

ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ՁԵՎԵՐՆ ՈՒ ԴՐԱՆՑ ԿԻՐԱՌՄԱՆ ՆՊԱՏԱԿԱՅԱՐՄԱՐՈՒԹՅՈՒՆԸ

Պարտատոմսերի տեսակները բազմազան են: Աշխարհում գոյություն ունեն դրանց ավելի քան 1,800 տեսակներ¹:

Պարտատոմսերը կարելի է բաժանել երկու խոշոր խմբերի՝ պետական և ոչ պետական կորպորատիվ պարտատոմսեր:

Պարտատոմսերը լինում են ապահովված և ոչ ապահովված:

Ապահովված պարտատոմսեր թողարկողը կարող է իր կողմից թողարկված պարտատոմսերի դիմաց գրավադրի իր ակտիվները, որոնք կարող են հանդիսանալ.

- **Հիմնական միջոցներով ապահովված պարտատոմսեր:** Այս պարտատոմսերի դիմաց գրավադրման միջոցը լայն տարածում ունեն քսաներորդ դարի սկզբներին: Դրա պատճառն այն է, որ այդ ժամանակ ձեռնարկություններն ինտենսիվ ավելացնում էին իրենց հիմնական միջոցները: Դա բնորոշ էր երկաթուղային կորպորացիաներին և մետալուրգիական ձեռնարկություններին: Մնական փորձը ցույց տվեց, որ գրավադրված հիմնական միջոցներն էֆեկտիվ չէին ձեռնարկությունների սնանկացման դեպքում, քանի որ դրանց օտարումը բավականին բարդ պրոցես էր: Հաշվի առնելով վերը նշված թերությունները՝ ձեռնարկությունները սկսեցին թողարկել պարտատոմսեր, որոնք ապահովված չէին գրավով: Չնայած այդ զարգացումներին՝ պարտատոմսեր թողարկելիս հաճախ օգտագործվում է հիմնական միջոցների գրավադրումը: Օրինակ՝ ԱՄՆ-ում գազի մատակարարումն ապահովող և էկեկտրականություն արտադրող ձեռնարկությունները թողարկում են պարտատոմսեր, որոնք ապահովված են հիմնական միջոցներով: Ի դեպ, հարկ է նշել, որ զարգացող տնտեսություններում, որոնց թվին է պատկանում ՀՀ տնտեսությունը, ու որտեղ վստահությունը դեպի արժեթղթերը բավականին ցածր է, նպատակահարմար է օգտագործել նման տիպի պարտատոմսերի թողարկման մեխանիզմը: Այդ նպատակի համար ձեռնարկությունների հիմնական միջոցները պետք է վերագնահատվեն միջազգային կազմակերպությունների կողմից:

- **Սարքավորումներով ապահովված պարտատոմսեր:** Այս տիպի պարտատոմսերը թողարկվում են կոնկրետ սարքավորում ձեռք բերելու նպատակով: Դա վերաբերում է հիմնականում տրանսպորտային միջոցներին: Օրինակ, լրացուցիչ ինքնաթիռներ ձեռք բերելու նպատակով ավիափոխադրող ընկերությունը թողարկում է պարտատոմսեր: Մինչ պարտատոմսերի մարումը ինքնաթիռները պատկանում են պարտատոմսեր գնող սեփականատիրոջը: Պարտատոմսի ամբողջ մայր գումարի և տոկոսների մարումից հետո սարքավորումներն անցնում են պարտատոմսեր թողարկող ձեռնարկությանը: Այս տիպի պարտատոմսերը կարող են օգտակար լինել հայրենական ձեռնարկությունների համար: Պարզապես թողարկող ձեռնարկության հանդեպ անհրաժեշտ է վստահություն: Այդ նպատակին հասնելու համար անհրաժեշտ է ապահովել ձեռնարկության ֆինանսական վիճակի թափանցիկությունը:

- **Արժեթղթերով ապահովված պարտատոմսեր:** Այս տիպի պարտատոմսերն ապահովված են էմիտենտի մոտ եղած արժեթղթերով: Գրավադրված արժեթղթերի արժեքը պետք է գերազանցի թողարկված պարտատոմսերը անվանական արժեքը մոտ երեսուն տոկոսով: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ հայկական ձեռնարկությունների արժեթղթերն ունեն իրացվելիության խնդիր, այս տիպի պարտատոմսերն ՀՀ-ում լայն տարածում չեն ստանա:

¹ http://www.cfin.ru/investor/investment_principle.shtml - 13/12/2007.

• **Ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր:** Նման պարտատոմսերի դեպքում, օրինակ, վարկային կազմակերպությունները կարող են պարտատոմսեր թողարկել, որոնք ապահովված են իրենց կողմից տրամադրված վարկերի ապագա մարումներով: Վարկերի մի խումբ հավաքվում է և տրամադրվում ինչ-որ տրաստային ընկերության: Մեծ տարածում ունեն ավտոմեքենաների ձեռքբերման համար տրամադրված վարկերը: Հաշվի առնելով ՀՀ-ում վերջերս տեղի ունեցած ավտոմեքենաների ձեռքբերման համար տրամադրված վարկերի աճը՝ նշված տիպի պարտատոմսերը հնարավոր է տարածել նաև մեզ մոտ¹:

• **Չապահովված պարտատոմսեր²:** Այս պարտատոմսերն ապահովված չեն ոչ մի կոնկրետ ակտիվով: Դրանք կարող են թողարկել հիմնականում խոշոր և հուսալի ընկերությունները: Օրինակ՝ ԱՄՆ-ում այդպիսի պարտատոմսեր են թողարկում (IBM, AT&T, General Motors) ընկերությունները: ՀՀ-ում այս տիպի պարտատոմսեր հնարավոր է թողարկեն կայուն ֆինանսական վիճակում գտնվող հայտնի ընկերությունները՝ «Քաջաբանի պղնձամոլիբդենային կոմբինատը», «ՀայՌ-ուսգազարդը» և այլն: Այդպիսի չապահովված պարտատոմսեր կարող են թողարկել նաև այն կազմակերպությունները, որոնց ակտիվները չեն կարող գրավադրվել (ֆինանսական կազմակերպությունները, IT - կազմակերպությունները և այլն):

• **Պարտատոմսեր, որոնց գարանտ է երրորդ կողմը:** Այս տարբերակում ձեռնարկությունները կարող են գարանտ հանդիսանալ էմիտենտի կողմից թողարկված պարտատոմսերին: Այդպիսի գարանտ կարող են դառնալ հայտնի ընկերությունները, կառավարությունը և հասարակության վստահությունը վայելող այլ կազմակերպություններ: Պարտատոմսերը կարող են ապահովագրված լինել նաև ապահովագրական ընկերությունների կողմից: Պոտենցիալ ներդրողների համար նման տիպի պարտատոմսերը Հայաստանի Հանրապետությունում կարող են դառնալ բավականին հրապուրիչ:

• **Պարտատոմսերի տեսակները, ըստ եկամտաբերության սխեմաների, նույնպես բազմազան են.**

• **Դիսկոնտային պարտատոմսեր:** Այս դեպքում պարտատոմսեր գնելիս ներդրողները վճարում են դրա անվանական արժեքից ցածր գումար: Պարտատոմսի մարման ժամանակ նրանք ստանում են պարտատոմսի անվանական արժեքին հավասար գումար: Այս տիպի պարտատոմսերն ունեն կարճ կամ էլ միջին ժամկետայնություն: Ութսունականներին սկսեցին թողարկել նույն եկամտաբերությամբ նաև երկարատև մարման պարտատոմսեր:

• **Կուպոնային պարտատոմսեր:** Այս պարտատոմսերի դեպքում մինչև մարման ժամկետը ներդրողները ստանում են կուպոնային տոկոսներ: Սովորաբար կուպոնային տոկոսը վճարվում է վեց ամիսը մեկ: Ֆինանսական շուկաներում այս տիպի պարտատոմսերն ամենատարածվածն են: Կուպոնային տոկոսը կարող է լինել ֆիքսված, երբ տոկոսային կուպոնի գումարը ֆիքսված է մինչև պարտատոմսի մարման ժամկետը և փոփոխվող, ոչ ֆիքսված կուպոնային տոկոսով պարտատոմսեր: Այդ տիպի պարտատոմսերը տարածված էին ութսունականների սկզբում, երբ զգալի էին տոկոսային եկամտի տատանումները:

• **Հետաձգված կուպոնային պարտատոմսեր:** Այս դեպքում կուպոնային տոկոսը վճարվում է պարտատոմսի թողարկումից մի քանի տարի անց:

• **Ավելացման կուպոնային պարտատոմսեր:** Մրանք նման են հետաձգված կուպոնային պարտատոմսերին, որտեղ կուպոնային տոկոսի մեծությունն աճում է ժամանակի ընթացքում:

• **Լողացող տոկոսադրույքով պարտատոմսեր:** Այս պարտատոմսերի եկամտաբերությունը կապվում է ինչ-որ մակրոցուցանիշի, օրինակ՝ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությանը, միջբանկային տոկոսադրույքներին՝ Լիբոր, Ֆիբոր: Կուպոնային ժամանակահատվածից հետո ամեն անգամ տոկոսային եկամուտը կազմում է, օրինակ՝ Լիբոր տոկոսադրույքը

¹ <http://www.cbonds.info/ru/rus/encyclopedia/cbonds/13/12/2005>.

² <http://www.fora-capital.ru/5/bonds1.php> - 20/12/2007.

գումարած ինչ-որ տոկոս՝ մարժա, սպրեդ: Այդ սպրեդը ֆիքսվում է պարտատոմսի թողարկման պահին:

- Ինդեքսավորված պարտատոմսեր: Այս տիպի պարտատոմսերի եկամտաբերությունը կապվում է տարբեր ինդեքսների փոփոխությունների հետ: Հաճախ այդ ինդեքսը՝ ինֆլյացիայի ինդեքսն է, որի դեպքում գնաճից ներդրողը չի տուժում: Ինֆլյացիայի ինդեքսի հետ կապված պարտատոմսերը մեծ տարածում ունեն զարգացած երկրներում՝ ԱՄՆ-ում, Կանադայում, Շվեյցարիայում և այլն: ՀՀ-ում ինֆլյացիայի ինդեքսը լիովին չի ներկայացնում գների իրական փոփոխությունը ու չի վայելում բնակչության վստահությունը: Հետևաբար կարելի է եզրակացնել, որ այս տիպի պարտատոմսերը Հայաստանում մեծ տարածում չեն ունենա:

- Արտարժույթով ինդեքսավորվող պարտատոմսեր: Այս տիպի պարտատոմսերի առանձնահատկությունն այն է, որ պարտատոմսի անվանական արժեքն արտահայտված է ազգային արժույթով: Սակայն ամսական կուպոններում նշված գումարը պետք է համարժեք լինի ինչ-որ արտարժույթի: Այս տիպի պարտատոմսերը լայնորեն կիրառվում են այն երկրներում, որտեղ ազգային արժույթի փոխանակման կուրսը կտրուկ տատանվում է: Հաշվի առնելով վերջին երեք տարիներին Հայաստանում նկատվող դրամի արժեքումը՝ կարող ենք եզրակացնել, որ այս տիպի պարտատոմսերի թողարկումը ՀՀ-ում նպատակահարմար չի լինի:

- Մասնակցությունով պարտատոմսեր: Սրանք բավականին հետաքրքիր պարտատոմսեր են, որոնց եկամտաբերությունը կախված է այդ պարտատոմսը թողարկող ձեռնարկության եկամտաբերությունից: Սովորաբար այն կազմում է ֆիքսված տոկոսի գումար գումարած տոկոս վճարված շահաբաժիններից: Ամենայն հավանականությամբ այս տիպի պարտատոմսերը կարող էին բավականին լայն տարածում ունենալ ՀՀ-ում այն դեպքում, եթե ձեռնարկությունների ֆինանսական հաշվետվությունները թափանցիկ լինեին, ինչը թույլ կտար խուսափել մանիպուլյացիաներից:

Պարտատոմսերը դասակարգվում են նաև ըստ ժամկետայնության¹:

Դրանք լինում են կարճաժամկետ, միջին ժամկետայնության և երկարաժամկետ: Միջազգային պրակտիկայում ընդունված է «պարտատոմս» անվանել միայն այն արժեթուղթը, որի մարման ժամկետն ավելին է, քան մեկ տարի: Մեկ տարուց քիչ մարման ժամկետ ունեցող արժեթղթերն անվանվում են մուրհակներ, կոմերցիոն թղթեր:

ԱՄՆ-ում լայն տարածում են գտել կոմերցիոն թղթերը: Դրանց մարման ժամկետը կարող է լինել առավելագույնը մինչև 270 օր: Մեծամասամբ դրանք դիսկոնտային արժեթղթեր են: Այս տիպի պարտատոմսերի առավելությունն այն է, որ դրանց թողարկման ընթացակարգը բավականին հեշտացրած է: Անդրադառնալով մեր հայրենական ֆինանսական շուկային՝ հարկ է նշել, որ մեր տնտեսությունն առավել մեծ պահանջ է զգում միջին և երկարատև ֆինանսական ներդրումների:

Կարճաժամկետ պարտատոմսերի մարման ժամկետը մեկից հինգ տարի է: Զարգացած երկրներում այս տիպի պարտատոմսերը լայն տարածում չեն գտել, քանի որ ժամկետայնության ֆինանսական միջոցները ձեռնարկությունները կարող են ձեռք բերել այլ աղբյուրներից (օրինակ՝ սովորական բանկի վարկի տեսքով): Սակայն նման մեխանիզմը մեզ մոտ չի գործում, քանի որ ՀՀ-ում ձեռնարկությունները մեծ դժվարությամբ են ստանում 3-5 տարի ժամկետով վարկեր:

Միջին ժամկետայնության պարտատոմսերն ավելի լայն տարածում ունեն զարգացած երկրներում: Այդ պարտատոմսերի ժամկետայնությունը տատանվում է 5-10 տարվա սահմաններում:

Երկարաժամկետ են համարվում այն պարտատոմսերը, որոնց ժամկետայնությունը 10-30 տարի է: ԱՄՆ-ում տարածում են գտել նաև այնպիսի պարտատոմսեր, որոնց ժամկետայ-

¹ <http://www.cbonds.info/ru/rus/encyclopedia/cbonds/> 13/12/2005.

նությունը 100 տարի է: Սկսած 1993 թ.՝ այդ տիպի պարտատոմսեր են թողարկել ավելի քան 58 կորպորացիաներ՝ 12 մլրդ ԱՄՆ դոլար ընդհանուր արժեքով: Այս տիպի պարտատոմսերը շատ մեծ են արտոնյալ բաժնետոմսերին: Դրանց հիմնական տարբերությունն այն է, որ այս պարտատոմսերից վճարված տոկոսը նվազեցնում է հարկվող բազան, իսկ դիվիդենդների վճարումը՝ ոչ:

Պարտատոմսերի շուկայի կայացման համար անհրաժեշտ է կորպորատիվ պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի ստեղծումը: Ցանկացած պարտատոմս ձեռքբերողը հետաքրքրված է այդ արժեթղթի բարձր իրացվելիությամբ¹: ՀՀ-ի ֆինանսական շուկայում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան դեռ թերի է զարգացած: Ի տարբերություն ՀՀ-ի՝ ՌԴ-ում կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան ամենադինամիկ զարգացող շուկաներից մեկն է: Այդ շուկայի սկիզբը դրվեց 1999 թ., երբ պարտատոմսեր թողարկեցին այնպիսի խոշոր և հայտնի ձեռնարկություններ, ինչպիսիք են ՌԱՕ ԵՒՍ-ը, Գազպրոմը և Լուկոյլը²:

Հաշվի առնելով ՀՀ-ում արժեթղթերի նկատմամբ ներդրողների անվստահությունը՝ ցանկալի է, որ թողարկվող պարտատոմսերն ապահովված լինեն երաշխավորագրով կամ էլ էմիտենտ ձեռնարկության հիմնական միջոցներով:

ԹԱՄԱՐ ՄԻՐՋՈՅԱՆ

«Գլաժոր» համալսարանի ասպիրանտ

ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ԴԻՄՆԱԿԱՆ ՄՈԴԵԼՆԵՐՆ ՈՒ ԺԱՄԱՆԱԿԱԿԻՑ ՄԻՏՈՒՄՆԵՐԸ

Վերջին տասնամյակի ընթացքում ողջ աշխարհում գնալով ավելանում է այն երկրների թիվը, որոնք տնտեսական քաղաքականության մեջ ընտրում են շուկայական մոտեցումը, ուստի և մեծանում է քաղաքացիների բարեկեցության բարձրացման գործում մասնավոր բաժնետիրական ընկերությունների կարևորության գիտակցումը: Մակայն որքան ընդհանուր, այնքան էլ տարբեր են այս ոլորտի հիմնախնդիրներն ու դրանց լուծմանն ուղղված միջոցառումները:

Ժամանակակից խոշոր բիզնեսում առանձնացնում են կորպորատիվ կառավարման երեք հիմնական մոդելներ՝ ամերիկյան /անգլո-ամերիկյան/, գերմանական և ճապոնական³:

Ամերիկյան մոդելի բազային սկզբունքներն ու հիմնական բաղադրիչները կիրառվում են այնպիսի երկրներում, ինչպիսիք են՝ Ավստրալիան, Կանադան, Նոր Զելանդիան, ԱՄՆ-ը և Մեծ Բրիտանիան, որոնք ունեն սպեցիֆիկ տարբերություններ՝ արտահայտված երկրների օրենսդրական դաշտում:

Ամերիկյան մոդելը առաջին հերթին նշանակում է «աութսայդերների», այսինքն՝ անկախ և անհատական բաժնետերերի գերակայություն, որոնք կապված չեն կորպորացիայի հետ այլ գործնական հարաբերություններով: Բաժնետիրական կապիտալը, որպես կանոն, փոշիացված է, և բաժնետերերի մեծամասնությունը հետաքրքրություն է ցուցաբերում բացառապես բաժնետոմսերի եկամտաբերության նկատմամբ, այլ ոչ թե տնօրենների խորհրդին անդամակցելուն կամ կառավարմանը մասնակցելուն: Ամերիկացիներին հատուկ է բիզնեսի վարման ագրեսիվ մոտեցում. նրանք հեշտությամբ են ազատվում վնասաբեր ենթաբաժիններից, առանց ավելորդ կասկածների կրճատում են աշխատողների քանակը, հակված են ներքաշվել գործունեության

¹ http://www.cbonds.info/catalogue_emit/cbonds/5.phtml - 13/12/2006.

² <http://money.rin.ru/content/?id=113> - 12/12/2007.

³ Մարկուսյան Ա., Հախվերդյան Դ., Կորպորատիվ կառավարում. Անկախիքներ և իրականություն, Եր., Տիգրան Մեծ, 2003, էջ 11: