապակցված են միմյանց հետ և որոնցից յուրաքանչյուրի արդյունավետ գործողության արդյունքում է միայն հնարավոր ապահովել համակարգի անխափան և արդյունավետ աշխատանքը: Հետազոտելով դեպոզիտարային հիմնական ծառայությունների արդի դրսևորումները և զարգացման միտումները՝ հեղինակը կատարել է այն եզրահանգումը, որ չնայած գնալով ԱԿԴ-ների, քաստոդիաների և գլոբալ պահառուների կողմից մատուցվող ընդհանուր ծառայությունների քանակը շատանում է, այդուհանդերձ նշված կառույցներն ունեն իրենց առանձնահատկությունները և միայն իրենց հատուկ ծառայությունները, ուստի

մոտ ապագայում դեպոզիտարային համակարգում նրանցից որևէ մեկի դերի նվազում կամ մեկ այլ կառույցի հետ միավորում թերևս չի սպասվում:

**Հետազոտության երկրորդ՝ «Դեպոզիտարային ծառայությունների զարգացման միջազգային փորձի վերլուծությունը և ՀՀ-ում դեպոզիտարային համակարգի ձևավորման առանձնահատկությունները» գլխում** ներկայացվել են դեպոզիտարային ծառայությունների զարգացման առանձնահատկությունները ԱՄՆ-ում և Եվրոպայում, ինչպես նաև ուսումնասիրվել է դեպոզիտարային ծառայությունների ձևավորումն ու զարգացումը Ռուսաստանի Դաշնությունում: Բացի այդ, ՀՀ-ում դեպոզիտարային համակարգի ձևավորման ու զարգացման առանձնահատկությունների ուսումնասիրման միջոցով իրականացվել է համեմատական վերլուծություն ՀԿԴ և օտարերկրյա դեպոզիտարիաների միջև:

Անդրադառնալով ԱՄՆ դեպոզիտար համակարգի առանձնահատկություններին, աստենախոսը բացահայտել է, որ ԱՄՆ-ում դեպոզիտար ծառայությունների մատուցման բեկումնային կետը «թղթային ճգնաժամի» արդյունքում արժեթղթերի ուղղակի տիրապետման համակարգից անուղղակի տիրապետման համակարգին անցումն է: 1960-ական թվականներին ԱՄՆ ֆինանսական շուկայում մեծածավալ գործարքների և դրանց արդյունքում արժեթղթերի շարժի զգալի աճի պայմաններում ֆոնդային բորսաներն այլևս չէին կարողանում գործարքների հաշվառումն իրականացնել ըստ ժամանակացույցի<sup>1</sup>: Նշված խնդիրները հնարավոր եղավ լուծել դեպոզիտարային համակարգերի օգնությամբ՝ արժեթղթերի անշարժայնացման և ապանյութականացման միջոցով:

Եվրոպական միության երկրներում դեպոզիտար ծառայությունների ուսումնասիրման արդյունքում աստենախոսը նշում է, որ վերջին տարիներին եվրոպական հետառևտրային ծառայությունների ոլորտում փոխվել է ծառայություններ մատուցող ֆինանսական կազմակերպությունների կազմակերպատիրավական տեսակը՝ անդամների կողմից տնօրինվող և կառավարվող ընկերություններից դառնալով բաժնետիրական ընկերություններ, ինչպես նաև շուկան զգալիորեն կոնսոլիդացվել է<sup>2</sup>: Եվրոպական երկրներում հետառևտրային դաշտը բնորոշվում է բազմազանությամբ և հատվածայնությամբ, որն էլ բերում է անարդյունավետության և առաջացնում է ռիսկեր: Գործառնական, ֆիսկալ և իրավական ներդաշնակությունը և ստանդարտացումը, ինչպես որ առաջարկվում է Ջիովանինիի հաշվետվության մեջ, միջոցներ են, որոնք կօգնեն բարձրացնել եվրոպական դեպոզիտարային համակարգի արդյունավետությունը և նվազեցնել ռիսկերը<sup>3</sup>:

ՌԴ դեպոզիտար համակարգի ուսումնասիրության արդյունքում աստենախոսը նշում է, որ ՌԴ-ում դեպոզիտար համակարգի ձևավորումը տեղի է ունեցել ԽՍՀՄ փլուզումից հետո, երբ երկրում պլանային տնտեսությունից անցում կատարվեց դեպի բաց շուկայական տնտեսություն: Այս պարագայում անհրաժեշտություն էր առաջացել ապահովել

<sup>1</sup> <https://www.sec.gov/rules/concept/33-8398.htm> և <https://www.businessinsider.com/wall-street-paperwork-crisis-in-1960s-2015-10>:

<sup>2</sup> Deutsche Börse Group, “The European Post-Trade Market”, February 2005, p. 13.

<sup>3</sup> European Commission, “European Post Trade Forum Report”, 15th May 2017, p. 15.



արդյունավետ դեպոզիտարային ծառայությունների մատուցումը՝ տեղական և միջազգային ֆինանսական ներդրումների արդյունքում աճող բորսայական գործարքների սպասարկման նպատակով: Ընդ որում, անշարժայնացման և ապանյութականացման գործընթացները ՌԴ-ում սկսվեցին շատ ավելի ուշ, քան մի շարք զարգացած երկրներում, ինչի արդյունքում շատ էմիսիոն արժեթղթեր ի սկզբանե թողարկվեցին ոչ թղային տեսքով:

ՌԴ դեպոզիտար համակարգը վերլուծելիս դիտարկվել է նաև իրականացված կորպորատիվ գործողությունների բարեփոխումը, որի շրջանակներում ՌԴ «Ազգային հաշվարկային դեպոզիտարիան» ներդրել է էլեկտրոնային քվերակության, էլեկտրոնային փաստաթղթաշրջանառության կազմակերպման համակարգերը, ինչպես նաև ստեղծել կորպորատիվ գործողությունների միասնական տեղեկատվական կենտրոն:

Ուսումնասիրելով ՀԿԴ հիմնադրման և զարգացման առանձնահատկությունները, այդ թվում և վերջինիս կողմից իրականացված արժեթղթերի ապանյութականացման և անշարժայնացման գործընթացները, ատենախոսը նշում է, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկան, ըստ էության, ձևավորվել է մասնավորեցման և ապապետականացման արդյունքում նոր բաժնետիրական ընկերությունների ստեղծման միջոցով: Հետազոտության արդյունքում հիմնավորվում է, որ շուկան ձևավորող այս սկզբնական գործընթացների կազմակերպման ընթացքում առաջացած ռիսկերն ու թերությունները կանխորոշել են արժեթղթերի շուկայի և այն սպասարկող ֆինանսական ինստիտուտների (ներառյալ դեպոզիտարիայի) ստեղծման ու զարգացման ուղղությունը: Մասնավորապես, մինչ օրս ՀՀ ֆինանսական շուկայում լուծման ենթակա խնդիրներ են մնում բաժնետոմսերի շուկայի կենտրոնացվածությունը, կորպորատիվ կառավարման ցածր մակարդակը, շուկայի ցածր իրացվելիությունը:

Այդուհանդերձ, կենտրոնացված դեպոզիտարիայի ձևավորումը ՀՀ-ում ֆինանսական շուկայի համար կարևոր քայլ էր հետևյալ առումներով. ա) այն թույլ տվեց ՀՀ արժեթղթերի շուկայի հաշվառման համակարգը համապատասխանեցնել ոլորտին վերաբերող միջազգային չափորոշիչներին և սկզբունքներին, բ) նպաստեց գործարքային ծախսերի նվազեցմանը և արժեթղթերի շուկայի գործունեության արդյունավետության բարձրացմանը, գ) անկյունաքար հանդիսացավ ապանյութականացված արժեթղթերի ստեղծման և շրջանառության համար, դ) պայմաններ ստեղծեց տեղեկատվության կենտրոնացման և թափանցիկ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման համար:

Իրականացված վերլուծության արդյունքում ատենախոսը կատարում է այն եզրահանգումը, որ ՀՀ դեպոզիտար համակարգի զարգացման գործում առկա են մի շարք խոչընդոտներ, որոնցից թերևս ամենաէականը շուկայի փոքր ծավալն է: Վերջինս նշանակում է փոքր եկամուտներ այն սպասարկող ինստիտուտների համար և սակավ ռեսուրսներ համակարգի զարգացման համար: Իրավիճակն էլ ավելի է սրվում, երբ շուկայի փոքր ծավալները համադրվում են պահանջարկի բացակայության հետ: Այս պայմաններում օտարերկրյա ներդրողների համար գրավիչ ֆինանսական ինստիտուտ դառնալու և միջազգային ստանդարտներին համապատասխան սպասարկում ապահովելու նպատակով կարևոր է, որպեսզի ՀԿԴ-ն ունենա մրցակցային ծառայություններ և դրանց մատուցման մրցակցային առավելություններ: Վերջինս, այդուհանդերձ, արդյունավետ կլինի միայն կապիտալի շուկայի գրավիչ ֆինանսական գործիքների առկայության պայմաններում:

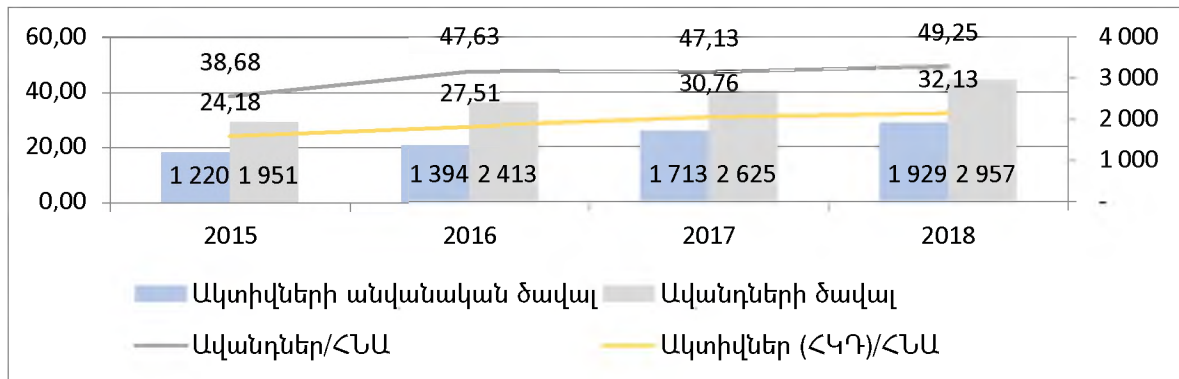
Հետազոտության երկրորդ գլխի վերջում իրականացված դեպոզիտարիաների համեմատական վերլուծության արդյունքում աստենախոսը կատարում է այն եզրահանգումը, որ ՀԿԴ կողմից դեպոզիտարային ծառայությունների մատուցման համար ներդրված չափանիշները և կառուցակարգերը համեմատելի են զարգացած այնպիսի դեպոզիտարիաների հետ, ինչպիսիք են ամերիկյան ԴիԹԻՍԻ-ն և ռուսական ԱՀԴ-ն: Վերլուծությունը ցույց է տալիս նաև, որ ՀԿԴ կողմից չի մատուցվում արժեթղթերի նկատմամբ իրավունքների արդյունավետ իրացումն ապահովող էլեկտրոնային քվերակության ծառայությունը: Բացի այդ ուշադրության է արժանի նաև եռակողմ ռեպո գործարքների սպասարկման ծառայությունը՝ հաշվի առնելով ՀՀ-ում ռեպո գործարքների մեծ ծավալը: Պետք է նշել նաև, որ դիտարկվող մյուս երկու դեպոզիտար համակարգերում առկա է կենտրոնական գործընկերոջ ինստիտուտը և այս առումով ուշադրության է արժանի նաև նշված ինստիտուտի ներդրման հնարավորությունների ուսումնասիրությունը՝ որպես վերջնահաշվարկի արդյունավետության բարձրացման ուղի:

**Հետազոտության երրորդ՝ «ՀՀ-ում դեպոզիտարային ծառայությունների զարգացման նախադրյալները և միտումները» գլխում** կատարվել է Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիայի կողմից մատուցվող դեպոզիտարային ծառայությունների մանրամասն վերլուծություն, բացահայտվել են ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման ներկա պայմաններում դեպոզիտարային ծառայությունների բարելավման հնարավորությունները: Ոլորտի մասնագետների միջև իրականացված հարցման, ինչպես նաև ֆինանսական վերլուծության միջոցով բացահայտվել և հիմնավորվել են դեպոզիտարային ծառայությունների մատուցման կառուցակարգերը ՀՀ-ում:

Հետազոտության երրորդ գլխի սկզբում կատարվել է ՀԿԴ ծառայությունների խորքային վերլուծություն՝ վեր հանելով նշված ծառայությունների մատուցման հետ կապված թերությունները կամ կատարելագործման հնարավորությունները՝ համեմատականներ տանելով այլ ԱԿԴ-ների կողմից մատուցվող նմանատիպ ծառայությունների հետ: Վերլուծության արդյունքում բացահայտվել է, որ ՀԿԴ-ն մատուցում է դեպոզիտարային համապարփակ ծառայություններ մեկ պատուհանի սկզբունքով: Ծառայությունների մատուցման համար ներդրված է միջազգային չափանիշներին բավարարող ծրագրային համակարգ, առկա է ավտոմատացման բարձր մակարդակ (STP processing): Այդուհանդերձ, առկա է մատուցվող ծառայությունների զարգացման, դրանց կատարելագործման համար անհրաժեշտ այլ գործառնությունների ներդրման և մշտական կերպով շուկայի պահանջներին համապատասխանեցման անհրաժեշտություն: Դրանց են վերաբերում՝ ա) կորպորատիվ գործողությունների հետ կապված ծառայությունները, բ) ռեեստրից և հաշիվներից տեղեկատվության առցանց ստացման համակարգի մշակումը, գ) էլեկտրոնային քվերակության ներդրումը, դ) պետական պարտատոմսերի կենտրոնացված պահառության իրականացումը ՀԿԴ կողմից:

Գծապատկեր 1-ից պարզ է դառնում, որ ՀԿԴ հաշիվներում հաշվառվող ակտիվների ծավալը դիտարկվող ժամանակահատվածում ՀՆԱ-ի մեջ զգալի տեսակարար կշիռ է ունեցել, ինչը ցույց է տալիս ՀԿԴ էական դերակատարումը ֆինանսական շուկայում և ներդրողներին մատուցած ծառայությունների պահպանման և զարգացման գործում աճող

կարևորությունը: Այդուհանդերձ, ֆինանսական շուկայում գերակայում է բանկային հատվածը, ինչը հիմնավորվել է ՀՆԱ-ի մեջ բանկային ավանդների ավելի մեծ տեսակարար կշռով:



**Գծապատկեր 1. ՀԿԴ հաշիվներում պահվող ակտիվների, ավանդների ծավալի և ՀՆԱ-ում դրանց տեսակարար կշռի համեմատական վերլուծությունը 2015-2018թթ.-ի համար (միլիարդ ՀՀ դրամ)<sup>4</sup>**

Անդրադառնալով դեպոզիտար ծառայությունների կարգավորման օրենսդրական դաշտին հեղինակը բացահայտել է օրենսդրական բաղադրումներ՝ կապված արժեթղթերի սեփականության իրավունքի գրանցման և դրանցով ամրագրված իրավունքների ծագման, ինչպես նաև վերջնահաշվարկի ժամանակ արժեթղթերի մորատորիումից պաշտպանվածության հետ՝ տալով դրանց լուծման մոտեցումները:

ՀԿԴ-ի կողմից պետական պարտատոմսերի պահառության ծառայության ուսումնասիրության արդյունքում հիմնավորվել է, որ պետական պարտատոմսերի պահառության գործընթացի կազմակերպումն էլ ավելի կշահեր, եթե պետական պարտատոմսերի կենտրոնացված պահառությունը ՀՀ ԿԲ-ից տեղափոխվեր ՀԿԴ: Վերջինս կընդլայնի գործառնական օրը և կնպաստի բորսայական գործարքների ժամանակ դեպոզիտային դրամական միջոցների և արժեթղթերի հոսքերի միավորմանը, ինչը նաև կհեշտացնի և կարագացնի գործառնությունների կատարումը:

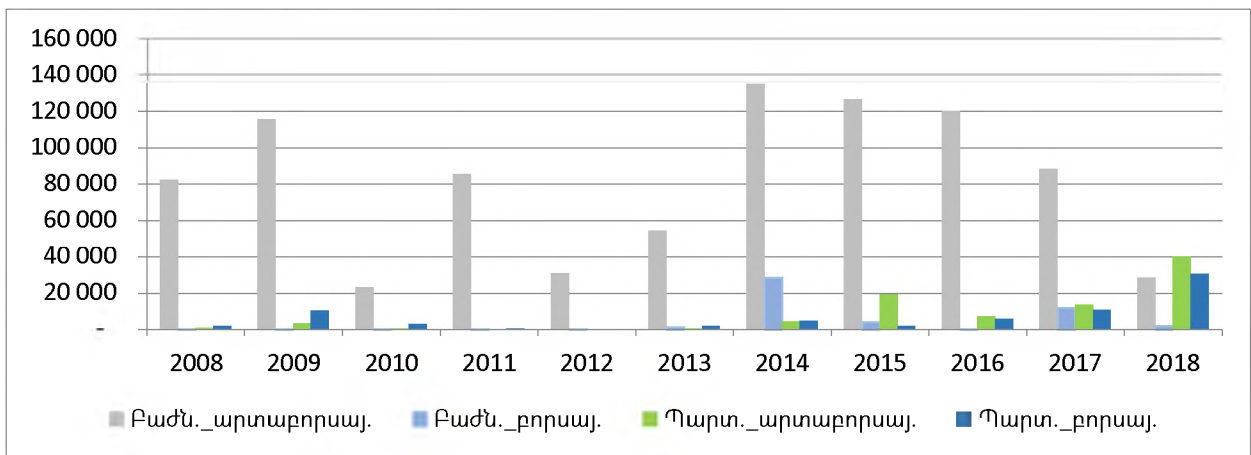
ՀԿԴ կողմից դրամական հաշիվների վարման վերլուծության արդյունքում բացահայտվել է, որ ՀԿԴ կողմից դրամական հաշիվների վարումն էապես նպաստում է արժեթղթերով գործառնությունների կատարմանը, ինչպես նաև հաճախորդներին պահառության ծառայությունների մատուցման արդյունավետության բարձրացմանը: Մասանվորապես. ա) օտարերկրյա մասնակիցները կարող են դրամական միջոցներն ուղարկել մինչև վերջնահաշվարկի օրը, ինչը նախկինում անհնար էր և խոչընդոտում էր միջերկրային վերջնահաշվարկի արդյունավետ իրականացմանը, բ) հաշվետերերը հնարավորություն են ստացել արժեթղթերի գծով եկամուտները ստանալ անմիջականորեն ՀԿԴ-ում վարվող դրամական հաշիվների վրա, գ) օտարերկրյա պահառուների մոտ

<sup>4</sup> Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ Ազգային վիճակագրական կոմիտեի, ՀՀ Կենտրոնական բանկի կայքէջերի տեղեկատվության և Եվրասիական կենտրոնական դեպոզիտարիաների ասոցիացիայի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա:

պահվող՝ հաճախորդներին պատկանող դրամական միջոցները հաշվառվում և արտացոլվում են ՀԿԴ հաճախորդների դրամական հաշիվներում:

Այս գլխի երկրորդ ենթագլխում կատարված վերլուծության արդյունքում աստենախոսը հանգում է այն եզրակացությանը, որ ՀՀ ֆինանսական շուկայի ինստիտուցիոնալ եթակառուցվածքների գործունեության արդյունավետության ապահովման գերխնդիրը արժեթղթերի և հատկապես կապիտալի շուկայի ակտիվացումն է՝ ինչպես մասնակիցների և շրջանառող ֆինանսական գործիքների, այնպես էլ իրականացվող գործարքների և դրանց ծավալների ու անընդհատության ապահովման տեսանկյունից:

Հատկանշական է նաև, որ ՀԿԴ կողմից իրականացվել են կոնկրետ միջոցառումներ գործունեության բարելավման ուղղությամբ: Մասնավորապես, 2013թ. մարտից ՀԿԴ-ի անցումը դեպոզիտար ծառայությունների մատուցման նոր մոդելի, տարբեր դեպոզիտար կապուղիների հաստատումը, դրամական հաշիվների սպասարկումը: Այս ամենով հանդերձ արժեթղթերի շուկան ՀՀ-ում թերզարգացած է, ինչի մասին են խոսում ՀՆԱ-ի մեջ բորսայական կապիտալացման խիստ ցածր տեսակարար կշիռը, արտաբորսայական գործարքների գերակշռումը բորսայականի նկատմամբ՝ վերջին երեք տարիների հաշվարկով շուրջ 5 անգամ (տե՛ս գծապատկեր 2), ինչպես նաև բորսայական գործարքների առավելապես հասցեական բնույթը:



**Գծապատկեր 2. ՀԿԴ-ի կողմից սպասարկված կորպորատիվ արժեթղթերի բորսայական և արտաբորսայական փոխանցումների ծավալը 2008-2018թթ. ընթացքում (մլն ՀՀ դրամ)<sup>5</sup>**

Վերլուծությունը ցույց է տալիս նաև, որ ցածր է շուկայում արժեթղթերի շրջանառության ծավալը, քանի որ 2018 թ.-ի դրությամբ ՀԿԴ-ի միջոցով իրականացված կորպորատիվ արժեթղթերի տեղաբաշխումների ծավալը շուրջ 2 անգամ գերազանցել է դրանցով իրականացված բորսայական և արտաբորսայական գործարքների ծավալը:

ՀԿԴ-ի առկայությունն, անշուշտ, նպաստում է ինչպես շուկայում ռիսկայնության, այնպես էլ գործարքների հետ կապված ծախսերի նվազեցմանը: Վերջինիս կողմից մատուցվող համապարփակ ծառայությունները նպաստում են արժեթղթերի շուկայում իրականացված գործարքների արդյունավետ սպասարկմանը: Վերջին տարիներին ՀԿԴ-ում

<sup>5</sup> Գծապատկերը կառուցվել է «Հայաստանի ֆոնդային բորսա» ԲԲԸ-ի պաշտոնական կայքէջում ([www.amx.am](http://www.amx.am)) հրապարկված տարեկան տեղեկագրերի տվյալների հիման վրա:

ռեեստր վարող թողարկողների, գրանցված հաշվետերերի քանակը, արժեթղթերի տեղաբաշխումների ծավալն անընդհատ աճել են, սպասարկված փոխանցումները կայուն վարքագիծ են գրանցել: Այդուհանդերձ այն հանգամանքը, որ վերոնշյալ ցուցանիշների փոփոխությունը զգալիորեն տարբերվում է արժեթղթերի շուկայի զարգացվածությունը բնութագրող ցուցանիշներից, թույլ է տալիս եզրակացնել, որ ցուցանիշի դրական տեղաշարժերը դեռևս չեն տանում տնտեսության համապարփակ զարգացմանն ու աճին:

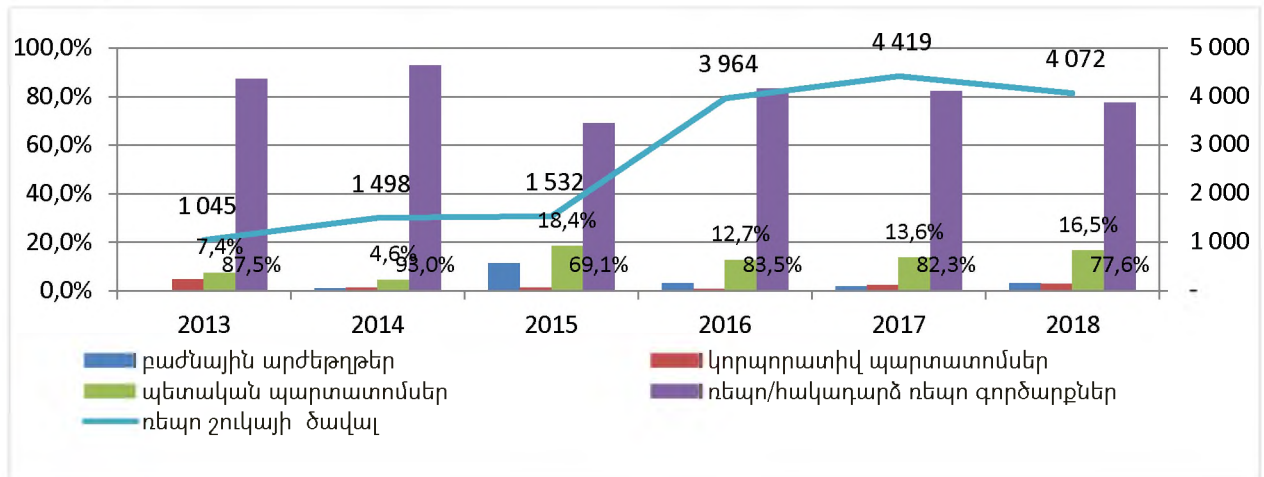
Ատենախոսության երրորդ գլխի վերջում հետազոտողը, եզրակացնում է, որ ՀԿԴ գործառույթները պետք է ուղղված լինեն ինչպես արժեթղթերի շուկայում վստահության մակարդակի բարձրացմանը, մանր բաժնետերերի շահերի պաշտպանությանը և կապիտալի շուկայի ընդհանուր համակարգային ռիսկերի նվազեցմանն, այնպես էլ շուկայի մասնակիցների համար դեպոզիտարային ծառայությունների արդյունավետ մատուցմանը: Վերջինիս իրագործման ճանապարհին ատենախոսն առանձնացնում է առկա ծառայությունների զարգացման և նոր ծառայությունների ներդրման հնարավորությունները՝ այդ գործընթացում անպայմանորեն հաշվի առնելով ժամանակակից ծրագրային լուծումների կիրառումը: Որպես նման ծառայություններ հետազոտողը դիտարկում է էլեկտրոնային քվերակության և կորպորատիվ տեղեկատվական կենտրոնի ներդրումը՝ կորպորատիվ գործողությունների մատուցման ծառայության զարգացման շրջանակներում, ինչպես նաև եռակողմ ռեպո գործարքների կնքման ենթակառուցվածքի ներդրումը՝ որպես դեպոզիտարիայի կողմից մատուցվելիք նոր հեռանկարային ծառայություն:

Ծառայությունների զարգացման տեսանկյունից, որպես շուկայում իրացվելիության բարձրացման և արժեթղթերում ներդրումների խթանման գործոն, հետազոտությունում կարևորվում է նաև բորսայական առանց դեպոնացումների առևտրի կազմակերպումը և վերջնահաշվարկի T+n մոդելի կիրառումը ՀՀ արժեթղթերի շուկայում, այդ թվում և կենտրոնական գործընկերոջ ինստիտուտի (ԿԳԻ) ներդրման հնարավորությունը: Ընդ որում, եռակողմ ռեպո գործարքների կնքման ենթակառուցվածքի և վերջնահաշվարկի T+n համակարգի ներդրման հեռանկարները պարզելու նպատակով հետազոտողն իրականացրել է հարցում ՀԿԴ ծառայություններից օգտվող ու ՀԿԴ հաշվարկային համակարգի անդամ հանդիսացող ֆինանսական կառույցների՝ բանկերի և ներդրումային ընկերությունների մասնագետների միջև:

Կորպորատիվ գործողությունների (ԿԳ) մատուցման միջազգային զարգացումների ուսումնասիրության արդյունքում բացահայտվել է, որ էլեկտրոնային քվերակության և կորպորատիվ տեղեկատվական կենտրոնի ներդրումը ՀՀ-ում կբերեն ինչպես բաժնետերերի շահերի պաշտպանությանն, այնպես էլ արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ ներդրողների վստահության մակարդակի բարձրացմանը և օտարերկրյա ներդրումների ներգրավմանը: Բացի այդ, ՀԿԴ կողմից ԿԳ-ի կենտրոնացված մատուցումը և էլեկտրոնային քվերակության ներդրումը կնպաստեն բաժնետերերի ռեեստրի կազմման ճկուն համակարգի ստեղծմանը:

Անդրադառնալով ՀՀ ռեպո շուկային՝ հիմնավորվել է, որ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից վերջինս ծառայում է որպես իրացվելիության ապահովման և ներդրումային գրավիչ ֆինանսական գործիք, ինչի մասին փաստում են ինչպես այս

շուկայի մեծ ծավալներն, այնպես էլ հետազոտողի կողմից շուկայի մասնակիցների միջև իրականացված հարցումը:



**Գծապատկեր 3. Ռեպո շուկայի ծավալը (մլրդ ՀՀ դրամ) և բանկերի կողմից արժեթղթերի շուկայում կնքված գործարքների կառուցվածքը ՀՀ-ում 2013-2018թթ. (%-ներով)<sup>6</sup>**

Հետազոտությունում բացահայտվել է, որ բանկերի և ներդրումային ընկերությունների կողմից արժեթղթերի շուկայում կնքված գործարքների գերակշիռ մասը ռեպո գործարքներն են (տե՛ս գծապատկեր 3): Իսկ ներկայումս կիրառվող երկկողմանի ռեպո գործարքների կնքման համակարգն իր մեջ պարունակում է որոշակի ռիսկեր, որոնք բերում են բարձր ռեպո մարժայի և տոկոսադրույքի: ՀՀ-ում եռակողմ ռեպո գործարքի ներդրման անհարժեշտությունը հեղինակը հիմնավորվում է հետևյալ հանգամանքներով. ա) ռեպո համաձայնագրերի հետ կապված վարչարարական գործընթացի նվազեցում, բ) գործառնական և վարկային ռիսկի նվազում, գ) արդյունքում ռեպո մարժայի և տոկոսադրույքի փոքրացում:

Եռակողմ ռեպո գործարքների կնքման ենթակառուցվածքի ներդրման արդյունավետությունը գնահատելու համար կատարվել է ֆինանսական վերլուծության: Վերջինս ցույց է տվել, որ ենթադրվող էլակետային տվյալների կիրառման պարագայում ենթակառուցվածքի ներդրումը նպատակահարմար է՝ հաշվի առնելով ներդրումների զուտ բերված արժեքի դրական մեծությունը (ԶԲԱ) և եկամտաբերության ներքին նորմայի (ԵՆՆ) բարձր արժեքը: Այդուհանդերձ, ենթակառուցվածքի շահավետ գործունեություն կապահովվի այն պարագայում, երբ երկկողմանի ռեպո գործարքների ողջ ծավալը տեղափոխվի այս շուկա: Վերլուծությունը ցույց է տալիս նաև, որ եռակողմ ռեպո գործարքների շուկան իր ամբողջ արդյունավետությամբ կգործի, եթե ներդրվող ծրագրային համակարգման ապահովի նաև ռեպո գնանշումների կատարման և արտացոլման համակարգ:

Անդրադառնալով ՀՀ-ում ԿԳԻ ներդրման հնարավորություններին և հիմք ընդունելով միջազգային փորձի վերլուծությունը, հեղինակը կատարում է այն եզրահանգումը, որ ՀՀ

<sup>6</sup> Գծապատկերը կազմվել է ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրերի (ամսական և տարեկան) տվյալների հիման վրա:

արժեթղթերի շուկայի ներկա զարգացման պայմաններում վերջինիս ներդրումը չի կարող նպատակահարմար լինել, քանի որ. ա) շուկայի փոքր ծավալները չեն կարող ապահովել բավարար մասշտաբի արդյունք, ներդրման բավարար հետզնման ժամկետ՝ շահութաբերություն ապահովելու համար, բ) կատարված ներդրումները ներկա շուկայի ծավալների պայմաններում զգալիորեն կբարձրացնեն շուկայում գործարքների հետ կապված ծախսերը: Հաշվի առնելով կապիտալի շուկայի ներկա ծավալները, ինչպես նաև հիմք ընդունելով շուկայի մասնակիցների միջև իրականացված հարցման արդյունքները, հետազոտողը ներկայացնում է T+n վերջնահաշվարկին անցման և առանց դեպոնացման առևտրի երաշխավորման փուլային մոտեցում՝ աստիճանական կերպով անցում կատարելով դեպի կենտրոնական գործընկերոջ ինստիտուտի ներդրմանը:

Առենախոսության «**Եզրակացություններ**» բաժնում ամփոփ կերպով ներկայացվել են հետազոտության հիմնական եզրահանգումները.

Առաջին, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման փուլում իրականացված մասնավորեցման արդյունքում ի հայտ եկած բացթողումները և ռիսկերը մինչ օրս իրենց ազդեցությունն ունեն ՀՀ դեպոզիտար համակարգի վրա: Վերջինս արտացոլվում է արժեթղթերի սեփականատերերի մոտ իրենց ունեցած սեփականության վերաբերյալ տեղեկատվության բացակայության, բաժնետիրական ընկերություններում սեփականության կենտրոնացման և այլ երևույթների տեսքով:

Երկրորդ, ՀՀ-ում ՀԿԴ-ն մատուցում է դեպոզիտարային համապարփակ ծառայություններ մեկ պատուհանի սկզբունքով, առկա է գործարքների/հանձնարարականների մշակման բարձր ավտոմատացում, ինչպես նաև միջազգային դեպոզիտար կապերի հաստատման համար անհրաժեշտ ծրագրային համապատասխան ապահովություն:

Երրորդ, դեպոզիտար ծառայությունների մատուցման գործում շրջադարձային կետ կարելի է համարել 2013թ.-ին ՀԿԴ-ի կողմից դեպոզիտար ծառայությունների մատուցման նոր մոդելի ներդրումը, որի համաձայն ռեեստրի վարման և պահառության ծառայությունները մատուցվում են միջնորդ կազմակերպությունների՝ հաշվի օպերատորների (բանկերի և ներդրումային ընկերությունների) միջոցով:

Չորրորդ, ՀՀ դեպոզիտար համակարգի զարգացման գործում էական խոչընդոտներից մեկը շուկայի փոքր ծավալն է, ինչը բերում է այն սպասարկող ինստիտուտների համար փոքր եկամուտների, հետևաբար նաև համակարգի զարգացման համար սակավ ռեսուրսների: Այս պայմաններում, հաշվի առնելով ներդրումների ընդլայնված աշխարհագրությունը, ներդրողների պահանջները բավարարող մրցակցային ծառայությունների և դրանց մատուցման մրցակցային առավելությունների ներդրումը ՀԿԴ համար գերակա խնդիր է դառնում:

Հինգերորդ, արժեթղթերի փոխանցումների կատարման գործընթացում առկա են սեփականության իրավունքի փոխանցման գրանցման հետ կապված օրենսդրական բացթողումներ: Մասնավորապես, օրենսդրական ձևակերպում են պահանջում առուվաճառքից բացի այլ հիմքով փոխանցումների դեպքում սեփականության իրավունքի փոխանցման գրանցման, ինչպես նաև արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության

իրավունքի ծագման պահերը: Բացի այդ, արտաբորսայական գործարքների վերջնահաշվարկի համար նախատեսված արժեթղթերը (բացառությամբ ածանցյալ ֆինանսական գործիքների և գլխավոր համաձայնագրերի շրջանակներում կնքված գործարքների) վերջնահաշվարկի մասնակցի սնանկության դեպքում օրենսդրորեն պաշտպանված չեն մորատորիումից

Վեցերորդ, պետական պարտատոմսերի պահառության գործընթացի կազմակերպումն ավելի կշահեր ՀՀ ԿԲ-ից ՀԿԴ պարտատոմսերի կենտրոնացված պահառության տեղափոխման դեպքում: Մասնավորապես, նշված փոփոխությունը կնպաստեր բորսայական գործարքների քլիրինգի և վերջնահաշվարկի իրականացմանը մեկ պատուհանի սկզբունքով՝ զսպելով գնային ոսիկերը և ընդլայնելով գործառնությունների կատարման թույլատրելի ժամանակը:

Յոթերորդ, ՀԿԴ-ի կողմից ԿԳ-ի զարգացման ուղի կարող են լինել էլեկտրոնային քվերակության ծառայության ներդրումը, ինչպես նաև կորպորատիվ տեղեկատվության միասնական բազայի ստեղծումը: Առաջինը կհեշտացնի բաժնետերերի կողմից իրենց ձայնի իրավունքի իրացման գործընթացը, իսկ երկրորդը հիմնարար պայմաններ կստեղծի արժեթղթերի սեփականատերերի կողմից իրենց իրավունքների վերաբերյալ ժամանակին տեղեկացման և անհրաժեշտ գործողությունների կատարման համար՝ բարձրացնելով ներդրողների շահերի պաշտպանվածությունը:

Ութերորդ, ՀԿԴ անդամները շահագրգռված չեն կնքել ռեպո գործարքներ ՀԿԴ համակարգով, մինչդեռ նշված գործարքների նկատմամբ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների մեծ պահանջարկը, ինչպես նաև երկկողմանի ռեպո գործարքների կնքման հետ կապված ռիսկերը թույլ են տալիս պնդել, որ ՀԿԴ առաջնային խնդիրների շարքում պետք է լինի նշված ծառայության զարգացման և իր անդամների համար առավել գրավիչ դարձնելու հնարավորությունների իրացումը:

### **Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն ամփոփվել են հեղինակի հետևյալ գիտական հոդվածներում.**

1. Գևորգյան Վ. Մ., Սալնազարյան Հ.Ա., «Դեպոզիտարային գործունեության զարգացման ուղիները ՀՀ ֆինանսական շուկայում», Զարգացման ժամանակակից մարտահրավերներ: ՀՊՏՀ 24-րդ Գիտաժողովի նյութեր, 1 / ՀՊՏՀ: - Եր.: Տնտեսագետ, 2015:
2. Գևորգյան Վ. Մ., Սալնազարյան Հ.Ա., «ՀՀ կապիտալի շուկայի վրա ազդող արդի գործոնները», Գիտելիք, նորաստեղծություն և զարգացում: ՀՊՏՀ 25-րդ գիտաժողովի նյութեր /ՀՊՏՀ:-Եր.: Տնտեսագետ, 2015:
3. Արամյան Հ. Ա., Սալնազարյան Հ.Ա., «ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ինստիտուցիոնալ կայացման ընդհանուր գնահատականը», «Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #5-6, Երևան, 2017:
4. Սալնազարյան Հ.Ա., «Թողարկողներին մատուցվող դեպոզիտարային ծառայությունների առանձնահատկությունները ՀՀ-ում», «Այլընտրանք», #3, Երևան, 2018:



5. Սալնազարյան Հ.Ա., «Ներդրողներին մատուցվող դեպոզիտարային ծառայությունները ՀՀ-ում», «Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #5-6, Երևան, 2018:
6. Սալնազարյան Հ.Ա., «Էլեկտրոնային քվեարկությունը՝ որպես կորպորատիվ գործողությունների մատուցման արդյունավետության բարձրացման գործոն», «Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #5-6, Երևան, 2018:
7. Սալնազարյան Հ.Ա., «Եռակողմ ռեպո՝ էությունը և անհրաժեշտությունը», «Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #9, Երևան, 2018:

## **САЛНАЗАРЯН АСМИК АШОТОВНА**

### **ПУТИ РАЗВИТИЯ ДЕПОЗИТАРНЫХ УСЛУГ В ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ РА (ПО МАТЕРИАЛАМ ЦЕНТРАЛЬНОЙ ДЕПОЗИТАРИИ АРМЕНИИ)**

**Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 "Финансы, бухгалтерский учет".**

**Защита состоится 20 февраля 2020 г. в 15:30, на заседании специализированного совета 014 по экономике, действующего в Армянском государственном экономическом университете.**

**Адрес: РА,0025, Ереван, ул. Налбандяна 128.**

### **РЕЗЮМЕ**

При нынешнем уровне мировой глобализации и интеграции, когда границы финансовых рынков исчезают и география инвестиций расширяется, депозитарная деятельность становится важной для экономики. Депозитарии снижают риски, связанные с передачей прав собственности на ценные бумаги и операциями с ценными бумагами, они способствуют плавному движению капитала как внутри страны, так и в результате трансграничных операций. Кроме того, депозитарии также способствуют прозрачности на рынке ценных бумаг, защите интересов инвесторов, способствуя привлечению иностранных инвестиций.

Изучение международной практики также указывает на то, что в странах с развитой экономикой и финансовыми рынками наличие стабильных и эффективных депозитариев особенно важно. Исторические данные показывают, что последние всегда стремились адаптировать свои услуги к меняющимся потребностям участников финансового рынка и предоставлять современные услуги, дополненные современными технологическими решениями. Вышеупомянутые факторы и обстоятельства определили актуальность темы, на основе которых и были намечены цели и задачи исследования.

Основной целью диссертации является анализ депозитных услуг, предоставляемых на финансовом рынке Армении, выявление существующих проблем, а также разработка и предложение механизмов и финансовых инструментов для их решения.

В ходе исследования и анализа, в диссертации получены результаты, имеющие теоретические, методологические и практические значения, из которых научной новизной являются следующие.

- Обоснована актуальность и эффективность трансфера централизованного хранения государственных ценных бумаг с Центрального банка РА в ЦДА в связи сдерживанием ценового риска и расширением предельной времени для операций.

- Обоснованы необходимость и разрешение ведения денежных счетов со стороны ЦДА, и выявлено, что оно будет способствовать расширению операций с ценными бумагами, а также повысит эффективность обслуживания клиентов.
- Разработан механизм внедрения услуги электронного голосования в ЦДА и обосновано, что внедрение услуги электронного голосования и создание единого информационного центра корпоративных действий приведут к расширению услуг ЦДА, связанных с корпоративными действиями, путем обеспечения защиты интересов инвесторов и привлечения иностранных инвестиций.
- Разработан механизм внедрения системы для заключения сделок трехстороннего РЕПО через построение финансовой модели и обоснованы целесообразность и возмещение инвестиций при наличии соответствующих исходных данных, как средство ограничения рисков на рынке РЕПО и расширения данного сервиса.
- Оценена необходимость внедрения системы расчетов T+n путем опроса квалифицированных участников рынка ценных бумаг и разработан поэтапный переход к данной системе, обоснуя его эффективность при нынешнем развитии рынка ценных бумаг РА.

**Теоретическое и практическое значение диссертации.** Проведено комплексное исследование депозитарных услуг, предоставляемых ЦДА на финансовом рынке РА. Научные результаты, полученные в ходе исследования, могут быть использованы Центральным депозитарием Армении для развития депозитарной системы, расширения и улучшения предоставляемых услуг.

Результаты исследования могут также быть использованы Центральным банком Армении для разработки политики расширения депозитарных услуг, а также участниками рынка и инвестиционными компаниями при заключении и проведении операций репо.

SALNAZARYAN HASMIK ASHOT

DEVELOPMENT CHANNELS OF DEPOSITORY SERVICES IN THE FINANCIAL MARKET  
OF THE REPUBLIC OF ARMENIA (WITH MATERIALS OF CENTRAL DEPOSITORY OF  
ARMENIA)

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor in Economics in the  
specialty 08.00.03 “Finance, Accounting”.

The defense of the thesis will take place on February 20, 2020 at 15:30 at 014 Council of  
Economics of SCC RA at Armenian State University of Economics.  
Address: 128, M. Nalbandyan str., Yerevan 0025, RA

ABSTRACT

At the current level of world globalization and integration, where the boundaries of financial markets have disappeared and investment geography has expanded, the depository activities become essential for the economies. Depositories reduce risks associated with transfer of securities ownership and securities transactions, they contribute to smooth capital flow both within the country and as a result of cross-border operations. In addition, depositories also ensure transparency in the securities market, protection of investors' interests contributing to attraction of foreign investment.

Study of international best practice also points out that in countries with developed economies and financial markets, the presence of stable and effective depositories is especially important. Historical evidence shows that the latter have always strived to adapt their services to changing demands of financial market participants and to provide modern services enhanced with up-to-date technological solutions. The above-mentioned factors and circumstances have determined the relevance of the current thesis and through which the purpose and objectives of the research were foreseen.

**The main purpose of the thesis** is to analyze depository services provided in the Armenian financial market, identify existing issues, as well as develop and propose mechanisms and financial instruments for their solution.

During research and analysis there were revealed results owning theoretical, methodological and practical values, from which the **scientific novelties** are the followings:

- It has been justified that the transfer of centralized custody of government bonds from the Central Bank of Armenia to CDA is urgent and effective, in connection with the price risk limitation and extension of the time allowed for operations.
- The justification for the necessity and authorization of maintenance of cash accounts by the CDA has been given and it has been revealed that it will greatly expand scope of securities transactions, as well as will increase the efficiency of custody services.

- A mechanism for implementation of e-voting service at CDA has been introduced and it has been justified that the introduction of e-voting service and creation of unified information center of corporate actions will lead to the expansion of services related to corporate actions by the CDA, ensuring the protection of investors' interests and the attraction of foreign investments.
- A mechanism for introduction of tri-party repo transaction has been developed through construction of a financial model and in the presence of relevant baseline data the feasibility and costs of implementation have been justified, as a way of limiting the risks in the repo market and expanding the mentioned service.
- The necessity of introduction of T+n settlement system was assessed by interviewing qualified participants of the securities market and a step-by-step transition to this system has been developed, justifying its effectiveness at the current development level of the securities market of Armenia.

**Theoretical and practical significance of the thesis.** It was conducted a comprehensive study of depository services provided by the CDA in the financial market of RA. The scientific results obtained in the course of the research can be used by the Central Depository of Armenia for the development of the depository system, expansion and improvement of the services provided.

The results of the research can also be used by the Central Bank of Armenia in order to develop a policy of expanding depository services, as well as by market participants and investment companies in the process of conducting repo transactions.

