ՀԱՅ-ՌՈՒՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՄԱՍԻՍ ՕՀԱՆԵՍԻ ՍԱՐՔԻՍ ՍԱՐՔԻՍՍՅԱՆ

ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ (ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԻՐԱՆԻ ԻՍԼԱՄԱԿԱՆ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՆՅՈՒԹԵՐՈՎ)

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

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2021

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայ-Ռուսական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝ տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ
Քրիստինե Յուրիի Բաղդասարյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝ ՀՀ ԳԱԱ թղթ. անդամ,
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Վլադիմիր Լիպարիտի Հարությունյան

տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ
Տիգրան Շչորսի Դավթյան

Առաջատար կազմակերպություն՝ **Հայաստանի ազգային ագրարային համալսարան**

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2021 թվականի հոկտեմբերի 05-ին, ժամը 14^{00}-ին Հայ-Ռուսական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

Հասցե՝ 0051, ք. Երևան, Հովսեփ Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայ-Ռուսական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքվել է 2021 թվականի օգոստոսի 26-ին:

008 մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար, **տ.գ. թ., դոցենտ, Ի. Բ. Պետրոսյան**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

<u>Հետազոտության թեմայի արդիականությունը</u>: Ժամանակակից աշխարհում ֆինանսական շուկաներն ազատ դրամական միջոցները ուղղելով տնտեսության տարբեր ոլորտներ՝ կենսական դեր և նշանակություն են ունենում դրանց սահուն զարգացման և խթանման համար: Զարգացած և զարգացող ֆինանսական շուկա ունեցող այլ երկրների համեմատ ԱՄՆ-ի և Ճապոնիայի ընկերությունները (իբրև անգլո-ամերիկյան և գերմանա-ճապոնական մոդել ունեցող երկրների առաջատարներ), որպես միջոցների ներգրավման անհրաժեշտ այլընտրանք, բանկերի կողմից տրամադրվող վարկերի հետ մեկտեղ մեծ կարևորություն են տալիս արժեթղթերի շուկային, ինչի արդյունքում տվյալ երկրները գրանցում են ֆինանսական շուկայի աճի էապես մեծ տեմպեր: Ավելին, ֆինանսական շուկայի զարգացման վստահության բաղադրիչը, որը արտացոլում է անհատ, ինստիտուցիոնալ և օտարերկրյա ներդրողների օրինական իրավունքների պաշտպանությունն ու դրանց իրագործման համար իրավական համակարգի արդյունավետությունը, լիովին կիրառվում է վերոհիշյալ երկրներում և դրական է անդրադառնում դրանց ֆինանսական շուկաների վերաբերյալ վստահության մթնոլորտի (սոցիալական կապիտալ) ձևավորման և այդ շուկաների երկարաժամկետ աճի վրա: Ինչ վերաբերում է Հայաստանի Հանրապետությանը (այսուհետև՝ ՀՀ), ապա այստեղ ընկերությունները ներդրումային գործունեություն իրականացնելիս որպես հիմնական ֆինանսական միջոց դիտարկում են բանկային վարկը՝ անտեսելով արժեթղթերի թողարկումն իբրև արդյունավետ այլընտրանք: Ուստի պատահական չէ ՀՀ բաժնետոմսեր թողարկող ընկերությունների սահմանափակ քանակը, վստահության ցածր մակարդակը, հասարակության շրջանում կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի մասին պատկերացման ցածր աստիճանը:

Միաժամանակ, չնայած նրան, որ Իրանի Իսլամական Հանրապետության (այսուհետև՝ ԻԻՀ) տնտեսության և ներդրումների անվտանգության վերաբերյալ շրջանառվում են բացասական կարծիքներ՝ շեշտադրելով երկրի տնտեսության կախվածությունը համաշխարհային նավթի գներից, մատնանշելով բանկային համակարգի անարդյունավետ գործունեությունը, քաղաքական անկայունությունն ու մի շարք այլ գործոններ, ԻԻՀ-ը կուտակել է կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման հարուստ փորձ: Ընդ որում, ԻԻՀ-ը 1979 թ. հեղափոխությունից մինչև մեր օրերը, գտնվելով տնտեսական և քաղաքական տարատեսակ պատժամիջոցների ներքո, այդ պայմաններում անգամ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար իրականացրել է տնտեսական և քաղաքական բազմաբնույթ բարեփոխումներ, այդ թվում՝ 2008 թ. պետական գույքի սեփականաշնորհման ծրագիրը, որի համաձայն մասնավորեցված ընկերությունների բաժնետոմսերի («Justice Shares»՝ «Արդարություն բաժնետոմսեր») 40%-ը հատկացվում են անապահով ընտանիքներին, որոնց գումարը փոխանցվում է 20 տարվա ընթացքում՝ շահաբաժինների հաշվին: Տվյալ ծրագրի շնորհիվ բորսաներում ցուցակվել են նաև թողարկող տասնյակ ընկերություններ: Պարզ է, որ այս և նմանատիպ միջոցառումների արդյունքում պետություն – մասնավոր հատված – ներդրողներ շղթայում ձևավորվում է փոխադարձ վստահության մթնոլորտ (սոցիալական կապիտալ) և բորսաներում հնարավորություն է ստեղծվում մասնակցելու ավելի մեծ թվով թե՛ անհատ և թե՛ ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, որոնց մեծամասնությունը ԻԻՀ քաղաքացիներ են, ինչը, իր հերթին, պայմանավորված է երկրի առանձնահատուկ բնույթով:

Հետազոտության արդյունքները ցույց են տալիս, որ անկախ այս երկու երկրների հնարավորությունների և կրոնական տարբերություններին ու մի շարք այլ գործոնների, ԻԻՀ-ն ու ՀՀ-ը ունեն նմանություններ՝ դրանք երկուսն էլ թերզարգացած ֆինանսական համակարգ ունեցող երկրներ են, որն ուղղվածություն ունի դեպի բանկային համակարգ, արժեթղթերի շուկայում առավել աշխույժ է

գործում պետական պարտատոմսերի շուկան, և ներկա պահին բաժնետոմսերի շուկայում գերիշխում է հանքարդյունաբերական ոլորտը: Թե՛ ԻԻՀ-ն և թե՛ ՀՀ-ն ունեցել են վերակառուցման փորձ: ԻԻՀ դեպքում 1979 թ. հեղափոխությունից հետո, իսկ ՀՀ պարագայում 1991 թ. անկախությունից առ այսօր, և բոլոր ժամանակահատվածներում երկու երկրների բնակչությունն ու սփյուռքը, առաջացած տնտեսական ու քաղաքական ճգնաժամային պայմաններում, միշտ ջանասիրաբար հոգ են տարել երկրի տարբեր ոլորտների, այդ թվում՝ նաև կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման մասին:

Հիմք ընդունելով վերը բերված փաստերն ու առաջնահերթ համարելով ԻԻՀ համապատասխան փորձի ուսումնասիրությունը, միաժամանակ կարևորելով ՀՀ-ում ընթացող ներդրումային գործընթացի ակտիվացման և համապատասխան միջավայրի բարելավման աշխատանքները՝ ատենախոսությունում վերլուծվել են ՀՀ և ԻԻՀ ֆինանսական շուկաները, ինչպես նաև մշակվել և առաջարկվել են միջոցառումներ, որոնց շնորհիվ կարող են խթանվել երկու երկրների տվյալ շուկաների գործունեությունն ու բնականոն զարգացումը, ինչով էլ պայմանավորված է թեմայի արդիականությունը:

<u>Հետազոտության նպատակը և խնդիրները</u>: Ատենախոսության հիմնական նպատակն է բացահայտել ՀՀ և ԻԻՀ ֆինանսական համակարգերի զարգացման մակարդակն ու կողմնորոշումը դեպի բանկային կամ արժեթղթերի շուկայի, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների զարգացմանը խոչընդոտող հիմնական գործոնների բացահայտումը, ինչպես նաև այս կառույցների կատարելագործման և հետագա առաջընթացի համար միջոցառումների առաջադրումը: Նշված նպատակին համապատասխան՝ առաջադրվել են հետազոտության հետևյալ խնդիրները.

- ուսումնասիրել զարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրների փորձը,
- դիտարկել ՀՀ և ԻԻՀ ֆինանսական շուկաների գործունեության բնութագրիչներն ու արձանագրված ցուցանիշները,
- վերլուծել ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առանձնահատկությունները,
- բացահայտել ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առկա հիմնախնդիրներն ու դրանց լուծման ուղիները,
- մշակել և առաջարկել ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների զարգացմանն ուղղված միջոցառումների համալիր:

<u>Ուսումնասիրության օբյեկտը և առարկան</u>: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում արժեթղթեր թողարկող ընկերություններն են ու ֆոնդային բորսաները՝ որպես կորպորատիվ արժեթղթերի առաջարկի իրականացման միջավայր: Հետազոտության առարկան՝ ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների զարգացման հեռանկարներին վերաբերող տեսական և մեթոդական հիմնահարցերն են:

<u>Հետազոտության տեսամեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը</u>: Ատենախոսության տեսամեթոդական հիմքերն են կազմում արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ ՀՀ և ԻԻՀ համապատասխան օրենքները, ինչպես նաև տվյալ բնագավառին վերաբերող հրապարակումներն ու գիտավերլուծական նյութերը:

Որպես վերլուծության տեղեկատվական աղբյուր են օգտագործվել ՀՀ և ԻԻՀ կենտրոնական բանկերի, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի, «Հայաստանի ֆոնդային բորսայի», ԻԻՀ ֆոնդային բորսաների, ՀՀ ֆինանսների նախարարության, Համաշխարհային բանկի և Ֆոնդային բորսաների միջազգային ֆեդերացիայի նյութերը:

Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են հարցման, վիճակագրական, մաթեմատիկական, գրաֆիկական, ինդուկցիայի (մակածության) և դեդուկցիայի (արտածության) մեթոդներ:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը: Ատենախոսության գիտական նորույթը պայմանավորված է հետազոտության ընթացքում ստացված մի շարք տեսական, մեթոդական և գործնական արդյունքներով, որոնցից հիմնականները հետևյալներն են.

1. Հիմնավորվել է, որ ՀՀ և ԻԻՀ ֆինանսական համակարգերը, անկախ այս երկրների հնարավորությունների և կրոնական տարբերություններին, միմյանց հետ ունեն ավելի շատ նմանություններ, բնորոշ գծեր, քան ճշգրիտ կողմնորոշմամբ, զարգացած ֆինանսական համակարգ ունեցող երկրները, մասնավորապես.
   - ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում ընկերությունների ներդրումների համար անհրաժեշտ միջոցներն առավելապես ներգրավվում են բանկային համակարգի միջոցով, այլ ոչ թե արժեթղթերի շուկայի,
   - ՀՀ-ն ու ԻԻՀ-ը դասվում են այն երկրների շարքին, որտեղ առավել աշխույժ է գործում պետական պարտատոմսերի շուկան,
   - ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաներում նկատվում են աճի միտումներ, սակայն զարգացած և նույնիսկ զարգացող շատ երկրների համեմատ դրանք դեռևս չափազանց համեստ ցուցանիշներ են:
2. Հիմք ընդունելով ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առանձնահատկությունները՝ մշակվել են այս երկրների կորպորատիվ կառավարման ժամանակակից մոդելները, ըստ այդմ՝ հիմնավորվել է ՀՀ-ում կորպորատիվ կառավարման մոդելի նմանությունը ճապոնական մոդելի, իսկ ԻԻՀ-ում՝ ամերիկյան մոդելի հետ:
3. Հիմք ընդունելով ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առանձնահատկություններն ու դրանցից բխող հիմնախնդիրները, առաջարկվել է ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների զարգացմանը միտված բարեփոխումների ֆինանսական ռազմավարություն (բաղկացած 3 քայլերից):

Հետազոտության տեսական և գործնական նշանակությունը: Ատենախոսության տեսական և գործնական նշանակությունը կայանում է նրանում, որ կատարվել է ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների համակարգված հետազոտություն, որի հիմնադրույթները կարող են նպաստել ոլորտի արդի հիմնախնդիրների լուծմանը՝ ակտիվացնելով ներդրումային գործընթացը:

Ատենախոսության արդյունքները կարող են օգտագործվել նաև տվյալ շուկայի հիմնախնդիրների հետագա հետազոտման, ինչպես նաև ՀՀ և ԻԻՀ համապատասխան շուկաների պետական կարգավորման միջոցառումների մշակման, բարեփոխումների ճշգրտման և ներդրումային ընթացակարգերի աշխուժացման նպատակով:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Հետազոտության հիմնական արդյունքները քննարկվել են ՀՊՏՀ 23-րդ, 24-րդ և 25-րդ գիտաժողովներում, ինչպես նաև Հայ-Ռուսական համալսարանի «Էկոնոմիկա և ֆինանսներ» ամբիոնում, ՀՀ և ԻԻՀ ֆոնդային բորսաների, կենտրոնական դեպոզիտարիայի մասնագետների, ներդրումային ընկերությունների և առևտրային բանկերի ներկայացուցիչների հետ հանդիպումների ժամանակ:

Ատենախոսության մեջ ներկայացված հիմնական մոտեցումներն ու դրույթները հրապարակված են 12 (տասներկու) գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, ինչպես նաև օգտագործված գրականության ցանկից և 11 հավելվածից:

Ատենախոսությունը բաղկացած է 149 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:

Ատենախոսության առաջին գլուխը՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի տեսամեթոդաբանական հիմքերը»** վերտառությամբ, բաղկացած է երեք ենթագլխից: Առաջին՝ **«Արժեթղթերի շուկան և դրա ժամանակակից գործառույթները»** ենթագլխում վերլուծվել են արժեթղթերի շուկային և դրա գործառույթներին վերաբերող տարբեր գիտական մոտեցումներ, բացահայտվել է «արժեթղթերի շուկա» հասկացության ծագումն ու նշանակությունը, առանձնացվել են վերլուծաբանների դիրքորոշումներ այս առնչությամբ: Հաշվի առնելով նշված բնութագրումները՝ կատարվել է եզրահանգում այն մասին, որ թեպետ տարբեր մասնագետներ տարբեր կերպ են բնութագրում արժեթղթերի շուկան, սակայն նրանք միակարծիք են այն հարցում, որ այստեղ ձևավորվում են այնպիսի տնտեսական հարաբերություններ, որոնց միջոցով տնտեսավարող մեկ կողմը մյուսին է փոխանցում որոշակի իրավունքներ և դրանց դիմաց ստանձնում է մի շարք պարտավորություններ: Այս հիմնավորմամբ պայմանավորված՝ կատարվել է ևս մեկ եզրահանգում. արժեթղթերի շուկան կարելի է անվանել նաև «իրավունքների ու պարտավորությունների փոխանցման շուկա»: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման, գործունեության հստակ և անխափան կազմակերպման համար կարևոր դեր և նշանակություն ունի դրա գործառույթների համակողմանի և պարբերական ուսումնասիրությունը՝ աշխարհում տեղի ունեցող անընդհատ փոփոխություններին համապատասխանեցնելու նպատակով: Միաժամանակ, բացահայտվել է, որ արժեթղթերի շուկան, բացի ավանդականից, պետք է պարունակի նաև խթանման, վերահսկողական ու դրա միկրոմակարդակում ժողովրդավարական սկզբունքների իրացումն ապահովող, կորպորատիվ կառավարման համակարգի ներդրման հետազոտումը՝ որպես ներդրումների ներգրավման և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնական նախադրյալներ:

Երկրորդ՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերն ու դրանց շրջանառվող տեսակների համեմատական վերլուծությունը ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում»** ենթագլխում քննարկվել են «արժեթուղթ» եզրույթի ծագմանն առնչվող՝ հայրենական և օտարերկրյա գիտնականների սահմանումներ: Ներկայացվել են ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում շրջանառվող կորպորատիվ արժեթղթերի տեսակներ: Ի լրումն այս ամենի, կատարվել է եզրահանգում այն մասին, որ «արժեթուղթ» եզրույթը մեկնաբանվում է տարբեր կերպ, սակայն մասնագետներն ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն համակարծիք են մեկ դրույթի շուրջ. արժեթղթերը սեփականության իրավունքի մասին վկայող հատուկ փաստաթղթեր են:

Հատկանշվել է, որ ՀՀ-ում որպես կորպորատիվ արժեթղթեր են շարունակում հանդես գալ բացառապես անվանական բաժնետոմսերն ու պարտատոմսերը, մինչդեռ ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում շրջանառվող բաժնետոմսերի ու պարտատոմսերի տեսականին ավելի բազմազան է, իսկ տվյալ շուկայի զարգացման առանցքային նախադրյալներից են բոնուսային և արդարություն (Justice Shares) բաժնետոմսերը:

Դիտարկումների ընդհանրացմամբ կատարվել է եզրահանգում այն մասին, որ ԻԻՀ նման փորձը կարող է ընդօրինակելի լինել ՀՀ-ի համար՝ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առաջխաղացման նպատակով:

Երրորդ՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացած երկրների փորձի վերլուծությունը»** ենթագլխում անդրադարձ է կատարվել զարգացած ֆինանսական համակարգ ունեցող երկրների արժեթղթերի շուկաների փորձին, վերլուծվել է այս երկրների տվյալ ոլորտի ընդհանուր իրավիճակն ու առանձնահատկությունները՝ շեշտադրելով ԱՄՆ-ի՝ որպես անգլո-ամերիկյան մոդել (դեպի արժեթղթերի շուկա կողմնորոշում ունեցող երկրներ) և Ճապոնիայի՝ որպես գերմանա-ճապոնական մոդել ունեցող երկրների (դեպի բանկային համակարգ կողմնորոշում ունեցող երկրներ) առաջատարներ: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ շուկայական կողմնորոշմամբ երկրների համար ոլորտի հարուստ փորձով օրինակ է ծառայում ԱՄՆ-ը, իսկ բանկային կողմնորոշմամբ երկրների համար՝ Ճապոնիան:

Նման վերլուծությունից հետո կատարվել է եզրահանգում, որ ԱՄՆ-ին բնորոշ է բաժնետոմսերով կատարվող գործարքների գերակտիվ շուկան, ընկերությունների բարձր կապիտալացման մակարդակը, բաժնետոմսերում անհատ ներդրողների մեծ թիվը և նորմատիվային բազայի բարձր զարգացվածությունը: Իսկ Ճապոնիային բնորոշ է բանկային համակարգի միջոցով ֆինանսավորման բարձր մակարդակը, պետական պարտատոմսերի գերակտիվ շուկան և արժեթղթերի շուկայում ներդրում կատարողների կենտրոնացվածության (բանկեր, ներդրումային ինստիտուտներ) բարձր աստիճանը: Տվյալ երկրները, ընկերությունների բանկային վարկերով և արժեթղթերի թողարկմամբ ֆինանսավորման համակողմանի զարգացման արդյունքում, գրանցում են ֆինանսական շուկայի աճի էապես բարձր տեմպեր: Ուստի նշված երկրների տվյալ շուկաների ուսումնասիրությունը կնպաստի նաև ՀՀ և ԻԻՀ ֆինանսական շուկաների կողմնորոշման ու դրանց զարգացման աստիճանի բացահայտմանը:

Ատենախոսության երկրորդ գլուխը՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ֆինանսական վերլուծությունը ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում»** վերտառությամբ, բաղկացած է երեք ենթագլխից: Առաջին՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ֆինանսական վերլուծությունն ու դրա գնահատականը ՀՀ-ում»** ենթագլխում հետազոտվել են ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի գործունեության բնութագրիչներն ու արձանագրված ցուցանիշները և տրվել են համապատասխան գնահատականներ: Այս առումով կատարվել է ընդհանրացում, որ ՀՀ-ին բնորոշ է բանկային համակարգի միջոցով ընկերությունների ֆինանսավորման բարձր մակարդակը, պետական պարտատոմսերի գերակտիվ շուկա ունենալը և բաժնետոմսերի շուկայում հանքարդյունաբերական ոլորտի առաջատար լինելը, իսկ ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի, մասնավորապես՝ բաժնետոմսերի շուկայում նկատվում է որոշակի աճ, սակայն զարգացած և բազմաթիվ զարգացող երկրների համեմատ ՀՀ տվյալ շուկայի ցուցանիշները ոգևորող չեն: ՀՀ ֆինանսական շուկայի հետազոտության արդյունքներից ելնելով՝ ՀՀ-ն բանկային կողմնորոշմամբ, սակայն թերզարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկիր է:

Երկրորդ՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ֆինանսական վերլուծությունն ու դրա գնահատականը ԻԻՀ-ում»** ենթագլխում լուսաբանվել է ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման գործընթացը, գնահատվել են ոլորտի բնութագրական ցուցանիշները: Իբրև ընդհանրացում նշվել է, որ ԻԻՀ կազմակերպությունները, որպես կանոն, նախընտրում են ներդրումներ հավաքագրել առավելապես բանկային համակարգի, քան արժեթղթերի շուկայի միջոցով: Վերլուծությունները ցույց են տալիս ԻԻՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի գերակտիվությունն ու բաժնետոմսերի շուկայում հանքարդյունաբերության և նավթարդյունաբերության ոլորտների իշխող դիրքը: ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան ներկայումս աչքի է ընկնում մեծաթիվ կազմակերպությունների ներգրավվածությամբ, կապիտալացման համեմատաբար բարձր մակարդակով, կնքվող մեծածավալ գործարքների զգալի քանակությամբ, ինչպես նաև շրջանառվող արժեթղթերի բազմազանությամբ: Այդուհանդերձ, չի կարելի միանշանակ պնդել, որ ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան կայացած է, քանի որ զարգացած և նույնիսկ զարգացող բազմաթիվ երկրների համեմատ այն դրսևորում է անկայուն

վարքագիծ՝ զիջելով բազմաթիվ ցուցանիշներով: Հետևաբար՝ ԻԻՀ ֆինանսական շուկայի հետազոտության արդյունքներից ելնելով՝ Իրանը նույնպես կարելի է դասել բանկային կողմնորոշմամբ, սակայն թերզարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրների շարքին:

Երրորդ՝ **«Կորպորատիվ կառավարման մոդելներն ու դրանց համեմատական վերլուծությունը ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում»** ենթագլխում դիտարկվել է կորպորատիվ կառավարումը՝ որպես սոցիալական կապիտալ ձևավորող գործընթաց, ու դրա՝ Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (ՏՀԶԿ) սկզբունքները, ինչպես նաև ուսումնասիրվել են ամերիկյան, ճապոնական, հայկական և պարսկական կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առանձնահատկություններն ու կատարվել է դրանց համեմատական վերլուծությունը (տե՛ս աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1

Ամերիկյան, ճապոնական, հայկական և պարսկական կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առանձնահատկությունների համեմատական վերլուծությունը[1]

Չափանիշներ	Ամերիկյան մոդել	Ճապոնական մոդել	Հայկական մոդել	Պարսկական մոդել
Արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում	Շատ բարձր	Բարձր	Ցածր	Ցածր (համեմատաբար)
Թողարկվող կորպորատիվ արժեթղթերի ծավալները	Շատ	Շատ	Քիչ	Քիչ (համեմատաբար)
Օտարերկրյա ներդրումներ	Բարձր	Շատ բարձր	Ցածր	Ցածր
Բաժնետոմսերի սեփականատերերի կազմ	Գերակշռում են ֆիզիկական անձինք	Գերակշռում են իրավաբանական անձինք	Գերակշռում են ֆիզիկական անձինք (ընտանեկան բիզնես)	Գերակշռում են ֆիզիկական անձինք
Խոշոր բաժնետերերի առկայություն	Հազվադեպ	Երկարաժամկետ	Երկարաժամկետ	Հազվադեպ
Բաժնետոմսերի տիրապետում	Ցրված	Կենտրոնացած	Կենտրոնացած	Ցրված
Բաժնետերերի փոփոխություն	Հաճախակի	Ոչ հաճախակի	Ոչ հաճախակի	Հաճախակի
Բաժնետոմսերի սեփականատերերի վարք	Կարճաժամկետ, սպեկուլյատիվ	Երկարաժամկետ, սպեկուլյատիվ	Երկարաժամկետ, ինտերվենցիա	Կարճաժամկետ, սպեկուլյատիվ
Կառավարիչների վերահսկողությունը բաժնետերերի կողմից (կորպորատիվ կառավարում)	Ցածր	Բարձր	Բարձր (ոչ ֆորմալ)	Ցածր
Նորմատիվային բազայի զարգացվածություն (ներդրողների շահերի պաշտպանվածություն)	Շատ բարձր	Բարձր	-	Ցածր
Բանկերի դերը բաժնետիրական ընկերությունների կառավարման գործում	Փոքր	Մեծ	Փոքր	Մեծ

[1] Աղյուսակ 1-ը մշակվել է հեղինակի կողմից՝ հիմք ընդունելով ատենախոսության 1.3, 2.1 և 2.2 գլուխներում կատարված վերլուծությունների արդյունքները:

Ամերիկյան, ճապոնական, հայկական և պարսկական կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առանձնահատկությունների համեմատական վերլուծության արդյունքում մշակվել են ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ կառավարման ժամանակակից մոդելները:

Ըստ այդմ՝ հիմնավորվել է ՀՀ-ում կորպորատիվ կառավարման մոդելի նմանությունը ճապոնական մոդելի, իսկ ԻԻՀ-ում՝ ամերիկյան մոդելի հետ: Սակայն ՀՀ-ի դեպքում կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ցածր ցուցանիշները ու շուկայի ոչ արդյունավետ գործունեությունն ի հայտ են բերում մի շարք ինքնատիպ գծեր (տե՛ս աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2

Հայկական կորպորատիվ կառավարման մոդելի նմանություններն ու տարբերությունները ամերիկյան ու ճապոնական մոդելների համեմատությամբ[2]

ԿԿ մոդելներ	**Հայկական մոդել**	
	Նմանություններ	**Տարբերություններ**
Ամերիկյան	Բաժնետիրական կապիտալում գերակշռում է ֆիզիկական անձանց մասնակցությունը:	• Ամերիկյան մոդելի հիմքում բաժնետիրական կապիտալում ֆիզիկական անձանց բարձր մասնակցությունը պայմանավորված է դրա նորմատիվային բազայի բարձր զարգացվածության հետ: • Հայկական մոդելի դեպքում այն պայմանավորված է բաժնետոմսերով կատարվող գործարքների մեջ այսպես կոչված «խոշոր» գործարքների տեսակարար կշռով (block trades), որի հետևանքով անհատ, ինստիտուցիոնալ և արտերկրյա ներդրումները բացակայում են:
Ճապոնական	Խոշոր բաժնետերերի առկայությունն ու դրանց կազմի հաճախակի չփոփոխվելը:	○ Ճապոնական մոդելում խոշոր բաժնետերերի դերում հանդես են գալիս բանկերը, դրանք հաճախակի փոփոխման ենթակա չեն, քանի որ դա ծրագրավորված է և միտված ընկերությունների վերահսկողության մակարդակի բարձրացմանը: ○ Հայկական համակարգում դա ունի ստիպողական բնույթ, քանի որ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում ներդրողների շահերը (շահաբաժինների պարտադիր վճարման առումով) օրենսդրական որևէ դրույթով պաշտպանված չեն, ինչի արդյունքում պետական ընկերությունները վերածևավորվել են որպես ընտանեկան բիզնեսներ, որոնց կազմն անփոփոխ է:
Ճապոնական	Բաժնետերերի կողմից կառավարիչների նկատմամբ բարձր վերահսկողությունը:	○ Ճապոնական մոդելում կառավարիչների վերահսկողությունը պայմանավորված է ՏՀՀԿ սկզբունքների կիրառման հետ և միտված ընկերությունների վերահսկողության մակարդակի բարձրացմանը: ○ Հայկական համակարգում, որտեղ գերիշխում է ընտանեկան սեփականությունը, սահմանվում է ոչ ֆորմալ հսկողություն:

ԻԻՀ դեպքում կորպորատիվ կառավարման մոդելն ավելի նման է ամերիկյանին, մասնավորապես՝ բաժնետիրական կապիտալի ցրվածությամբ, կորպորատիվ կառավարման մեջ կառավարիչների վերահսկողության թույլ համակարգով, սակայն ԻԻՀ բաժնետիրական ընկերությունների գործունեության մեջ առկա են մի շարք առանձնահատկություններ (տե՛ս աղյուսակ 3):

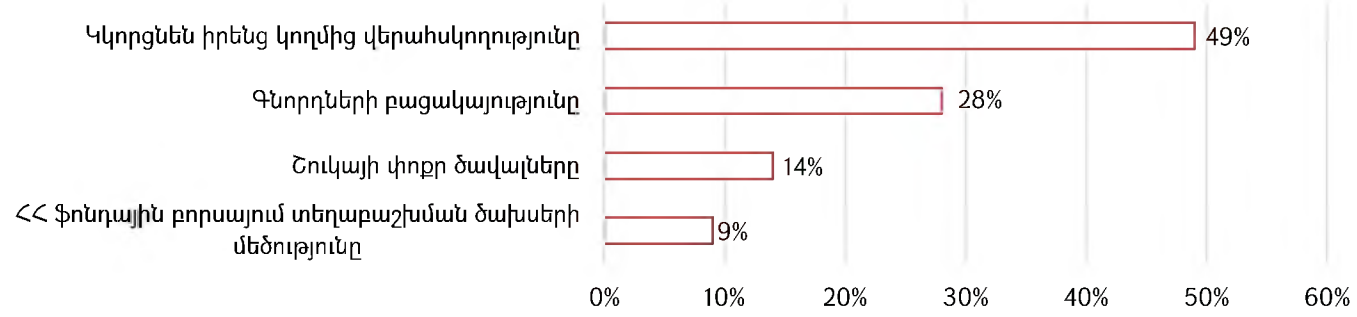
[2] Աղյուսակ 2-ը մշակվել է հեղինակի կողմից՝ հիմք ընդունելով վերլուծության արդյունքները:

Պարսկական կորպորատիվ կառավարման մոդելի նմանություններն ու տարբերությունները ամերիկյան ու ճապոնական մոդելների համեմատությամբ[3]

ԿԿ մոդելներ	**Պարսկական մոդել**	
	Նմանություններ	**Տարբերություններ**
Ամերիկյան	Վարձու կառավարիչների գործունեության նկատմամբ կիրառվում է ցածր վերահսկողություն:	• Ամերիկյան մոդելի հիմքում վարձու կառավարիչների գործունեության նկատմամբ իրականացվում է ցածր վերահսկողություն, քանի որ վերահսկողությունն անուղղակի կերպով իրականացվում է մինորիտար բաժնետերերի կողմից: Այսինքն՝ նրանք ընկերության վարած քաղաքականության հետ անհամաձայնության դեպքում կարող են վաճառել իրենց բաժնետոմսերը և այս կերպ արտահայտեն իրենց դժգոհությունը: • Պարսկական մոդելի դեպքում դա երկրում կառավարման և հատկապես բանկային համակարգի անարդյունավետ գործունեության հետևանքն է:
Ամերիկյան	Ֆիզիկական անձանց բարձր մասնակցությունը:	• Ամերիկյան մոդելի հիմքում բաժնետիրական կապիտալում ֆիզիկական անձանց բարձր մասնակցությունը պայմանավորված է այս երկրի նորմատիվային բազայի բարձր զարգացվածության շնորհիվ ստեղծված շուկայի գերակտիվության հետ: • ԻԻՀ-ում դա կրում է քաղաքական բնույթ՝ կապված տնտեսության և քաղաքականության մասին ձևավորված բացասական կարծիքի, միջազգային պատժամիջոցների կիրառման հետ, որոնց հետևանքով արտերկրյա ինստիտուցիոնալ ներդրումները բացակայում են այդ երկրում:
Ճապոնական	Կորպորատիվ վերահսկողության մեջ բանկերն ունեն մեծ դեր:	○ Ճապոնական մոդելի հիմքում օրենսդրական նորմերն են ու նախապես պլանավորված: ○ Պարսկական մոդելի դեպքում արժեթղթերի շուկայի կախվածությունը նավթի գներից և դրա հետ մեկտեղ առաջացված արտարժույթի տատանումների հետևանքների մեղմացումը:

Ատենախոսության երրորդ գլուխը՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման մարտահրավերները ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում»** վերտառությամբ, բաղկացած է երկու ենթագլխից, որոնցից առաջինում (**«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող և նպաստող գործոնների համակարգումն ու դրանց լուծման ուղիները ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում»**) քննարկվել են ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաներին առնչվող էական հիմնախնդիրները, շեշտադրելով այն հանգամանքը, որ ՀՀ ընկերությունները հրաժարվում են թողարկել լրացուցիչ բաժնետոմսեր: Նպատակադրվելով բացահայտել նման վարքագծի դրսևորման հիմնական պատճառները՝ անցկացվել է հարցում՝ արդեն իսկ հրապարակային առաջարկ ներկայացրած ընկերությունների ղեկավարների և համապատասխան մասնագետների շրջանում (տե՛ս գծապատկեր 1):

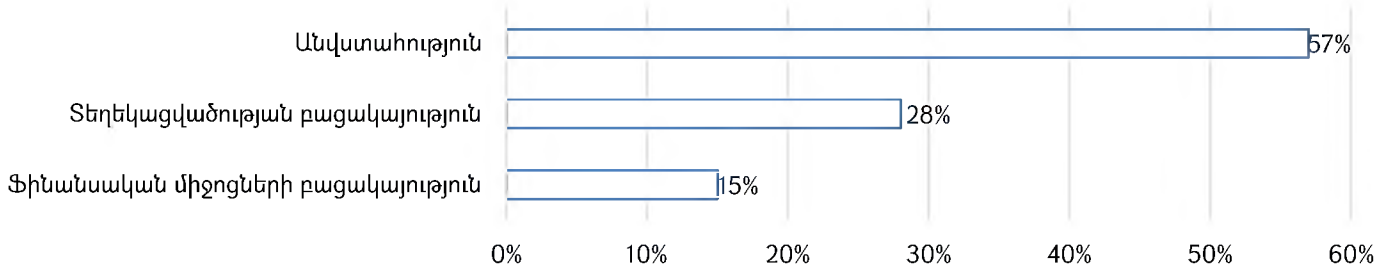
[3] Աղյուսակ 3-ը մշակվել է հեղինակի կողմից՝ հիմք ընդունելով վերլուծության արդյունքները:



Գծապատկեր 1. Ըստ փորձագիտական հարցումների՝ ՀՀ ընկերությունների կողմից լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկումից հրաժարվելու պատճառները[4]

Հարցումների արդյունքները ցույց են տալիս, որ ՀՀ ընկերությունների կողմից լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկումից հրաժարումը հիմնականում պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ դա կփոխի կազմակերպության կանոնադրական կապիտալը (49%), գնորդների բացակայությունը (28%), ՀՀ արժեթղթերի շուկայի փոքր ծավալները (14%) և ֆոնդային բորսայում տեղաբաշխման ծախսերի մակարդակի բավական բարձր լինելու հանգամանքը (9%):

Հասարակության կողմից կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու պասիվության պատճառները բացահայտելու նպատակով անցկացվել են մեկ այլ հարցում (տե՛ս գծապատկեր 2):



Գծապատկեր 2. Ըստ հարցման արդյունքների՝ ՀՀ բնակիչների կողմից կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրում կատարելու պասիվության հիմնական պատճառները[5]

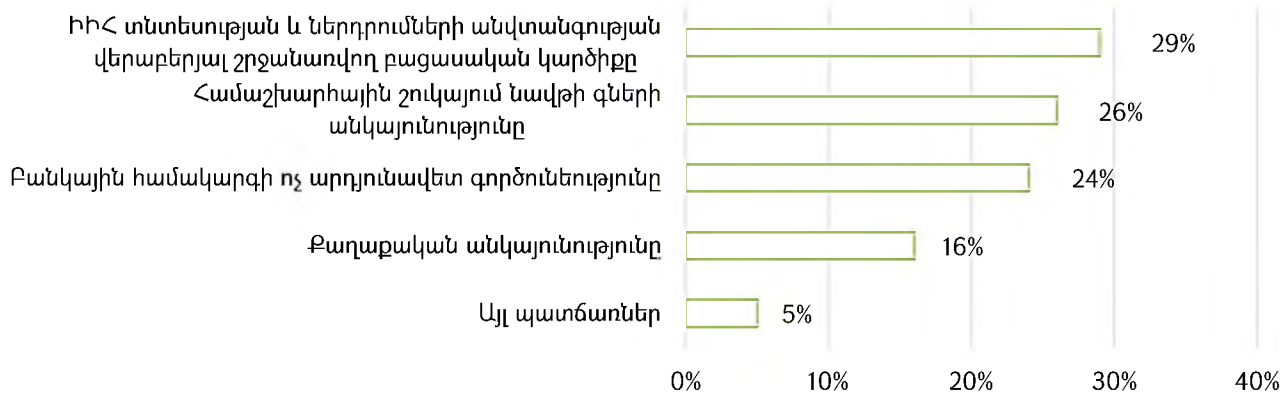
Իսկ ներդրողների պասիվությունը հիմնականում պայմանավորված է անվստահության (57%) և տեղեկացվածության բացակայության հետ (28%), այլ ոչ թե ֆինանսական միջոցների բացակայության (15%):

Ինչ վերաբերում է ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում կատարվող ներդրումների պասիվության, ապա հարցումների արդյունքները հաստատում են, որ այստեղ շուկայի խնդիրները հիմնականում բխում է տվյալ երկրի տնտեսության և ներդրումների անվտանգության վերաբերյալ շրջանառվող բացասական կարծիքից (29%), որը տարիներ շարունակ այս երկրի նկատմամբ կիրառվող պատժամիջոցների հետևանքն է, համաշխարհային նավթի գնի անկայունությունը (26%), ԻԻՀ բանկային

[4] Փորձագիտական հարցումներն իրականացվել են 2018 թ. մարտին արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի ոլորտի մասնագետների, ներդրումային բանկերի, ընկերությունների ներկայացուցիչների, ՀՀ ֆոնդային բորսայի և ՀԿԴ փորձագետների՝ 100 մասնակցի շրջանում, որոնց ընտրանքը ձևավորվել է ոչ ստանդարտացված, բաց հարցերի միջոցով:

[5] Փորձագիտական հարցումներն իրականացվել են 2018 թ. ապրիլին Երևանի տարբեր վարչական շրջանների 18 տարեկանից բարձր շուրջ 1200 բնակչի շրջանում՝ ոչ ստանդարտացված բաց՝ պատասխաններ պարունակող հարցերի միջոցով: Հարցմանը մասնակցության մերժման աստիճանը 30% է:

համակարգի անարդյունավետ գործունեությունը (24%), քաղաքական անկայունությունը (16%) (տե՛ս գծապատկեր 3):



Գծապատկեր 3. Ըստ հարցման արդյունքների՝ ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում ներդրում կատարելու պասիվության հիմնական պատճառները[6]

Համաշխարհային նավթի գների, ազգային արժույթի և ԻԻՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման միջև փոխկապակցվածությունն ավելի հասկանալի դարձնելու նպատակով փորձել ենք 2007-2017 թթ. ԻԻՀ դեմ պատժամիջոցների խստացման պայմաններում առաջացած ազդեցությունը ներկայացնել մաթեմատիկական հավասարումների միջոցով՝

∗ ԻԻՀ արժույթի (ռիալ) անկման դեպքում (**ՊԽՊ**) նպատակային բանաձևը որոշվում է հետևյալ կերպ.

$$КФ \sum_{c=0}^{n}(x_{c+1} - x_c) \ / \ X = ԱФ \sum_{r=0}^{n}(x_{r+1} - x_r) \ / \ R \ (1)$$[7]

∗∗ Իսկ համաշխարհային նավթի գների անկման դեպքում (**ՆԳԱ**) նպատակային բանաձևը որոշվում է հետևյալ կերպ.

$$КФՆ \sum_{e=0}^{n}(x_{e+1} - x_e) \ / \ X = ՆФ \sum_{l=0}^{n}(x_{l+1} - x_l) \ / \ N \ (2)$$[8]

Անհրաժեշտ արտահայտությունները հետևյալներն են՝

- ԿՓ-ն արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման փոփոխությունն է,
- ԿՓՆ-ն արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման փոփոխությունն է, հաշվի առնելով դրանում նավթագազային ոլորտներում ունեցած 30% մասնաբաժինը[9],
- ԱՓ-ն ազգային արժույթի փոփոխությունն է,
- ՆՓ-համաշխարհային նավթի գների փոփոխությունն է,
- x -ը բազիսային տարին է (2013 թ.),
- R-ն ԻԻՀ արժույթի (ռիալ) 1000 միավորի փոփոխությունն է,
- N-ն համաշխարհային նավթի գների՝ 1 ԱՄՆ դոլար անկումն է:

Տարիների միջև փոփոխությունները հաշվարկվում են հետևյալ կերպ.

1. Արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման փոփոխության հաշվարկն է.
   ԿՓ=$\sum_{c=0}^{n}(116.688 - 345.777) = -229.089$ կապիտալացման մլրդ ԱՄՆ դոլար անկում[10]:

---

[6] Փորձագիտական հարցումներն իրականացվել են 2019 թ. հոկտեմբերին արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի ոլորտի մասնագետների, ներդրումային բանկերի, ընկերությունների ներկայացուցիչների, ԻԻՀ ֆոնդային բորսաների և ՀԿԴ փորձագետների մոտ 100 մասնակցի շրջանում, որոնց ընտրանքը ձևավորվել է ոչ ստանդարտացված բաց հարցերի միջոցով:

[7] (1)-ը հավասարումների բանաձևն է:

[8] (2)-ը հավասարումների բանաձևն է:

[9] Tehran Stock Exchange, annual report, 2013 (www.tse.ir).

[10] Tehran Stock Exchange, annual report, 2013-2014 (www.tse.ir).

2. Արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման փոփոխության հաշվարկն է, հաշվի առնելով նավթագազային ոլորտներին պատկանող կապիտալացման 30% մասնաբաժինը.
   ԿՓԼ=$\sum_{e=0}^{n}(35.006 - 103.733) = -68.726$ կապիտալացման մլրդ ԱՄՆ դոլար անկում[11]:
3. Ազգային արժույթի փոփոխության հաշվարկն է.
   ԱՓ=$\sum_{r=0}^{n}(31{,}839 - 12{,}257) = 19.582$ ԻԻՀ ռիալի արժեզրկում[12]:
4. Համաշխարհային նավթի գների փոփոխության հաշվարկն է.
   ՆՓ=$\sum_{l=0}^{n}(86.69 - 109.45) = -22.76$ համաշխարհային նավթի գների անկում[13]:

Հետևյալ հավասարումների միջոցով ներկայացնենք դրանց միջև կապը.

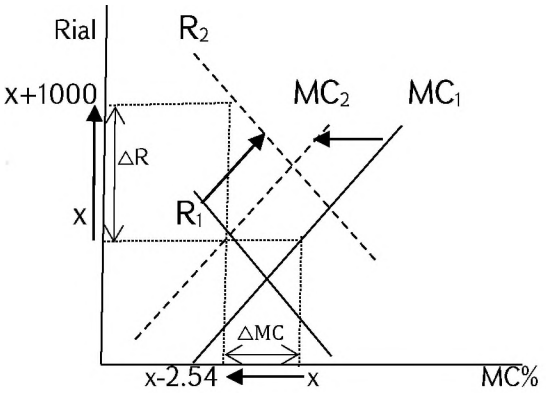
∗ ԻԻՀ դեմ պատժամիջոցների խստացման պայմաններում յուրաքանչյուր 1,000 ԻԻՀ ռիալի անկման դեպքում այս երկրի արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման անկումը.

***ՊԽՊ** = 229.089/X=19,582/1000 ⇨ 229.089*1000/19.582*X= |-**8.547**| մլրդ ԱՄՆ դոլար անկում,*

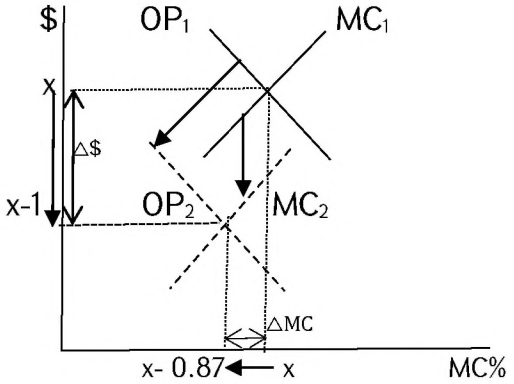
∗∗ Արժեթղթերի շուկայի կապիտալացումը նավթի համաշխարհային գների՝ 1 ԱՄՆ դոլար անկման դեպքում, հաշվի առնելով դրանում ունեցած 30% մասնաբաժինը,

***ՆԳԱ** = 68.726/X=22.76/1 ⇨ 68.726*1/22.76*X= |-**3.019**| մլրդ ԱՄՆ դոլար անկում:*

Վերլուծությունների արդյունքները ներկայացնենք հետևյալ կերպ (տե՛ս գծապատկեր 4, 5):



Գծապատկեր 4. ԻԻՀ ազգային արժույթի փոփոխությունները և դրա ազդեցությունը ԻԻՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման վրա[14]



Գծապատկեր 5. Համաշխարհային նավթի գների փոփոխությունները և դրա ազդեցությունը ԻԻՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման վրա[15]

Ըստ այս հավասարումների՝ 2007-2017 թթ. ԻԻՀ-ի դեմ պատժամիջոցների խստացման պայմաններում յուրաքանչյուր 1,000 ԻԻՀ ռիալի (R) (0.1545 ԱՄՆ դոլար[16]) անկման դեպքում այս երկրի արժեթղթերի շուկայի կապիտալացումը (MC) նվազում է 8.547 մլրդ ԱՄՆ դոլարով կամ **2.54%**-ով, որը այս երկրում ճկուն փոխարժեքի վրա հիմնված ազգային արժույթի տատանումների հետևանքներն է: Իսկ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացումը 3.019 մլրդ ԱՄՆ դոլար անկում է գրանցում նավթի համաշխարհային գների (OP)՝ 1 ԱՄՆ դոլար անկման դեպքում կամ **0.87%**-ով, որն իր հերթին բխում է երկրի արժեթղթերի շուկայի կախվածությունը նավթի համաշխարհային գներից:

---

[11] Tehran Stock Exchange, annual report, 2013-2014 (www.tse.ir).
[12] Live exchange rates in free market of Iran, 2013-2014 (www.bonbast.com).
[13] OPEC: Monthly Oil Market Report, 2013-2014 (www.opec.org).
[14] Գծապատկեր 4-ը մշակվել է հեղինակի կողմից՝ հիմք ընդունելով վերլուծության արդյունքները:
[15] Գծապատկեր 5-ը մշակվել է հեղինակի կողմից՝ հիմք ընդունելով վերլուծության արդյունքները:
[16] Live exchange rates in free market of Iran (www.bonbast.com). հաշվարկի համար որպես հիմք է հանդիսացել 1 ԱՄՆ դոլար = 6,470 ԻԻՀ ռիալ փոխարժեքը (2018 թ. հունիսի 5):

ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների էական առանձնահատկությունների ու հիմնախնդիրների հիման վրա մշակվել է SWOT գործիքակազմի մատրիցա, ինչը հնարավորություն է տվել համակարգել ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորմանը նպաստող գործոնները, ըստ այդմ, առավել մանրամասն վերլուծվել է SWOT-ի գործիքակազմի կառուցվածքը՝ ըստ առաքելության, կոնկրետ նպատակների, ռազմավարության մշակման և իրագործման համար (տե՛ս աղյուսակ 4):

Աղյուսակ 4

ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման ռազմավարությունը՝ SWOT մատրիցի կիրառման միջոցով[17]

Արտաքին գործոններ / **Ներքին գործոններ**		**O-հնարավորությունները (Opportunities) (O_1, O_2, …, O_n)**	**T-սպառնալիքները (Threats) (T_1, T_2, …, T_n)**
		ՀՀ ○ Սփյուռք: ○ ԿԿ (ՏՀԶԿ) սկզբունքներ: ○ Աշխարհում արժեթղթերի շուկայի զարգանալը: **ԻԻՀ** • Համաշխարհային դրամական համակարգի փորձը: • Չինաստանի և Ռուսաստանի հետ ամուր կապեր:	**ՀՀ** ○ Պատերազմային իրավիճակ: **ԻԻՀ** • Համաշխարհային նավթի գների տատանումները: • Պատժամիջոցներ:
W-թույլ կողմերը (Weaknesses), (W_1,W_2, …, W_n)	**ՀՀ** ○ Բաժնետիրական ընկերություններում բաժնետոմսերի թողարկման ցանկության բացակայություն: ○ Ներդրողների շահերը օրենսդրական որևէ դրույթով պաշտպանված չեն: ○ Ներդրողների անվստահություն: ○ Ներդրողների մոտ իրազեկվածության ցածր մակարդակ: **ԻԻՀ** • Անարդյունավետ բանկային համակարգ (ազգային արժույթի անկայունությունը):	Ինչպե՞ս օգտվել առկա հնարավորություններից՝ գոյություն ունեցող թույլ կողմերը շտկելու համար: **(W_1O_1, W_2O_2, …, W_nO_n)**	Արդյո՞ք վտանգներն առավել անընդունելի են առկա թերությունների պատճառով: **(W_1T_1, W_2T_2, …, W_nT_n)**
S-ուժեղ կողմերը (Strengths), (S_1,S_2, …, S_n)	**ՀՀ** ○ Ներքին ներուժ: ○ Զբոսաշրջության ոլորտում ներդրումների պահանջարկ: **ԻԻՀ** • Ներդրումների համար ենթակառուցվածքներ:	Ինչպե՞ս օգտվել առկա հնարավորություններից՝ գոյություն ունեցող առավելությունների միջոցով: **(S_1O_1, S_2O_2, …, S_nO_n)**	Ինչպե՞ս չեզոքացնել սպառնալիքները՝ օգտագործելով ուժեղ կողմերը: **(S_1T_1, S_2T_2, …, S_nT_n)**

[17] Աղյուսակ 4-ը մշակվել է հեղինակի կողմից՝ հիմք ընդունելով վերլուծության արդյունքներն ու ըստ What is a SWOT analysis? (https://marketbusinessnews.com/financial-glossary/swot-analysis/):

Ելնելով ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առկա իրավիճակից՝ հիմնավորվել է, որ դեռևս գոյություն ունեն բազմաթիվ հիմնախնդիրներ՝ կապված բաժնետիրական ընկերությունների կողմից թողարկման ցանկության բացակայության, ներդրողների շահերն օրենսդրական որևէ դրույթով պաշտպանվածության բացակայության, ներդրողների անվստահության և նրանց իրազեկվածության ցածր մակարդակի հետ: Հետևաբար, ելնելով վերոգրյալ խնդիրների լուծման անհրաժեշտությունից՝ առաջարկվել է ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային հոսքերի խթանման նպատակով իրականացնել հետևյալ հաջորդական քայլերը՝

Քայլ 1. (O_1S_2) Սփյուռքի ներուժն օգտագործել ներքին ներուժի խթանման և պետության կողմից գերակա ճյուղ ճանաչված զբոսաշրջության ոլորտում ներդրումներ իրականացնելու համար, որտեղ գոյություն ունի ներդրումների կարիք, որոնք համապատասխան միջոցառումների մշակման դեպքում կարող են հսկայական դեր ունենալ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար:

Քայլ 2. (O_2W_2) Գոյություն ունեցող ընկերությունների համար պետք է կորպորատիվ կառավարման ՏՀԶԿ սկզբունքների կիրառման միջոցով առաջացող հնարավորությունների ամրապնդման շրջանակներում իրականացնել միջոցառումներ (որոնք իրենց հերթին կլրացնեն ներդրողների շահերն օրենսդրական որևէ դրույթով պաշտպանվածության բացակայության փաստը), բաժնետիրական ընկերությունների սեփականատերերի համար արժեթղթերի թողարկման առավելությունների մասին շարունակական բացատրական աշխատանքներ իրականացնել:

Քայլ 3. (O_2W_3) կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ ազգաբնակչության կողմից անվստահության և լիարժեք իրազեկված լինելու բացակայության փաստը շտկելու նպատակով անհրաժեշտ է կորպորատիվ կառավարման ՏՀԶԿ սկզբունքների ամրապնդման շրջանակներում ընկերությունների սեփականատերերի հետ մեկտեղ միջոցառումներ իրականացնել նաև ներդրողների համար՝ արժեթղթերի շուկայի միջոցով եկամուտներ ստանալու և աշխարհում առաջացած հնարավորություններից օգտվելու առումով:

Ինչ վերաբերում է ԻԻՀ-ն, ապա այստեղ հիմնավորվել է, որ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում գոյություն ունեցող բազմաբնույթ հիմնախնդիրների պատճառով՝ կապված ԻԻՀ բանկային համակարգի ոչ արդյունավետ գործունեության, երկրի ազգային արժույթի տատանումների, ինչպես նաև երկրի տնտեսության կախվածությունը համաշխարհային նավթի գներից և ԱՄՆ-ի կողմից կիրառվող պատժամիջոցների, մեծ ծավալի ներդրումներ տեղի չեն ունենում: Հետևաբար, ելնելով վերոգրյալ խնդիրների լուծման անհրաժեշտությունից՝ առաջարկվել է տվյալ շուկայի ներդրումային հոսքերի խթանման նպատակով իրականացնել հետևյալ հաջորդական քայլերը՝

Քայլ 1. (O_2S_1) Օգտվել Չինաստանի Ժողովրդական Հանրապետության (ՉԺՀ) և Ռուսաստանի Դաշնության (ՌԴ) հետ ունեցած տնտեսական և քաղաքական սերտ կապերից, որոնք հզոր պետություններ են և անկախ ԱՄՆ-ի կողմից ԻԻՀ դեմ կիրառվող պատժամիջոցների սպառնալիքից՝ ներդրումներ իրականացնել գոյություն ունեցող արդյունաբերական տարբեր ճյուղերում:

Քայլ 2. (S_1T_1) Համաշխարհային նավթի գների տատանումների ազդեցությունից առաջացող սպառնալիքները կարելի է չեզոքացնել ԻԻՀ-ում գոյություն ունեցող արդյունաբերական տարբեր ճյուղերում ներդրումների դիվերսիֆիկացման միջոցով՝ դրանք աստիճանաբար ուղղելով արդյունաբերական այն ճյուղեր, որտեղ ռիսկերի մակարդակն ավելի ցածր է:

Քայլ 3. (O_1W_1) ԻԻՀ բանկային համակարգի անարդյունավետ գործունեությունը (ազգային արժույթի անկայունությունը), որը բազմիցս կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ձախողման պատճառ է հանդիսացել, կարելի է շտկել համաշխարհային դրամական համակարգի փորձի կիրառման միջոցով՝

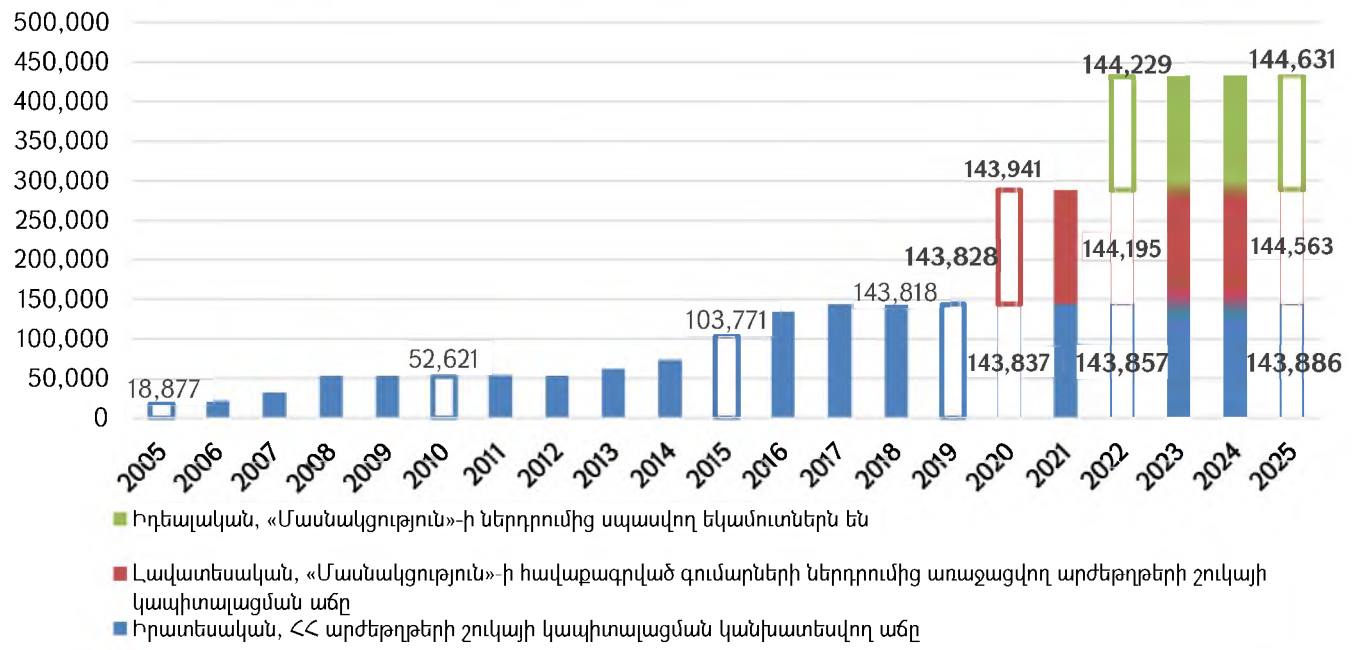
ճկուն փոխարժեքից (որը հատուկ է զարգացած ֆինանսական համակարգ ունեցող երկրների համար (օրինակ՝ ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Ճապոնիա)[18]) անցում կատարելով հաստատուն փոխարժեքի:

Երկրորդ՝ **«Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի բարելավման հեռանկարները ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում»** ենթագլխում, ընդհանրացնելով և համադրելով հետազոտության արդյունքները՝ ներկայացվում են առաջարկություններ՝ միտված նշված դժվարությունների հաղթահարմանը:

Հաշվի առնելով սփյուռքի և ներքին ներուժի դերը ՀՀ տնտեսության զարգացման մեջ՝ առաջարկվել է այդ հնարավորություններն արդյունավետ կերպով օգտագործել նաև երկրի կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առաջխաղացման համար և ստեղծել պետական հիմնադրամ, որի անհրաժեշտ եկամուտները կձևավորվեն մեր կողմից ներկայացվող 1000 դրամանոց «Մասնակցություն» բաժնետոմսի թողարկմամբ, որոնց հավաքագրված միջոցները կներդրվեն պետության կողմից գերակա ճյուղ ճանաչված զբոսաշրջության ոլորտում, որի իրականացման համար պետք է՝

- մրցութային կարգով և երեք տարի ժամկետով նշանակել նորաստեղծ հիմնադրամի կառավարիչներ, որոնք ծառայողական պարտականությունները ոչ պատշաճ կատարելու պարագայում կզրկվեն զբաղեցրած պաշտոնից, ինչի դեպքում պետք է հայտարարվի նոր մրցույթ,
- հիմնադրամի համար պարտադիր կիրառել կորպորատիվ կառավարման ՏՀԶԿ սկզբունքները,
- հետագա ռիսկերից խուսափելու նպատակով հիմնադրամը բաժնետոմսերի վերահսկիչ փաթեթը (51%) պահելու է իր մոտ,
- հավաքագրված միջոցների հաշվին իրականացնել մարքեթինգային միջոցառումներ, որոնք հասարակության ամենալայն շերտերին կիրազեկեն հիմնադրամի նպատակների մասին:

ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում կատարվող ներդրումների հոսքը կանխատեսելու նպատակով իրականացրել ենք իրատեսական, լավատեսական և իդեալական սցենարային վերլուծություններ (տե՛ս գծապատկեր 6):



Գծապատկեր 6._ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման աճի կանխատեսվող շարժընթացը 2020-2025 թթ. (մլն ՀՀ դրամ)[19]

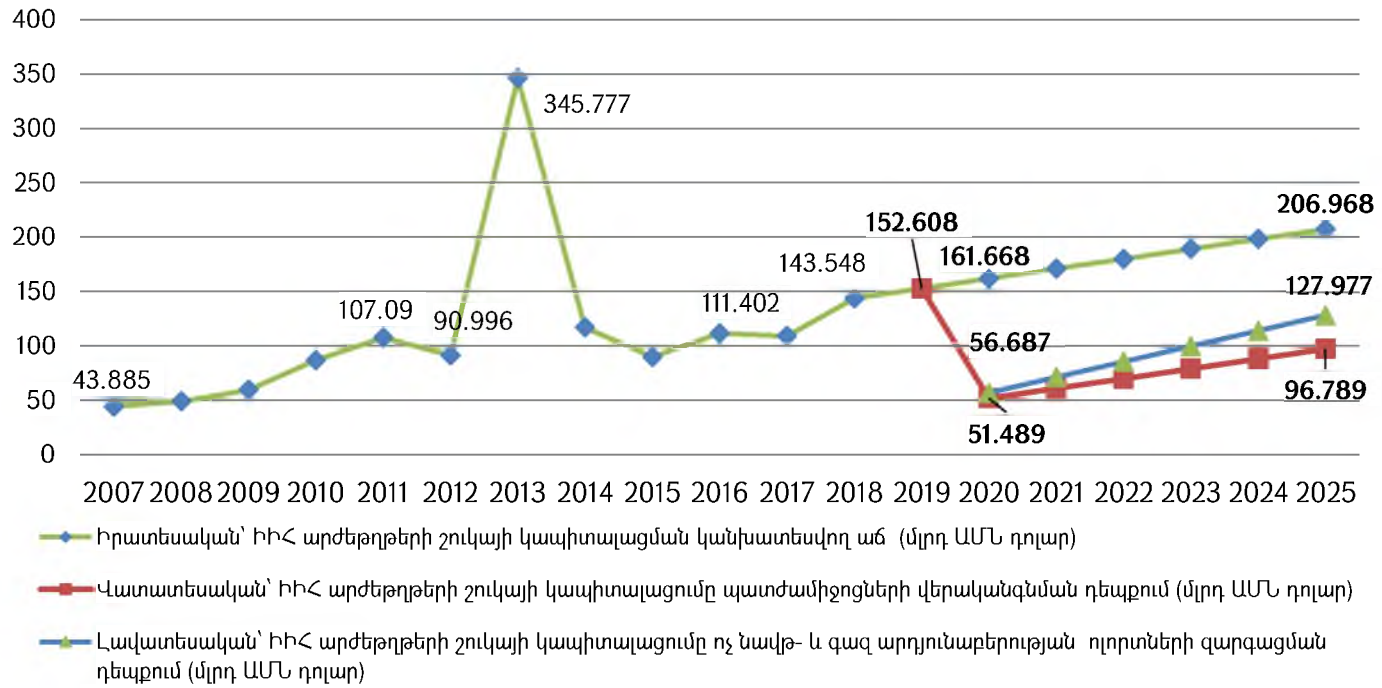
[18] International monetary systems (fixed vs flexible exchange rates), p. 23. (https://www.colorado.edu/faculty/kmaskus/sites/default/files/attached-files/notes14-monetary_systems.pdf).

[19] Տվյալներն՝ ըստ ՀՀ ֆոնդային բորսայի 2005-2018 թթ. տարեկան հաշվետվություններ, էջեր 2-4:

Ինչպես պարզվում է մեր դիտարկումներից, ներդնելով «Մասնակցություն» բաժնետոմսը, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացումը 2025 թ., աճելով մոտ 0.51%, իրատեսական սցենարի կանխատեսվող 143,886 մլն ՀՀ դրամի փոխարեն կդառնա իդեալական սցենարի 144,631 մլն ՀՀ դրամ: Այս հաշվարկները ցույց են տալիս, որ «Մասնակցություն» բաժնետոմսերի թողարկումն արդյունավետ ձեռնարկ կլինի ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար:

Ինչ վերաբերում է ԻԻՀ-ն, ապա այս երկիրը տվյալ շուկայի զարգացման համար պետք է շարունակի տնտեսական և քաղաքական բարեփոխումները՝ արտարժույթի փոխանցման ճկուն փոխարժեքից անցում կատարելով հաստատուն փոխարժեքի և միևնույն ժամանակ ներդրումները դիվերսիֆիկացնի արժեթղթերի շուկայի այլ ոլորտներում (նավթագազայինից զատ)՝ նավթի վաճառքից ստացվող եկամուտների 9.9%-ը հատկացնելով արդյունաբերական մյուս ճյուղերի զարգացմանը՝ ավելացնելով դրանց մասնաբաժինը 5.198 մլրդ ԱՄՆ դոլարով, և առաջացած բյուջեի պակասուրդը լրացնել՝ հարկային մուտքերը ավելացնելով (մասնաբաժինը բյուջեում բավական ցածր է (մոտ 50%)[20]) 10.46%-ով, որի իրականացման դեպքում ԻԻՀ-ն հնարավորություն է ստեղծում ավելացնել արդյունաբերական մյուս ճյուղերի մասնաբաժինը տարեկան 5%-ով:

Նույն համատեքստում ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում ներդրումների հոսքի տատանումների մասին ամբողջական պատկերացում կազմելու համար կատարել ենք իրատեսական, վատատեսական և լավատեսական սցենարային վերլուծություն (տե՛ս գծապատկեր 7):



Գծապատկեր 7. ԻԻՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման աճի կանխատեսվող շարժընթացը 2020-2025 թթ. (մլրդ ԱՄՆ դոլար)[21]

Ինչպես պարզվում է մեր վերլուծություններից, լավատեսական սցենարի կանխատեսումներին համաձայն՝ արժեթղթերի շուկայի այլ ոլորտներում (նավթագազայինից զատ) ներդրումների ավելացման պարագայում 2025 թ. ավարտին իրատեսական սցենարի համեմատ վատատեսական սցենարի անկումը կկրճատվի 44.63%–ով, 96.789 մլրդ ԱՄՆ դոլարից հասնելով 127.977 մլրդ ԱՄՆ դոլարի:

[20] Types of taxes in Iran (www.asrebank.ir).

[21] Tehran Stock Exchange (TSE) (www.tse.ir), Iran Fara Bourse (IFB) (http://en.ifb.ir/), annual report, 2007-2018, p. 2-4.

Ատենախոսության **«Եզրակացություններ և առաջարկություններ»** բաժնում ամփոփվել են ատենախոսության հիմնական արդյունքները, կատարվել են կարևոր եզրահանգումներ և առաջարկություններ, մասնավորապես՝

Առաջին՝ մասնագետներն արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ չունեն միասնական մոտեցում, սակայն համակարծիք են այն հարցում, որ դրա միջոցով կողմերից մեկը մյուսին է փոխանցում իրավունքներ, որոնց դիմաց ստանձնում է մի շարք պարտավորություններ: Ուստի արժեթղթերի շուկան կարելի է անվանել նաև «իրավունքների ու պարտավորությունների փոխանցման շուկա»: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման համար կարևոր դեր և նշանակություն ունեն դրա գործառույթների, հատկապես խթանման, վերահսկողական և դրա միկրոմակարդակում ժողովրդավարական սկզբունքների իրացումն ապահովող կորպորատիվ կառավարման համակարգի ներդրման հետազոտումը, որը անհրաժեշտ է ոլորտում տեղի ունեցող փոփոխություններին ժամանակին և արագ արձագանքելու համար:

Երկրորդ՝ «արժեթուղթ» եզրույթի վերաբերյալ օտարազգի և հայրենական հետազոտողներն ու միջազգային ընկերությունները կիրառում են տարբեր մոտեցումներ, սակայն նրանք ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն համակարծիք են մեկ դրույթի շուրջ. արժեթղթերը սեփականության իրավունքի մասին վկայող հատուկ փաստաթղթեր են: ԻԻՀ-ում կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի գործունեության խթանման համար շրջանառվում են տարբեր տեսակի բաժնետոմսեր և պարտատոմսեր, այդ թվում՝ բոնուսային և արդարություն (Justice Shares) բաժնետոմսեր:

Երրորդ՝ ԱՄՆ-ին, որպես դեպի արժեթղթերի շուկա կողմնորոշում ունեցող երկրների առաջատար, բնորոշ է բաժնետոմսերով կատարվող գործարքների գերակտիվ շուկան, ընկերությունների բարձր կապիտալացման մակարդակը, բաժնետոմսերում անհատ ներդրողների մեծ թիվը և նորմատիվային բազայի բարձր զարգացվածությունը: Իսկ Ճապոնիային, որպես դեպի բանկային համակարգ կողմնորոշում ունեցող երկրների առաջատար, բնորոշ է բանկային համակարգի միջոցով ֆինանսավորման բարձր մակարդակ, պետական պարտատոմսերի գերակտիվ շուկա և արժեթղթերի շուկայում ներդրում կատարողների կենտրոնացվածության (բանկեր, ներդրումային ինստիտուտներ) բարձր աստիճան:

Չորրորդ՝ ՀՀ-ին բնորոշ է բանկային համակարգի միջոցով ֆինանսավորման բարձր մակարդակը, պետական պարտատոմսերի գերակտիվ շուկա ունենալը և բաժնետոմսերի շուկայում հանքարդյունաբերական ոլորտի առաջատար լինելը, որոնք ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի ցածր ցուցանիշների հետ մեկտեղ ցույց են տալիս, որ ՀՀ-ն բանկային կողմնորոշմամբ, սակայն թերզարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկիր է:

Հինգերորդ՝ ԻԻՀ-ին բնորոշ է բանկային համակարգի միջոցով ֆինանսավորման բարձր մակարդակը, պետական պարտատոմսերի շուկայի գերակտիվությունը և բաժնետոմսերի շուկայում հանքարդյունաբերության և նավթարդյունաբերության ոլորտների իշխող դիրք ունենալը, որոնք ԻԻՀ-ում արժեթղթերի շուկայի համեմատաբար ցածր ցուցանիշների հետ մեկտեղ (համեմատած զարգացած և որոշ զարգացող երկրների հետ) ցույց են տալիս, որ ԻԻՀ-ը նույնպես բանկային կողմնորոշմամբ, սակայն թերզարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկիր է:

Վեցերորդ՝ ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների առանձնահատկությունների վերլուծության արդյունքում մշակվել են այս երկրների կորպորատիվ կառավարման ժամանակակից մոդելները և համեմատական վերլուծությունների արդյունքներում հիմնավորվել է, որ ՀՀ-ում կորպորատիվ կառավարման մոդելին արտաքուստ բնորոշ են ճապոնական մոդելի, իսկ ԻԻՀ-ին՝ ամերիկյան մոդելի առանձնահատկությունները, սակայն իրենց ինքնատիպ դրսևորումներով:

Յոթերորդ՝ ՀՀ-ում սակավաթիվ են արժեթղթեր թողարկող ընկերությունները, ավելին, դրանց մեծ մասը հրաժարվում է թողարկել լրացուցիչ բաժնետոմսեր և թողարկելու դեպքում մեծ է բաժնետոմսերով կատարվող գործարքների մեջ այսպես կոչված «խոշոր» գործարքների տեսակարար կշիռը (block trades): Իսկ ՀՀ ազգաբնակչության մոտ բացակայում է ինչպես վստահությունը, այնպես էլ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ լիարժեք պատկերացումը: Ինչ վերաբերում է ԻԻՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի հիմնախնդիրներին, ապա նախ՝ ԻԻՀ տնտեսության և քաղաքականության վերաբերյալ միջազգային ասպարեզում իշխում է բացասական կարծիք (որը տարիներ շարունակ այս երկրի դեմ կիրառվող պատժամիջոցների հետևանքն է), երկրորդ՝ ԻԻՀ տվյալ շուկան հիմնականում կախվածություն ունի նավթագազային արդյունաբերությունից, երրորդ՝ այստեղ բանկային համակարգն արդյունավետորեն չի գործում, և չորրորդ՝ քաղաքական անկայունությունը, որը վկայում է երկրում ներդրում կատարելու ռիսկայնության բարձր մակարդակի մասին:

Ելնելով վերոգրյալ խնդիրների լուծման անհրաժեշտությունից՝ SWOT մատրիցայի կիրառման միջոցով առաջարկել ենք ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային հոսքերի խթանման նպատակով իրականացնել հետևյալ հաջորդական քայլերը՝

Քայլ 1. (OS) Սփյուռքի ներուժն օգտվել ներքին ներուժի խթանման և պետության կողմից գերակա ճյուղ ճանաչված զբոսաշրջության ոլորտում ներդրումների համար:

Քայլ 2. (OW) Գոյություն ունեցող ընկերությունների համար ՏՀԶԿ սկզբունքների ամրապնդման շրջանակներում իրականացնել միջոցառումներ:

Քայլ 3. (OW) ԿԿ՝ ՏՀԶԿ սկզբունքների ամրապնդման շրջանակներում, միջոցառումներ իրականացնել նաև ներդրողների համար:

Ինչ վերաբերում է ԻԻՀ-ն, ապա արժեթղթերի շուկայում ներդրումների հոսքերի խթանման համար առաջարկում ենք իրականացնել հետևյալ հաջորդական քայլերը՝

Քայլ 1. (OS) Օգտվել Չինաստանի և Ռուսաստանի հետ ունեցած տնտեսական և քաղաքական սերտ կապերն երկրում գոյություն ունեցող արդյունաբերական տարբեր ճյուղերում ներդրումների իրականացման համար:

Քայլ 2. (ST) Համաշխարհային նավթի գների տատանումների ազդեցությունից առաջացող սպառնալիքները չեզոքացնել՝ ԻԻՀ ուժեղ կողմ համարվող արդյունաբերական տարբեր ճյուղերում ներդրումների դիվերսիֆիկացման միջոցով:

Քայլ 3. (OW) ԻԻՀ բանկային համակարգի անարդյունավետ գործունեությունը շտկել համաշխարհային դրամական համակարգի փորձի ուսումնասիրության միջոցով՝ ճկուն փոխարժեքից անցում կատարելով հաստատուն փոխարժեքի:

Ութերորդ՝ Հաշվի առնելով սփյուռքի և ներքին ներուժի դերը ՀՀ տնտեսության զարգացման մեջ՝ առաջարկում ենք այդ հնարավորություններն արդյունավետ կերպով օգտագործել նաև կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի առաջխաղացման համար և ստեղծել պետական հիմնադրամ, որի անհրաժեշտ եկամուտները կձևավորվեն մեր կողմից ներկայացվող 1000 դրամանոց «Մասնակցություն» բաժնետոմսի ներդրմամբ: Այդպիսով, նշյալ նորաստեղծ հիմնադրամը հնարավորություն կընձեռի հավաքագրելու ֆինանսական միջոցներ և դրանք ներդնելու պետության կողմից գերակա ճյուղ համարվող զբոսաշրջության ոլորտում: Ինչ վերաբերում է ԻԻՀ-ն, ապա այս երկիրը տվյալ շուկայի զարգացման համար պետք է շարունակի տնտեսական և քաղաքական բարեփոխումները՝ ներդրումները դիվերսիֆիկացնելով արժեթղթերի շուկայի այլ ոլորտներում (նավթագազայինից զատ), և միևնույն ժամանակ արտարժույթի փոխանցման ճկուն փոխարժեքից անցում կատարվի հաստատուն փոխարժեքի՝ նվազեցնելով շուկայում ներդրում կատարելու ռիսկայնությունը:

Ատենախոսության հիմնական դրույթներն արտացոլված են հեղինակի հետևյալ գիտական հրապարակումներում.

1. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., Ֆինանսական շուկաների զարգացման ուղղությունները և հեռանկարները ՀՀ-ում, ՀՊՏՀ 23–րդ գիտաժողովի նյութեր, «Տնտեսագետ», Երևան, հոկտեմբեր, 2013 թ., էջեր 464-471:
2. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի կայացման և զարգացման վերլուծությունները ՀՀ-ում, ՀՊՏՀ 24–րդ գիտաժողովի նյութեր, «Տնտեսագետ», Երևան, 2014 թ., հոկտեմբեր, էջեր 718-724:
3. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., Կորպորատիվ կառավարման նախադրյալները Հայաստանում, «Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա», # 7-8 (179-180), Երևան, 2015 թ., էջեր 12-14:
4. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., Ֆինանսական գրագիտությունը որպես ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման գործոն, ՀՊՏՀ 25–րդ գիտաժողովի նյութեր, «Տնտեսագետ», Երևան, հոկտեմբեր, 2016 թ., էջեր 577-581:
5. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., ԻԻՀ տնտեսական բարեփոխումները որպես կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրումների ներգրավման արդյունավետ գործոն, «Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա», # 1-2 (185-186), Երևան, 2016 թ., էջեր 62-64:
6. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., ՀՀ ինստիտուցիոնալ ներդրողները որպես կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրումների ներգրավման արդյունավետ գործոն, «Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա», # 5-6 (189-190), Երևան, 2016 թ., էջեր 85-87:
7. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., Հայկական շահող տոմսը որպես ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման գործոն, «Բանբեր ՀՊՏՀ» գիտական հանդես, N 2, Երևան, 2016 թ., էջեր 32-34:
8. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., ԻԻՀ արդյունաբերության ոչ նավթագազ ոլորտներում ներդրումների աճի նշանակությունն այս երկրի կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի կայուն զարգացման վրա, «Այլընտրանք» գիտական հանդես, # 2, Երևան, 2018 թ., էջեր 198-205:
9. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., ԻԻՀ քաղաքական անկայունությունն ու տնտեսության կախվածությունը համաշխարհային նավթի գներից և դրանց ազդեցությունը այս երկրի ազգային արժույթի ու արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման վրա, «Այլընտրանք» գիտական հանդես, # 2, Երևան, 2018 թ., էջեր 205-210:
10. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., ՀՀ և ԻԻՀ կորպորատիվ վերահսկողական մոդելների առանձնահատկությունները, «Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա», # 5-6 (212-2124), Երևան, 2018 թ., էջեր 52-55:
11. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., ՀՀ ընկերությունների կողմից լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկումից հրաժարվելու ու բնակչության կողմից կորպորատիվ արժեթղթերում ներդրում կատարելու պասիվության հիմնական պատճառները, «Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա», # 3-4 (211-212), Երևան, 2018 թ., էջեր 84-86:
12. Սարքիս Սարքիսսյան Մ. Օ., Կորպորատիվ կառավարման մոդելների համեմատական վերլուծությունն ու դրանց տեղայնացման մեխանիզմները ՀՀ-ում և ԻԻՀ-ում, «Գ. Վ. Պլեխանովի անվան Ռուսաստանի տնտեսագիտական համալսարանի Երևանի մասնաճյուղ», # 1 (2), Երևան, 2019 թ., էջեր 290-299:

МАСИС ОГАНЕСОВИЧ САРКИС САРКИССЯН

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (НА МАТЕРИАЛАХ РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ И ИСЛАМСКОЙ РЕСПУБЛИКИ ИРАН)

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 – «Финансы, бухгалтерский учет».

Защита диссертации состоится 05-ого октября 2021 года, в 14^{00}, на заседании Специализированного совета 008 ВАК РА при Российско-Армянском университете по адресу: 0051, г. Ереван, ул. Овсеп Эмина 123.

РЕЗЮМЕ

В современном мире финансовые рынки играют жизненно важную роль в обеспечении их плавного развития, направляя свободные денежные средства в различные секторы экономики. По сравнению с другими странами, имеющими развивающиеся или развитые финансовые рынки, США и Япония, придают большое значение рынку ценных бумаг, как необходимой альтернативе привлечения средств, наряду с кредитами, предоставляемыми банками. Более того, показатель доверия финансовому рынку, который отражает степень защиты юридических прав частных, институциональных и иностранных инвесторов и эффективность правовой системы для их реализации, полностью применяется в вышеупомянутых странах, и он оказывает положительное воздействие на создание атмосферы доверия (социального капитала) на своих финансовых рынках и на долгосрочный рост этих рынков.

В результате, в этих странах наблюдаются значительно более высокие темпы роста финансового рынка. Что касается компаний в Республике Армения (РА), то компании рассматривают банковские кредиты в качестве основного финансового средства при инвестировании, игнорируя выпуск ценных бумаг как эффективную альтернативу. Этим объясняется ограниченное количество компаний-эмитентов акций, низкий уровень доверия, низкий уровень общественного восприятия рынка корпоративных ценных бумаг и т.д.

В то же время, несмотря на негативное восприятие экономики и инвестиционной безопасности Исламской Республики Иран (ИРИ), экономическую зависимость страны от мировых цен на нефть, неэффективную банковскую систему, политическую нестабильность и т.д., ИРИ накопила богатый опыт формирования рынка корпоративных ценных бумаг. Более того, ИРИ с революции 1979 года до наших дней, даже под различными экономическими и политическими санкциями, проводила различные экономические и политические реформы для развития рынка ценных бумаг. В том числе можно отметить программу приватизации госимущества в 2008 году, согласно которой 40% акций приватизируемых компаний («Акции справедливости») передаются малообеспеченным семьям, сумма которых передается в течение 20 лет за счет дивидендов. Благодаря этой программе на фондовые биржи вышли десятки компаний-эмитентов. Понятно, что в результате реализации такой программы в цепочке «государственно-частный сектор – инвесторы» сформируется атмосфера взаимного доверия (социального капитала).

Учитывая масштабные разработки по улучшению инвестиционного климата на рынке ИРИ, становится очевидным, что в результате этого соответствующие показатели в последние годы выросли. Хотя до сих пор существует множество упущений и проблем, опыт этого сектора в ИРИ может быть полезным для развития рынка корпоративных ценных бумаг РА.

Хотя РА и ИРИ отличаются друг от друга по уровню экономического развития, возможностям, религиозной доктрине и многим другим аспектам, однако они имеют сходство: это страны с неразвитой финансовой системой, ориентированные на банковскую систему. В случае Ирана, в 1979 году, после революции, в случае Армении в 1991 году, после обретения независимости, население Армении и Ирана, а также их диаспора, будучи вовлеченными в экономические и политические процессы прилагали усилия для развития различных секторов экономики, в том числе, рынка корпоративных ценных бумаг.

Основываясь на вышеизложенных фактах и отдавая приоритет стимулированию текущей деятельности соответствующей сферы в РА и ИРИ, в диссертационном исследовании были проанализированы финансовые рынки двух стран с целью разработки путей стимулирования активности и обеспечения нормального развития данных рынков, что обуславливает актуальность выбранной темы.

Основная цель диссертации – определить уровень развития финансовых систем в РА и ИРИ и их ориентацию на банковскую сферу или рынок ценных бумаг, выявить основные факторы, препятствующие развитию рынков корпоративных ценных бумаг, а также предложить меры для улучшения этих структур и обеспечения их дальнейшего развития.

Научная новизна диссертации обусловлена рядом теоретических, методологических и практических результатов, полученных в результате исследования.

1. Обосновано, что финансовые системы РА и ИРИ, независимо от религиозных различий и возможностей, имеют большее сходство между собой, чем страны с четкой ориентацией и развитой финансовой системой, в частности:

• Средства, необходимые для инвестиций для компаний в РА и ИРИ, в основном привлекаются через банковскую систему, а не через фондовый рынок;

• РА и ИРИ входят в число стран, где рынок государственных облигаций наиболее активен;

• На рынках корпоративных ценных бумаг РА и ИРИ наблюдаются тенденции роста, но по сравнению со многими развитыми и даже развивающимися странами этот рост все еще невелик.

2. Исходя из особенностей рынков корпоративных ценных бумаг РА и ИРИ, были разработаны современные модели корпоративного управления этих стран. Соответственно, обосновано сходство модели корпоративного управления в Армении с японской моделью, а в Иране – с американской моделью.

3. Исходя из особенностей рынков корпоративных ценных бумаг РА и ИРИ и связанных с ними проблем, была предложена финансовая стратегия реформ, направленных на развитие РА и ИРИ. Предложена модель рынка корпоративных ценных бумаг (состоящая из 3 ступеней).

Теоретическая и практическая значимость тезиса заключается в том, что было проведено систематическое исследование рынков корпоративных ценных бумаг РА и ИРИ, результаты которого могут способствовать решению проблем в данной сфере, активизируя инвестиционный процесс.

Результаты диссертации также могут быть использованы для дальнейшего исследования вопросов данного рынка, а также для разработки мер государственного регулирования соответствующих рынков РА и ИРИ, для уточнения реформ и активизации инвестиционных процессов.

MASIS SARKIS SAKISSIAN

THE ISSUES OF CORPORATE SECURITIES MARKET DEVELOPMENT (ON THE MATERIALS OF THE REPUBLIC OF ARMENIA AND THE ISLAMIC REPUBLIC OF IRAN)

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.03 – «Finance, accounting».

The defense of the thesis will take place on the 05th of October, 2021, at 14^{00} o'clock, at 008 Council of Economics of SCC RA at Russian-Armenian University: 123 H. Emin str., Yerevan, 0051.

ABSTRACT

In the modern world, financial markets, by directing free money to various sectors of the economy, play a vital role in promoting their development. Compared to other countries with developing or developed financial markets, the United States and Japan companies as a necessary alternative to raising funds, along with loans provided by banks, attach great importance to the securities market. As a result, these countries enjoy significantly higher rates of financial market growth. Moreover, the component of confidence in the development of the financial market, which is explained by the protection of the legal rights of the individual, institutional and foreign investors, as well as the effectiveness of the legal system for their implementation, is fully applied in the above-mentioned countries and have a positive impact on building an atmosphere of confidence (social capital) in their financial markets and the long-term growth of those markets. As for the companies in the Republic of Armenia (RA), they consider bank loans as their main financial means when carrying out investment activities, ignoring the issue of securities as an effective alternative. Therefore, the limited number of companies issuing Armenian shares, the low level of trust, the low level of public perception of the corporate securities market is not accidental.

At the same time, despite negative views on the economy and security of the investment in the Islamic Republic of Iran (IRI), the country's economic dependence on the world's oil prices, inefficient banking system, political instability, etc., the IRI has accumulated rich experience in formation of the corporate securities market. Moreover, IRI, from the revolution of 1979 to the present day, even under various economic and political sanctions has carried out various economic and political reforms for the development of the securities market, including the state property privatization program of 2008, according to which 40% of the shares of privatized companies ("Justice Shares") are allocated to vulnerable families; the amount of which is transferred within 20 years at the expense of dividends. Due to this program, dozens of issuing companies were listed on the stock exchanges. It is clear that as a result of such a program, an atmosphere of mutual trust (social capital) will be formed in the chain of public-private sector-investors.

Considering the large-scale works carried out in the improvement of the IRI's corporate securities market, this country's corresponding indices have increased in recent years. Though there are many gaps to fill, and many problems are waiting for their solution, we believe that the study of the experience of this sector in the IRI can be useful for the development of the RA corporate securities market.

Although the RA and the IRI differ from each other on the level of economic development, opportunities, religious doctrine, and many other aspects, however, they have similarities, they are both countries with an

underdeveloped financial system, which is oriented towards the banking system, the government bond market is more active and the mining sector currently dominates in the stock market, they also have had an experience of reconstruction. In the case of Iran, in 1979, after the revolution, in the case of Armenia, in 1991, after independence. During this whole period, the people of Armenia and Iran, as well as their diaspora, being involved in economic and political crises, have made efforts to develop different sectors of the economy, including the corporate securities market.

Based on the above facts and prioritizing the ongoing activities of the relevant sphere of the RA and IRI, the dissertation analyzed the financial markets of the two countries to promote the activity and normal development of the given markets, which is conditioned by the urgency of the topic.

The main purpose of the thesis is to identify the level of development of the financial systems of the RA and IRI and their orientation towards the banking or securities market, identify the main factors hindering the development of the corporate securities markets, as well as propose measures for the improvement of these structures and their further progress.

The **scientific novelty** of the thesis is conditioned by a number of theoretical, methodological, and practical results obtained from the research.

1. It has been substantiated that the financial systems of the RA and the IRI, regardless of the differences between these countries' religions and capabilities, have more similarities with each other than the countries with precise orientation and developed financial systems, in particular.
    - The funds needed for investments for companies in the RA and the IRI are mostly attracted through the banking system, rather than the stock market,
    - The RA and the IRI are among the countries where the government bond market is most active,
    - Growth trends are observed in the corporate securities markets of the RA and the IRI, but compared to many developed and even developing countries, they are still very modest.
2. Based on the peculiarities of the corporate securities markets of the RA and the IRI, modern corporate governance models of these countries have been developed. Accordingly, the similarity of the corporate governance model in Armenia to the Japanese model, and in Iran to the American model, has been substantiated.
3. Based on the peculiarities of the RA and the IRI corporate securities markets and the issues arising from them, financial strategy of reforms aimed at the development of the RA and the IRI corporate securities markets was proposed (consisting of 3 steps).

The theoretical and practical significance of the thesis is that a systematic study of corporate securities markets in the RA and IRI has been implemented, whose results can contribute to the solution of current issues in the field, activating the investment process.

The results of the dissertation can be used for further research of the issues of the given market, as well as for elaboration of measures for state regulation of the relevant markets of the RA and IRI, specification of reforms, activation of investment procedures.