

ների վրա և ունեն ճյուղային տարբեր մասնագիտացում: Այդպիսի ԻՆ-ը համարվում են մասնագիտացված ըստ այն ակտիվների տեսակների, որոնք կուտակվել են նրանց փաթեթում:

Մեր կարծիքով ՀՀ-ում ԻՆ-ի համակարգում կարող են ձևավորվել նաև դրամական շուկայի փոխադարձ հիմնադրամները և մասնագիտացվել կարճաժամկետ պարտավորությունների կատարման ուղղությամբ ու համարվել որպես բարձր իրացվելի հիմնադրամներ: Այդ առումով ներդրումային հիմնադրամների (ՆՀ) գործընթացը կախված է լինում նաև ֆինանսական այն ռեսուրսներից, որոնք ձևավորվում են հարկային արտոնություններից: Այդ տեսակի ՆՀ-ը, ի տարբերություն մյուս ՆՀ-ի, ունի ավելի ամուր օրենսդրական հիմք:

Բաժնետոմսերի առաջնային շուկայի կայացման գործում կարևորվում է ՆՀ-ի գործունեությունը, որը կապված է սեփական բաժնետոմսերի թողարկման, դրամական միջոցների հավաքագրման և դրանք ուրիշ թողարկողների արժեթղթերում ներդնելու հուսալիության հետ: ՆՀ-ը կարող են ձևավորվել բաժնետիրական ընկերության տեսքով: Այդ դեպքում նրանք իրավունք ունեն իրենց կապիտալի մինչև 10%-ն օգտագործել մի թողարկողի արժեթղթերի ձեռքբերման համար և գնել մի թողարկողի բաժնետոմսերի մինչև 40%-ը: ԻՆ-ը դասակարգվում են նաև ըստ ռեսուրսների հավաքագրման, բաց և փակ գործունեության, կանոնադիր կապիտալի նվազագույն չափի, չեքային ներդրումային ֆոնդերի և մասնագիտացման ուղղվածության սկզբունքների:

Այսպիսով, ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ԻՆ-ի գործունեության ընդլայնման համար առաջին հերթին պետք է պայմաններ ստեղծել ԻՆ բոլոր տեսակների ստեղծման ու կայացման համար, այնուհետև միայն միջոցներ ձեռնարկել յուրաքանչյուրի արդյունավետ գործողության համար: Հետևաբար պետության առաջնակարգ միջոցառումներից մեկը պետք է լինի ՆՀ-ի և ոչ պետական կենսաթոշակային հիմնադրամների վերաբերյալ համապատասխան օրենսդրության ձևավորումը:

ՓԱՅԱՆԵ ՍԱԼՆԱԶԱՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ Գյումրու մասնաճյուղի դասախոս

ԻՆՍՏԻՏՈՒՑԻՈՆԱԼ ՆԵՐԴՐՈՂՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ԽՁԱՆՄԱՆ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐԸ

ՀՀ-ում ներդրումային պայմանների բացակայության կամ անբավարարության պատճառով արգելակվում են ինստիտուցիոնալ ներդրողների (ԻՆ)-ի ներդրումային գործընթացները, որոնք անհրաժեշտ են ընկերությունների գիտատեխնիկական աշխատանքների և արտադրական կարողությունների գործարկման համար: Ներդրումային պայմաններին են վերաբերում պատրաստի արտադրանքի իրացման, ռեսուրսների ապահովման, գնագոյացման կարգավորման և այլ հիմնախնդիրներ, որոնց լուծմանը պետք է ուղղված լինի պետական քաղաքականությունը: Սակայն պետությունը դեռևս չի կարողանում ձևավորել ԻՆ-ի գիտատեխնիկական ոլորտների վերականգնման նոր պայմաններ: Ընկերությունների մասնակցությունը շուկայական հարաբերություններին արգելակվել է նաև ֆինանսավարկային համակարգի թերությունների հետևանքով: Այդ համակարգը կարող է տարբեր ուղղություններով և ձևերով ներգործել ընկերությունների և ԻՆ-ի շուկայական հարաբերությունների զարգացման վրա:

ՀՀ արդյունաբերության մեջ ֆինանսավարկային համակարգը դեռևս չի մասնատում արժեթղթերի միջոցով դրամական միջոցների ներգրավմանը և գիտատեխնիկական ծառայություններ ստեղծող ու մատուցող բիզնեսի կազմակերպմանը: Եթե ԻՆ-ի բիզնեսի կազմակեր-

պումը դիտարկենք տարածքային, ճյուղային կամ էլ ընկերությունների զարգացման տեսանկյունից, ապա դրանց գործունեության գերակայելի ուղղություններին պետք է դասել.

- տարածքների տնտեսական զարգացման ապահովումը,
- տեղական տնտեսության դիվերսիֆիկացիան,
- գիտական հետազոտությունների առևտրայնացումը և պահպանումը,
- նոր և բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումը,
- նոր աշխատատեղերի ապահովումը,

Այդ առումով կարելի է ԻՆ-ը բնութագրել չորս հիմնական տեսանկյուններից:

Առաջինը վերաբերում է այն ներդրողներին, որոնք բորսայական ինդեքսավորված բաժնետոմսերի օգտագործման հետ մեկտեղ պահանջում են օգտագործել նաև մյուս ընկերությունների բաժնետոմսերը և պահպանել դրանց կայունությունը:

Երկրորդ խմբի ներդրողներին են վերաբերում երկարաժամկետ ներդրումներ կատարող անձինք:

Երրորդ խմբում կարելի է ընդգրկել ինտերնետային համակարգով գործող ներդրողներին:

Չորրորդ խմբում ներառվում են ակտիվ ներդրողները, որոնք ձգտում են շահույթ ստանալ շատ կարճ ժամանակում՝ հաշվի առնելով նաև ֆյուչերսային պայմանագրերի (ՖՊ) հետ կատարվող ռազմավարական աշխատանքները:

Ֆյուչերսային պայմանագրի ռազմավարությունը բորսայական ակտիվների գնման ու վաճառքի գործընթացների ամբողջությունն է: ՖՊ-ի շարժը կատարվում է որոշակի ժամանակով և այն գնով, որով համաձայնվել են գործարք կատարող կողմերը: ՖՊ-ի գնումը ենթադրում է պարտավորվել բորսայից վերցնել սկզբնական ակտիվ, երբ սկսվում է ՖՊ-ի կատարումը և վճարել բորսային ըստ ակտիվի սահմանված գնի: ՖՊ-ի առանձնահատկությունը դրա բոլոր պարամետրերի ստանդարտացման մեջ է, որտեղ մտնում են ստանդարտացված հետևյալ ցուցանիշները՝ ապրանքի սպառողական արժեքը, ապրանքայնության տեսակները և փոխանակման շուկայական պայմանները: Ստանդարտացումը ենթադրում է գործարքների արագացում և առևտրի ընդլայնում: ՖՊ-ի ընդլայնման նպատակով բորսան պետք է ապահովված լինի նախ, առկա դրամական միջոցների մեծ ֆոնդով, երկրորդ՝ պետք է պարտավորվի լինել վաճառող ՖՊ-ի բոլոր գնորդների, ինչպես նաև՝ ՖՊ-ի գնորդ բոլոր վաճառողների համար: Այլ կերպ ասած յուրաքանչյուր ՖՊ բաժանվում է երկու նոր պայմանագրերի միջև, այսինքն՝ մի կողմից բորսայի և գնորդի, իսկ մյուս կողմից՝ բորսայի և վաճառողի: Ֆյուչերսային պայմանագիրը՝ որպես ֆինանսական գործիք, համարվում է կապիտալի շուկայի գործիք և կարող է արագորեն վերածվել միջազգային ֆինանսական գործիքի, ծառայել որպես գների հավասարակշռման մեխանիզմ և կարգավորել տարբեր շուկաների գների տատանումները:

Այստեղ անհրաժեշտ է նշել, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում դեռևս չեն ձևավորվել ՖՊ-ի բաժնետոմսերի գնման ու վաճառքի ֆյուչերսային հարաբերությունները, ինչպես նաև չեն մշակվել այդ պայմանագրերի մակարդակով տեղեկատվության բացության ու մատուցման կանոնակարգերը:

Հետազոտությունները ցույց են տալիս, որ ՖՊ-ի գործարքները լայնորեն տարածվել են ՌԴ-ի արժեթղթերի շուկաներում: Այդ գործարքների արդյունավետությունը գնահատելու նպատակով բերենք հետևյալ օրինակները.

Օրինակ 1.

Փետրվար, ֆյուչերսի գնում՝ 5700 դր./ դոլ.
կատարումը՝ ապրիլին:
Մարտ, ֆյուչերսի վաճառք՝ 5780 դր./ դոլ.
կատարումը՝ ապրիլին:
Շահույթը՝ $80 = 5780 - 5700$.

Ֆյուչերսի վաճառք՝ 5800 դր./ դոլ., կատարումը՝
հունիսին:
Ֆյուչերսի գնում՝ 5850 դր./ դոլ., կատարումը՝
հունիսին:
Վնասը՝ $-50 = 5800 - 5850$

Զուտ շահույթը՝ $30 = 80 - 50$

Ֆյուչերսային պայմանագրի ռազմավարության առանձնահատկությունն այն է, որ այդ պայմանագրի ակտիվի գնումը մի բորսայում և նույն ակտիվի պայմանագրի վաճառքը մյուս բորսայում կարող են կատարվել առանձին բորսաների ակտիվների գների դինամիկայի տարբերության հիման վրա: Օրինակ՝ ֆյուչերսի գինը տվյալ պահին «Բ» բորսայում աճում է դանդաղ, քան «Ա» բորսայում: Միաժամանակ, գնելով ֆյուչերս «Ա» բորսայում և դա վաճառելով «Բ» բորսայում, հնարավոր է դառնում որոշ ժամանակ հետո փակել այդ ֆյուչերսային ծախսերը «Ա» և «Բ» բորսաներում և ստանալ շահույթ:

Այժմ ներկայացնենք ՖՊ-ի շարժը և արդյունավետության ներուժը:

Օրինակ 2.

Փետրվար, ֆյուչերսի գնում՝ «Ա» բորսայում
5700 դր./ դոլ.:
Մարտ, ֆյուչերսի վաճառք՝ «Ա» բորսայում
5780 դր./ դոլ.:
Շահույթը՝ $80 = 5780 - 5700$

Ֆյուչերսի վաճառք՝ «Բ» բորսայում 5700 դր./
դոլ.:
Ֆյուչերսի գնում՝ 5770 դր./ դոլ. «Բ» բորսայում:
Վնասը՝ $-70 = 5700 - 5770$

Զուտ շահույթը՝ $10 = 80 - 70$

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ ֆյուչերսային պայմանագրի շահույթի ապահովումը պահանջում է այդ պայմանագրի հեջավորում: Այսպես, օրինակ՝ շուկայում ֆյուչերսային պայմանագրով ապրանքի միավորի գինը մայիսի 1-ի դրությամբ կազմում է 1 մլն դրամ, հուլիսի 25-ին՝ 800 հազ. դրամ, ընկերությունը տվյալ պահին միավոր ապրանքը վաճառում է 800 հազ. դրամով: Այլ ֆյուչերսային պայմանագրով միավոր ապրանքի գինը մայիսի 1-ի դրությամբ կազմում է 1 մլն 50 հազ. դրամ, ընկերությունը իր ֆյուչերսային պայմանագրի միավոր ապրանքը վաճառում է 1 մլն 50 հազ. դրամով: Հուլիսի 25-ին ՖՊ-ով միավոր ապրանքի գինը կազմում է 850 հազ. դրամ, ընկերությունը ՖՊ-ով միավոր ապրանքը գնում է 850 հազ. դրամով: Այստեղից որոշենք հեջավորման արդյունքը, որը կներկայացնի ֆյուչերսային շուկայում միավոր ապրանքից ստացված շահույթը (տվյալ դեպքում այն կազմում է 200 հազ. դրամ $= 1$ մլն 50 հազ. - 850 հազ.):

Այսպիսով, հեջավորումը բորսայական ակտիվների գների ապահովագրում է, որը կապված է գների ոչ նպատակային փոփոխության կարգավորման հետ: Այդ դեպքում հեջավորման նպատակն է շահույթի հաշվին փոխհատուցել այն վնասը, որն առաջանում է իրական շուկայում ապրանքների իրացման ընթացքում: Հեջավորման ֆունկցիոնալ գործունեությունը հիմնվում է իրական շուկայի գների և ՖՊ-ի գների կարգավորման վրա: Հեջավորման մեխանիզմի էությունն այն է, որ վաճառողը, ապրանքի գների իջեցումից խուսափելու համար, բորսայում կարողանում է վաճառել ՖՊ: Գների իջեցման դեպքում վաճառողը հետ է գնում ՖՊ, որի գինը նույնպես ընկել

է, և շահույթ է ստանում ֆյուչերսային շուկայում, որպեսզի փոխհատուցի իրական շուկայում կրած վնասը:

Ընդհանրացնելով ՖՊ-երի, դրանց հեջավորման իրականացման արդյունքները՝ գալիս ենք այն եզրակացության, որ ԻՆ-ի ներդրումների իրականացման համար կարևորվում է մակ հնդեքսավորված բաժնետոմսերի ներգրավումը ոչ միայն ֆյուչերսային պայմանագրերում, այնպես էլ օպցիոններում: Բոլոր դեպքերում կարևորվում է ինդեքսավորված բաժնետոմսերի իրացվելիությունը:

Ինդեքսավորումը բաժնետոմսերի շրջանառելիության շարժիչ ուժն է և համարվում է բորսայական առևտրի շահութաբերության բարձրացման կարևոր գործոն: Այդ ցուցանիշը վերջին հինգ տարիներին միջին հաշվով կազմում է. Շվեդիայում՝ 23.5%, Շվեյցարիայում՝ 23.3%, Բելգիայում՝ 22.2%, Նիդեռլանդներում՝ 21.5%, Պորտուգալիայում՝ 21.4%, Հունաստանում՝ 18.7%, ԱՄՆ-ում՝ 18.2%¹:

Փորձը ցույց է տալիս, որ արժեթղթերի շուկայի համակարգում ինդեքսավորված ֆինանսական գործիքները թույլ են տալիս ապահովել ոչ միայն շահութաբերության կիրառելի մակարդակը, այլև ստեղծել շուկայի շարժառիթային (մոտիվացման) նախադրյալներ, որոնք անհրաժեշտ են հիմնականում բաց տեսակի ինստիտուցիոնալ ներդրողների (հիմնադիրների) համար: Բոլոր դեպքերում արժեթղթերի շուկայում գործող ինդեքսավորված բաժնետոմսերը ստեղծում են ԻՆ-ի շարժառիթային այնպիսի իրավիճակ, որը պայմանավորվում է առանձին ընկերությունների ինդեքսների աճով:

Փորձը ցույց է տալիս նաև, որ ինդեքսավորված բաժնետոմսերն ապահովում են բաժնետոմսերի իրացումից ստացվող շահույթի 80%-ը: Ինդեքսավորված բաժնետոմսերը ցուցակվում են բորսայում, և դրանց գերակայելիությունն այն է, որ վաճառվում և գնվում են օրվա ընթացքում, թույլտվությունը տրվում է բորսայի կողմից, իսկ բաժնետոմսերի վաճառքն ու գնումը կատարվում են շուկայական գներով: Ինդեքսավորված արժեթղթերի գինն օրվա ընթացքում տատանվում է՝ կախված դրանց կուրսային փոփոխությունից: Ինդեքսավորված բաժնետոմսերի առավելությունն այն է, որ այդ բաժնետոմսերի բարձր իրացվելիությունը նպաստում է դրանց կարճ վաճառքին: Աշխատելով օպցիոնների հետ՝ ինստիտուցիոնալ ներդրողը կարող է ինդեքսավորված բաժնետոմսերի գործունեությամբ կրճատել ռիսկը, արագ և հասարակ ձևով մտնել շուկա և դուրս գալ: Ինդեքսավորված բաժնետոմսերով գործելու դեպքում ԻՆ-ը բաժանվում են հետևյալ երկու խմբերի.

- առաջին խմբում մտնում են այն ԻՆ-ը, որոնք կատարում են երկարաժամկետ ներդրումներ և պահանջում են, որպեսզի բրոքերային ընկերությունները լինեն ֆինանսապես կայուն,
- երկրորդ խմբում մտնում են ակտիվ առևտրով զբաղվող և երկարաժամկետ գործող ԻՆ-ը:

Ինդեքսավորված բաժնետոմսերը շուկայի շարժունակության իրադրության այն գործիքներն են, որոնք արտահայտում են բաժնետոմսերի կուրսային արժեքի նվազումը կամ բարձրացումը: Ֆոնդային ինդեքսն այն մեծությունն է, որը ձևավորվում է բաժնետոմսերի կուրսի դինամիկայի հիման վրա: Ինդեքսների համակարգում հայտնի է Դոու Ջոնսի ինդեքսը, որը բնորոշ է արդյունաբերական ընկերություններին: Այդ ինդեքսը հաշվարկվել է 30 խոշոր ընկերությունների (ԱՄՆ) բաժնետոմսերի կուրսային արժեքի հիման վրա: Այդ ինդեքսի թերությունն այն է, որ հաշվի չի առնում շուկայական կապիտալացումը: Մակայն այդ ինդեքսը թույլ է տալիս կանխատեսել շուկայի գալիք իրացվելիությունը, ապահովել բաժնետոմսերի փաթեթի շահույթը և դրա վերականգնումը:

Հետազոտությունները ցույց են տվել, որ բաժնետոմսերի ինդեքսների իրական մակարդակի փոփոխությունը կախված է երկու հիմնական գործոններից՝ կուրսային արժեքից և շահութաբերությունից, որոնց ներգործությունը ցույց է տրված աղյուսակ 1-ի միջոցով:

¹ Исаакман М. Как инвестировать в индексы. 2003, с.201.

Բաժնետոմսերի ինդեքսների փոփոխության կախվածության գործոնները

Ցուցանիշներ	Չափման միավոր	2003	2004	2005	2006	$\frac{2006}{2003}$
1. Բաժնետոմսերի շուկայական արժեքը	մլն դրամ	160.0	157.0	161.0	159.0	99.4
2. Բաժնետոմսերի անվանական արժեքը	-,-	162	162.0	162.0	162.0	100
3. Բաժնետոմսերի շահույթը	-,-	16.0	14.0	15.0	13.0	81.3
4. Բաժնետոմսերի շուկայական և անվանական արժեքների հարաբերակցությունը	գործ.	0.988	0.969	0.994	0.981	99.3
5. Բաժնետոմսերի շահութաբերությունը (տ3:տ1)	%	0.100	0.089	0.093	0.081	81
6. Բաժնետոմսերի ինդեքսի հաշվարկման տվյալները $[(տ4 \times (1 + տ5 \times 1))]$	գործ.	1.0868	1.0552	1.0864	1.0604	97.6
7. Բաժնետոմսերի ինդեքսը (տ6ս2:տ6ս1)	գործ.	1.000	0.9709	1.0296	0.9770	97.7

Աղյուսակից երևում է, որ բաժնետոմսերի ինդեքսի վրա ավելի շատ ներգործում է բաժնետոմսերի շուկայական և անվանական արժեքների հարաբերակցության, քան դրանց շահութաբերության փոփոխությունը: Այդ ինդեքսը կախված է հիմնականում բաժնետոմսերի կուրսային արժեքից (Կա), որը որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$Կա = \frac{Շբ}{Դ - Դա},$$

որտեղ՝

Շբ - ն շահութաբաժինն է, մլն դրամ (800 դրամ),

Դ-ն՝ դիսկոնտավորման (եկամտաբերության) դրույքաչափը (22%),

Դա- ն՝ դիսկոնտավորման աճի միտումները, $(Դ > Դա)$ (4%),

$$Շբ = 800 + 800 \times 0.04 = 832 \text{ դրամ, } Կա = \frac{832}{0.22 - 0.04} = 4622 \text{ դրամ:}$$

Հաշվարկները ցույց են տալիս, որ շահութաբաժնի և դիսկոնտավորման դրույքի աճի բարձրացման դեպքում մեծանում է բաժնետոմսի կուրսային արժեքը և հակառակը: Բաժնետոմսերի կուրսային արժեքի վրա ներգործում է նաև դրանց եկամտաբերությունը: Այսինքն՝ այն, թե բաժնետոմսերի կուրսային արժեքը որքանով է տարբերվում իր անվանական արժեքից և ինչպես է նպաստում դրամական միջոցների ներգրավմանը: Այդ առումով կարևորվում է բացահայտել ինդեքսավորված արժեթղթերի կառուցվածքի փոփոխության ներգործությունը դրանց կուրսային արժեքի վրա: Այդ տեսանկյունից նույնիսկ կորպորատիվ արժեթղթերը և սերտիֆիկատները ակտիվ դեր չեն խաղում դրամական միջոցների ներգրավման և տնտեսական զարգացման ֆինանսավորման համար: Ստեղծված իրավիճակը համարվում է մի կողմից սերտիֆիկատների ապրանքայնության բացակայության, մյուս կողմից պետական պարտատոմսերի գործարքների գերակշռող ծավալի հետևանք:

ՀՀ-ում ԻՆ-ի գործունեության ուղղությունների ընդլայնման և ներդրումային գործընթացների կազմակերպման համար սկզբունքային նշանակություն ունեն ֆոնդային բորսայի գործընթացների զարգացումը, դրանց արդյունավետությունը և կապիտալացումը:

ՀՀ արժեթղթերի բորսայական առևտուրը 2005թ. բնութագրվում էր նրանով, որ նույնիսկ որոշակի երաշխիք կրող կորպորատիվ արժեթղթերով առևտրի ծավալը իջել է մինչև 604.9 մլն

դրամի և 2004թ. համեմատությամբ նվազել է 1.4 անգամ կամ 28.9%-ով¹: Իսկ 2006թ. գործարքների ավելի փոքր քանակով ստացվել է գործարքների ավելի մեծ ծավալ: Մասնավորապես 2005թ. 1596 գործարքներով բորսայական առևտուրը կազմել է 604912734 ՀՀ դրամ, իսկ 2006թ. 1134 գործարքներով իրականացվել է 2149700924 ՀՀ դրամի առևտուր: (2005-2006թթ. բորսայական առևտրի ամփոփ ցուցանիշները բերված են աղյուսակ 2 - ում):

Աղյուսակ 2

2005-2006թթ. բորսայական առևտրի ամփոփ ցուցանիշները

	2006	2005	աճը, (%)
գործարքների ծավալը, դրամ	2149700924	604912734	255,37
գործարքների քանակը, հատ	1134	1596	-28,95
առևտրի առարկա, արժեթղթերի քանակը, հատ	703453	1098264	-35,95

Բացի այդ, եթե 2005թ. առաջատար տաս ընկերությունների գործարքների տեսակարար կշիռը գործարքների ընդհանուր ծավալի մեջ կազմել է 91,6 %, իսկ բորսայական շուկայում ըստ գործարքների ծավալի առաջատար ընկերության սովորական բաժնետոմսերով կատարված գործարքների ծավալը ընդհանուր գործարքների մեջ կազմել է 48.84 %, ապա վերոնշյալ ցուցանիշները 2006թ. համապատասխանաբար կազմել են 98.5% և 74.65 %: 2006 թվականին ՀՖԲ-ում ապացուցակվել են 164 ընկերությունների արժեթղթեր և ցուցակվել են ընդամենը 2 ընկերությունների արժեթղթեր: 2007թ. տվյալներով ՀՖԲ-ում ցուցակված են եղել 34 թողարկողների արժեթղթեր:

Ելնելով վերը նշված վերլուծություններից՝ կարող ենք ասել, որ բորսայական շուկայում նկատվում է գործարքների խոշորացման և կենտրոնացման գործընթաց այն պատճառով, որ ընկերություններում բացակայում են արժեթղթերի ցուցակման և ինդեքսավորման ընթացակարգերի կիրառման մեխանիզմները: Արդյունաբերական ընկերությունների ինդեքսները գնալով նվազել են և 2005թ. միջին հաշվով կազմել են 26.4, իսկ էներգետիկայում՝ 28.3, մեքենաշինությունում՝ 26.6, քիմիական արդյունաբերությունում՝ 22,3 (տե՛ս աղյուսակ 3):

Աղյուսակ 3

ՀՀ արդյունաբերության ճյուղերի ինդեքսները²

	1998	1999	2000	20001	2003	2005
Ամբողջ արդյունաբերությունը	42.3	44.9	47.4	49.9	57.6	66.4
Էներգետիկա	36.1	34.0	35.1	32.3	27.6	28.3
Մեքենաշինություն	19.2	13.5	16.8	21.3	20.9	26.6
Քիմիական և նավթաքիմիական արդյունաբերություն	26.1	30.2	36.0	29.9	24.7	22.3
Անտառային, փայտամշակման, ցելյուլոզի, թղթի արդյունաբերություն	60.7	63.8	106.3	118.4	148.8	191.3
Շինանյութերի արդյունաբերություն	29.7	28.4	20.7	22.5	29.7	38.1
Թեթև արդյունաբերություն	48.2	43.3	34.7	45.5	43.0	53.8
Սննդի արդյունաբերություն	32.1	38.8	51.1	58.8	77.6	117.5

¹ Այս և մյուս տվյալները վերցված են ՀՖԲ-ի տարեկան հաշվետվություններից:

² ՀՀ վիճակագրական տարեգիրք, 2005թ., էջ 259:

Առանձին ճյուղերի տեսակարար կշռի կրճատումը հետևանք է այն բանի, որ էական տեղաշարժեր են կատարվել արդյունաբերության ճյուղային կառուցվածքում, կրճատվել են հումքանյութային ռեսուրսներ արտադրող ընկերությունների արտադրանքի բնափրային ծավալները, հետևաբար սահմանափակվել է բորսայական առևտրում ընկերությունների ակտիվ մասնակցությունը, մեծացել է բաժնետոմսերի կուրսային և անվանական արժեքների միջև առաջացած տարբերությունը, ինչը բաժնետոմսերի կապիտալացման կրճատման և եկամտաբերության նվազման հիմնական պատճառն է:

Բաժնետոմսերի եկամտաբերության փոփոխությունը կապված է այն հանգամանքի հետ, թե դա բաժնետոմսերի շուկայի որ ժամանակաշրջանում և տնտեսության զարգացման որ փուլում է տեղի ունենում: Փորձը ցույց է տալիս, որ այդ փոփոխությունները պետք է գնահատել արժեթղթերի շուկայական արժեքի և վաճառքի հարաբերակցության գործակցով: Այդ առիթով կիրառվում են նաև կուրսային արժեք/անվանական արժեք, շահույթ/բաժնետոմսի գին, շահութաբաժին/բաժնետոմսի գին, շահութաբաժին/բաժնետոմսի եկամտաբերություն և այլ հարաբերակցությունների ցուցանիշներ, ընդ որում կարևորվում է նաև ֆինանսական լծակի օգտագործումը: Ֆինանսական լծակը ձևավորվում է ինչպես վարկերի, այնպես էլ ԻՆ-ի ներդրումների օգտագործման դեպքում: Եթե ֆինանսական լծակի դիֆերենցիալը բացասական է, ապա ավելի նպատակահարմար է բաժնետոմսեր թողարկելու ճանապարհով ավելացնել սեփական միջոցները, քան օգտվել վարկերից կամ ԻՆ-ի միջոցներից: Եթե ֆինանսական լծակի դիֆերենցիալը դրական է, ապա ավելի նպատակահարմար է օգտվել ԻՆ-ի միջոցներից, քան սեփական ներդրումային միջոցներից:

Այժմ քննարկենք, թե ֆինանսական միջոցների ներգրավման որ ընտրանքն է ավելի նպատակահարմար: Այդ առումով կարևորվում է բորսայական արժեթղթերի կուրսային արժեքների ուսումնասիրությունը: Եթե առավելագույն կուրսային արժեքներն ըստ մեծության հատկանիշի խմբավորենք հինգ խմբերում մինչև 0.1, 0.1-0.2, 0.2-0.5, 0.5-1, 1-ից բարձր, ապա կստանանք բորսայական առևտրի հետևյալ տվյալները. այն է, որ արժեթղթերի 40.2%-ի առավելագույն կուրսային արժեքը փոքր է կամ հավասար է 0.1-ի, 20.7%-ը գտնվում է 0.1-0.2, 19.5%-ը՝ 0.2-0.5 միջակայքում, 16%-ը՝ 0.5-1 միջակայքում, և միայն 3.6%-ի կուրսային արժեքն է բարձր մեկից: Այլ կերպ ասած ՀՖԲ-ում շրջանառված արժեթղթերի 96.4%-ի տարվա առավելագույն կուրսային արժեքը փոքր է եղել կամ հավասար 1-ի, իսկ 80.4%-ը՝ 0.5-ի, այսինքն՝ արժեթղթերի բացարձակ մեծամասնությունը թերազնահատված է: Հարց է առաջանում՝ որն է արժեթղթերի նման մասսայական թերազնահատվածության պատճառը, արդյոք դա պայմանավորված է կազմակերպությունների ցածր շահութաբերությամբ: Ուսումնասիրությունները ցույց են տվել, որ ՀՀ-ում ԲԲԸ-երի կողմից շահութաբաժինների վճարումը հազվադեպ է:

Այսպիսով, ԲԸ-ի զարգացման ֆինանսավորման համար մեծ դեր են խաղում բաժնետոմսերի կուրսային արժեքը, ինդեքսավորված բաժնետոմսերի գործարքները և փաթեթային ներդրումները: Փաթեթային ներդրումների փորձը ցույց է տալիս, որ ընկերության կայունության ֆինանսավորման և ծրագրային զարգացման համար էական դեր են խաղում փաթեթային ներդրումները և ինդեքսավորված բաժնետոմսերի փաթեթի եկամտաբերությունը, որը որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$Բ_{\Phi\epsilon} = Q_{\text{ն}} + \frac{\Phi_{\text{ն}}}{C_{\Phi\text{ն}}} (C_{\Phi\epsilon} - Q_{\text{ն}}), \text{ որտեղ՝}$$

$Բ_{\Phi\epsilon}$ - ինդեքսավորված բաժնետոմսերի փաթեթի եկամտաբերությունն է, %,

$Q_{\text{ն}}$ - ն՝ ոչ ռիսկային ակտիվի եկամտաբերությունը, % (13),

$\Phi_{\text{ն}}$ - ն՝ ինդեքսավորված փաթեթի ռիսկը, % (36),

$C_{\Phi\text{ն}}$ - ն՝ շուկայական փաթեթի ռիսկը, % (18),

$C_{\Phi\epsilon}$ - ն՝ շուկայական փաթեթի սպասվելիք եկամտաբերությունը % (28):

$$F_{\Phi b} = 13\% + \frac{36\%}{18\%}(28\% - 13\%) = 43\%$$

Բաժնետոմսերի փաթեթի եկամտաբերության ապահովումը պահանջում է իրականացնել փաթեթի պասիվ և ակտիվ կառավարումը¹: Փաթեթի պասիվ կառավարումը ենթադրում է ձեռք բերել ինդեքսավորված ակտիվներ՝ երկար ժամանակ պահպանելու համար: Փաթեթների պասիվ կառավարումը չի ենթադրում փաթեթի ակտիվ վերակառուցում:

Փաթեթի ակտիվ կառավարումը ենթադրում է փաթեթի բաժնետոմսերի միջև համամասնությունների ձևավորում: Ակտիվ կառավարումը կարելի է կառուցել շուկայական փաթեթի հիման վրա և հաշվի առնելով շուկայի փոփոխությունները՝ հնարավոր է վերանայել փաթեթի կառուցվածքը: Այսպիսով, ընկերության տնտեսական կայունության ֆինանսավորման համար ձևավորվող ինդեքսավորված արժեթղթերի փաթեթների կառավարումը նպաստում է դրանց եկամտաբերության բարձրացմանը:

Բաժնետոմսերի փաթեթի եկամտաբերության բարձրացումը կախված է ոչ միայն դրանց կուրսային արժեքի բարձրացումից, այլև արժեթղթերի փաթեթի ձևավորման ներդրումների ներգրավման մոտեցումներից: Այդ առումով կնքվում են ֆյուչերսային պայմանագրեր, որոնց իրականացման համար պետք է նկատի ունենալ բաժնետոմսերի կուրսային արժեքի գնահատումը, որն արտահայտվում է շահութաբաժնի և ԻՆ-ի ներդրումների տոկոսադրույքների հարաբերակցության միջոցով: Որքան բարձր է այդ հարաբերությունը, այնքան մեծ է դրամական միջոցների ներգրավումը արժեթղթերում, և բարձր է բաժնետոմսի կուրսային արժեքը, որն ապահովում է զուտ շահույթի մեծ ծավալ: Բաժնետոմսերի կուրսային արժեքի պահպանման համար կարևոր պայմաններ են համարվում ֆյուչերսային պայմանագրերի իրացումը և ֆյուչերսային պայմանագրի մեկ բաժնետոմսի արժեքի (Ֆպա) որոշումը: Դրա համար ընդունենք, որ ակտիվի գինը ֆինանսական շուկայում կազմում է 2000 դրամ, բանկային տոկոսադրույքը՝ 16%, մինչ ֆյուչերսային պայմանագրի ավարտին մնացած օրերը՝ 50 օր, շահութաբաժնի վճարման դրույքը՝ 9%: Այստեղից՝

$$\text{Ֆպա} = 2000 + 2000(0.16 - 0.09) 50/360 = 2019.6 \text{ դրամ:}$$

Ֆյուչերսային պայմանագրի բաժնետոմսի կուրսային արժեքի բարձր մակարդակը կախված է այդ պայմանագրի մնացած օրերի թվից ԻՆ-ի ներդրումների վճարման տոկոսի և պայմանագրի շահութաբաժնի դրույքի տարբերությունից: Հաշվարկները ցույց տվին, որ ֆյուչերսային պայմանագրերի բաժնետոմսերի արժեքի աճի 19.6 (2019.6 - 2000) 65%-ը բաժին է ընկնում պայմանագրի մնացած օրերի թվաքանակին, իսկ 35%-ը՝ ԻՆ-ի տոկոսադրույքի և շահութաբաժնի տարբերությանը: Փորձը ցույց է տվել, որ եթե ֆյուչերսային պայմանագրի ավարտի մնացած օրերը քիչ են, ապա այդ պայմանագրի բաժնետոմսերի կուրսային արժեքի բարձրացումը կախված է ԻՆ-ի ներդրումների վճարման տոկոսադրույքի կրճատումից և հակառակը, այդ դրույքի բարձրացման դեպքում նվազում են կուրսային արժեքը և բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը:

Ֆյուչերսային պայմանագրերը ձևավորվում և կնքվում են մաս ֆոնդային շուկայի ինդեքսների հիման վրա, այդպիսի պայմանագրերը ստանդարտացվում են, համարվում են ֆոնդային ինդեքսների բնութագրիչներ և գործում են տվյալ օրվա ընթացքում: Ֆյուչերսային պայմանագրերի հիմնական ցուցանիշների ստանդարտացման և գների մակարդակով պայմանավորվում են պայմանագրի արժեքը և շահույթի մեծությունը: Ֆյուչերսային պայմանագրի շահույթը կախված է թողարկողների գնահատման հիմն խումբ ցուցանիշներից, որոնք օգտագործվում են ընկերության ներդրումների ներգրավման ռեյտինգի կառուցման համար:

Առաջին խմբում մտնում են այն ցուցանիշները, որոնք արտահայտում են ներդրված միջոցների օգտագործման արդյունավետությունը, որին վերաբերում են շահույթի նորման,

¹ Денисов Л.А. Анализ инвестиционных проектов. М., 1994, с 105.

ակտիվների շահութաբերությունը, շրջապատույտը, վաճառքի եկամտաբերությունը, բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը և ընկերության շուկայական կապիտալացումը:

Երկրորդ խմբում մտնում են ընկերության ֆինանսական իրադրության որոշման ցուցանիշները (վճարունակությունը, իրացվելիությունը, ֆինանսական կայունությունը):

Երրորդ խմբի ցուցանիշները ցույց են տալիս ընկերության արտադրական ներուժը, դրանք են հիմնական ֆոնդերի մաշվածության գործակիցը, ֆոնդերի շահութաբերությունը:

Չորրորդ խմբի ցուցանիշները արտացոլում են արժեթղթերում ներդրված միջոցների հուսալիությունը և անվտանգությունը (դեբիտորական պարտքերի ռիսկը, բաժնետոմսի իրացվելիության արժեքը):

Հինգերորդ խմբի ցուցանիշները արտացոլում են ճյուղի զարգացման դինամիկան, արտահամանման ներուժը, նորամուծությունը, ներդրումներ/կապիտալ, ներդրումներ/հասույթ և շահույթ/ներդրումների հարաբերակցության դինամիկաները:

Բերված հինգ խումբ ցուցանիշները կազմում են արժեթղթերի ռեյտինգի ձևավորման հիմքերը, որով բնութագրվում է արժեթղթերի ներդրումային որակը, որը համապատասխանում է տվյալ ռեյտինգի կատեգորիային:

Այսպիսով, ընկերության ռեյտինգը բաժնետոմսերի փաթեթի արդյունավետության ձևավորման հիմնական նախադրյալն է, որի հիման վրա ձևավորվում են թույլատրելի, անթույլատրելի և արդյունավետ բաժնետոմսերի փաթեթները, ֆյուչերսային պայմանագրերը և օպցիոնները:

ՍԱՐԳԻՍ ՍՏԵՓԱՆՅԱՆ

ՀՀ ԳԱԱ Մ.Քոթանյանի անվան

տնտեսագիտության ինստիտուտի ասպիրանտ

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՆՇԱՆԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Տնտեսագիտական գրականության մեջ շուկայական տնտեսությունը դիտարկում են որպես երեք շուկաների փոխկապակցված գործունեություն: Այդ շուկաներն են.

- ապրանքային շուկա,
- աշխատանքային շուկա,
- ֆինանսական շուկա:

Երբ շուկայում առք ու վաճառքի առարկան փողն է, շուկան կոչվում է ֆինանսական: Ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածներում որպես գործարքի առարկա կարող են հանդես գալ տարբեր ֆինանսական գործիքներ՝ արժեթղթեր, ապահովագրական պոլիսներ, արտարժույթ և այլն: Քանի որ այդ հարաբերությունների ընթացքում գնվում և վաճառվում է փողը, դրա համար այդպիսի շուկան անվանում են ֆինանսական¹:

Ցանկացած շուկայական տնտեսական համակարգում մշտապես առկա են այնպիսի իրավիճակներ, երբ այդ համակարգի որոշակի հատվածներում կա լրացուցիչ ֆինանսական միջոցների կարիք, իսկ մյուսներում՝ ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցներ: Այս հակասությունը լուծվում է ֆինանսական շուկայի միջոցով, որը շուկայական տնտեսության մեջ դրամական ռեսուրսների հավաքագրման և տեղաբաշխման գործուն մեխանիզմ է: Ընդ որում

¹ Լ. Հ. Բաղանյան, Ա. Բ. Սպանազյան և ուրիշներ, «Ֆինանսներ և վարկ», Երևան 2003, էջ 39: