

## ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալի ինստիտուտը և դրա արդյունավետության բարձրացման հնարավորությունները

*Մկրտչյան Թաթուլ Մ.*

ՀՊՏՀ գիտության գծով պրոռեկտոր, տնտեսագիտության դոկտոր, դոցենտ (Երևան, ՀՀ)  
tatulmkrtyan@yahoo.com

*Կարապետյան Նարեկ Ն.*

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ (Երևան, ՀՀ)  
karapetyan.narek.9618@gmail.com

ՀՏԳ 336.1

**Հիմնաբառեր.** պետական պարտք, ֆինանսական շուկա, շուկա ստեղծող, երկրորդային շուկա, գնահատման համակարգ, լոգիստիկ ռեգրեսիոն մոդել:

### Primary Dealer System of Public Bond Market in RA and Opportunities of Enhancing its Efficiency

*Mkrtyan Tatul M.*

*Vice-Rector for Science at ASUE, Doctor of Economics, Associate Professor (Yerevan, RA)*  
tatulmkrtyan@yahoo.com

*Karapetyan Narek N.*

*PhD student at ASUE, Chair of Finances (Yerevan, RA)*  
karapetyan.narek.9618@gmail.com

**Abstract.** Many countries believe, that for the efficiency and soundness of domestic public bond markets sound primary dealer system is crucial. Primary dealers are the key communication channel between the debt manager and investors, lowering the risks and promoting development of the bond markets. Primary dealers exist in the RA public bond market since 1999, and at the end of 2020 7 commercial banks acted in that role. In this article, the authors discuss the institute of primary dealers, its main characteristics and the opportunities of improving its efficiency in Armenia – concentrating on the evaluation system. The authors analyze ratings of primary dealers for 2015-2020 and changes in the composition of dealers. The factors affecting composition of primary dealer system are estimated by a logistic regression model. At the end of the article the adequacy of RA primary dealer system to its role according to the international experience is studied, and measures to improve efficiency of the system are proposed.

**Key words:** public debt, financial market, market maker, secondary market, evaluation system, logistic regression model.

### Система первичных дилеров рынка гособлигаций РА и возможности повышения ее эффективности

*Мкртчян Татул М.*

*Проректор по науке АГЭУ, доктор экономических наук, доцент (Ереван, РА)*  
tatulmkrtyan@yahoo.com

*Карапетян Нарек Н.*

*Аспирант АГЭУ, кафедра финансов (Ереван, РА)*  
karapetyan.narek.9618@gmail.com

**Абстракт.** Многие страны считают, что для эффективности и надежности рынка государственных облигаций решающее значение имеет надежная система первичных дилеров. Первичные дилеры являются ключевым каналом связи между управляющим долгом и инвесторами, снижая риски и способствуя развитию рынков облигаций. Первичные дилеры существуют на рынке государственных облигаций РА с 1999 года, и в настоящее время в этой роли выступают 7 коммерческих банков. В данной статье авторы обсуждают институт первичных дилеров, его основные характеристики и возможности повышения его эффективности в Армении – концентрируясь на системе оценки. Авторы анализируют рейтинги первичных дилеров за последние 5 лет и изменения в составе дилеров. Факторы, влияющие на состав системы первичных дилеров, оцениваются с помощью модели логистической регрессии. В конце статьи исследуется соответствие системы первичных дилеров РА своей роли по международному опыту и предлагаются меры по повышению эффективности системы.

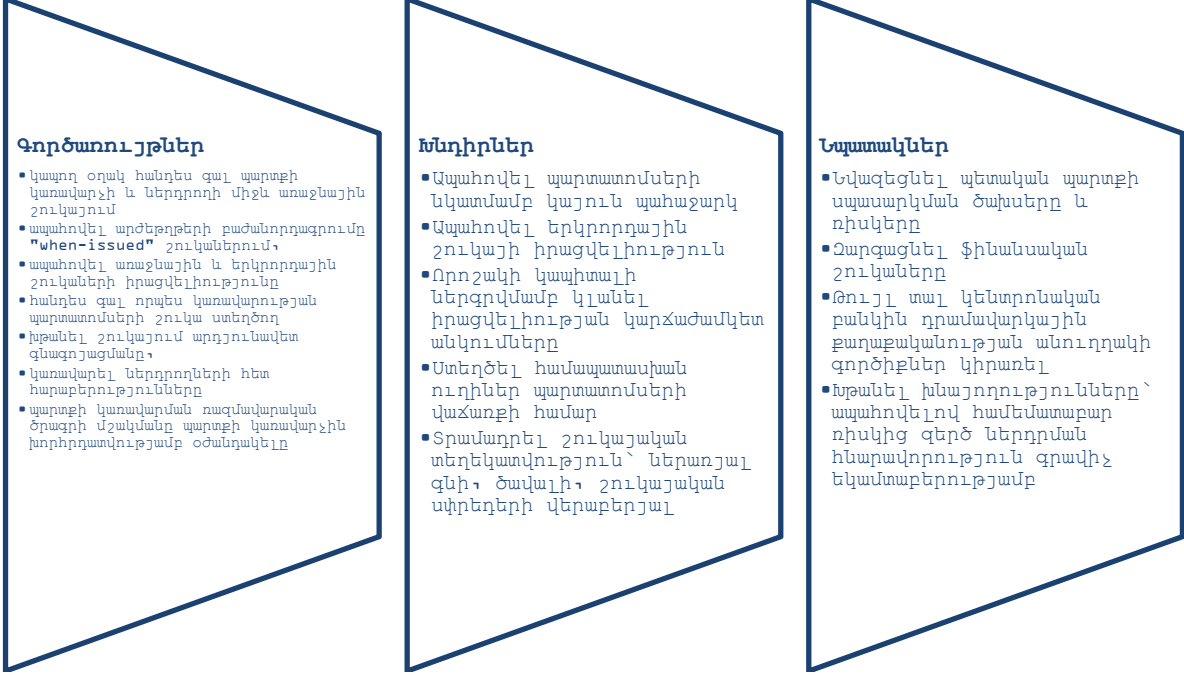
**Ключевые слова:** государственный долг, финансовый рынок, маркет-мейкер, вторичный рынок, система оценки, модель логистической регрессии.

**Ներածություն. առաջնային շուկայի գործակալը և դրա դերակատարումը:**

Պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման շուրջ առկա անորոշությունը նվազեցնելու նպատակով կառավարությունները սովորաբար մտնում են համագործակցության մեջ ֆինանսական միջնորդների ընտրված խմբի հետ՝ այս կերպ ձգտելով ապահովել մշտական պահանջարկ թողարկումների ժամանակ: Այսպիսի համագործակցության ամենատարածված ձևաչափը առաջնային գործակալների ինստիտուտն է: Հայտնի է, որ առաջին անգամ առաջնային գործակալների ինստիտուտը ներդրվել է ԱՄՆ-ում 1960-ականներին, իսկ ներկայումս ԵՄ 28 անդամ երկրներից 23-ի ներդրված է նման համակարգ [9, էջ 1]:

Ըստ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, առաջնային գործակալները ֆինանսական միջնորդներ են, որոնք ընտրված են իրականացնելու մասնագիտացված գործունեություն պետական

պարտատոմսերի շուկայում [5, էջ 2]: Ըստ ՀՀ ֆինանսների նախարարության, պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալը ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձ է, որը թողարկողի հետ կնքել է պարտատոմսերի շուկայում գործակալի գործառույթների կատարման մասին պայմանագիր [1]: Առաջնային գործակալների համակարգը պետական պարտատոմսերի շուկայի երկու կարևոր շահառուների՝ պարտքի կառավարչի և գործակալների խմբի միջև համաձայնություն է՝ իրականացնելու պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների զարգացմանն ուղղված ընդհանուր ռազմավարություն [5, էջ 2]: Առաջնային գործակալներին ամրագրվող գործառույթները, գործակալների համակարգի խնդիրներն ու նպատակները ներկայացված են գծապատկեր 1-ում:



**Գծապատկեր 1. Առաջնային գործակալների ինստիտուտի գործառույթները, խնդիրները և նպատակները [5, էջեր 2-4 ;10, էջ 8]**

ՀՀ-ում առաջնային շուկայի գործակալը, ըստ գործող իրավական շրջանակի, կատարում է ենթապահառուի դեր և մատուցում է ներդրումային ծառայություններ՝ ա) հաճախորդներից պարտատոմսերի հետ կապված գործարքների վերաբերյալ հանձնարարականների ստացման և փոխանցման, և բ) իր և հաճախորդների անունից պարտատոմսերի հետ կապված գործարքների կնքման և կատարման միջոցով [4]:

Մասնագիտական գրականության մեջ համարվում է, որ առաջնային շուկայի գործակալների համակարգի ներդրումը «շուկայի ձախողման» արձագանք է, ինչպիսին է շուկայի

փոքր չափը կամ ոչ արդյունավետ կառուցվածքը [5, էջ 4]: Համակարգի ներդրման արդյունքում շուկան կենտրոնանում է մասնակիցների փոքր շրջանակի վրա, որը ինչպես դրական, այնպես էլ բացասական հետևանքներ ունի: Դրական ազդեցությունները արտահայտվում են մասշտաբի էֆեկտով, որը կարող է դրսևորվել առավել արդյունավետ տեխնոլոգիական լուծումների ներդրմամբ և առավել հմուտ աշխատուժի առկայությամբ, իսկ բացասական ազդեցությունները՝ պակաս արդյունավետ շուկայի կառուցվածքի ընտրությամբ և մրցակցության սահմանափակմամբ: Միաժամանակ

կա տեսակետ, որ առաջնային գործակալները կարող են իրենց կարգավիճակը դիտարկել որպես կառավարությունից ստացված «անուղղակի երաշխիք»՝ որդեգրելով առավել ռիսկային վարքագիծ [10, էջ 8-9]:

Առաջնային գործակալների համակարգ ներդնելու որոշումը կայացվում է հաշվի առնելով այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են շուկայի զարգացման աստիճանը, շրջանառվող գործիքների տեսակը, շուկայի մասնակիցների տեսակը, մրցակցության աստիճանը, շուկայի մասնակիցների առևտրի փորձը, պետական մարմինների նպատակները [6, էջ 233]: Համարվում է, որ առաջնային շուկայի գործակալների ինստիտուտը համապատասխանում է զարգացող երկրներին, իսկ առավել զարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրների համար, որտեղ շուկայի ակտիվ մասնակիցների թիվը բավականին մեծ է և առկա է բավարար ակտիվությամբ բնորոշվող երկրորդային շուկա, դրա անհրաժեշտությունը ավելի փոքր է [5, էջ 5-17]:

Առաջնային շուկայի գործակալների ինստիտուտի ներդրումը պահանջում է հետևյալ նախապայմանների առկայությունը. 1) պետական պարտատոմսերի շուկայում տոկոսադրույքների ձևավորման ազատությունը, 2) արդյունավետ գնագոյացումը երաշխավորող աճուրդի համակարգի առկայություն, 3) պետական պարտատոմսերի թողարկման ռազմավարության առկայություն, 4) պետական պարտատոմսերի բավարար լայն տեսականու առկայություն, 5) բավարար մեծ թվով վերջնական ներդրողների առկայություն, 6) հանձնառություն առաջնային շուկայի գործակալների միջոցով հասնելու շուկայական վերջնարդյունքներ, 7) պետական պարտատոմսերի բավարար ծավալի առկայություն, 8) երկրորդային շուկան զարգացնելու հանձնառություն [5, էջ 12-13]: Սովորաբար առաջնային շուկայի մասնակիցներին ընտրելու համար կիրառվող չափանիշները ներառում են ֆինանսական կարողությունները (հիմնականում սեփական կապիտալ), շուկայում ցուցաբերած ակտիվությունը, կառավարչական կարողությունները և տեխնոլոգիական հազվեցվածությունը (օրինակ՝ արժեթղթերով գործառնություններով զբաղվող նվազագույն անձնակազմի թվաքանակ), պետական մարմինների հետ հաղորդակցման աստիճան, և այլ չափանիշներ, որոնք կարող են ներառել վարկանիշի առկայությունը, այլ շուկաներում աշխատանքի փորձը, մասնագիտացված ասոցիացիաներին մասնակցությունը և այլն [5, էջ 17-18]: Ընդունված է կիրառել նաև այնպիսի որակական չափանիշներ, ինչպիսիք են շուկայական տեղեկատվությունը, պարտքի կառավարչին խորհրդատվության տրամադրումը, հետազոտությունների իրականացումը, թողարկողի

առաջնորդը և ընդհանուր հարաբերությունների մակարդակը թողարկողի հետ: Սովորաբար ընդհանուր գնահատականը քանակական և որակական գնահատումների ամփոփ պատկերն է արտացոլում՝ կիրառելով որոշակի կշիռներ ըստ սահմանված առաջնահերթությունների: Մասնավորապես, երբ ֆինանսավորման հասանելիությունը ավելի է կարևորվում, քան դրա գինը, ավելի բարձր կշիռ տրվում է առաջնային շուկային և հակառակը: Միաժամանակ, քանակական և որակական չափանիշներից առաջիններին սովորաբար ավելի բարձր կշիռ է տրվում, իսկ երկրորդների կշիռը սովորաբար տատանվում է 20 տոկոսի շրջանակներում [10, էջ 30-31]: Մեր կողմից ուսումնասիրվել են եվրոպական երկրներում առաջնային գործակալների ընտրության համակարգերը, որոնց ամփոփ պատկերը բերված է աղյուսակ 1-ում:

**Աղյուսակ 1.** Առաջնային գործակալների վարքագծի գնահատման գործող համակարգերը որոշ ԵՄ երկրներում [8, էջ 1-86]

Երկիր	Ընտրության չափանիշներ
Ավստրիա	<ul style="list-style-type: none"> <li>Առաջնային շուկային մասնակցություն</li> <li>Առքի և վաճառքի գների սփրեղ և ծավալներ</li> <li>Էլեկտրոնային առևտրի կշիռ</li> <li>Շրջանառության ծավալներ</li> <li>Համադրելի երկրների համեմատ սփրեղի մեծություն</li> <li>Որակական գործոններ: ծառայությունների որակ, գործառնական որակ, հեղինակություն</li> </ul>
Դանիա	<ul style="list-style-type: none"> <li>Առաջարկ-պահանջարկ սփրեղեր և ծավալներ</li> <li>Մասնակցություն թողարկումների և հետգումումների աճուրդներին</li> <li>Տեղեկատվության տրամադրում և խորհրդատվություն</li> <li>Պարտատոմսերի առաջնորդ</li> </ul>
Ֆրանսիա	<ul style="list-style-type: none"> <li>Մասնակցություն աճուրդներին (40% կշիռ)</li> <li>Ակտիվություն երկրորդային շուկայում (30% կշիռ)</li> <li>Թողարկողի հետ հարաբերությունների որակը (30% կշիռ)</li> </ul>
Հունաստան	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ակտիվություն առաջնային շուկայում (20% կշիռ)</li> <li>Մասնակցություն երկրորդային շուկային (25% կշիռ)</li> <li>Արդյունավետ եկամտաբերության կորի ձևավորում (40% կշիռ)</li> <li>Նպաստում պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը (15% կշիռ)</li> </ul>
Նիդերլանդներ	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ակտիվություն առաջնային և երկրորդային շուկաներում</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Գնանշումների իրականացում</li> <li>• Պարտքային գործիքների առաջնորդում և հետազոտությունների իրականացում</li> </ul>
Սլովենիա	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ակտիվություն առաջնային շուկայում</li> <li>• Մասնակցություն երկրորդային շուկային</li> <li>• Ակտիվություն հետգնումների գործարքներում</li> <li>• Մատուցված ծառայությունների որակական գնահատական (այդ թվում՝ պարտատոմսերի առաջնորդում, տեղեկատվության տրամադրում, խորհրդատվություն և այլն)</li> </ul>

Ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ բոլոր երկրների դեպքում համակարգի պարտադիր տարրեր են առաջնային և երկրորդային շուկաներում ֆինանսական ինստիտուտի ցուցաբերած ակտիվությունը, ինչպես նաև հաճախ կարևորվում են գործունեության արդյունավետությունը և պարտատոմսերի շուկայի զարգացման մեջ ունեցած դերակատարումը:

Միաժամանակ, կարևոր են նաև համակարգին մասնակցելու ֆինանսական միջնորդների շարժառիթները՝ հատկապես հաշվի առնելով «շուկա ստեղծելու» գործունեության հետ առնչվող ռիսկերը, որոնք հաշվի առնելով առաջնային գործակալների համակարգերին մասնակցությունը հաճախ դիտվում է որպես վնասաբեր գործունեություն: Փորձը ցույց է տալիս, որ առաջնային գործակալները ավելի շատ օգուտներ են ունենում այդ կարգավիճակից բխող անուղղակի հնարավորություններից՝ շահույթ ապահովելու խորհրդատվական ծառայություններից, սինդիկացիաների, արժեթղթավորման և մասնավորեցման գործառնություններից: Մինչդեռ խոշոր բանկերի դեպքում առաջնային գործակալի կարգավիճակը ավելի կարևոր է այդ շուկայում առավել նշանակալի ներկայությունը ամրագրելու տեսակետից [7, էջ 31]: Որոշ հետազոտողներ եվրոպական բանկերի օրինակով պնդում են, որ առաջնային գործակալի ինստիտուտին մասնակցելիս բանկերը ներդնում են ֆինանսական կապիտալ՝ այն փոխարկելու «սոցիալական կապիտալի», որն ընդգրկում է կառավարության հետ երկարաժամկետ համագործակցության հաստատումը և ֆինանսական շուկայում հեղինակության ամրապնդումը [9, էջ 18]:

Պետական պարտատոմսերի շուկայում արդյունավետ գործունեություն ծավալելու՝ ֆինանսական միջնորդների շահադրդրման մակարդակը բարձրացնելու համար գործակալ-

ներին տարբեր արտոնություններ են տրվում, այդ թվում՝ ինչպես առաջնային, այնպես էլ երկրորդային շուկաներում մասնակցության առումով: Առաջնային շուկայում մասնակցության արտոնությունները սովորաբար ընդգրկում են թողարկողից գնման բացառիկ իրավունքը, բաց աճուրդների դեպքում՝ պահանջարկ ներկայացնելու համար լրացուցիչ ժամանակի տրամադրումը, աճուրդների ժամանակ կամ դրանցից հետո ոչ մրցակցային հայտերի ներկայացման հնավարությունը և այլն: Երկրորդային շուկայում մասնակցության շրջանակներում տրվող արտոնությունները ներառում են բացառիկ հասանելիությունը արժեթղթերի կարճաժամկետ փոխառության հնարավորությանը<sup>1</sup>, ԿԲ-ից արտոնյալ կերպով փոխառություններ վերցնելու, բաց շուկայական գործառնությունների ժամանակ ԿԲ-ի գործընկերը լինելու բացառիկ իրավունքները [10, էջ 19-27]:

**Վերլուծություն. առաջնային շուկայի գործակալի ինստիտուտը Հայաստանում:** ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալների ինստիտուտը ներդրվել է պարտքային շուկայի ձևավորման առաջին տարիներից՝ 1999թ.-ին, երբ շուկայում կարող էին գործել Առաջնային շուկայի գործակալները և Դիլերները (ի տարբերություն առաջինների, երկրորդներն ունեին գործունեության որոշակի սահմանափակումներ) [3, էջ 8]: Համակարգի՝ ներկայումս գործող կանոնների ամրագրումը արձանագրվել է 2017թ.-ին, երբ առաջնային շուկային մասնակցության իրավունք է տրվել միայն գործակալներին [1]: Դրանց համաձայն, գործակալների ընտրությունը իրականացվում է երեք չափանիշների հիման վրա՝ առաջնային շուկայի մասնակցության (40% կշիռ), երկրորդային շուկայում ակտիվության (50% կշիռ) և թողարկողի հետ աշխատանքի (10% կշիռ) ցուցանիշների հիման վրա<sup>2</sup>: Սահմանվում է պարտատոմսերի առաջնային գործակալների

<sup>1</sup> Այս գործիքով պարտքի կառավարիչը փոխառության է տրամադրում պետական պարտատոմսեր՝ «ծածկելու» գործակալների կարճ դիրքերը (երբ վաճառվել են պարտատոմսեր, որոնք գործակալի տրամադրության տակ առկա չեն):

<sup>2</sup> Առաջնային շուկայի մասնակցությունը որոշվում է տեղաբաշխման և հետգնման ծավալներում յուրաքանչյուր մասնակցի կշռով և դրա արդյունավետությամբ (բավարարված մրցակցային առաջարկությունների կշիռը ներկայացվածում), երկրորդային շուկայի ակտիվության ցուցանիշը բորսայական և արտաբորսայական գործառնությունների ծավալում մասնակցի կշռով, իսկ թողարկողի հետ աշխատանքը գնահատվում է թողարկողին տրամադրվող խորհրդատվության, վերլուծությունների, կանխատեսումների վերաբերյալ հաշվետվությունների տրամադրման, գործակալների հետ հանդիպումների ժամանակ ներկայացված առաջարկությունների և դիտողությունների հիման վրա:



գնահատականները, իսկ գծապատկեր 4-ում դրանց տատանողականությունը: Ինչպես կարելի է նկատել, միջինում առաջնային և երկրորդային շուկաների գնահատականները հիմնականում համադրելի են: Սակայն որոշ բանկերի դեպքում (հատկապես՝ Էյչ-Էս-Բի-Սի Բանկ Հայաստան, ՎՏԲ-Հայաստան Բանկ, Ամերիաբանկ) առաջնային շուկայի ակտիվությունը զգալիորեն բարձր է գնահատվել երկրորդային շուկայի մասնակցությունից: Ընդհանուր առմամբ, համադրելի է եղել նաև միջինում ժամանակի մեջ մասնակիցների գնահատականների տատանողականությունը: Սակայն ուշագրավ է, որ հիշատակված երեք մասնակիցներից երկուսի՝ Էյչ-Էս-Բի-Սի Բանկ

Հայաստանի և Ամերիաբանկի դեպքում առաջնային շուկայի ակտիվության տատանողականությունը զգալիորեն բարձր է երկրորդային շուկայի տատանողականությունից: Սա հուշում է, որ վերջիններիս մասնակցությունը շուկային եղել է համեմատաբար անկայուն:

Միաժամանակ, առաջնային շուկայի ակտիվության և երկրորդային շուկային մասնակցության միջին գնահատականները համեմատաբար թույլ են կոռելացվում, իսկ ընդհանուր գնահատականի հետ երկրորդային շուկայի գնահատականի կոռելացիան շատ ավելի բարձր է, քան առաջնային շուկայինը (աղյուսակ 2):

**Աղյուսակ 2.** *Առաջնային գործակալների վարքագծի միջին գնահատականների կոռելացիաները, տվյալների արդյունքը՝ [11]*

	Առաջնային շուկային մասնակցություն	Երկրորդային շուկայում ակտիվություն	Ընդհանուր գնահատական
<b>Առաջնային շուկայի ակտիվություն</b>	1.00		
<b>Երկրորդային շուկայի մասնակցություն</b>	0.61*	1.00	
<b>Ընդհանուր միավոր</b>	0.81***	0.95***	1.00

Բացահայտելու համար, թե որ գործոններն են բացատրում առաջնային գործակալի կարգավիճակը, գնահատվել է դիսկրետ ընտրության լոգիտիկ մոդել (probit model): Գնահատման արդյունքները վկայում են, որ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալ լինելու հավանականության

վրա ամենամանրակշիռ ազդեցություն ունեցող գործոնը բանկի չափն է՝ արտահայտված ակտիվների մեծությամբ: Միաժամանակ, բանկի կապիտալը վիճակագրորեն նշանակալի ազդեցություն ունեցող գործոն չէ (աղյուսակ 3):

**Աղյուսակ 3.** *ՊՊ առաջնային շուկայի գործակալի կարգավիճակը բացատրող գործոնները, գնահատված Probit մոդելով*

Կախյալ փոփոխական՝ ՊՊ շուկայի առաջնային գործակալ (1, 0)	
<b>Բացատրող փոփոխականներ</b>	Գործակից
<b>log(կապիտալ)</b>	-0.29
<b>log(ակտիվներ)</b>	0.84***
<b>log(պետական պարտատոմսեր)</b>	0.37***
<b>C</b>	-4.86***
<b>McFadden R<sup>2</sup></b>	0.16
<b>Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)</b>	Ժամանակային ընտրանք՝ 2015թ. 1-ին եռամսյակ-2020թ. 4-րդ եռամսյակ, տարածական ընտրանք՝ 17, (408)

Տվյալները հավաքագրվել են հեղինակի կողմից ՀՀ առևտրային բանկերի կայքերում գետեղված ֆինանսական հաշվետվություններից:

**Եզրակացություն. համակարգի արդյունավետությունը և բարելավման հնարավորությունները:** Մեր գնահատմամբ, ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալի ինստիտուտի արդյունավետ գործունեության համար բոլոր հիմնական

պայմաններն ապահովված են, և առկա է ավելի քան երկու տասնամյակների աշտատանքի փորձ: Մեր գնահատականները ցույց են տվել, որ ՀՀ շուկայում գործակալի կարգավիճակի համար որոշիչ գործոններ են բանկերի չափը և պետական պարտատոմսերում ներդրումների

ծավալը, որոնք կանխորոշում են երկրորդային շուկայում, իսկ վերջինս է՝ առաջնային շուկայում ակտիվության մակարդակը: Հիմք ընդունելով ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալների համարգի

ախտորոշումը, մեր կողմից գնահատվել է, թե որքանով է համակարգը համապատասխանում միջազգային փորձով դրա առաջ դրվող խնդիրներին: (աղյուսակ 4):

**Աղյուսակ 4.** ՀՀ-ում գործող առաջնային շուկայի մասնակիցների գնահատման համակարգի համապատասխանությունը դրա կողմից լուծվելիք խնդիրներին

Առաջնային գործակալների ինստիտուտի առաջ դրվող խնդիրներ (տե՛ս գծապատկեր 1)	ՀՀ-ում գործող համակարգի համապատասխանությունը առաջադրվող խնդիրներին	Հիմնավորումը
Ապահովել պարտատոմսերի նկատմամբ կայուն պահաջարկ	Համապատասխանում է	Գործող համակարգի պայմաններում կարգավիճակ են ստանում փաստացիորեն ակտիվների մեծ մակարդակ և պետական պարտատոմսերի մեծ պորտֆել ունեցող մասնակիցները, ինչը թույլ կտա ապահովել պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկ և շուկայի իրացվելիություն
Ապահովել երկրորդային շուկայի իրացվելիությունը		
Որոշակի կապիտալի ներգրվմամբ կլանել իրացվելիության կարճաժամկետ անկումները	Մասնակի է համապատասխանում	Ֆինանսական միջնորդի կապիտալի հարաբերական մեծությունը դեր չունի առաջնային գործակալի կարգավիճակի ստացման համար (դե յուրե և դե ֆակտո), սակայն ֆինանսական միջնորդի առաջ դրված կապիտալի նվազագույն պահանջը թույլ է տալիս բացարձակ առումով մասնակիորեն ապահովել պահանջը
Ստեղծել համապատասխան ուղիներ պարտատոմսերի վաճառքի համար	Մասնակի է համապատասխանում	Առաջնային շուկայի ակտիվությունը ենթադրում է վաճառքի ուղիների որոշակի մեխանիզմներ, սակայն չի տարանջատվում, թե ֆինանսական միջնորդը ներդրողների որքան լայն (ինչ թվով ներդրողներ) և ինչ կառուցվածքով բազա է ապահովում
Տրամադրել շուկայական տեղեկատվություն՝ ներառյալ գնի, ծավալի, շուկայական սփրեդերի վերաբերյալ	Համապատասխանում է	Գործող համակարգը ենթադրում է նաև թողարկողի հետ աշխատանքի գնահատում, որը ներառում է նաև թողարկողին տրամադրված շուկայական տեղեկատվության գնահատումը

Վերլուծության արդյունքները ցույց են տվել, որ ՀՀ-ում գործող գնահատման համակարգը ընդհանուր առմամբ մոտ է եվրոպական երկրներում գործող համակարգերին՝ առաջնային և երկրորդային շուկաներում ակտիվության կարևորման առումով: Միաժամանակ, ՀՀ-ի համակարգում կարող են դիտարկվել եվրոպական երկրների փորձին համապատասխան ֆինանսական միջնորդի կապիտալի մակարդակը և պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման ուղղությամբ կատարված աշխատանքը հաշվի առնելու ավելի արդյունավետ մեխանիզմներ: Այսպես օրինակ, որոշ

եվրոպական երկրների (Դանիա, Հունաստան, Նիդեռլանդներ) գնահատման համակարգում ներառված՝ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը նպաստելու գործոնը հաշվի առնելու հնարավորությունը կարող է դիտվել որպես համակարգի լավարկման հնարավոր ուղղություն: Մեր կարծիքով, դա կարող է իրականացվել ներդրողների համախմբի ընդլայնման և հատկապես՝ ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման ուղղությամբ կատարված քայլերի միջոցով: Այսպես, գնահատման համակարգում կարող են ներառվել պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգաց-

մանը նպաստելու ուղղությամբ կատարված աշխատանքը, որը կարող է չափվել եռամսյակի ընթացքում ներգրավված ներդրողների թվի, դրանց մեջ՝ ոչ բանկ ներդրողների մասնաբաժնի, ինչպես նաև ոչ ռեզիդենտ ներդրողների մասնաբաժնի ցուցանիշների միջոցով:

Միաժամանակ, համակարգը կարող է լավարկվել առավել արդյունավետորեն հակա-կշռելով գործակալներին տրվող առավելու-թյունները պարտականությունների հետ: Այսպես, չնայած որ ՀՀ առաջնային շուկայի գործակալները պարտավորություն ունեն երկրորդային շուկայում պարտադիր գնանշման ենթարկել ուղենիշային պարտատոմսերը [2], երկրորդային շուկայում գործունեության արտոնություններ սահմանված չեն: Հետևաբար, ներդրողների գնահատման համակարգում պար-տատոմսերի շուկայի զարգացմանը նպաստելու գործոնի ավելացումը կարող է գուցորդվել երկրորդային շուկայում գործունեության որո-շակի արտոնություններ սահմանելով, ինչպիսիք են պարտատոմսերի փոխառության հնարա-վորության սահմանումը կամ ԿԲ գործառու-թյուններում որոշակի արտոնությունների նախատեսումը:

#### Օգտագործված գրականության ցանկ

1. «ՀՀ պետական պետական գանձապետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի մասնա-կիցների վարքագծի գնահատման և ընտրության կարգը հաստատելու մասին» ՀՀ ֆինանսների նախարարի հուլիսի 13-ի թիվ 348-Ն հրաման. <https://minfin.am/website/images/website/pet.partq/348-N.pdf>:
2. ՀՀ կառավարություն, 2017 թ, «Պետական գան-ձապետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ արժեկտրո-նային պարտատոմսերի թողարկման, տեղա-բաշխման, հետգնման, շրջանառության և

մարման» կարգ.  
[https://minfin.am/website/images/website/iravakan\\_akter/voroshummer/petpartq/381k.voroshum.doc](https://minfin.am/website/images/website/iravakan_akter/voroshummer/petpartq/381k.voroshum.doc):

3. ՀՀ Ֆինանսների նախարարություն (2000). Հայաստանի Հանրապետության պետական պարտք: Հաշվետվություն 2020. 25 էջ. [https://minfin.am/website/images/files/2000\\_hashve\\_tvutyun\\_tarekan.pdf](https://minfin.am/website/images/files/2000_hashve_tvutyun_tarekan.pdf):
4. Պետական գանձապետական պարտատոմսերի առաջնային դիլերների գնահատման ուսումնա-սիրություն, ՀՀ ֆինանսների նախարարություն. [https://minfin.am/website/images/website/pet.partq/PD%20Framework\\_arm.docx](https://minfin.am/website/images/website/pet.partq/PD%20Framework_arm.docx):
5. **Arnove, M. M., & Iden, M. G.** Primary dealers in government securities: policy issues and selected countries experience. International Monetary Fund, 2003, pp. 65:
6. **Dattels, Peter**, “Microstructure of Government Securities Market,” in Coordinating Public Debt and Monetary Management, ed. by V. Sundararajan, Peter Dattels, and H. J. Blommestein (Washington: International Monetary Fund), 1997, p. 209-282.
7. **Dunne, P. G.**, Transparency proposals for European sovereign bond markets. Journal of Financial Regulation and Compliance, 2007, pp. 9:
8. European Primary Dealers Handbook. Association for Financial Markets in Europe. Updated Q4, Association for Financial Markets in Europe, 2015, pp. 86.
9. **Preunkert J.**, Primary dealer systems in the European Union. MaxPo Discussion Paper, No. 20/1, 2020, pp. 28.
10. Silva, A. C., & Richard, B. J. Primary dealer systems: draft background note, The World Bank, No. 104180, 2010, pp. 48.
11. [https://minfin.am/hy/page/arajnayin\\_dilerner\\_gortsa\\_kalner/](https://minfin.am/hy/page/arajnayin_dilerner_gortsa_kalner/)

*Сдана/Հանձնվել է 16.01.2022  
 Рецензирована/Գրախոսվել է 24.01.2022  
 Принята/Ընդունվել է 31.01.2022*