

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 զնվում 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:

տնտեսությունում առկա դրամական միջոցները (որոնք կուտակվել են խնայողությունների ձևով) կարող են ներդրումների վերածվել երկու ճանապարհով.

1. Փոխառվական կապիտալի շուկայի միջոցով, այսինքն, երբ փողը ներդրողներից կամ վաճառողներից գնորդներին է անցնում միջնորդավորված ձևով: Որպես միջնորդներ հանդես են գալիս ավանդալին հաստատությունները (առևտրային և խնայողական բանկերը), ապահովագրական ընկերությունները, կենսաթոշակային ֆոնդերը, ինվեստիցիոն հիմնադրամները:

2. Արժեթղթերի շուկայի միջոցով, երբ փողը վաճառողներից գնորդներին է անցնում ուղղակիորեն՝ առանց միջնորդ կառույցների: Արժեթղթերի շուկայում դրամական ռեսուրսների հոսքը կատարվում է շուկայական առաջարկի և պահանջարկի հիման վրա, ինչը և ապահովում է դրա գործունեության արդյունավետությունը: Դա նշանակում է, որ պաշտ միջոցներն ուղղվում են այնտեղ, որտեղ դրանց կարիքը կա, և որտեղ դրանք կունենան արդյունավետ կիրառում:

Արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ առկա են բազմազան, միևնույն ժամանակ իրարամերժ մեկնաբանություններ: Դրանցից կարելի է առանձնացնել հետևյալ հիմնական մոտեցումները.

- Մասնագետների մի մասի, օրինակ, Յա. Միրկինի կարծիքով «Արժեթղթերի շուկան այն շուկան է, որտեղ շրջանառվում է յուրահատուկ ապրանք՝ արժեթուղթ»: Այս սահմանումով մա շեշտը դնում է արժեթղթերի շուկայի գործիքների՝ արժեթղթերի վրա՝ շրջանցելով այն մեխանիզմները, որոնք ապահովում են շուկայի գործունեությունը:
- «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ նախկին օրենքում նշվում էր, որ «արժեթղթերի շուկան արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման և շրջանառության առնչությամբ առաջացող հարաբերությունների համակարգ է»:
- Մասնագետների մեկ այլ մասի կարծիքով (Ա.Սալմազարյան և ուրիշներ) արժեթղթերի շուկան մեկնաբանվում է որպես կապիտալի շուկա՝ նշելով, որ. «Արժեթղթերի շուկան իրենից ներկայացնում է իրական գոյություն ունեցող կապիտալի շուկա (այսինքն՝ փողի և նյութական արժեքների)»¹:

Թեև այս բոլոր մոտեցումներն ընդունելի են, սակայն պետք է նշել, որ դրանք ներկայացնում են արժեթղթերի շուկայի միայն այս կամ այն կողմը: Արժեթղթերի շուկայի առավել ամբողջական մեկնաբանությունը տալու համար անհրաժեշտ է այն դիտարկել լայն իմաստով՝ որպես տնտեսական կատեգորիա և նեղ իմաստով՝ որպես դրա կոնկրետ դրսևորման ձև:

Լայն իմաստով արժեթղթերի շուկան արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության հետ կապված հարաբերություններ են, որոնք առաջանում են թողարկողների և ներդրողների, ինչպես նաև այդ շրջայում ֆինանսական և միջնորդական գործունեություն իրականացնող բոլոր մասնակիցների միջև:

Նեղ իմաստով արժեթղթերի շուկան կոնկրետ մեխանիզմների ամբողջություն է, որի միջոցով իրացվում են արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման և շրջանառության առնչությամբ առաջացող հարաբերությունները, այսինքն՝ այն արժեթղթերի շուկայի դրսևորման կոնկրետ ձև է, որը կարող է հանդես գալ բորսաների, բորսայակից շուկաների, կազմակերպված համակարգչային առևտրային համակարգերի, ինչպես նաև անկազմակերպ և չկարգավորվող շուկաների ձևով:

Ամենաընդհանուր դասակարգմամբ արժեթղթերի շուկան հարաբերությունների համակարգ է, որը պայմանավորված է արժեթղթերի թողարկմամբ, տեղաբաշխմամբ և շրջանառությամբ:

Արժեթղթերի շուկայի էությունն ու նշանակությունն առավել պատկերավոր ըմբռնելու համար անհրաժեշտ է բացահայտել և ներկայացնել դրա հիմնական գործառնությունները, որոնք ապահովում են շուկայի գործունեության ընդհանուր օրինաչափությունը:

¹ Ա. Բ. Սալմազարյան, Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառնությունների իրականացումը և արդյունավետությունը, Երևան 2002, էջ 16, 17:

Ժամանակակից տնտեսագիտական գրականության մեջ չկա միասնական մոտեցում արժեթղթերի շուկայի գործառնությունների մասին, չնայած որ նրանք մեծ մասամբ ունեն ընդհանուր գծեր, իսկ տարբերությունը միայն երևույթը տարբեր տեսանկյուններից դիտարկելն է: Օրինակ, ըստ ռուս հայտնի տնտեսագետ Վ.Ա. Գալանովի, արժեթղթերի շուկայի գործառնությունները բաժանվում են ընդհանուր շուկայական և յուրահատուկ գործառնությունների¹: Առաջին խմբի մեջ են մտնում հետևյալ գործառնությունները.

1. Կոմերցիոն գործառնությո՞ւն, որը հնարավորություն է տալիս շահույթ ստանալ շուկայում կատարվող արժեթղթերի հետ գործառնություններից:
2. Գնային գործառնությո՞ւն, այսինքն՝ ֆինանսական գործիքների արժեքման, գնանշման, գնագոյացման գործառնությո՞ւն:
3. Կարգավորման գործառնությո՞ւն, երբ շուկան ստեղծում է առևտրի և նրանում մասնակցության կանոններ, մասնակիցների միջև վեճերի լուծման կարգ, տալիս է արտոնություններ, նշանակում է վերահսկման և կարգավորող մարմիններ և այլն:
4. Տեղեկատվական գործառնությո՞ւն, երբ շուկան տեղեկատվություն է տարածում մասնակիցների և շրջանառվող արժեթղթերի վերաբերյալ:

Իսկ երկրորդ խմբի մեջ մտնում են վերաբաշխման (դրամական միջոցների վերաբաշխումը տարբեր ճյուղերի և ոլորտների միջև), գնային և ֆինանսական ռիսկերից ապահովագրման գործառնությունները:

Ըստ Բ.Ա. Ռայզբերգի՝ արժեթղթերի շուկայի գործառնություններն են².

- ինվեստիցիոն հոսքերի կարգավորումը և ռեսուրսների օգտագործման օպտիմալ կառուցվածքի ապահովումը,
- ինվեստիցիոն գործընթացի մասսայականության ապահովումը,
- միկրոմակարդակում տնտեսության մեջ կառավարման դեմոկրատացման ապահովումը կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների կիրառման շնորհիվ,
- պետական ֆինանսական քաղաքականության լծակի դերի իրականացում՝ կատարելով բյուջետային դեֆիցիտի ֆինանսավորում, դրամական զանգվածի կարգավորում, ֆինանսական համակարգի իրացվելիության ապահովում և այլն:

Մեկ այլ մոտեցման համաձայն՝ արժեթղթերի շուկան կատարում է ներդրումային, ռիսկերի վերաբաշխման, սեփականության վերաբաժանման, վեճաբացման կապիտալի ձգողության, պարտքի իրացվելիության բարձրացման գործառնություններ³:

Ընդհանրացնելով արժեթղթերի շուկայի դերի և գործառնությունների վերաբերյալ մոտեցումները՝ նշենք, որ արժեթղթերի շուկան իր պատմական զարգացման տարբեր փուլերում ունեցել է տարբեր ծավալներ, դեր և նշանակություն: Բացի այդ տարբեր տնտեսական համակարգերում և տարբեր զարգացածություն ունեցող տնտեսություններում տարբեր է լինում արժեթղթերի շուկայի դերը, իսկ այս հանգամանքը առավել ակնհայտ է դառնում տարբեր տնտեսական մոդելների երկրներում արժեթղթերի շուկայի դերի ուսումնասիրության ժամանակ⁴:

Ֆինանսական շուկան սովորաբար հատվածավորվում է նաև դրամի և կապիտալի շուկաների: Դրամի շուկան կարճաժամկետ ֆինանսական պարտավորությունների շուկա է, որտեղ շրջանառվում են մինչև մեկ տարի ժամկետ ունեցող արժեթղթերը: Օրինակ, ավանդային սերտիֆիկատները կամ առևտրային արժեթղթերը, իսկ կապիտալի շուկայում շրջանառություն են կատարում մեկ տարուց ավելի ժամկետ ունեցող արժեթղթերը: Ուստի կապիտալի շուկան ընդունված է անվանել երկարաժամկետ ֆինանսական պարտավորությունների շուկա, որի

¹ "Рынок ценных бумаг". Учебник под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова, Москва "Фин. и стат." 2000, стр. 96.

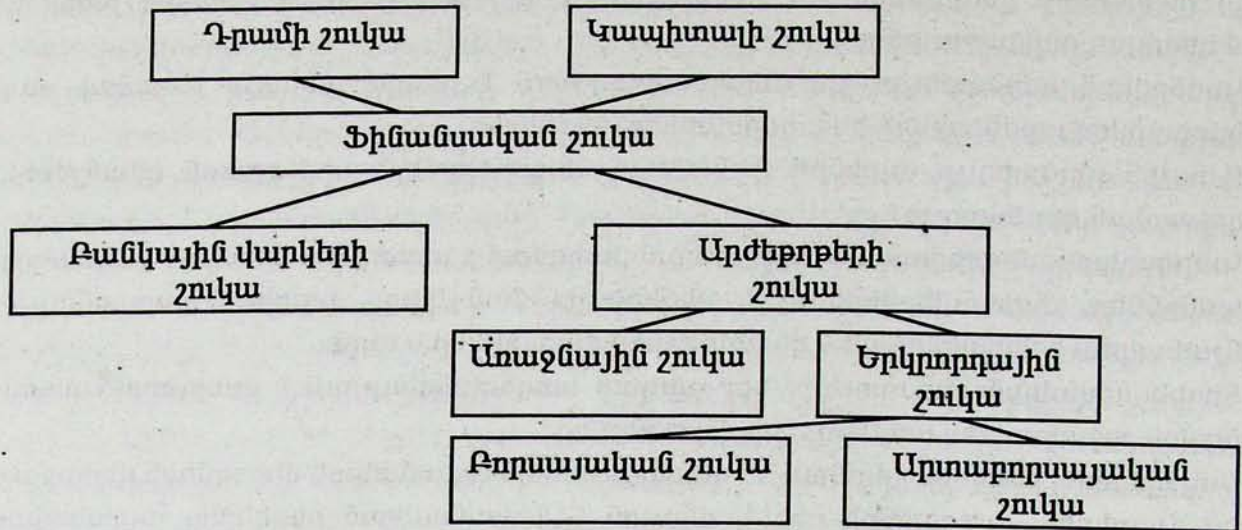
² Курс Экономии. Учебник под ред. Б. А. Райзберга. М. Инфра-М. 2000. стр. 369-370.

³ "Ценные бумаги". Учебник под ред. В.И. Колестникова и В.С. Торкановского. Москва 1998г. стр. 72.

⁴ Վ. Բ. Սալմազարյան, Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառնությունների իրականացումը և արդյունավետությունը, Երևան 2002, էջ 18-20:

գործիքներն են հիմնականում երկարաժամկետ ֆինանսական ծրագրերի իրականացման համար ֆինանսավորման աղբյուր հանդիսացող բաժնետոմսերը և պարտատոմսերը:

Ֆինանսական շուկայի, այդ թվում արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքը կարելի է ներկայացնել հետևյալ գծապատկերի միջոցով (տե՛ս գծապատկեր 1).



Գծապատկեր 1. Ֆինանսական շուկայի կառուցվածքը¹:

Գծապատկեր 1-ից պարզ երևում է, որ արժեթղթերի շուկան իր կազմակերպչական կառուցվածքով բաժանվում է առաջնային և երկրորդային շուկաների:

Արժեթղթերի առաջնային շուկա է համարվում այն շուկան, որտեղ տեղի է ունենում նոր թողարկված արժեթղթերի տեղաբաշխումը, այսինքն՝ արժեթղթերի փոխանցումը թողարկողներից դեպի դրանց առաջնային տերերին: Հետևաբար, արժեթղթեր թողարկողներն առաջնային շուկայում ներդրողներից ներգրավում են ֆինանսական ռեսուրսներ: Արժեթղթերի առաջնային շուկայի անմիջական մասնակիցներն են.

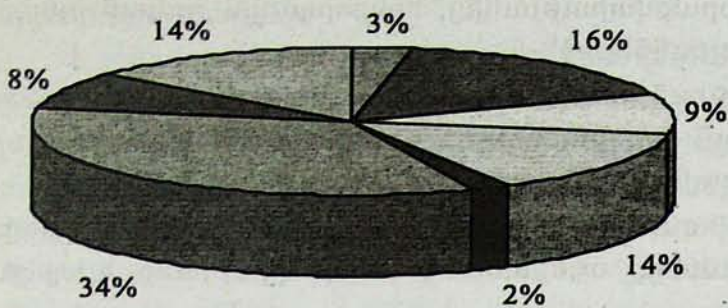
ա) **արժեթղթեր թողարկողները (եմիտենտները)**, որոնք ֆինանսական միջոցների կարիք ունեն՝ հիմնական և շրջանառու կապիտալի մեջ ներդրումներ կատարելու համար: Դրանով որոշվում է արժեթղթերի առաջարկը ֆոնդային շուկայում: Ընդ որում, որպես թողարկողներ սովորաբար հանդես են գալիս խոշոր կազմակերպությունները (ձեռնարկությունները), կորպորացիաները, որոնք ունեն կայուն բիզնես, ինչպես նաև պետությունը: Թե դրանցից որ խումբն ինչ տեղ կզբաղեցնի շուկայում, կախված է երկրի տնտեսության վիճակից, նրա զարգացման ընդհանուր մակարդակից: Յուրաքանչյուր երկրում գոյություն ունի որոշակի նվազագույն մեծություն, որի դեպքում արժեթղթերի թողարկումը դառնում է շահավետ: Ամերիկյան շուկայի համար այդ մեծությունը կազմում է 50 մլն դոլար, Ֆրանսիայում՝ 10 մլն, Բրազիլիայում այն կազմում է 5 մլն դոլար² և այլն:

բ) **Ներդրողները**, որոնք ունեն ֆինանսական միջոցներ, հետաքրքրված են իրենց կապիտալը շահավետ ոլորտում ներդնելու հարցում և որոնք ձևավորում են արժեթղթերի նկատմամբ պահանջարկը³: Ընդ որում, տարբեր երկրներում արժեթղթերի շուկայի ձևավորման սկզբնական շրջանում ավելի ակտիվ են անհատ ներդրողները, իսկ շուկայի զարգացմանը զուգընթաց աշխուժանում են նաև ինստիտուցիոնալ ներդրողները: Օրինակ, ԱՄՆ-ում անհատ ներդրողներին է պատկանում կորպորատիվ արժեթղթերի ընդամենը 14%-ը (տե՛ս գծապատկեր 2):

¹ Կ. Սարգսյան, Կորպորատիվ արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման և շրջանառության հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, ատենախոսություն, Երևան 2001, էջ 51:

² Коласс Б. "Управление финансовой деятельностью предприятия", Москва 1997г.

³ Ս. Ասլանյան, Ֆինանսական ներդրումներ, Երևան 2005, էջ 29, 30:



- Բրոքերներ և դիլերներ
- Կենսաթոշակային ֆոնդեր
- Փայատիրական ֆոնդեր
- Օտարերկրյա ներդրողներ
- Այլ
- Ապահովագրական ընկերություններ
- Բանկեր
- Անհատ ներդրողներ

Գծապատկեր 2. ԱՄՆ-ում արժեթղթերում ներդրումների կառուցվածքը:

Չինաստանի արժեթղթերի շուկայում էական տեղ են զբաղեցնում անհատ ներդրողները, իսկ եվրոպական երկրներից, որտեղ անհատ ներդրողները շատ կարևոր դեր են կատարում, կարելի է առանձնացնել Պորտուգալիան: Դա կապված է այն հանգամանքի հետ, որ այս երկրում բնակչության կենսամակարդակը և խնայողությունների ծավալը աճում են ավելի արագ, քան զարգանում են ֆինանսական ինստիտուտները:

Հարկ է նշել, որ առաջնային շուկայում է տեղի ունենում տնտեսության մեջ առաջացած ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցների հավաքագրումը, ինչն էլ՝ արժեթղթերի շուկայի միջոցով ուղղվում է երկրի տնտեսական զարգացմանը: Մակայն առաջնային շուկայի դերը չի սահմանափակվում վերարտադրության ծավալման համար ինվեստիցիոն միջոցների ապահովումով, քանի որ առաջնային շուկայում տեղի է ունենում նաև ազատ դրամական միջոցների վերաբաշխում տնտեսության ճյուղերի ու ենթաճյուղերի միջև: Նման տեղաբաշխման համար չափանիշ է եկամուտը, որ բերում են արժեթղթերը: Նշենք, որ դրամական միջոցները ներդրվում են այն ընկերությունների և տնտեսության այն ճյուղերի մեջ, որոնք ապահովում են առավելագույն շահույթ: Արդյունքում՝ առաջնային շուկան հանդես է գալիս որպես արդյունավետ շուկայական չափանիշ ազգային տնտեսության ռացիոնալ կառուցվածքի ստեղծման, տնտեսական զարգացման համամասնությունների ապահովման գործընթացներում:

Առաջնային շուկայում արժեթղթերի տեղաբաշխումն իրականացվում է 2 եղանակով.

- անմիջապես թողարկողների կողմից,
- միջնորդների միջոցով:

Չարգացած արժեթղթերի շուկա ունեցող երկրներում թողարկումները հիմնականում տեղաբաշխվում են միջնորդ կազմակերպությունների միջոցով, այսպես կոչված «անդերրայթինգի» մեխանիզմով: Ընդ որում, որպես անդերրայթերներ հանդես են գալիս հիմնականում ինվեստիցիոն բանկերը:

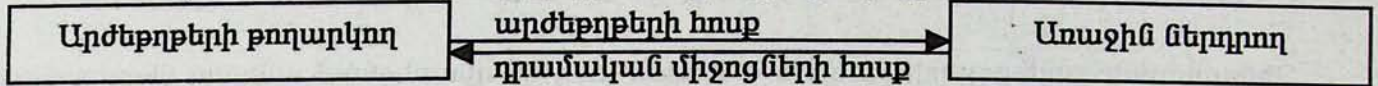
Արժեթղթերի առաջնային շուկան ենթադրում է, որ պետք է գոյություն ունենա նաև արժեթղթերի երկրորդային շուկա, հակառակ դեպքում առաջնային շուկայի գոյությունը դառնում է անիմաստ: Երկրորդային շուկայում շրջանառվում են արդեն թողարկված և առաջնային շուկայում տեղաբաշխված արժեթղթերը, այսինքն՝ տեղի է ունենում արժեթղթերի առք ու վաճառք և դրանց սեփականատերերի մշտական փոփոխում: Այստեղ արժեթղթերի առաջարկով և պահանջարկով որոշվում է արժեթղթերի հավասարակշիռ գինը, այսինքն՝ այն գինը, որով վաճառողները համաձայն են վաճառել, իսկ գնորդները՝ գնել: Երկրորդային շուկայի առանձնահատկությունն արժեթղթերի իրացվելիության ապահովումն է, այսինքն՝ արժեթղթերն ընդունելի գնով ցանկացած պահին կանխիկ փողի վերածելու հնարավորությունը: Դժվար թե

ներդրողներն առանց վարանելու ձեռք բերեն արժեթղթեր առաջնային շուկայում, եթե իմանան, որ հետագայում հնարավորություն չեն ունենալու նախօրոք հայտնի գնով դրանք արագորեն վաճառելու երկրորդային շուկայում: Բացի իրացվելիությունից, երկրորդային շուկան պետք է բնութագրվի նաև հետևյալ առանձնահատկություններով¹.

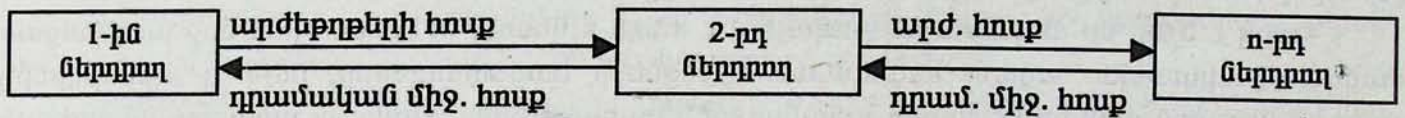
- Թափանցիկությամբ: Այն հնարավորություն է տալիս ազատ, անարգել կերպով ստանալ հավաստի և ստույգ տեղեկատվություն իրականացվող գործարքների ծավալների ու գների, առաջարկի ու պահանջարկի և այլնի վերաբերյալ:
- Արդյունավետությամբ: Ինչքան փոքր են գնման և վաճառքի գների միջև եղած տարբերությունը, ինչպես նաև գնային տատանումները, այնքան մեծ է մրցակցությունը, և այնքան արդյունավետ է շուկան:

Արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շուկաները կարելի է սխեմատիկ ձևով ներկայացնել հետևյալ կերպ².

Արժեթղթերի առաջնային շուկայի սխեման



Արժեթղթերի երկրորդային շուկայի սխեման



Միջազգային պրակտիկայում գոյություն ունեն երկրորդային շուկայի երկու հիմնական կազմակերպչական տարատեսակներ.

1. բորսայական շուկաներ,
2. արտաբորսայական շուկաներ:

Բորսայական են կոչվում այն շուկաները, երբ ֆինանսական գործիքների առքն ու վաճառքը կատարվում է հատուկ մասնագիտացված կազմակերպություններում՝ ֆոնդային բորսաներում: Ըստ «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի՝ ֆոնդային բորսան ինքնակարգավորվող կազմակերպություն է, որը որոշակի տեղում օրենքով և այլ իրավական ակտերով ու իր կանոններով սահմանված կարգով կազմակերպում է արժեթղթերով հրապարակային առևտուր և իրականացնում արժեթղթերի գնանշում:

Ֆինանսական գործիքների մնացած բոլոր շուկաները արտաբորսայական են և կոչվում են.

- բորսայակից շուկաներ (ստեղծվում են ֆոնդային բորսաների կողմից և գտնվում են դրանց ընդհանուր վերահսկողության ներքո):
- Կազմակերպված համակարգչային շուկաներ, որտեղ սակարկություններն իրականացվում են համակարգչային տեխնիկայի միջոցով: Օրինակ, ԱՄՆ Արժեթղթերի դիլերների ասոցիացիայի կողմից ստեղծված ավտոմատ գնանշման համակարգչային համակարգը՝ NASDAQ:
- Մակավ կարգավորվող և չկարգավորվող շուկաներ, որոնք աչքի են ընկնում արժեթղթերի ցուցակման, առևտրի մասնակիցների նկատմամբ պահանջների, ինչպես նաև գործարքների նկատմամբ վերահսկողության բացակայությամբ:

¹ Ս. Ասլանյան, Ֆինանսական ներդրումներ, Երևան 2005, էջ 32:

² Լ. Հ. Բաղդասյան, Ա. Բ. Սամբաղյան և ուրիշներ, «Ֆինանսներ և վարկ», Երևան 2003, էջ 44:

Բացի բորսայական և արտաբորսայական շուկաներից, հաճախ օգտագործվում են «երրորդ շուկա» և «չորրորդ շուկա» հասկացությունները՝ որպես արտաբորսայական շուկայի բաղկացուցիչ տարրեր:

«Երրորդ շուկա» տերմինն օգտագործվում է՝ նկարագրելու համար բորսայում գնանշվող բաժնետոմսերի արտաբորսայական առևտուրը: Բորսայական սակարկություններին մասնակցելու իրավունք ունեն միայն բորսայի անդամ բրոքերական ֆիրմաները: Մակայն կան նաև այլ ֆիրմաներ, որոնք զբաղվում են արժեթղթերի առք ու վաճառքով, բայց բորսայի անդամ չեն: Վերջիններս, իրենց հերթին, այդ բաժնետոմսերով գործարքներ են կնքում արտաբորսայական շուկայում, որն էլ «երրորդ շուկան» է: Այստեղ գործարքներ են կնքվում հիմնականում հանրածանոթ ընկերությունների բաժնետոմսերով, ինչպիսիք են, օրինակ, IBM և XEROX ընկերությունները: Շուկայի այս սեգմենտի հաջողություններն ու ձախողումները էապես կախված են այն բանից, թե ինչպես են գործում բորսայական և արտաբորսայական շուկաները, և ինչպիսին է բորսայում գործող կոմիսիոն վճարների և այս շուկայում գործող միջնորդավճարների հարաբերակցությունը: Օրինակ՝ 1965-1972թթ. ԱՄՆ-ում «երրորդ շուկան» մեծ թափով զարգացում ապրեց, քանի որ այն թույլ էր տալիս խուսափել Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայի բարձր կոմիսիոն վճարներից, մասնավորապես մեծ ծավալների գործարքներ կնքելու ժամանակ, իսկ երբ բորսայում մտցվեցին կոմիսիոն վճարների փոփոխական սանդղակներ, «երրորդ շուկայում» կնքվող գործարքների թիվը աստիճանաբար նվազեց: Այնուամենայնիվ, այն շարունակում է նշանակալից դեր խաղալ ամերիկյան շուկաներում:

«Չորրորդ շուկա» տերմինն օգտագործվում է՝ նկարագրելու համար արժեթղթերի՝ ուղղակի, առանց բրոքերային միջնորդության կատարվող առք ու վաճառքը երկու կողմերի միջև: Սովորաբար ներդրողները նման գործարքները կնքում են բրոքերների միջոցով, քանի որ այդպես հնարավոր է գտնել «լավագույն» գնորդին, իսկ այդ ծառայության համար բրոքերը ստանում է միջնորդավճար: Չորրորդ շուկայի անհրաժեշտությունն առաջացել է այս անգամ արդեն բրոքերային միջնորդավճարի անփոփոխ լինելու պատճառով, հատկապես մեծ ծավալի գործարքների դեպքում: Որոշ դեպքերում ավելի ձեռնառու է լինում ուղղակի առք ու վաճառք կատարել՝ խնայելով բրոքերին տրվող միջնորդավճարը:

Ներկայումս հայաստանյան ընկերությունները՝ որպես ֆինանսական միջոցների ներգրավման հիմնական աղբյուր, օգտագործում են բանկային վարկը՝ որպես այլընտրանք չդիտարկելով արժեթղթերի թողարկմամբ ֆինվեստիցիոն ծրագրերի ֆինանսավորման հնարավորությունը: Մակայն արժեթղթերի թողարկումը՝ որպես ֆինանսական միջոցների հավաքագրման եղանակ, ընկերություններին հնարավորություն է ընձեռում օգտվել այլընտրանքային ֆինանսական աղբյուրներից և առավել արդյունավետ կառավարել ընկերության ֆինանսական հոսքերը: Տնտեսագիտական գրականության մեջ հաճախ են նշվում գործոններ, որոնք թույլ են տալիս արժեթղթերի կիրառման մեխանիզմներն առավել նախընտրելի դիտել բանկային վարկերի համեմատ, երբ.

1. արժեթղթերով ներգրավված միջոցների արժեքը շատ ավելի ցածր է, ատնվազն առևտրային բանկերի կողմից դրանց ներգրավման և բաշխման տոկոսադրույքների միջև առկա տարբերության չափով, քանի որ բանկը միջոցները ներգրավում է իր ավանդատուների միջոցով, այնուհետև ավելի բարձր տոկոսով վարկի տեսքով դրանք տրամադրում է մարդկանց: Հետևաբար, վարկային միջոցների արժեքի մեջ ներառված է նաև փոխատուի եկամուտը: Իսկ պարտատոմսի թողարկումը հնարավորություն է տալիս դրամական միջոցները ներգրավել անմիջապես ներդրողից, դրա համար պարտատոմսերի դիմաց վճարվող տոկոսադրույքը շատ ավելի ցածր է:

2. Պարտատոմսի թողարկումը հնարավորություն է տալիս նվազեցնելու թողարկողի կախվածությունը կոնկրետ բանկից և դրա շնորհիվ դիվերսիֆիկացնելու փոխառության աղբյուրները,
3. բանկերն, իրենց ակտիվների ու պասիվների ծավալներից և ժամկետներից կախված, հաճախ չեն կարողանում տրամադրել անհրաժեշտ ծավալի և ժամկետի միջոցներ, ինչն առավել հեշտ է իրականացնել՝ շնորհիվ արժեթղթերի շուկայի կողմից ֆինանսական միջոցների հոսելիության ապահովման,
4. բանկի կողմից տրամադրվող վարկը պետք է անպայման ապահովված լինի: Ընդ որում ապահովվածության ձևը պարտադիր որոշում է բանկը, իսկ ապահովվածության արժեքը պետք է անպայման գերազանցի փոխառու միջոցների ընդհանուր գումարը, իսկ պարտատոմսերի թողարկումը ոչ միշտ է, որ պահանջում է ապահովվածություն: Նույնիսկ եթե պահանջում է, ապա ապահովվածության ձևը որոշի պարտատոմս թողարկողը, իսկ պահանջվող ապահովվածության չափը համապատասխանի փոխառության ընդհանուր գումարին¹:
5. Չևավորվում է թողարկողի վարկային պատմությունը հրապարակային ֆինանսական շուկայում, տեղի է ունենում ավելի մեծ ինֆորմացիայի բացահայտում թողարկողի ռիսկերի մասին, փոխառուները ավելի լավ են ճանաչում թողարկողին և, հետևաբար, ավելի են մեծանում թողարկողի գործառնական հնարավորությունները ներգրավելու դրամական ռեսուրսներ ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածներից, իսկ թողարկողի կողմից պարտատոմսով ամրագրված պարտավորության բարելավճորեն կատարումը նպաստում է դրական վարկային պատմության ստեղծմանը: Ինչ վերաբերում է բանկային վարկին, ապա սովորաբար ո՛չ բանկը, ո՛չ էլ փոխառուն չեն ցուցադրում իրենց փոխհարաբերությունները: Որոշակի բանկի կողմից որոշակի փոխառուին վարկի տրամադրման փաստը հայտնի է դառնում բավականին նեղ շրջանակի անձանց:
6. Ավելի ցածր տոկոսային ծախսեր (հատկապես, երբ թողարկողի պարտատոմսերը իրացվելի շուկա ունեն): Այլ հավասար պայմաններում պարտատոմսերի իրացվելիությունը թողարկողի հնարավորությունն է դրանց թողարկման ճանապարհով դիմել փոխառության ոչ թե մի քանի կոնկրետ բանկ-փոխառուների, այլ ողջ շուկային, որն էլ կապված է ավելի փոքր վարկային ռիսկի հետ, որի արդյունքում պահանջվում են ավելի քիչ տոկոսային ծախսեր՝ փոխառու դրամական ռեսուրսների ներգրավման համար:
7. Արժեթղթերի շուկան հիմք է տալիս ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների համար, որոնք կատարում են երկարաժամկետ ներդրումներ, շնորհիվ որոնց կարող են լուծվել տնտեսության ռազմավարական բազմաթիվ խնդիրներ:

Միջազգային շուկայի զարգացումները ցույց են տալիս, որ գնալով նվազում է բանկերի՝ որպես ներդրումների ներգրավման աղբյուրների դերը՝ իր տեղը զիջելով արժեթղթերի շուկային, որի մեխանիզմներից են օգտվում բազմաթիվ ինստիտուցիոնալ ներդրողներ: Բացի այդ, հարկ է նշել այն հանգամանքը, որ շնորհիվ ֆինանսական շուկաների արժեթղթավորման՝ բանկերն ակտիվ գործառնություններ են սկսում կատարել արժեթղթերի շուկայում, ինչն էլ, փաստորեն, հանգեցնում է նրան, որ այս երկու ոլորտները դառնում են ոչ թե մրցակցող, այլ աջակցում և փոխլրացնում են մեկը մյուսին:

Արժեթղթերի շուկան կարող է էական դեր խաղալ հատկապես անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների, այդ թվում ՀՀ-ի ներդրումային գործունեության համակարգում, այսինքն՝ այնտեղ, որտեղ առկա է ներդրումների մեծ պահանջարկ: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման մակարդակը սերտորեն պայմանավորված է այդ ոլորտում ներդրումների ծավալների մեծաց-

¹ Я.М. Миркин, С.В. Лосев, Б.Б. Рубцов, И.В. Добашина, З.А. Воробьева "Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций". Москва 2004, стр. 17-19.

մամբ և այդ ներդրումների արդյունավետ օգտագործմամբ: Չարգացած արժեթղթերի շուկա ունենալու համար, առաջին հերթին, պետք է ստեղծվի հուսալի ներդրումային միջավայր ինչպես տեղական, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրողների համար: Ակնհայտ է, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության հիմնական պատճառներից մեկն այնպիսի ինստիտուցիոնալ ներդրողների բացակայությունն է, ինչպիսիք են՝ ներդրումային հիմնադրամները, կենսաթոշակային հիմնադրամները, որոնց առկայությունը տնտեսությանը կապահովեր երկարաժամկետ միջոցներով և կլուծեր մի շարք խնդիրներ՝ կապված բանկային համակարգի մոնոպոլացման վերացման հետ, իսկ ապահովագրական ընկերությունները չի կարելի դիտարկել որպես ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, քանի որ իրենց պարտավորությունների գերակշիռ մասը նրանք վերաապահովագրում են: Ինչ վերաբերում է բանկերին, ապա նրանք իրենց կողմից ներգրավված միջոցների մեծ մասը տրամադրում են վարկերի տեսքով, իսկ արժեթղթերից նախընտրում են ներդրումներ կատարել միայն պետական պարտատոմսերում (բանկերում է կենտրոնացած պետական պարտատոմսերի մոտ 70%-ը, և այս շուկայում հիմնականում գործում են բանկերը):

ՍԱՐԳԻՍ ՍՏԵՓԱՆՅԱՆ

*ՀՀ ԳԱԱ Մ.Քոթանյանի անվան
տնտեսագիտության ինստիտուտի ասպիրանտ*

ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԸ ՈՐՊԵՍ ՆԵՐՂՈՒՄՆԵՐԻ ՆԵՐԳՐԱՎՄԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐ

Արժեթղթերի տնտեսագիտական բովանդակության հարցը քննարկվում է մինչ օրս, չնայած արժեթղթերը գոյություն ունեն արդեն հարյուրավոր տարիներ: Սեփականության վերաբաշխումը, բնակչության մոտ առկա ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցների հավաքագրումը համաշխարհային տնտեսական համակարգում տեղի է ունենում հիմնականում արժեթղթերի միջոցով: Դրանց թողարկմամբ ապահովվող ներդրումային ֆինանսավորումը հանդես է գալիս որպես դրամական ռեսուրսների ներգրավման առավել համընդհանուր միջոց:

Արժեթղթերի էության վերաբերյալ միասնական սահմանում գոյություն չունի¹:

Ամերիկյան բանկային ասոցիացիայի (American Bankers Association) մասնագետների կարծիքով արժեթղթերը գրավոր փաստաթղթեր են, որոնք կորպորացիաների մասնային փաստաթղթեր են (բաժնետոմսեր) կամ վկայում են պարտքի մասին (պարտատոմսեր, սերտիֆիկատներ)²: Մեկ այլ տեսակետի համաձայն՝ արժեթղթեր են համարվում սովորական բաժնետոմսերը, արտոնյալ բաժնետոմսերը և պարտատոմսերը, որոնք շրջանառելի են և թողարկվում են ընկերությունների և կառավարական գերատեսչությունների կողմից:

Ըստ «Ճապոնիայի արժեթղթերի հետազոտական ինստիտուտի» (Japan Securities Research Institute)՝ արժեթղթերը հավաստագրեր են, որոնք ներկայացնում են գույքային սեփականություն, և որոնց հիման վրա կարող է տեղի ունենալ գույքային իրավունքների փոխանցում կամ իրականացում: Առավել ընդհանրացված ձևով արժեթղթերին են վերաբերում հասարակ և փոխանցվող մուրհակները, ապահովագրական պոլիսները, կոնոսամենտները և այլն: Տնտեսագետների մեկ այլ խմբի մոտեցմամբ արժեթղթերը փաստաթղթեր են, որոնք պահանջներ են ներկայացնում իրական (ֆիզիկական) ակտիվների նկատմամբ կամ «Արժեթղթերը փաս-

¹ Я. М. Миркин "Ценные бумаги и фондовый рынок". Москва 1995, стр. 69-70. www.mirkin.ru.

² Banking Terminology – American Bankers Association, Washington 1989, p. 319.