

Финансовый рынок Армении: развитие, современное состояние и перспективы

Игорь Алексеевич Яковлев (e-mail: iyakovlev@nifi.ru), к. э. н., первый заместитель директора, руководитель Центра международных финансов Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)

Кристина Владимировна Швандар (e-mail: shvandar@nifi.ru), д. э. н., руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)

Аннотация

В настоящей статье поставлена цель показать картину современного устройства финансового рынка Армении, дать краткое описание пройденного исторического пути его развития, рассказать, как разрешались возникавшие на нем трудности и какие проблемы все еще требуют решения. Банковская система страны демонстрирует высокие показатели достаточности капитала и ликвидности, создана отвечающая лучшим мировым образцам инфраструктура организованного рынка для торговли финансовыми активами. Однако объем банковских кредитов экономике пока еще не достигает 50 % ВВП; показатели капитализации рынка акций и оборота корпоративных облигаций невелики. Увеличению вклада финансового рынка в национальное экономическое развитие Армении способствовало бы повышение роли рынка ценных бумаг, прежде всего корпоративных облигаций. Совместными усилиями государства и рынка сделано уже многое для развития торгово-депозитарного блока, усовершенствования нормативно-правовой базы, расширения состава инвесторов. В заключительной части статьи приводятся предложения о существенных элементах дальнейшей работы по развитию фондового рынка в Армении.

Ключевые слова:

Армения, финансовый рынок, банки, страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные услуги, биржа, акции, облигации

JEL: G20, G21, G22, G23, N25

Развитие финансового рынка в Армении, как и в других странах на постсоветском пространстве, началось в трудный период становления новой национальной государственности в 1991 г. Два года спустя распад «рублевой зоны» и введение национальной валюты — драма — ознаменовали окончательный отрыв от финансовой системы прежнего союзного государства. Армения изначально сделала выбор в пользу рыночной экономической системы. Для начала 1990-х гг. это означало глубокий стартовый разрыв между новой экономической мотивацией людей и старыми структурами, системой права, унаследованными от плановой экономики.

Во всех странах, прошедших этот путь, структурные преобразования проходили тяжело и болезненно. Армения — не исключение. Поведение бизнеса в начале рыночных реформ отличалось низким осознанием социальной ответственности, восприятием рынка исключительно как источника быстрого обогащения любыми средствами, слабым пониманием

принципов деятельности в рыночной среде, отвечающих интересам всего общества. Этому благоприятствовали многочисленные в то время лакуны в законодательстве и регуляторной системе.

БАНКИ В АРМЕНИИ

В разрезе развития финансового рынка эти проблемы проявились в 1990-х гг. во «взрывном» образовании коммерческих банков. В 1994 г. их число составляло 55, в течение трех лет почти столько же оказались несостоятельными, но появлялись новые, и в 1997 г. количество действующих банков уменьшилось лишь до 30¹. В то время банковская система была чрезвычайно слабо связана с реальной экономикой, значительная часть ресурсов вкладывалась в спекулятивные рыночные активы, а капитал не обеспечивал надежного покрытия рисков.

Потребовалось время, чтобы подвести новую законодательную базу под регулирование банковской деятельности в условиях рынка и на ее основе обеспечить действенную систему правоприменения. Для финансового рынка первыми основополагающими правовыми актами стали закон «О Центральном банке Республики Армения» в редакции 1996 г. и принятый в том же году закон «О банках и банковской деятельности».

Первоначальным вектором развития рынка банковских услуг во многом объясняется последующий курс политики на его консолидацию, инструментом которой было повышение требований к капиталу банков. Ключевым моментом стало увеличение минимального капитала в 2009 г. с 2,4 млрд до 5 млрд драмов.

Обстоятельство, которое имеет существенное значение для Армении, — диаспора и в ее составе видные бизнес-персоны армянского происхождения. Диаспора активно участвует в развитии экономики Армении. Главным источником докапитализации банков в 2009 г. стали инвестиции, поступившие из-за рубежа, в том числе от представителей диаспоры. Совладельцами отдельных банков выступают Эйч-Эс-Би-Си Банк, «Кредит Агриколь» и ЕБРР. Общая особенность банковской системы Армении — значительная роль иностранных лиц в формировании ее ресурсов (при этом система — всецело частная, государство не владеет долями в капиталах банков).

Повышение требований к капиталу в 2009 г. способствовало стабилизации числа банков, в 2010–2015 гг. оно составляло 21. Принятым в 2015 г. решением ЦБ РА о повышении с 1 января 2017 г. минимального размера капитала до 30 млрд драмов была установлена еще более высокая планка для организаций с банковской лицензией. В течение 2016 г. в результате прекращения деятельности БТА Банка, Арэксимбанка и ПроКредитБанка, слившихся с другими банками, а также преобразования Всеармянского банка в инвестиционный фонд количество действующих банков сократилось до нынешних 17 (табл. 1). В Ереване действует также представительство российского АО «Россельхозбанк».

Таблица 1

Банки Армении (информация по состоянию на 31 декабря 2017 г.)

Организационно-правовая форма, название		Число филиалов	Активы, млрд	
			AMD	USD*
ЗАО	«Америабанк»	14	677,7	1,400
ЗАО	«Армбизнесбанк»	54	575,3	1,188
ЗАО	«Ардшинбанк»	64	568,3	1,174
ЗАО	«АКБА Кредит Агриколь Банк»	57	311,0	0,642
ЗАО	«Инекобанк»	23	277,8	0,574
ЗАО	«Конверсбанк»	33	252,7	0,522

¹ Центральный банк Республики Армения. URL: <https://www.cba.am/RU/SitePages/Default.aspx>.

Организационно-правовая форма, название		Число филиалов	Активы, млрд	
			AMD	USD*
ЗАО	«Банк ВТБ Армения»	67	215,8	0,446
ОАО	«Араратбанк»	61	212,6	0,439
ЗАО	«Эйч-Эс-Би-Си Банк Армения»	9	208,6	0,431
ОАО	«Юнибанк»	46	203,2	0,420
ОАО	Армэкономбанк	49	190,8	0,394
ЗАО	«Армсвисбанк»	–	162,0	0,335
ЗАО	«Арцах Банк»	23	137,3	0,284
ЗАО	«Анелик Банк»**	14	131,9	0,273
ЗАО	«Эвокабанк»	11	105,5	0,218
ЗАО	«Библос Банк Армения»	4	85,1	0,176
ЗАО	«Меллат Банк»	–	46,3	0,096
Итого			4362,2	9,011
% к ВВП			78,3	

* Эквивалент в долларах США (USD = 484,1 AMD); ** с 4 июня 2018 г. – ЗАО «АйДи Банк».
 Источники: banks.am; Статистический комитет РА (ВВП в 2017 г.).

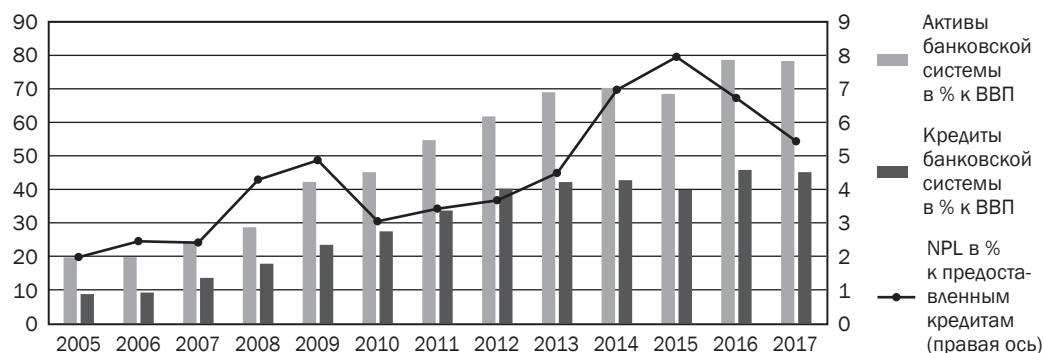
Важные вехи – принятие в 2004 г. закона «О гарантировании возмещения банковских вкладов физических лиц», создание системы страхования банковских вкладов. В 2008 г. был принят закон «Об обороте кредитной информации и деятельности кредитных бюро», он подвел правовую базу под деятельность бюро кредитных историй «АКРА Кредит Репортинг».

Банки в Армении – субъекты строгого и деятельного надзора и регулирования. Пруденциальные показатели банковской системы не только находятся в пределах нормативов, но некоторые – в очень комфортном удалении от них: достаточность капитала, общая и текущая ликвидность, риск на крупных заемщиков и связанных лиц [1].

В различных публикациях регуляторная жесткость нередко упоминалась среди причин слабого роста банковского кредита в Армении. Действительно, его объем пока не достигает и 50 % ВВП, но еще в первой половине 2000-х гг. он не составлял и 10 %. Действовали разные сдерживающие факторы: колебания спроса на деньги, превалирование высокой процентной ставки Центрального банка Республики Армения (далее – ЦБ РА), ограниченный доступ малых и средних банков к источникам ликвидности за пределами Армении. Тем не менее кредит демонстрировал поступательный рост в масштабах национальной экономики (рис. 1).

Рисунок 1

Динамика кредитов банковской системы Армении в сопоставлении с динамикой активов и качеством кредитов



Источники: составлено авторами по данным ЦБ РА и МВФ (Financial Soundness Indicators, FSI).

У Армении есть основания не форсировать кредитную экспансию банковской системы. Благодаря пруденциальной подготовленности банки не особенно пострадали от глобальной турбулентности последнего десятилетия. Тем не менее доля просроченных долгов возросла, особенно в годы потрясений в экономике главного экономического партнера — России. На кредитный риск приходится основная доля рисков банковской системы. Есть и другие причины. Банки — ключевые агенты на рынке платежно-расчетных услуг и нуждаются в надежном буфере ликвидности. Они пока составляют основной контингент на рынке ценных бумаг, в том числе государственных займов.

Повышению роли банковской системы Армении в качестве проводника кредитов в экономику способствовало бы развитие сегмента небанковских финансовых услуг и рынка корпоративных долевого и долговых инструментов финансирования — акций и облигаций.

Состав финансовых организаций в Армении включает, помимо банков, 37 небанковских кредитных организаций с суммарными активами на конец 2017 г. 475 млрд драмов, или 8,5 % ВВП, девять инвестиционных компаний и семь негосударственных страховых компаний (а также еще ряд субъектов). Вместе взятые, их активы в семь раз меньше активов банковской системы.

Отметим, пользуясь контекстом, что Армения на восемь лет опередила Россию в объединении функций регулирования и надзора на финансовом рынке в компетенции Центрального банка: ЦБ РА стал мегарегулятором в 2006 г.²

БИРЖЕВОЙ РЫНОК

В Армении создана отлаженная, отвечающая мировым стандартам инфраструктура организованной торговли финансовыми активами. Однако в структуре биржевой торговли сегмент акций и корпоративных облигаций стал заметен лишь после того, как в последние годы торговля в других сегментах стала покидать организованный рынок.

Во второй половине 1990-х гг. с началом массовой приватизации и выпуска государственных ценных бумаг в Армении появились площадки биржевой торговли. В 2000 г. был принят закон «О регулировании рынка ценных бумаг» (утратил силу), установивший, что фондовая биржа может создаваться исключительно в форме саморегулируемой организации, принадлежащей членам биржи. Ассоциация участников рынка ценных бумаг Армении в 2001 г. преобразовалась в Армянскую фондовую биржу, деятельность прочих биржевых фондовых площадок прекратилась [2].

Ключевым моментом в развитии правовой и регуляторной среды стало принятие в 2005 г. закона «О внедрении единой системы финансового регулирования и контроля», в соответствии с которым состоялась передача с 1 января 2006 г. полномочий упраздненной Комиссии по ценным бумагам Центральному банку, а в 2007 г. — закона «О рынке ценных бумаг», вступившего в силу 1 марта 2008 г.

В конце 2007 г. биржа и ЗАО «Центральный депозитарий Армении» (далее — ЦДА) в соответствии с новым законодательством (прежде его вступления в силу) преобразовались из саморегулируемых организаций в открытые акционерные общества. В 2008 г. владельцем ОАО «Армянская фондовая биржа» стала биржевая группа OMX AB, слияние которой с группой NASDAQ привело к возникновению нового корпоративного бренда — NASDAQ OMX Armenia (далее — ARMEX). Официальное переименование состоялось в 2009 г.; тогда же биржа стала владельцем 100 % акций ЦДА. Таким образом, в Армении была сформирована целостная современная инфраструктура регулируемого рынка ценных бумаг,

² Закон Республики Армения «О внедрении единой системы финансового регулирования и надзора» № ЗРА-242-Н от 22.12.2005.

объединяющая монобиржевую систему организованной торговли, Центрального депозитария и в лице последнего — центрального контрагента по сделкам с ценными бумагами³.

Другой новеллой закона «О рынке ценных бумаг» было отнесение банков к числу профессиональных участников рынка ценных бумаг в качестве лиц, оказывающих инвестиционные услуги. Их могут оказывать также инвестиционные компании и управляющие пенсионными и инвестиционными фондами. Члены ARMEХ: все банки, за исключением банка «Меллат», и пять инвестиционных компаний (табл. 2).

Таблица 2

**Инвестиционные компании Армении
(информация по состоянию на 31 декабря 2017 г.)**

Организационно-правовая форма, название	
ЗАО	«Капитал инвестментс»
ОАО	«Арменброк»
ЗАО	«Ренеса»
ОАО	«Тонтон»
ОАО	«Фьючр капитал маркет»
ОАО	«Альфасекьюритиз»
ЗАО	«Прайм Капитал»
ЗАО	«Дивиса Эй Эм»
ЗАО	«Куб Инвест»
Суммарные активы	
64,3 млрд драмов	

Источник: составлено авторами по данным ЦБ РА (<https://www.cba.am/ru/SitePages/fscfoinvestmentcompanies.aspx>).

ARMEХ — универсальная биржа. Площадкой для торговли акциями она была изначально. С 2005 г. осуществляется торговля валютой и корпоративными облигациями в драмах (затем — и валютными облигациями, выпускать которые корпорациям в Армении разрешено с 2012 г.). В 2008 г. созданы площадки для вторичной торговли государственными облигациями и сделок РЕПО. В 2010 г. открылась секция торговли межбанковскими кредитами «овернайт», а с 2012 г. предоставлялась также возможность размещения срочных обеспеченных кредитов⁴. С 2015 г. ведется торговля контрактами «валютный своп». Наконец, в 2017 г. состоялась передача ЦБ РА бирже функции организатора аукционов по первичному размещению и выкупу государственных облигаций.

Прежде крупнейшим сегментом биржевого рынка была торговля кредитными ресурсами, значительную долю также традиционно составляла торговля валютой. Однако с 2015 г. активность в этих сегментах переместилась на внебиржевой рынок. Торги в кредитной секции прекратились, а доля валютного рынка на бирже резко уменьшилась⁵. В 2016–2017 гг. при многократном сокращении суммарного объема биржевой торговли она концентрировалась в сегменте ценных бумаг (рис. 2 и 3).

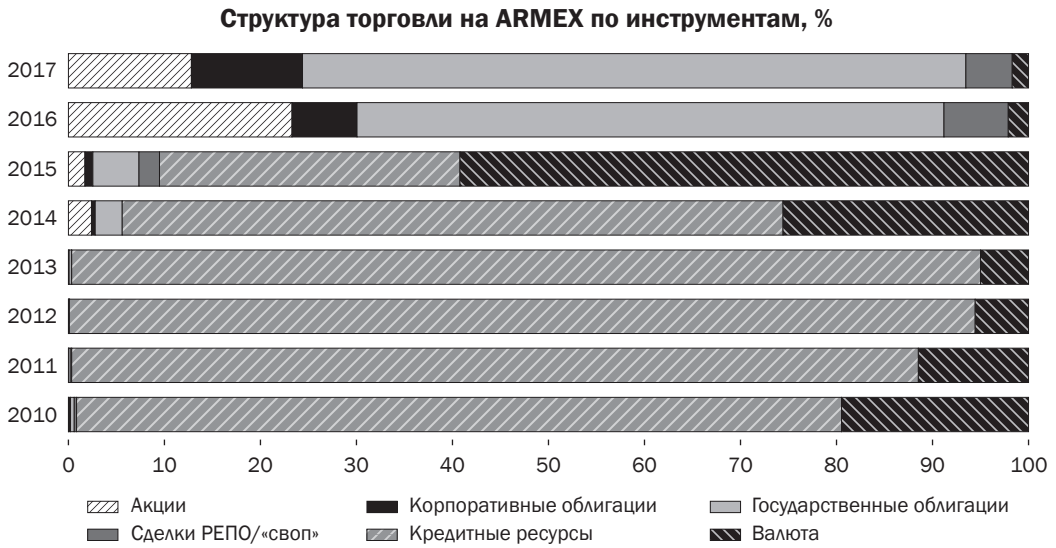
Назначение рынка ценных бумаг — служить генератором долгосрочных финансовых ресурсов для экономики. Для банков более естественный профиль — предоставление ограниченных по срокам обеспеченных кредитов. Когда развит фондовый рынок, банковский кредит доступнее малому и среднему бизнесу. И, следовательно, его развитие — задача из числа приоритетных.

³ ЦДА наряду с оказанием услуг централизованного хранения ценных бумаг осуществляет расчетно-клиринговую деятельность, а также выполняет функции национального нумерующего агентства и центрального реестродержателя (репозитария).

⁴ Торги в секции кредитных ресурсов приостановлены с 17 августа 2015 г.

⁵ Специалисты ARMEХ объясняют это тем, что из-за возникшего дефицита предложения валюты на рынке его участники предпочли двусторонние внебиржевые сделки.

Рисунок 2



Источник: составлено авторами по данным ARMEX (Monthly Bulletins (2009–2017 гг.), Reviews (2003–2008 гг.)).

Рисунок 3



Источник: составлено авторами по данным ARMEX (Monthly Bulletins (2009–2017 гг.), Reviews (2003–2008 гг.)).

Капитализация рынка акций на ARMEX в конце 2017 г. достигала лишь 2,7 % ВВП, в списках биржи числились всего десять эмитентов, а объем биржевой торговли акциями до недавних пор стремился к нулю. Это имеет историческую причину: в 2006 г. был отменен обязательный листинг для открытых акционерных обществ, и число эмитентов в биржевых списках уменьшилось с 197 в 2005 г. до 9–11 во все последующие годы. Хотя капитализация биржевого рынка от этого серьезно не пострадала (из списков вышли не крупные эмитенты), торговля акциями перешла во внебиржевой сегмент. Но и здесь она была небольшой – в редкие годы больше 1 % ВВП, максимум – 2,8 %.

Некоторое оживление торговли акциями наблюдалось в 2014–2016 гг. В частности, увеличились объемы сделок, проведенных через биржу. Этому способствовало доразмещение акций заметных эмитентов («Арцах ГЭК», Юнибанка, Ереванского завода чистого железа). Надо отметить, что основной режим биржевых торгов акциями и облигациями – непрерывный встречный аукцион с автоматической квитовкой заявок, но с 2008 г. ARMEX предоставляет возможность заключения двусторонних (адресных) сделок в режиме

«ручной обработки транзакций» в качестве выгодной для минимизации расчетного риска альтернативы их проведению на внебиржевом рынке. Этот механизм интенсивно использовался для торговли акциями в 2015–2017 гг.

Поясним некоторые существенные инфраструктурные аспекты. Расчетно-клиринговые услуги на бирже оказывает ЦДА. Расчеты по биржевым сделкам производятся способом поставки против платежа с неттингом встречных обязательств по ценным бумагам и денежным средствам (DVP-3) в день совершения сделки (T+0) со 100-процентным предварительным депонированием ценных бумаг и денежных средств. С использованием счетов, открытых членами ARMEX в системе расчетов на регулируемом рынке ценных бумаг, могут производиться также расчеты по внебиржевым транзакциям, для которых применяется способ поставки против платежа в модели DVP-2 и предоставляется возможность отложенных расчетов (T+n).

Нельзя сказать, что рынок акций сейчас требует первоочередного внимания. Теоретически доленое финансирование — ресурс, который компании готовы использовать в последнюю очередь. Первым и пока единственным IPO на ARMEX стало размещение в 2009 г. акций ОАО «Арцах ГЭК». Это был стартовый проект строительства гидроэлектростанций, активно поддержанный инвесторами, в том числе по патриотическим мотивам. Среди действующих компаний в Армении широко распространена организационно-правовая форма закрытого акционерного общества. На наш взгляд, развитие рынка ценных бумаг в Армении должно начинаться с корпоративных облигаций.

По состоянию на начало 2018 г. к торговле ARMEX были допущены 49 выпусков корпоративных облигаций, зарегистрированных 15 эмитентами с 2013 по 2017 г., из них основную часть составляли инструменты, котируемые по основному списку биржи. Однако рынок корпоративных облигаций пока очень небольшой. Совокупный объем облигационных выпусков, допущенных к торгам на бирже, в 2017 г. достиг почти 100 млрд драмов — в 1,5 раза меньше капитализации рынка акций на ARMEX. Годовые объемы торговли корпоративными облигациями, включая внебиржевую, до сих пор не превышали 25 млрд драмов и даже на пике в 2015–2017 гг. были не менее чем на порядок ниже по сравнению с рынком акций.

В последнее время наметилась активизация корпоративных облигационных займов. Растет число регистрируемых на ARMEX эмиссий. В 2017 г. количество вновь допущенных к биржевым торгам облигационных выпусков увеличилось втрое при двукратном росте числа эмитентов. В том числе были зарегистрированы дебютные выпуски Армбизнесбанка, банков «Анелик» и «АКБА-Кредит Агриколь», после восьмилетнего перерыва — новые выпуски Конверсбанка. Росли объемы вторичной торговли корпоративными облигациями, преимущественно в результате ускорившегося в этот период развития внебиржевого сегмента рынка. Особенность 2017 г. заключалась в повышении доли биржевых транзакций через механизм двусторонних сделок.

Оживлению рынка способствовало сочетание ряда обстоятельств. Во-первых, в условиях снижения процентных ставок по депозитам в драмах при сохранении низких ставок на рынке валютных депозитов облигации стали привлекательным активом в глазах инвесторов. Во-вторых, размещение в 2015 г. на ARMEX выпусков облигаций Всемирного банка послужило импульсом к возобновлению развития рынка облигационных займов в драмах, приостановленного серией кризисных явлений на внешних финансовых рынках. Размещение в 2013 и 2015 гг. еврооблигационных займов Республики Армения привело к появлению бенчмарка для облигаций в иностранной валюте [3].

В-третьих, еще одним импульсом к размещению банками облигационных займов послужила их докапитализация в 2016 г. В дальнейшем этот импульс сохранился, так как банки стали рассматривать выпуск облигаций с учетом их растущей инвестиционной привлекательности в качестве одного из условий конкурентоспособности [4].

В-четвертых, установленный ЦБ РА в целях дедолларизации вкладов норматив обязательных резервов по привлеченным банками депозитам в иностранной валюте составляет 18 % — в 9 раз больше, чем по депозитам в драмах. Однако, согласно правилам резервирования, размещение облигаций на регулируемом рынке позволяет уменьшить норматив в четыре раза, что побуждает банки к диверсификации инструментальной структуры пассивов.

Контингент эмитентов корпоративных облигаций представлен почти исключительно финансовым сектором, прежде всего банками. Это — очевидная диспропорция. Банки — заведомо наиболее надежные заемщики. В Армении приоритетное направление использования ими фондов от размещения облигаций — кредитование экспортно ориентированных предприятий. Следовательно, есть основания акцентировать внимание на вопросах доверия инвесторов к нефинансовым корпоративным заемщикам.

Одновременно банки составляют и основной контингент инвесторов на рынке ценных бумаг в Армении, примерно 80 % объема торговли на котором — торговля государственными облигациями. Для банков можно назвать нормой владение пакетами государственных облигаций Армении и иностранных суверенных заемщиков в размере от 5 до 20 % суммарных активов, при этом норма по весу портфеля корпоративных долговых и долевых инструментов в активах банков — не более 1 %. Это говорит о настоятельной необходимости диверсифицировать состав институциональных инвесторов.

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

Небанковскими институциональными инвесторами в Армении являются страховые компании, негосударственные пенсионные фонды и инвестиционные фонды. Однако их совокупные активы пока не достигают и 3 % ВВП.

Рынок страхования в Армении представлен семью негосударственными страховыми компаниями с их филиальной сетью (29 филиалов), не считая страховых агентов и брокеров (табл. 3).

Таблица 3

**Страховые компании Армении
(информация по состоянию на 31 декабря 2017 г.)**

Организационно-правовая форма, название	
ООО	«Армения Иншуранс»
ЗАО	«Инго Армения»
ООО	«АЙ ЭС ДЖИ Иншуранс»
ООО	«Наири Иншуранс»
ЗАО	«Ресо»
ЗАО	«Росгосстрах-Армения»
ЗАО	«Сил Иншуранс»
Суммарные активы (по данным ЦБ РА)	
49,5 млрд драмов	

Источник: составлено авторами по данным ARMEX (Monthly Bulletins (2009–2017 гг.), Reviews (2003–2008 гг.)).

Страховыми компаниями предлагается широкий спектр услуг (среди которых, однако, нет услуги страхования жизни), однако они мало востребованы. По данным ЦБ РА, в 2016 г. 55 % полученных страховых премий и 62 % начисленных возмещений составляли премии и возмещения по ОСАГО — на сегодняшний день единственному виду обязательного гражданского страхования в Армении.

В мире среди страховщиков источником долгосрочных финансовых ресурсов на рынке капитала обычно являются компании, предоставляющие услугу страхования жизни. Из мировой практики известно, что приоритет для страховщиков — инвестиции в государственные облигации, хотя в отдельных странах существенную часть составляют также

вложения в акции и облигации корпоративных эмитентов. Самая большая доля инвестиций армянских страховщиков приходится на банковские депозиты в стране и за рубежом, вложения в ценные бумаги составляют меньшую часть — 33 %, по данным ЦБ РА за 2015 г. (из них 32 % — государственные облигации).

Активы коллективных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов) в Армении пока небольшие, но уже больше по сравнению со страховыми компаниями, и здесь происходят обнадеживающие перемены.

Для коллективных инвесторов в мировой практике характерна более диверсифицированная структура инвестиций по сравнению со страховыми компаниями, в ней шире представлены негосударственные ценные бумаги. Пенсионные фонды консервативнее инвестиционных, однако пенсионные накопления традиционно рассматриваются наряду со страхованием жизни в качестве основного генератора долгосрочных ресурсов для фондового рынка.

Правовая основа деятельности коллективных инвесторов в Армении была создана принятием в 2010 г. законов «О накопительных пенсиях» и «Об инвестиционных фондах». В ходе поэтапно проводимой с 2011 г. реформы в Армении создается трехступенчатая система пенсионного страхования, включающая солидарный компонент, а также обязательный и добровольный накопительные компоненты.

В настоящее время две компании по управлению активами управляют инвестициями шести негосударственных пенсионных фондов с тремя разными инвестиционными стратегиями, действующими в системе обязательного пенсионного страхования. Еще одна компания управляет двумя фондами добровольного пенсионного страхования (табл. 4).

Таблица 4

**Негосударственные пенсионные фонды Армении
(информация по состоянию на 31 декабря 2017 г.)**

Компании по управлению активами	Пенсионные фонды	
ЗАО «Амунди-АКБА Ассет Менеджмент»	Фонд фиксированного дохода ЗАО «Амунди-АКБА Ассет Менеджмент»	Обязательное пенсионное страхование
	Консервативный фонд ЗАО «Амунди-АКБА Ассет Менеджмент»	
	Сбалансированный фонд ЗАО «Амунди-АКБА Ассет Менеджмент»	
ООО «ЦЕ-КВАДРАТ Ампега Ассет Менеджмент Армения»	Пенсионный фонд фиксированного дохода ООО «ЦЕ-КВАДРАТ Ампега Ассет Менеджмент Армения»	
	Консервативный пенсионный фонд ООО «ЦЕ-КВАДРАТ Ампега Ассет Менеджмент Армения»	
	Сбалансированный пенсионный фонд ООО «ЦЕ-КВАДРАТ Ампега Ассет Менеджмент Армения»	
Суммарные активы (по данным ЦБ РА)		105,8 млрд драмов
АО «Капитал Ассет Менеджмент»	Пенсионный фонд «САМavor1» ЗАО «Капитал Ассет Менеджмент» (фонд фиксированного дохода)	Добровольное пенсионное страхование
	Пенсионный фонд «САМavor2» ЗАО «Капитал Ассет Менеджмент» (консервативный фонд)	

Источник: составлено авторами по данным ARMEX (Monthly Bulletins (2009–2017 гг.), Reviews (2003–2008 гг.)).

Накопительная пенсионная система в Армении еще только складывается, но ее инвестиции за 2016–2017 гг. увеличились более чем втрое. Существенную их часть составляют корпоративные ценные бумаги, хотя она и уступает суммарной доле государственных облигаций и депозитов.

За 2016–2017 г. доля корпоративных облигаций в активах фондов возросла с 4 до 8,8 %. Однако вложения в акции росли меньшими темпами по сравнению с суммарными

активами фондов, поэтому в совокупности вес корпоративных инструментов, долевых и долговых, повысился ненамного — с 34,4 до 36,9 %. Пока он не очень большой в международных сопоставлениях. Активность пенсионных фондов на рынке корпоративных ценных бумаг в будущем зависит от объемов эмиссии и доверия к эмитентам, а также от развития рынка паев инвестиционных фондов.

В 2017 г. в Армении действовали 16 инвестиционных фондов. Сейчас только один из них является публичным фондом с неограниченным числом участников, распределение долей в котором может осуществляться путем публичного предложения: это Инвестиционный фонд государственных ценных бумаг управляющей компании ЗАО «Капитал Ассет Менеджмент». Профильный актив для него — государственные облигации (хотя в 2015–2016 гг. он недолгое время владел крупным в масштабе своих активов портфелем корпоративных облигаций).

ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПО РАЗВИТИЮ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В АРМЕНИИ

С развитием сегмента коллективных инвестиций можно говорить о подвижках в разнообразии инвесторов на рынке ценных бумаг, позволяющих рассчитывать на предложение долгосрочных фондов. Параллельно в стране сделано и делается много для того, чтобы на рынке складывались комфортные условия, росла его функциональность, обеспечивались возможности для привлечения инвестиций из-за рубежа (в том числе от диаспорных инвесторов). Здесь пересекаются инициативы, исходящие и от самого рынка, и от государства.

Рынок подключает актуальные технологии, улучшает бизнес-процессы и налаживает каналы взаимодействия с инвесторами. Биржей внедряется новая торговая система Genium INET; на этой технологической платформе организованы аукционы по размещению и выкупу государственных ценных бумаг. Запущена во взаимодействии с Министерством финансов РА онлайн-система удаленного доступа к этим аукционам физических лиц (расчеты с ними проводятся по банковским картам).

ЦДА в 2013 г. совершил переход на современную технологическую платформу DEPEND в торгово-депозитарной деятельности. Тогда же состоялось внедрение новой бизнес-модели оказания услуг клиентам через сеть операторов счета. Статус операторов счета имеют 13 банков и пять инвестиционных компаний. Преимуществами бизнес-модели являются доступность услуг Центрального депозитария на местах, в регионах (чтобы получить их, клиенту достаточно обратиться в ближайший филиал банка) и активизация профессионального посредничества на рынке ценных бумаг [5].

ЦДА установлены двусторонние связи путем взаимного открытия счетов номинального держателя с европейским международным центральным депозитарием Clearstream, российским Национальным расчетным депозитарием (НКО АО НРД) и белорусским Республиканским центральным депозитарием ценных бумаг; открыт счет номинального держателя в Центральной депозитарии ценных бумаг Казахстана. С 2012 г. ARMEX использует информационную сеть Globenewswire для доведения сведений об эмитентах в Армении до инвесторов, аналитиков и СМИ за рубежом [6].

Вклад государства заключается прежде всего в правовом регулировании на основе мировых стандартов. Базовое законодательство 2008 г. о рынке ценных бумаг изначально строилось в концептуальной близости к MiFID (директиве Евросоюза о рынках финансовых инструментов). Регулирование рынка отвечает принципам, декларируемым IOSCO (Международной организацией комиссий по ценным бумагам). Законодательство о пенсионных и инвестиционных фондах принято в духе UCITS (Европейской директивы о коллективных инвестициях в ценные бумаги, обращающиеся на рынке).

Традиционно важное значение в вопросе привлечения иностранных инвесторов придается использованию производных финансовых инструментов в целях хеджирования. Серьезным вкладом стала имплементация в национальное законодательство при техниче-

ском содействии ЕБРР стандартов ISDA (2016 г.), которые приводят договоры по производным финансовым инструментам к международно признанным нормам по механизмам реализации прав стороны сделки, учету и оценке стоимости базовых активов [7].

Создаются правовые условия для развития рынка секьюритизированных активов. Законы «Об обеспеченных ипотечных облигациях» и «О секьюритизации активов и обеспеченных активами ценных бумагах» приняты в 2008 г. В 2016 г. Первый фонд секьюритизации кредитного портфеля управляющей компании ЗАО «Капитал инвестментс» впервые разместил выпуск облигаций, обеспеченных микрофинансовыми кредитами, предоставленными небанковскими кредитными организациями.

Имевшаяся неопределенность в вопросе об уплате госпошлины за регистрацию прав на имущество при покупке ипотечно обеспеченных ценных бумаг была улажена в законодательстве в 2016 г. Год спустя на ARMEX состоялся дебютный выпуск облигаций ОАО «Первая ипотечная компания», обеспеченных ипотечными кредитами (в предыдущие годы размещались только ценные бумаги, обеспеченные гарантиями ЗАО «Национальная ипотечная компания» по рефинансированию ипотечных кредитов) [8].

Валютное законодательство в Армении — очень либеральное. Фактически объектом контроля является только противодействие легализации преступных доходов и финансированию терроризма.

Налоговый режим благоприятствует развитию рынка. Ставка налога на доходы нерезидентов от процентного вознаграждения по корпоративным облигациям и дивидендов не отличается от той, по которой облагается процентный доход по вкладам (10 %). Такой же налог уплачивают резиденты с процентов по облигациям, а с дивидендов — 5 %.

Особенно благоприятный режим создан для инвестиционных фондов, которые уплачивают только налог в размере 0,01 % от чистой стоимости своих активов. Доходы физических и юридических лиц от участия в инвестиционных фондах освобождаются от уплаты подоходного налога и налога на прибыль. При этом ставка налога на прибыль юридических лиц в обычном случае составляет 20 % [9].

ПРЕДЛОЖЕНИЯ И ВЫВОДЫ

В Армении создана компактная банковская система, хорошо отрегулированная, с большими запасами капитала и ликвидности. Государство не участвует в капитале банков, но большая доля контроля принадлежит иностранным инвесторам, в том числе диаспорным бизнесменам. Банковский кредит растет в масштабах национальной экономики, но пока не превышает половину ВВП.

По нашему мнению, активизации деятельности банков по кредитованию реального сектора и благоприятным структурным изменениям на кредитном рынке может способствовать развитие сектора небанковских финансовых услуг и повышение роли рынка ценных бумаг, прежде всего облигационного рынка, в аккумулировании и распределении долгосрочных финансовых ресурсов. Есть крупные достижения в развитии правовой и регуляторной среды фондового рынка, его инфраструктуры. Складывается сегмент коллективных инвестиций. Однако рынок пока очень мал, что говорит о необходимости поиска дополнительных решений по его расширению.

Развитие рынка капитала, направленное на стимулирование эмиссии акций и облигаций местными компаниями, — первый пункт в повестке финансовых мер программы национального развития на ближайшие годы. Затем следует развитие страхового рынка, внедрение новых инструментов страхования и системы страхования жизни. Рост страхового сегмента благоприятствовал бы расширению базы долгосрочных институциональных инвесторов, которая начинает складываться в сегменте коллективных инвестиций. По крайней мере на рынке государственного долга страховые компании способны принять на себя часть инвестиций, которые сейчас поставляются банками.

Внешние инвесторы, в особенности вне диаспоры, оценивая предложения на рынке, ориентируются прежде всего на кредитные рейтинги эмитентов или выпусков. Обычно инвесторы ожидают наличие у эмитента не менее двух рейтингов, присвоенных разными агентствами. В Армении корпорации не обязаны иметь кредитный рейтинг для размещения ценных бумаг. Лишь у нескольких эмитентов есть рейтинги международных агентств. Рейтингование — дорогостоящая услуга; тем не менее и ЦБ РА, и биржа убеждают эмитентов в необходимости сотрудничества с рейтинговыми агентствами для того, чтобы выходить с займами на внешние рынки или привлекать иностранные инвестиции на внутреннем.

Важно создать надежную защиту законных прав и интересов инвесторов. Она обеспечивается законодательством о рынке ценных бумаг и иностранных инвестициях, но, возможно, продуктивнее было бы подвести под регулирование отношений в этой области самостоятельный законодательный акт по примеру российского закона 46-ФЗ⁶. Доверие розничных инвесторов зависит от гарантий защиты в случае невыполнения обязательств лицами, оказывающими инвестиционные услуги. Здесь можно руководствоваться европейской директивой о компенсационных системах для инвесторов⁷.

В Армении проделана значительная работа по имплементации стандартов корпоративного управления и раскрытия информации, особенно в банковском секторе. В докладе ОЭСР для Евразийской группы по корпоративному управлению в целях развития рынка капитала (2012 г.) достигнутые в этой области результаты признаны удовлетворительными в сопоставлении с рядом других государств Европы и Центральной Азии, также образовавшихся после 1991 г. Однако в этом направлении еще предстоит усовершенствования [10].

За 25 лет финансовый сектор Армении прошел путь от остатков республиканского сегмента банковской системы бывшего союзного государства к национальной финансовой системе — конкурентоспособной, опирающейся на современное законодательство и отлаженную инфраструктуру. Имеющийся задел и наличие политической воли открывают реалистичную перспективу роста рынка корпоративных ценных бумаг до 10 % ВВП и более, активов страховых компаний — до 2 % ВВП и более; увеличения в пределах десятилетия объема кредитов банковской системы до размеров ВВП.

Библиография / References

1. Финансовая система Армении: развитие, регулирование, надзор. 2016 / Центральный банк Республики Армения, 2017. URL: <https://www.cba.am/RU/ppublications/finsitem2016.pdf> [The Financial System of Armenia: Development, Regulation, Supervision. 2016. Central Bank of Armenia, 2017. Available at: https://www.cba.am/EN/ppublications/supervision_2017.pdf (In Russ.)].
2. Симонян В. В. Фондовый рынок Армении в условиях интеграционных процессов на постсоветском пространстве // Финансы и бизнес. 2013. № 1. С. 76–81 [Symonyan V. V. Securities Market of Armenia within Integrational Developments in the Post-soviet Area. *Finansy i Biznes — Finance and Business*, 2013, no. 1, pp. 76–81 (In Russ.)].
3. Почему пора вкладывать в корпоративные облигации в Армении? / АРКА. 15.03.2017. URL: www.armbanks.am/2017/03/15/106415 [Why is it Time to Invest in Corporate Bonds in Armenia? ARKA. March 15, 2017. Available at: www.armbanks.am/2017/03/15/106415 (In Russ.)].
4. Банки Армении усиленно пытаются оживить рынок капитала. АрмИнфо. 29.05.2017. URL: <https://conversebank.am/ru/media-about-us/item/2017/05/29/bondsss> [Armenian Banks are Vigorously Trying to Revive the Capital Market. ArmInfo Information Agency. May 29, 2017. Available at: <https://conversebank.am/ru/media-about-us/item/2017/05/29/bondsss> (In Russ.)].

⁶ Федеральный закон № 46-ФЗ от 05.03.1999 «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг».

⁷ Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on investor compensation schemes.

5. Степанян В. Центральный депозитарий Армении: учетная система и управление рисками // Депозитарий. 2013. № 7/8 (125/126). С. 22–24 [Stepanyan V. Central Depository of Armenia: Accounting System and Risk Management. *Depositarium*, 2013, no. 7/8 (125/126), pp. 22–24 (In Russ.)].
6. Все, что мы делаем, мы делаем на благо рынка. Интервью с генеральным директором НАСДАК ОЭМЭКС Армения Константином Сарояном // Депозитарий. 2014. № 2 (132). С. 5–7 [All that we do, we do for the benefit of the market. Interview with Konstantin Saroyan, Chief Executive, NASDAQ OMX Armenia. *Depozitarium*, 2014, no. 2 (132), pp. 5–7 (In Russ.)].
7. Директор NASDAQ OMX Armenia: Ценные бумаги в драмах станут доступнее иностранным инвесторам / NEWS.am. 28.10.2016. URL: <http://analitikaua.net/2016/direktor-nasdaq-omx-armenia-tsennyye-bumagi-v-dramah-stanut-dostupnee-inostrannym-investoram> [Director of the NASDAQ OMX Armenia: Dram-denominated Securities Are to Become More Accessible to Foreign Investors. NEWS.am. October 28, 2016. Available at: <http://analitikaua.net/2016/direktor-nasdaq-omx-armenia-tsennyye-bumagi-v-dramah-stanut-dostupnee-inostrannym-investoram> (In Russ.)].
8. Шаг к доступной ипотеке: В Армении облегчат секьюритизацию ипотечных кредитов / NEWS.am. 24.11.2015. URL: <http://analitikaua.net/2015/shag-k-dostupnoy-ipoteke-v-armenii-oblegchat-sekyuritizatsiyu-ipotechnyih-kreditov> [Step to Affordable Mortgage: Armenia to Facilitate Securitization of Mortgage Loans. NEWS.am. November 24, 2015. Available at: <http://analitikaua.net/2015/shag-k-dostupnoy-ipoteke-v-armenii-oblegchat-sekyuritizatsiyu-ipotechnyih-kreditov> (In Russ.)].
9. Абрамян М. Тенденции развития рынка ценных бумаг Республики Армения // Депозитарий. 2014. № 5 (135). С. 20–22 [Abrahamyan M. Trends in the Development of Armenia's Securities Market. *Depozitarium*, 2014, no. 5 (135), pp. 20–22 (In Russ.)].
10. Capital Markets in Eurasia: Two Decades of Reform. OECD, 2012. Expanded Second Draft Prepared for the Experts Meeting of the Eurasia Group on Corporate Governance for Capital Market Development, 19–20 June, 2012 Istanbul. Available at: <http://www.oecd.org/daf/ca/CapitalMarketsinEurasia.pdf>.

I. A. Yakovlev, K. V. Shvandar

Armenian Financial Market: Development, Present Conditions and Perspective

Authors' affiliation:

Igor A. Yakovlev (e-mail: iyakovlev@nifi.ru), ORCID 0000-0002-6820-4689, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation

Kristina V. Shvandar (e-mail: Shvandar@nifi.ru), ORCID 0000-0001-9946-5681, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation

Abstract

The goal of this article is to show how the financial market of Armenia is arranged at the moment with short descriptions of the historical path of its development, explaining how past difficulties were solved and what problems still need to be addressed. The country's banking system demonstrates high capital adequacy and liquidity ratios, while the infrastructure of organized market for trading in financial assets meets the best world standards. However, the volume of bank loans to the economy still does not reach 50 % of GDP; the capitalization of the stock market and the turnover of corporate bonds show the modest market capacity. Enhance of the securities market, primarily corporate bonds market would facilitate the increase in contribution of the financial market to the national economic development of Armenia. Joint efforts of the authorities and the market have done much for the development of the trade and depository block, improvement of the regulatory framework, enlargement of the investors community. In the final part of the article the authors present their considerations on the essential components of a further work on the development of the Armenian stock market.

Keywords:

Armenia, financial market, banks, insurance companies, pension funds, investment services, exchange, equity, bonds

JEL: G20, G21, G22, G23, N25

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-4-90-102>