

## ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

*А.М. Багдасарян*

Статья посвящена проблемам развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. Проведено исследование основных показателей рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой, проведен сравнительный анализ показателей рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой и странах с развитым рынком, выявлены основные проблемы и предложены пути развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой.

*Ключевые слова:* рынок ценных бумаг, фондовые биржи, переходная экономика.

**Постановка проблемы.** Рынок ценных бумаг является одним из важнейших составляющих частей финансового рынка. Развитие и повышение конкурентоспособности экономики в странах с переходной экономикой во многом зависит от уровня развития рынка ценных бумаг. Однако рынок ценных бумаг в большинстве стран с переходной экономикой находится либо на стадии формирования, либо на начальных стадиях развития.

**Анализ исследований и публикаций.** Для разработки путей развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой необходимо исследовать основные показатели рынка ценных бумаг в разных странах с переходной экономикой, подвергнуть сравнительному анализу показатели рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой и странах с развитым рынком, а также с мировыми показателями, выявить основные проблемы развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. Вышеперечисленные проблемы в той или иной мере исследованы в трудах ученых и исследователей, работающих на территории бывшего СССР, а также в трудах иностранных исследователей. В частности, проблемы методологического характера тщательно обсуждены в трудах Миркина Я.М. [2, 3], а закономерности и тенденции развития мировых фондовых рынков – в трудах Рубцова Б.Б. [4]. Однако развитие рынка ценных бумаг требует постоянного исследования рынка, выявления проблем и проведения сравнительного анализа показателей рынка ценных бумаг и проблем развития рынка в разных странах с переходной экономикой.

**Формулирование целей статьи.** Целью данного исследования является анализ основных показателей, проведение сравнительного анализа и выявление основных проблем развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой.

**Изложение основного материала исследования.** Исходя из целей исследования и значимо-

сти для развития экономики в целом, в статье основное внимание уделено анализу показателей рынка инвестиционных ценных бумаг, в частности, структуре рынка, а также исследованию основных биржевых показателей.

Показатели объема рынка инвестиционных ценных бумаг и валового внутреннего продукта в странах с развитыми и формирующимися рынками показаны в табл. 1.

Как видно из табл. 1, в период с 2006–2008 гг. объем мирового валового продукта показывал тенденцию роста. Однако в свете мирового финансово-экономического кризиса объем мирового валового продукта существенно снизился в период с 2008–2009 гг. Из таблицы видно также, что начиная с 2009 г. объем мирового валового продукта начал снова показывать тенденцию роста и в 2010 г. объем мирового валового продукта уже превысил соответствующий показатель 2008 г. Объем валового внутреннего продукта в Европейских странах с переходной экономикой снизился в большей степени, чем объем мирового валового продукта. Начиная с 2009 г. объем валового внутреннего продукта в Европейских странах с переходной экономикой тоже начал показывать тенденцию роста, однако в 2010 г. этот показатель в Европейских странах с переходной экономикой был значительно меньше соответствующего показателя 2008 г.

Из табл. 1 видно, что более значительными были различия между мировыми показателями и показателями Европейских стран с переходной экономикой по показателю объема рынка инвестиционных ценных бумаг. Объем мирового рынка инвестиционных ценных бумаг рос до 2007 г., после чего произошло резкое снижение этого показателя. Начиная с 2008 г. объем мирового рынка инвестиционных ценных бумаг начал снова показывать тенденцию роста, и в 2010 г. этот показатель превысил соответствующий показатель 2007 г.

Таблица 1

Объем рынка инвестиционных ценных бумаг и валового внутреннего продукта в странах с развитыми и формирующимися рынками ценных бумаг, 2006–2010 гг. [5, 9]

Страна	Объем рынка инвестиционных ценных бумаг**, млрд долл. США					Объем валового внутреннего продукта, млрд долл. США				
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
США	46 305	49 802	42 395	46 729	49 818	13 195	13 808	14 441	14 119	14 527
Япония	13 515	13 881	14 687	15 317	18 253	4 366	4 382	4 911	5 069	5 459
Евросоюз*	36 272	42 952	36 400	43 569	41 923	13 644	15 689	17 037	15 373	15 161
В т.ч.										
<i>Германия</i>	6 489	7 711	6 600	7 036	6 792	2 899	3 321	3 673	3 339	3 287
<i>Великобритания</i>	7 092	7 696	5 839	7 509	8 395	2 395	2 765	2 680	2 179	2 250
<i>Франция</i>	5 808	7 104	6 025	7 054	6 926	2 252	2 594	2 867	2 656	2 563
<i>Италия</i>	4 518	5 293	5 016	5 761	4 957	1 853	2 105	2 314	2 118	2 055
Страны с формирующимися рынками	17 749	28 770	16 374	23 624	28 334	14 079	17 282	20 606	19 566	23 427
В т.ч.										
<i>Европейские страны</i>	2 615	3 358	1 540	1 865	2 628	2 631	3 527	4 126	3 264	3 728
<i>Азиатские страны</i>	10 375	18 288	10 160	15 478	18 318	6 260	7 482	8 902	9 480	11 427
<i>Страны Ц. и Юж. Америки</i>	3 011	4 377	3 265	4 526	5 225	2 942	3 609	4 209	3 965	4 834
<i>Африканские страны</i>	992	1 348	600	737	983	920	1 100	1 282	883,4	1 049
Весь мир	119 561	144 928	117 043	139 271	149 944	48 204	54 545	60 918	57 843	62 911

\* Включает данные только западноевропейских стран – членов ЕС. Новые члены ЕС включены в группу европейских стран с формирующимися рынками.

\*\* Рассчитано как сумма капитализации рынка акций и непогашенной задолженности по долговым ценным бумагам.

Объем рынка инвестиционных ценных бумаг в Европейских странах с переходной экономикой в период с 2007–2008 гг. снизился более, чем в два раза. Хотя начиная с 2008 г. объем рынка инвестиционных ценных бумаг в Европейских странах с переходной экономикой тоже начал показывать тенденцию роста, однако в 2010 г. этот показатель был почти в два раза меньше соответствующего показателя 2007 г.

Динамика изменения валового внутреннего продукта, объема рынка инвестиционных ценных бумаг и банковских активов в мире и в странах Восточной Европы показана на рис. 1.

Как видно из рис. 1, в период с 2001 – 2010 гг. показатель объема мирового рынка инвестиционных ценных бумаг почти всегда более чем в два раза превышал показатель объема мирового валового продукта. Объем банковских активов тоже в значительной степени превышал объем мирового валового продукта. Картина иная в странах Восточной Европы. Здесь показатель объема валового внутреннего продукта почти в два раза превышал показатель объема рынка инвестиционных ценных бумаг и в значительной степени – объем банковских активов. Из рис. 1 видно также, что показатель объема рынка инвестиционных ценных бумаг в странах Восточной Европы не показывает стабильной динамики.

Динамика изменения объема рынка акций и долговых ценных бумаг в мире и в странах Вос-

точной Европы показана на рис. 2.

Как видно из рис. 2, в период с 2001–2010 гг. показатель объема мирового рынка долговых ценных бумаг всегда превышал показатель объема мирового рынка акций. В указанном периоде объем мирового рынка долговых ценных бумаг стабильно рос, чего нельзя сказать об объеме мирового рынка акций. В период с 2001–2002 гг. объем мирового рынка акций падал. В период с 2002–2007 гг. объем мирового рынка акций начал расти быстрыми темпами, в 2007–2008 гг. – резко снизился, потом – снова начал расти быстрыми темпами. Из вышесказанного видно, что кризисы в финансовой системе сильнее влияют на показатели мирового рынка акций, чем рынка долговых ценных бумаг. Однако структурный анализ мирового рынка долговых ценных бумаг выявляет несоразмерное развитие отдельных частей этого рынка. Начиная с 2002 г. объем мирового рынка негосударственных долговых ценных бумаг превышает объем мирового рынка государственных долговых ценных бумаг. Показатель объема мирового рынка негосударственных долговых ценных бумаг рос почти равномерно до 2009 г., после чего начал снижаться. Показатель объема мирового рынка государственных долговых ценных бумаг наоборот, снижался до 2002 г., после чего начал стабильно расти. Структурный анализ указывает, что стабильному росту объема мирового рынка долговых ценных бумаг способствовало наличие

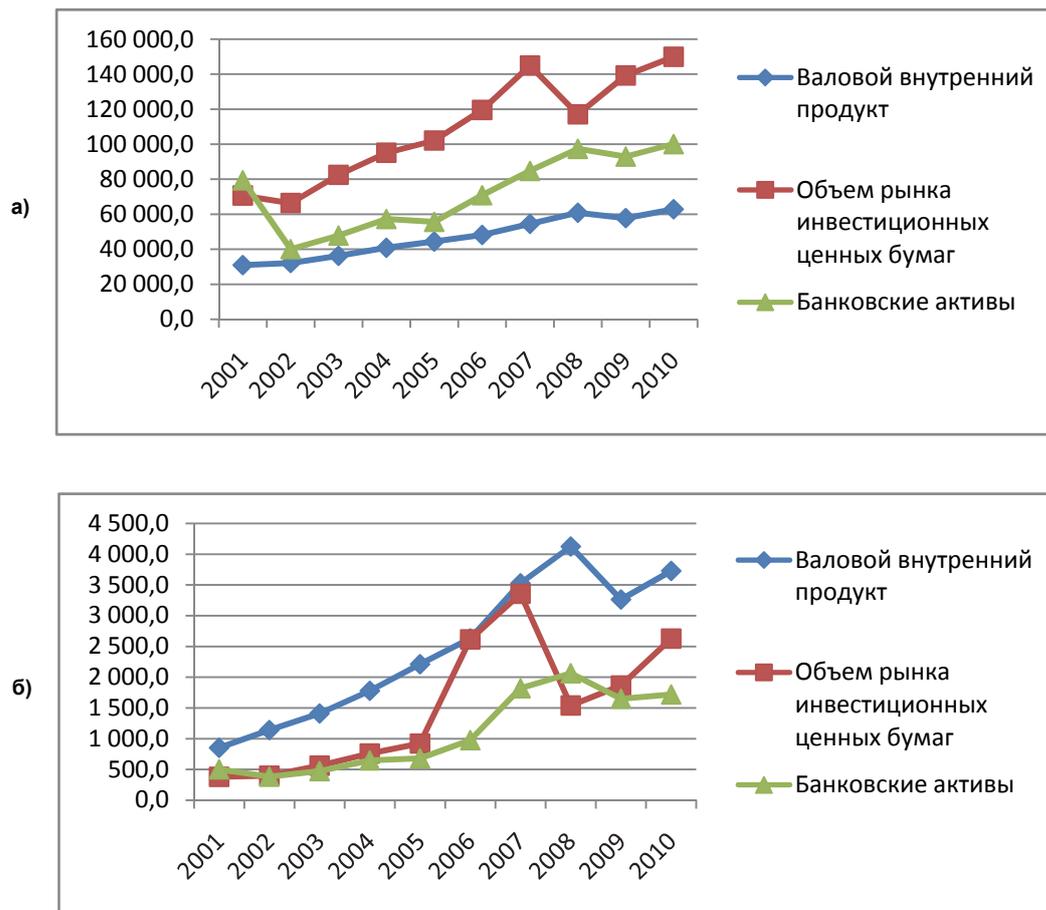


Рис. 1. Динамика изменения валового внутреннего продукта, объема рынка инвестиционных ценных бумаг и банковских активов: а) в мире; б) в странах Восточной Европы, 2001–2010 гг. [5, 9]

двух факторов, действующих в разных направлениях – объем частных инвестиций, финансируемых также за счет заемного капитала, который увеличивается в периоды экономического роста и объем государственного долга, который увеличивается в периоды экономического спада.

Из рис. 2 видно, что объем рынка акций в странах Восточной Европы имеет более нестабильную динамику. До 2005 г. объем рынка акций в странах Восточной Европы был значительно меньше объема рынка долговых ценных бумаг. 2005–2007 гг. объем рынка акций увеличился почти в 10 раз, 2007–2008 гг. – снизился более чем в 3 раза, а 2008–2010 гг. – снова увеличился более чем в 2 раза. Анализ показывает, что рынок акций в странах Восточной Европы неустойчив и полностью подвержен влиянию экономических кризисов.

Другой особенностью рынка ценных бумаг в странах Восточной Европы является преобладание рынка государственных ценных бумаг над рынком негосударственных ценных бумаг. Так, в 2010 г. объем рынка государственных долговых ценных бумаг более, чем в 3 раза превышал объем рынка негосударственных долговых ценных бумаг.

С точки зрения исследования особенностей развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой важным является также анализ

основных показателей биржевой торговли. Рыночная капитализация акций и число компаний, акции которых допущены к торгам на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, показаны в табл. 2.

Объемы торговли акциями и долговыми ценными бумагами на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, показаны в табл. 3.

Как видно из табл. 2, в 2010 г. наибольшее число компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, было на Бания-Лукской фондовой бирже (821 эмитентов). За Бания-Лукской фондовой биржей следуют Варшавская фондовая биржа (584 эмитентов), Сараевская фондовая биржа (541 эмитентов), Болгарская фондовая биржа (390 эмитентов) и Фондовая биржа ПФТС (302 эмитентов). Однако по показателю рыночной капитализации Бания-Лукская фондовая биржа и Сараевская фондовая биржа уступают основным фондовым биржам, действующим на территории Восточной Европы. Рыночная капитализация на Бания-Лукской фондовой бирже составляет 2,6 млрд долларов США, а на Сараевской фондовой бирже – 4,9 млрд долларов США. Из табл. 2 видно, что по показателю рыночной капитализации лидируют РТС (959,9 млрд долларов

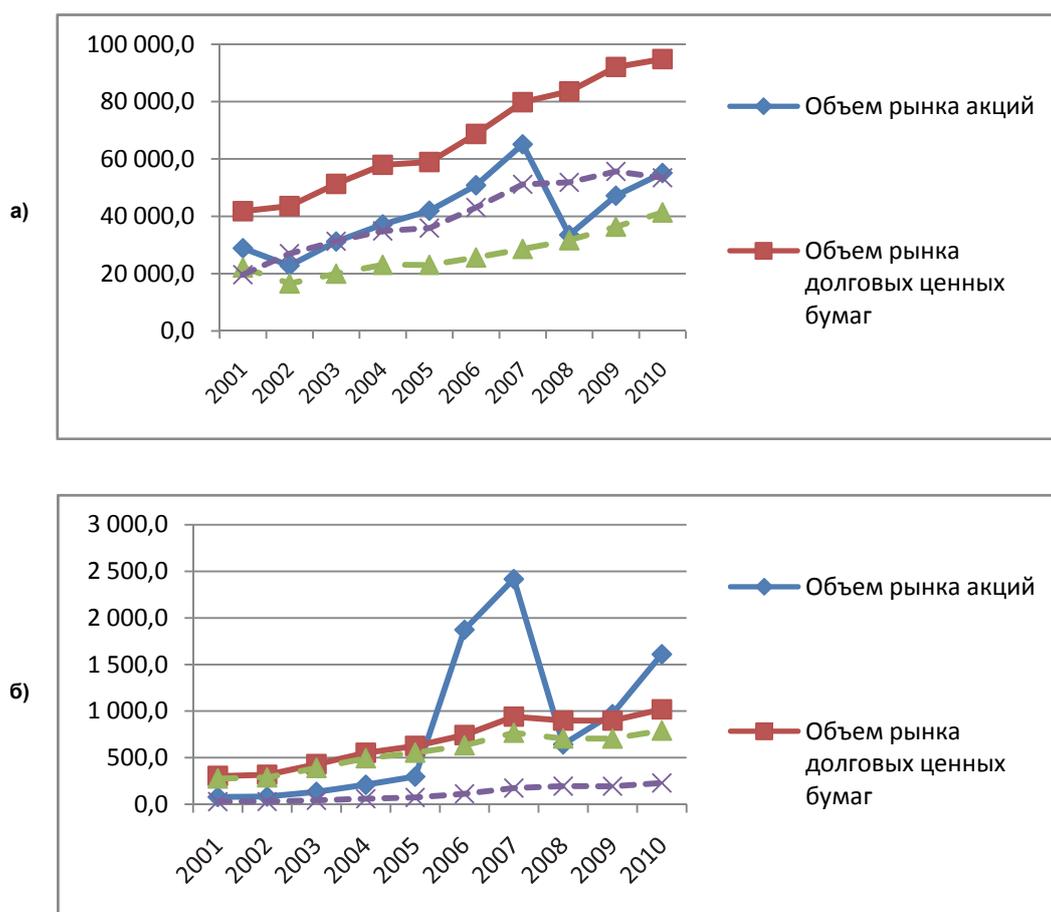


Рис. 2. Динамика изменения объема рынка акций и долговых ценных бумаг: а) в мире; б) в странах Восточной Европы, 2001–2010 гг. [5, 9]

США) и ММВБ (954,4 млрд долларов США). Число компаний, акции которых допущены к торгам на РТС, составляет 278, а на ММВБ – 249. По показателю рыночной капитализации за РТС и ММВБ следует Варшавская фондовая биржа (190,2 млрд долларов США). Показатель рыночной капитализации на Фондовой бирже ПФТС составляет 32 млрд долларов США, на Будапештской фондовой бирже – 27,7 млрд долларов США, на Казахстанской фондовой бирже – 26,8 млрд долларов США, на Загребской фондовой бирже – 25,6 млрд долларов США, на Бухарестской фондовой бирже – 14,2 млрд долларов США. Показатель рыночной капитализации на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 10 млрд долларов США.

Из табл. 3 видно, что по объему торговли акциями на территории Восточной Европы лидируют ММВБ и РТС. В 2010 г. объем торговли акциями на ММВБ составил почти триллион долларов США, а на РТС – более 110 млрд долларов США. За ними следуют Варшавская фондовая биржа (около 70 млрд долларов США) и Будапештская фондовая биржа (около 26 млрд долларов США). Объем торговли акциями на Казахстанской фон-

довой бирже составил 1,9 млрд долларов США, на Бухарестской фондовой бирже – 1,7 млрд долларов США, на Загребской фондовой бирже – 1 млрд долларов США. Объем торговли акциями на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 1 млрд долларов США.

Как видно из табл. 3, по объему торговли долговыми ценными бумагами на территории Восточной Европы абсолютным лидером является ММВБ. В 2010 г. объем торговли долговыми ценными бумагами на ММВБ составил более чем 1,1 трлн долларов США, за ней следуют Братиславская фондовая биржа (8,8 млрд долларов США), Казахстанская фондовая биржа (1,6 млрд долларов США) и Будапештская фондовая биржа (1,1 млрд долларов США). Объем торговли долговыми ценными бумагами на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 1 млрд долларов США.

Из приведенных выше исследований ясно, что рынок ценных бумаг в разных странах с переходной экономикой находится на разных уровнях развития. С точки зрения развития рынка более передовыми являются страны, вошедшие в Европей-

Таблица 2

Рыночная капитализация акций и число компаний, акции которых допущены к торгам на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, 2006–2010 гг. [1, 6–8, 10, 11]

Название биржи	Рыночная капитализация акций, млрд долл. США					Число компаний, акции которых допущены к торгам				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Баня-Лукская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	5,0	5,9	2,6	2,9	2,6	793	814	838	821	821
Болгарская фондовая биржа, Болгария	9,4	21,7	8,9	8,7	7,4	347	369	404	398	390
Братиславская фондовая биржа, Словакия	3,3	6,9	5,4	5,1	4,2	6	160	125	107	90
Будапештская фондовая биржа, Венгрия	41,9	46,2	18,5	30,0	27,7	41	41	43	46	52
Бухарестская фондовая биржа, Румыния	25,2	30,6	15,1	13,1	14,2	53	54	62	69	74
Варшавская фондовая биржа, Польша	151,8	211,6	90,8	151,0	190,2	265	375	458	486	584
Грузинская фондовая биржа, Грузия	0,7	1,4	0,3	0,7	1,1	231	161	153	145	138
Загребская фондовая биржа, Хорватия	29,0	70,2	27,1	26,6	25,6	182	359	356	271	240
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	54,9	53,8	23,3	27,9	26,8	71	67	78	77	73
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	186	191	158	9	11
Люблянская фондовая биржа, Словения	15,2	28,8	11,8	12,1	9,4	100	87	84	76	72
Македонская фондовая биржа, Македония	1,1	2,7	0,8	0,9	2,6	101	113	92	86	83
Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Россия	884,7	1216,6	337,4	738,0	954,4	193	207	233	234	249
НАСДАК ОЭМЭКС Армения (NASDAQ OMX) Armenia, Армения	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	35	28	22	11	11
Республиканская фондовая биржа «Тошкент», Узбекистан	0,1	0,2	2,8	1,9	2,9	620	430	392	314	295
Российская торговая система (РТС), Россия	966,0	1328,8	374,9	763,5	959,9	280	301	275	279	278
Санкт-Петербургская Валютная Биржа, локальные рынки, Россия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0
Сараевская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	7,7	11,7	5,6	5,3	4,9	489	509	524	529	541
Украинская фондовая биржа, Украина	0,3	0,2	0,2	0,2	1,1	54	54	49	53	37
Фондовая биржа ПФТС, Украина	44,1	111,8	23,5	25,8	32,0	295	335	303	288	302
Черногорская фондовая биржа, Черногория	2,4	3,7	2,9	4,3	3,6	65	83	74	65	55

**Таблица 3**

**Объем торговли акциями и долговыми ценными бумагами на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, 2006–2010 гг. [1, 6–8, 10, 11]**

Название биржи	Объем торговли акциями, млн долл. США					Объем торговли долговыми ценными бумагами, млн долл. США				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Баня-Лукская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	261,9	546,8	163,1	132,4	82,5	0,0	0,6	8,3	22,2	37,9
Болгарская фондовая биржа, Болгария	1546,0	6808,9	1855,0	487,1	377,3	200,2	297,5	183,2	123,2	85,1
Братиславская фондовая биржа, Словакия	99,5	31,3	21,1	174,7	308,9	37857,1	15148,4	33899,8	16747,3	8806,5
Будапештская фондовая биржа, Венгрия	31157,7	47586,5	30706,0	25375,2	26263,1	1672,9	1160,8	2371,8	1459,4	1132,2
Бухарестская фондовая биржа, Румыния	3548,8	5623,4	2354,6	1715,7	1733,2	55,0	323,6	67,8	399,1	736,2
Варшавская фондовая биржа, Польша	56372,9	87962,2	69499,1	53509,3	69156,6	897,8	636,7	1032,3	1268,5	520,9
Грузинская фондовая биржа, Грузия	94,1	46,2	8,3	1,8	3,4	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Загребская фондовая биржа, Хорватия	1876,2	4386,1	3216,0	1461,9	1049,8	6249,3	8750,2	2510,9	659,7	292,3
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	4026,6	8924,4	3803,8	4300,1	1902,7	3018,9	4302,7	3651,9	2583,4	1614,2
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	102,7	146,1	103,6	66,2	9,8	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9
Люблянская фондовая биржа, Словения	2049,7	4252,2	2337,8	947,0	476,1	1537,1	598,2	374,6	205,6	143,6
Македонская фондовая биржа, Македония	397,2	492,9	163,3	65,1	44,6	38,0	41,1	33,8	29,7	27,4
Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Россия	409044,7	599326,6	514006,1	836268,3	991540,8	86528,5	127098,6	123948,4	467463,3	1115818,2
НАСДАК ОЭМЭКС Армения (NASDAQ OMX Armenia), Армения	5,9	5,0	0,9	0,3	0,4	1,3	2,3	7,3	27,9	7,9
Республиканская фондовая биржа «Тошкент», Узбекистан	110,9	89,2	80,3	59,5	39,3	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Российская торговая система (РТС), Россия	17232,1	15161,6	10448,4	54171,8	112122,4	306,0	47,4	258,3	1,1	1,1
Санкт-Петербургская Валютная Биржа, локальные рынки, Россия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	270,5	993,5	511,9	58,2	116,7
Сараевская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	680,9	620,4	281,5	148,3	70,0	0,0	0,0	0,0	0,1	19,5
Украинская фондовая биржа, Украина	22,2	14,2	3,6	2,4	0,6	25,2	1,6	9,4	0,0	0,0
Фондовая биржа ПФТС, Украина	1182,2	1996,1	1679,2	581,2	530,6	2557,8	3588,8	2842,0	387,7	300,3
Черногорская фондовая биржа, Черногория	288,7	285,4	105,2	322,8	70,9	13,6	12,6	9,7	9,9	6,0

ский Союз. С точки зрения количественных показателей безусловным лидером является Российская Федерация. Наихудшее состояние рынка ценных бумаг – в странах Южного Кавказа. Здесь рынок ценных бумаг находится на стадии формирования. Несмотря на все различия, в странах с переходной экономикой имеются проблемы развития рынка ценных бумаг, присущие всем странам с переходной экономикой. Эти проблемы можно группировать в следующие группы: проблемы, связанные с нежеланием инвесторов входить на рынок ценных бумаг (проблемы недостатка предложения капитала), проблемы, связанные с отсутствием инвестиционных возможностей (проблемы недостатка спроса на капитал), проблемы, связанные с развитием торговых, расчетно-клиринговых и депозитарных систем рынка ценных бумаг, а также проблемы, связанные с недостаточной осведомленностью потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка. Разные группы вышперечисленных проблем проявляются в разном объеме в разных странах с переходной экономикой, однако, в той или иной мере, присущи во всех странах. Например, торговые, расчетно-клиринговые и депозитарные системы рынка ценных бумаг находятся на достаточно высоком уровне в странах Балтийского региона (Эстония, Латвия, Литва). Регулируемые рынки этих стран полностью интегрированы в один из крупнейших мировых рынков – NASDAQ OMX. Интеграция рынка дает возможность решить также проблемы, связанные с недостатком спроса и предложения на капитал. В Эстонии эти проблемы в значительной степени были решены также внедрением обязательной накопительной многоуровневой системы пенсионного обеспечения. Кроме того, в Эстонии также было в достаточной степени уделено внимание повышению осведомленности населения и потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка. Недоверие к рынку ценных бумаг особо остро ощущается в странах Южного Кавказа и в некоторых странах Балканского региона. В других странах бывшего СССР эта проблема тоже не полностью решена, что обусловлено как объективными, так и субъективными факторами.

**Выводы.** Несмотря на разные уровни развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой, имеются проблемы, проявляющиеся

в той или иной мере, во всех странах с переходной экономикой. Для дальнейшего развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой необходимо уделять внимание решению этих проблем, в частности, увеличению объема капитала, направляемого на рынок ценных бумаг, увеличению инвестиционных возможностей, развитию и интеграции торговых, расчетно-клиринговых и депозитарных систем рынка ценных бумаг и повышению осведомленности потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка.

#### Литература

1. Международная ассоциация бирж стран СНГ, Бюллетени биржевой статистики: 2006 – 2010, <http://mab.micex.ru>
2. Миркин, Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я.М. Маркин. – М.: Перспектива, 1995. – С. 66, 99–100, 413–440.
3. Миркин, Я.М. Рынок ценных бумаг: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Маркин. – М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2002. – 87 с.
4. Рубцов, Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Б.Б. Рубцов. – М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2000. – 312 с.
5. BIS Quarterly Reviews: International banking and financial market developments, Bank for International Settlements, Basel, 2006 – 2010.
6. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, Newsletters: Jan. 2006 – Jan. 2011, Supplements: 1st Quarter 2006 – 4th Quarter 2010. – <http://www.feas.org>.
7. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS Books: 2009–2011. – <http://www.feas.org>.
8. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS Semi Annual Reports: 2006–2008. – <http://www.feas.org>.
9. International Monetary Fund, Global Financial Stability Reports: 2006–2010, Washington, D.C., 2007–2011.
10. World Federation of Exchanges, Time Series: 2006–2010. – <http://www.world-exchanges.org>.
11. World Federation of Exchanges, Annual Statistics Reports: 2006–2010. – <http://www.world-exchanges.org>.

Поступила в редакцию 28 апреля 2012 г.

**Багдасарян Арег Меружанович.** Кандидат экономических наук, доцент, государственный аграрный университет Армении, экономический факультет, кафедра «Финансы и кредит», Национальная академия наук Республики Армения, Международный научно-образовательный центр. Тел.: +374 (55) 56 78 95, e-mail: aregbag@yahoo.com

**Areg M. Baghdasaryan** is a doctor of economic sciences, associate professor, Armenian National Agrarian University, faculty of economics, finance and credit department, National Academy of Sciences of the Republic of Armenia, International Scientific-Educational Centre. Contact telephone number: +374 (55) 56 78 95, e-mail: aregbag@yahoo.com