

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: Մեփականության 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.

տաքթեր են, որոնք իրենցից ներկայացնում են սեփականության տիրոջ կամ եկամտի ստացման իրավունք»¹:

Վ.Գուլանովի և Ա.Բասովի կարծիքով. «Արժեթուղթը կապիտալի գոյության ձև է, որը տարբերվում է ապրանքային, արտադրական և դրամական ձևերից և որը կարող է ներկայացվել կապիտալի փոխարեն, շրջանառվել շուկայում որպես ապրանք և եկամտի ապահովել»²:

«Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն՝ արժեթուղթ է համարվում Հայաստանի Հանրապետության Քաղաքացիական օրենսգրքով և արժեթղթերի մասին այլ օրենքներով նախատեսված ցանկացած ինվեստիցիոն (ներդրումային), վճարային կամ տիրոջային արժեթուղթ, ինչպես նաև շահույթի բաշխման համաձայնությունը, մյուս համաձայնությունը մասնակցությունը կամ մասնակցությունը վկայող փաստաթուղթ, օպցիոնը, ֆյուչերսը կամ ածանցյալ այլ արժեթուղթ, արժեթղթի ձեռքբերման նախապատվության իրավունքը, դեպոզիտային հավաստագիրը կամ ստացականը՝ անկախ դրանց ձևից (փաստաթղթային կամ ոչ փաստաթղթային), ինչպես նաև ցանկացած ներդրումային համաձայնությունը, որը ներառում է վերը նշված արժեթղթերի հատկանիշներն ամբողջությամբ կամ դրանց մի մասը, կապիտալի (միջոցների) ներգրավման նպատակով օգտագործվող ցանկացած այլ փաստաթուղթ՝ անկախ դրա ձևից (փաստաթղթային կամ ոչ փաստաթղթային), ինչպես նաև արժեթղթի նկատմամբ իրավունքը կամ մյուս իրավունքի կամ դրանում բաժնի կամ մասնակցության վկայականը, հավաստագիրը, ստացականը կամ մյուս այլ փաստաթուղթ՝ անկախ դրանց ձևից (փաստաթղթային կամ ոչ փաստաթղթային), եթե դրանցով նախատեսված իրավունքների իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն դրանք ներկայացնելիս կամ հատուկ գրանցամատյանում (սովորական կամ համակարգչային) դրանց ամրագրման դեպքում: Արժեթուղթ է նաև այն փաստաթուղթը, անկախ դրա ձևից, որն այդպիսին է համարվում գործարար շրջանառության սովորույթների համաձայն:

Այս սահմանումն ունի որոշակի բերություններ. նախ այն կորցնում է իր հստակությունը, ինչպես նաև ըմբռնելիությունը և երկրորդ՝ այն չի սահմանում արժեթղթերի տեսակները: Այսինքն, ցանկացած փաստաթուղթ, որը բավարարում է վերը նշված սահմանմանը, համարվում է արժեթուղթ: Իսկ այս ամենը կխոչընդոտի արտասահմանյան ներդրողների միջոցների հոսքին, քանի որ նրանք չեն վստահի պայմանական անուն կրող արժեթղթին:

ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի 146 հոդվածի համաձայն՝ արժեթուղթ է համարվում սահմանված ձևի և պարտադիր վավերապայմանների պահպանմամբ գույքային իրավունքներ հավաստող փաստաթուղթ, որի իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն այն ներկայացնելիս: Արժեթղթերի փոխանցմամբ փոխանցվում են նաև դրանով հավաստվող բոլոր իրավունքները:

Վերոհիշյալ բնորոշումից հետևում է, որ՝

- Արժեթուղթը փաստաթուղթ է, որը հավաստում է որոշակի գույքային իրավունքների մասին, պարունակում է տվյալներ այդ իրավունքների սուբյեկտների և նրանց հանդեպ պարտավորությունն ստանձնած անձի վերաբերյալ:
- Վավերապայմաններից որևէ մեկի բացակայությունը և սահմանված ձևի խախտումը արժեթուղթը դարձնում են առոչինչ:
- Այդ փաստաթղթում արտահայտված գույքային իրավունքները կարող են իրականացվել կամ փոխանցվել այլ անձի միայն այն ներկայացնելու դեպքում:

Արժեթղթերը նպատակահարմար է դասա կարգել իրավական և տնտեսական տեսանկյունից: Քաղաքացիական օրենսգրքով սահմանվում է միայն արժեթղթերի իրավական դասակար-

¹ World Bank Glossary – The World Bank, Washington 1991, p. 93.

² В. А. Галанов, А. И. Басов “Рынок ценных бумаг”. Москва 1999, стр. 9-10.

գումը, ըստ որի արժեթղթերը կարելի է դասել ըստ ներկայացնողի՝ անվանական և օրդերային տեսակների:

Ըստ ներկայացնողի՝ արժեթղթերի տնօրինումը անխզելիորեն կապված է նրանում արտահայտված իրավունքների իրականացման հետ: Այդ իրավունքների փոխանցումը կատարվում է տվյալ արժեթղթերի փոխանցման միջոցով առանց որոշակի փաստաթղթային ձևակերպումների:

Անվանական արժեթղթերով հավաստվող իրավունքներն իրականացնում է միայն այդ արժեթղթերում նշված անձը, և այդ իրավունքների փոխանցումը հնարավոր է միայն պահանջի զիջման (ցեսիայի) միջոցով: Անձը, որը փոխանցում է արժեթղթերով հավաստվող իրավունքները, պատասխանատվություն է կրում միայն համապատասխան պահանջի անճշտության, այլ ոչ թե նրա իրականացման համար:

Օրդերային արժեթղթերում նույնպես նշվում են այդ արժեթղթերով հավաստված իրավունքների սուբյեկտները, սակայն այս դեպքում վերջիններս ոչ միայն իրավունք ունեն իրականացնել այդ իրավունքները, այլև իրենց հրամանով նշանակել այլ իրավագոր անձի: Այդ փոխանցումը իրականացվում է փոխանցագրի (ինդոսամենտի) միջոցով, և այդ դեպքում փոխանցող անձը պարտավորություն է կրում այդ արժեթղթերի նոր սեփականատիրոջ առջև ոչ միայն արժեթղթերով հավաստվող իրավունքների հավաստիության, այլև դրանց իրականացման համար: Իրավունքների չիրականացման դեպքում արժեթղթի սեփականատերն ունի հետադարձ պահանջի ռեգրեսի իրավունք:

Ընդհանուր առմամբ կարելի է առանձնացնել որոշակի բնութագրիչներ¹, որոնք բնորոշ են արժեթղթերին: Դրանք են՝

- իրացվելիությունը, որի տակ կարելի է հասկանալ արժեթղթերի՝ ցանկացած պահին դրամական միջոցների վերածվելու հնարավորությունը: Իսկ դրա համար անհրաժեշտ է, որպեսզի արժեթղթերը կարողանան շրջանառվել շուկայում:
- Շրջանառելիությունը, երբ արժեթղթերը կամ որպես առք ու վաճառքի առարկա են (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր), կամ որպես վճարման միջոց (չեկեր, մուրհակներ, կոմսսամենտ):
- Մասնակցությունը քաղաքացիական շրջանառությանը, այսինքն՝ արժեթղթերի ունակությունը ոչ միայն լինել առք ու վաճառքի առարկա, այլև որպես այլ գույքային հարաբերությունների օբյեկտ (որպես գրավի, նվիրատվության, ժառանգության առարկա):
- Սերիականությունը և ստանդարտությունը. սերիականությունն ասելով հասկանում ենք արժեթղթերի թողարկումը սերիաներով և համասեռ խմբերով, որը սերտորեն կապված է ստանդարտության հետ, քանի որ միևնույն տեսակի արժեթղթերը պետք է ունենան ստանդարտ բովանդակություն (ստանդարտ ձև, արժեթղթերով հավաստվող իրավունքների ստանդարտություն, գործողության ժամկետների ստանդարտություն և այլն):
- Արժեթղթերը յուրահատուկ ապրանք են, գոյացնում են հատուկ շուկաներ, այսինքն՝ այն գործիքները, որոնք վաճառվում են արժեթղթերի շուկայում, հատուկ տեսակի ապրանքներ են, քանի որ արժեթղթերը միայն սեփականության տիրույթ են, փաստաթղթեր, որոնք եկամուտ ստանալու իրավունք են տալիս, բայց ոչ իրական կապիտալ: Եթե արժեթուղթը եկամուտ չի բերում, ապա դրա ձեռքբերման իմաստն ամբողջությամբ կորչում է:

Առկա են նաև այլ հատկանիշներ, որոնք արժեթղթերի տարբերակիչ, բայց միևնույն ժամանակ օժանդակ բնութագրիչներ են²: Դրանք են՝

- փաստաթղթայնությունը. արժեթղթով հավաստվող իրավունքները կարող են ամրագրված լինել ինչպես փաստաթղթային, այնպես էլ ոչ փաստաթղթային տեսքով:

¹ "Ценные бумаги" под редакцией В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. Москва 2001, стр. 8-9.

² "Ценные бумаги" под редакцией В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. Москва 2001, стр. 8-9.

- Կարգավորելիությունը, արժեքներով հավաստվող իրավունքները, պարտադիր վավերապայմանները, նրանց ձևին ներկայացվող պահանջները, թողարկման կարգը, շրջանառման պարամետրերը կարգավորվում են օրենսդրությամբ, ինչն ունի ներդրողների շահերի պաշտպանության, արժեքների շուկայում նրանց համար հավասար իրավունքների ապահովման նպատակներ:
- Ռիսկայնությունը, այսինքն՝ արժեքներով կատարվող գործառնություններից վնասներ կրելու հավանականությունը:

Արժեքները նաև ունեն պետական ճանաչում և, որ շատ կարևոր է, ենթակա են օրենքով պարտադիր կատարման (օրենսդրությամբ չի թույլատրվում արժեքներով սահմանված պարտավորությունների կատարումից հրաժարվելը):

ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի համաձայն՝ արժեքները լինում են ներդրումային, վճարային, տիտղոսային և ածանցյալ: Նույն օրենսգրքի համաձայն՝ ներդրումային արժեքներ են համարվում բաժնետոմսերը և պարտատոմսերը: Սակայն բերված չէ որևէ հատկանիշ, որով հնարավոր կլիներ արժեքների այս կամ այն տեսակը դասել ներդրումային արժեքների շարքին: Այսինքն՝ եթե արժեքուղթը չունի «բաժնետոմս» կամ «պարտատոմս» անվանումը, ապա այն ներդրումային չի կարող համարվել: Մինչդեռ տնտեսագիտական գրականության մեջ հանդիպում ենք ներդրումային արժեքների բնութագրիչների, որոնք կարելի է հիմք ընդունել արժեքները տարբերակելիս: Դրանք են՝

- դրանց միջոցով թողարկողները ֆինանսական շուկայից ներգրավում են անհրաժեշտ դրամական միջոցները,
- համախմբում են գույքային և ոչ գույքային իրավունքներ, որոնց վավերացումը, փոխանցումը և իրացումը կատարվում է օրենսդրորեն սահմանված կարգով,
- տեղաբաշխվում են թողարկումներով (խմբաքանակներով, սերիաներով),
- անկախ ձեռքբերման ժամկետից՝ ունեն այդ արժեքներով ամրագրված իրավունքների կատարման միևնույն ժամկետներն ու ծավալները:

Այժմ անդրադառնանք արժեքների տարբեր տեսակներին՝ շեշտը դնելով հատկապես կորպորատիվ արժեքների՝ որպես ներդրումների ներգրավման ֆինանսական գործիքների վրա:

Կորպորատիվ են կոչվում այն արժեքները, որոնք թողարկվում են բաժնետիրական ընկերությունների, բանկերի և ֆինանսական այլ հաստատությունների կողմից:

Միջազգային պրակտիկայում տարբերում են կորպորատիվ արժեքների հետևյալ հիմնական տեսակները.

- մասնային արժեքներ,
- պարտքային արժեքներ,
- ածանցյալ արժեքներ:

Մասնային արժեքների ամենատարածված տեսակը բաժնետոմսն է: Բաժնետոմսը ներդրումների ներգրավման կարևորագույն գործիքներից է, որը, ըստ Քաղաքացիական օրենսգրքի, արժեքուղթ է, որը հավաստում է դրա տիրոջ (բաժնետիրոջ)՝ բաժնետիրական ընկերության շահույթից շահութաբաժնի ձևով մաս ստանալու, բաժնետիրական ընկերության գործերի կառավարմանը մասնակցելու և նրա լուծարումից հետո մնացած գույքից մաս ստանալու իրավունքը: Բաժնետոմսեր կարող են թողարկել միայն բաժնետիրական ընկերությունները, որոնք կարող են լինել բաց (բաժնետերերը կարող են օտարել իրենց բաժնետոմսերն առանց ընկերության մյուս բաժնետերերի համաձայնության, իսկ այդ բաժնետոմսերը ազատ շրջանառության իրավունքով արժեքներ են) և փակ (արգելվում է օտարել բաժնետոմսերն անսահմանափակ թվով անձանց, այսինքն՝ ընկերությունը կարող է իրականացնել բաժնետոմսերի միայն փակ տեղաբաշխում, իսկ ՓԲԸ-ների բաժնետոմսերը սահմանափակ շրջանառության իրավունքով ոչ դիմամիկ արժեքներ են): Բաժնետոմսերի թողարկման հիմնական նպատակը

կանոնադրական կապիտալի ձևավորումն ու բաժնետիրական ընկերության կազմակերպական ձևակերպումն է: Ընդ որում, թեև բաժնետերերը ներդնում են իրենց միջոցները, իրականում նրանք ընկերության սեփականատերերը չեն: Բաժնետիրական ընկերության ողջ գույքի սեփականատերը իրավաբանական անձն է՝ բաժնետիրական ընկերությունը: Բաժնետերը չի կարող իր բաժինը վերցնել բաժնետիրական ընկերությունից, նա կարող է հետ բերել իր ներդրած գումարը միայն բաժնետոմսը վաճառելու միջոցով:

Բաժնետոմսերը գոյություն ունեն այնքան ժամանակ, քանի դեռ գոյություն ունեն այն բաժնետիրական ընկերությունները, որոնք թողարկել են այդ բաժնետոմսերը, սակայն դա դեռ չի նշանակում, որ բաժնետոմսն այդքան ժամանակ կմնա նույն սեփականատիրոջ ձեռքում. բաժնետերը կարող է օտարել իր բաժնետոմսը ֆոնդային շուկայում վաճառքի գործարք կնքելու միջոցով: Այսինքն, բաժնետիրական ընկերության գործունեության ողջ ընթացքում նույն բաժնետոմսերը կարող են անցնել տարբեր սեփականատերերի ձեռքով:

Դրամական գումարը, որը նշվում է բաժնետոմսի վրա, կոչվում է անվանական արժեք, այսինքն՝ այն սկզբնական արժեքը, որով իրացվում է բաժնետոմսը բաժնետիրական ընկերության հիմնադրման ժամանակ: Բաժնետերերի ձեռք բերած բաժնետոմսերի անվանական արժեքից կազմվում է ընկերության կանոնադրական կապիտալը: Բայց բաժնետոմսի անվանական արժեքը դեռ չի երաշխավորում դրա իրական արժեքը. այն որոշում է միայն շուկան: Այդ արժեքը կոչվում է բաժնետոմսերի շուկայական (կուրսային) արժեք, որը տարբերվում է անվանական արժեքից և կարող է դրանից բարձր կամ ցածր լինել: Բաժնետոմսերի շուկայական արժեքը պայմանավորված է մի շարք գործոններով, որոնցից ամենագլխավորը, թերևս, բաժնետոմսի նկատմամբ շուկայական առաջարկի և պահանջարկի հարաբերակցությունն է: Բաժնետոմսի թողարկման կամ էմիսիոն արժեքը նույնպես կարող է շեղվել նրա անվանական արժեքից: Այն առաջնային շուկայում բաժնետոմսերի փաստացի օտարման գինն է:

Բաժնետոմսերին բնորոշ են հետևյալ առանձնահատկությունները.

1. բաժնետոմսը սեփականության տիրոջ սակի չէ, այսինքն՝ բաժնետոմսի տերը ընկերության համատեր է՝ դրանից բխող բոլոր իրավունքներով:
2. Բաժնետոմսը չունի գոյության սահմանափակ ժամկետ (բաժնետոմսերը գոյություն ունեն այնքան ժամանակ, քանի դեռ գոյություն ունեն դրանք թողարկող բաժնետիրական ընկերությունները):
3. Պատասխանատվության սահմանափակություն, որը պայմանավորված է այն բանով, որ ո՛չ բաժնետերն է պատասխանատվություն կրում բաժնետիրական ընկերության պարտավորությունների համար, և ո՛չ էլ տվյալ ընկերությունն է պատասխանատվություն կրում իր բաժնետերերի պարտավորությունների համար:
4. Բաժնետոմսն անբաժանելի է, այսինքն՝ դրա համատեղ տիրապետումը չի նշանակում սեփականության իրավունքի բաժանում. նրանք բոլորը հանդես են գալիս որպես մեկ բաժնետեր:
5. Մեկ բաժնետոմսը տալիս է մեկ ձայնի իրավունք:
6. Բաժնետոմսերը կարող են միաձուլվել և տրոհվել:

Բաժնետոմսերը կարող են լինել անվանական և ըստ ներկայացնողի: Ըստ ներկայացնողի բաժնետոմսերի փաստացի ձեռքբերումը (տիրապետումը) նշանակում է՝ իրավաբանորեն հաստատված է, որ այդ բաժնետոմսի տերը բաժնետիրական ընկերության բաժնետեր է: Իսկ անվանական բաժնետոմսերի դեպքում բաժնետեր է համարվում միայն այն անձը, որի վերաբերյալ տեղեկությունները գրանցված են բաժնետիրական ընկերության անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրում: ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի համաձայն՝ ՀՀ տարածքում շրջանառվում են միայն անվանական բաժնետոմսեր (ընդ որում դրանց գերակշիռ մասը թողարկվել է պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցման հետևանքով), որոնց ռեեստրի

վարումը պարտավոր է ապահովել ընկերության պետական գրանցման պահից մեկ ամսվա ընթացքում:

Բաժնետոմսերը, ըստ իրենցում ամրագրված իրավունքների, լինում են՝

- հասարակ
- արտոնյալ:

Ընկերությունը կարող է թողարկել հասարակ (սովորական), ինչպես նաև մեկ կամ մի քանի տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսեր¹: Ընկերության թողարկած արտոնյալ բաժնետոմսերի ընդհանուր անվանական արժեքը չպետք է գերազանցի նրա կանոնադրական կապիտալի 25 տոկոսը:

Հասարակ բաժնետոմսերը տալիս են այն բոլոր իրավունքները, ինչը բնորոշ է ընդհանրապես բաժնետոմսին: Հասարակ բաժնետոմսի սեփականատերերը իրավունք ունի մասնակցել բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին՝ նրա իրավասության մեջ մտնող բոլոր հարցերի շուրջ ձայն տալու իրավունքով, իրավունք ունի ստանալ շահութաբաժիններ, իսկ ընկերության լուծարման դեպքում ստանալ ընկերության գույքի իրեն հասանելիք մասը, ինչպես նաև առաջնահերթ կարգով ձեռք բերել ընկերության կողմից տեղաբաշխվող բաժնետոմսերը, եթե սույն օրենքով և կանոնադրությամբ այլ բան նախատեսված չէ, ստանալ ընկերության գործունեության վերաբերյալ ցանկացած տեղեկատվություն, բացի գաղտնի փաստաթղթերից, ժողովներում իր իրավունքները ներկայացնելու համար լիազորել երրորդ անձի, ժողովներում հանդես գալ առաջարկություններով, դիմել դատարան՝ ժողովի կողմից ընդունված և գործող օրենքներին ու այլ իրավական ակտերին հակասող որոշումների բողոքարկման նպատակով և ունենալ կանոնադրությամբ նախատեսված այլ իրավունքներ:

Իսկ ինչ վերաբերում է արտոնյալ բաժնետոմսերին, ապա վերջիններս ապահովում են որոշակի արտոնություններ սովորական բաժնետոմսերի սեփականատերերի նկատմամբ: Արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերը չունեն ձայնի իրավունք ժողովում (բացի որոշ դեպքերից): Կանոնադրությամբ պետք է սահմանվեն ընկերության կողմից տեղաբաշխվող և հայտարարված յուրաքանչյուր դասի արտոնյալ բաժնետոմսի դիմաց վճարվող շահութաբաժինը և լուծարային արժեքը (որը վճարվում է ընկերության լուծարման ժամանակ): Արտոնյալ բաժնետոմսի դիմաց վճարվող շահութաբաժնի չափը և լուծարային արժեքը սահմանվում են դրամական տեսքով կամ որպես տոկոսադրույք այդ բաժնետոմսի անվանական արժեքի նկատմամբ: Եթե կանոնադրությամբ նախատեսված չէ արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց վճարվող շահութաբաժնի չափը, ապա դրանց սեփականատերերը հասարակ բաժնետոմսերի սեփականատերերի հետ դիվիդենդներ ստանալու հավասար իրավունքներ ունեն:

Բաժնետոմսերը կարող են թողարկվել ինչպես փաստաթղթային, այնպես էլ ոչ փաստաթղթային ձևով՝ հատուկ հաշիվներում համապատասխան գրառումների ձևով: Ընկերության կողմից փաստաթղթային ձևով բաժնետոմսեր թողարկելու և տեղաբաշխելու դեպքում բաժնետիրոջը պետք է տրվի դրա հավաստագիրը, որն անվանական արժեքուղթ է և հավաստում է ընկերության մեկ կամ մի քանի բաժնետոմսերի նկատմամբ դրանց տիրապետողի սեփականության իրավունքը: Ներկայումս ՀՀ-ում լայն տարածում են գտել բաժնետոմսերի հավաստագրերը, որոնց թողարկումը շատ ավելի էժան է, քանի որ, օրինակ, 100 բաժնետոմսի փոխարեն կթողարկվի մեկ հավաստագիր, որն առավել շահավետ է, քան այդ 100 բաժնետոմսերի թողարկումը: Հավաստագիրը պարտադիր պետք է պարունակի բաժնետոմսերի այն քանակը, որի դիմաց տրամադրվում է:

Կորպորատիվ արժեթղթերի հաջորդ տեսակը պարտքային արժեթղթերն են: Վերջիններս արտահայտում են փոխառության հարաբերություններ պարտատոմս թողարկողի և ներդրողի

¹ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք (2001թ.), Հոդված 32:

միջև: Այդ արժեքների դասին են պատկանում կորպորատիվ պարտատոմսերը, կորպորատիվ մուրհակները, ավանդային վկայագրերը և այլն:

Ինչպես գիտենք, պարտատոմսեր թողարկում են պետությունը, տեղական ինքնակառավարման մարմինները և ընկերությունները, որոնցից յուրաքանչյուրն ունի թողարկման իր նպատակները: Այս հատկանիշից ելնելով՝ տարբերում ենք պետական, մունիցիպալ և կորպորատիվ պարտատոմսեր:

Կորպորատիվ պարտատոմսերը թողարկվում են մասնավոր ընկերությունների կողմից: Այսինքն՝ այդ ընկերությունները ֆինանսավորում են իրենց գործունեությունը ոչ միայն բաժնետոմսերի, այլ նաև պարտատոմսերի թողարկման հաշվին:

«Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն՝ պարտատոմս է համարվում այն արժեքուղթը, որը հավաստում է դրա տիրապետողի իրավունքը դրանում նախատեսված ժամկետում պարտատոմս թողարկած ընկերությունից ստանալու պարտատոմսի անվանական արժեքը կամ գույքային այլ համարժեք: Պարտատոմսը դրա տիրապետողին իրավունք է տալիս ստանալ նաև պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային իրավունքներ՝ ընկերության սահմանած ժամկետներում:

Ինչպես և բաժնետոմսերը, կորպորատիվ պարտատոմսերը նույնպես կարող են լինել անվանական և ըստ ներկայացնողի, փաստաթղթային և ոչ փաստաթղթային:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի տարբերությունը բաժնետոմսերից առաջին հերթին այն է, որ թողարկման միջոցով հավաքագրված դրամական միջոցները չեն համալրում ընկերության կանոնադրական կապիտալը, քանի որ բաժնետոմսերով հավաքագրվող միջոցները սեփական են, իսկ պարտատոմսերով հավաքագրվող միջոցները՝ փոխառու: Բացի դրանից, պարտատոմսերի սեփականատերերը չեն մասնակցում ընկերության կառավարմանը և չունեն ձայնի իրավունք՝ ի տարբերություն բաժնետոմսերի: Պարտատոմսերն ունեն գոյության սահմանափակ ժամկետ, որից հետո դրանք թողարկման որոշմամբ նշված ժամկետում մարվում են, իսկ բաժնետոմսերը՝ ոչ: Ինչ վերաբերում է եկամուտների վճարմանը, ապա պարտատոմսերով պայմանավորված տոկոսները պարտադիր վճարվում են, իսկ շահաբաժինները տարբեր պատճառներով կարող են չվճարվել թողարկողի կողմից:

Ընդհանրապես պարտատոմսերը թողարկվում են միջոցների ներգրավման նպատակով ընկերության ընթացիկ և առաջիկա խնդիրների լուծման համար:

Միջազգային պրակտիկայում կորպորատիվ պարտատոմսերը կարելի է դասակարգել՝ տարբեր հատկանիշներից ելնելով.

1. Ըստ շրջանառության ժամկետի լինում են՝

- կարճաժամկետ. ԱՄՆ-ում կարճաժամկետ են համարվում այն պարտատոմսերը, որոնք ունեն 1-ից մինչև 5 տարի շրջանառության ժամկետ:
- Միջին ժամկետով. սրանք 5-10 տարի շրջանառության ժամկետով պարտատոմսերն են:
- երկարաժամկետ, որոնք թողարկվում են հիմնականում 10-30 տարի ժամկետով: 30 տարուց ավելի ժամկետով թողարկվող պարտատոմսերն ավելի քիչ են տարածված: Դա կապված է այն բանի հետ, որ շատ երկրներում պետական պարտատոմսերը նույնպես 30 տարուց ավելի ժամկետով չեն թողարկվում (բացառություն է կազմում, քերես, Շվեյցարիան, որտեղ կան մինչև 50 տարի ժամկետով պարտատոմսեր, սակայն դրանց պահանջարկն այնքան էլ մեծ չէ):

2. Ըստ փոխառության նպատակի՝ լինում են սովորական և նպատակային:

3. Ըստ փոխառման գումարի վերադարձման՝ դրամական և բնաիրային (ապրանքների և ծառայությունների ձևով):

4. Ըստ տոկոսային եկամտի վճարման ձևի՝

- արժեկտրոնային

- ոչ արժեկտրոնային:

Առաջին դեպքում կատարվում են պարբերաբար վճարումներ պարտատոմսի գործողության ողջ ժամկետի ընթացքում: Հերթական տոկոսային եկամտի ստացման ժամանակ կարող է իրականացվել համապատասխան արժեկտրոնի մարում, որը կոչվում է մասնակի մարումներով: Իսկ *ոչ արժեկտրոնային պարտատոմսերին* վերաբերում են դիսկոնտային պարտատոմսերը (գրայական արժեկտրոնով պարտատոմսեր), որոնց դեպքում ներդրումներն իրականացվում են անվանական արժեքից որոշակի զեղչով, սակայն մարումը կատարվում է անվանական արժեքով: Հենց այդ տարբերությունն էլ (անվանական արժեք – վաճառքի գին) կազմում է ներդրողի եկամուտը:

Ըստ ստացվող եկամտի կայունության՝ կորպորատիվ պարտատոմսերը լինում են.

- ֆիքսված տոկոսադրույքով պարտատոմսեր (այս տեսակի պարտատոմսերի վրա կոնկրետ նշվում է վճարվելիք տոկոսադրույքի չափը, այսինքն՝ դրանք իրենց տերերին բերում են հաստատագրված եկամուտ),
 - յողացող տոկոսադրույքով պարտատոմսեր, որոնց եկամտաբերությունը կարող է պայմանավորված լինել որևէ ցուցանիշով՝ բանկային տոկոսադրույքով, ինֆլյացիայի մակարդակով, և փոփոխվում է այդ ցուցանիշի փոփոխմանը համապատասխան:
- Կախված ապահովվածության ձևից՝ կորպորատիվ պարտատոմսերը լինում են.
- ընկերության գույքի գրավով ապահովված,
 - երրորդ անձանց կողմից պարտատոմսերի թողարկման համար տրամադրված երաշխավորությամբ ապահովված,
 - չապահովված¹:

Առաջին դեպքում պարտատոմսերի թողարկումն ապահովվում է որոշակի գրավով: Որպես գրավ կարող են օգտագործվել ինչպես իրական ակտիվներ, օրինակ՝ անշարժ գույք, այնպես էլ այլ արժեթղթեր: Սրանց տարատեսակներից են համարվում հիպոթեքային պարտատոմսերը: Վերջիններս վկայում են այն մասին, որ թողարկողը կարող է պարտատոմսը տիրապետողին իրավունք վերապահել՝ պահելու իր ունեցվածքը թողարկողի անվճարումակության դեպքում, այսինքն՝ օրինական իրավունք՝ վաճառելու գրավադրված սեփականությունը պարտատոմսերի տերերի նկատմամբ չկատարած պարտավորությունների բավարարման համար: Պարտավորությունների չկատարման դեպքում սովորաբար իրականացվում է թողարկողի ֆինանսական վերակազմակերպում, որի պայմանը պարտատոմսերի տերերին պարտքի վճարման ապահովումն է: Գրավադրված ունեցվածքը պահելու իրավունքը շատ կարևոր է, քանի որ այն գրավաթղթի պահողին ապահովում է ավելի ուժեղ դիրք մյուսների՝ ավելի քիչ ապահովված պարտատերերի նկատմամբ վերակազմակերպման պայմանները որոշելիս:

Լինում են դեպքեր, երբ թողարկողն ապահովված պարտատոմսերի տերերի պահանջները բավարարելու համար նրանց, որպես գրավ, տալիս է իրավունք բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ տեսակի ֆինանսական ակտիվների նկատմամբ, որոնց նա տիրապետում է: Այդ ակտիվները կոչվում են մասնակիորեն ապահովված, իսկ այդ ակտիվներով երաշխավորված պարտատոմսերը՝ ֆինանսական ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր:

Չապահովված պարտատոմսերը չեն ապահովվում որևէ սեփականության գրավադրմամբ: Այդ ամենի հիմքում ընկած են ձեռնարկության հեղինակությունը, վստահությունը նրա նկատմամբ: Այսինքն՝ չապահովված պարտատոմսերի թողարկում իրենց կարող են թույլ տալ խոշոր և հեղինակավոր ընկերությունները, որոնց վճարումակությունը ոչ մի կասկած չի առաջացնում:

Կան նաև չապահովված պարտատոմսերի այնպիսի տեսակներ, որոնց տերերը թողարկողի սեփականության կամ էլ դրանից ստացվող եկամուտների նկատմամբ իրավունքներ

¹ Фрэнк Дж. Фабозци “Управление инвестициями”, Москва 2000, стр. 446-447:

չունեն: Նրանք՝ որպես պարտատերեր պահանջ են ներկայացնում այն բոլոր ակտիվների վրա, որոնք գրավադրված չեն որևէ այլ պարտքի ապահովման համար: Նրանք մաս իրավունք ունեն պահանջ ներկայացնել գրավադրված ունեցվածքի վրա այն չափով, որով դրանց արժեքը գերազանցում է պաշտպանված (գրավով) պարտատերերին բավարարելու համար:

Երաշխավորված պարտատոմսերի էությունն այն է, որ դրանցով պայմանավորված պարտավորությունների իրականացումը երաշխավորվում է մաս երրորդ անձանց կողմից, որոնք պարտավորվում են բավարարել բոլոր պահանջներն այն դեպքում, երբ ինքը՝ թողարկողը, հնարավորություն չունի դրանք կատարել: Երաշխավորության ամկայությունը պարտատոմսերը դարձնում է ավելի վստահելի: Կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման այս ձևը հաճախ կիրառվում է դուստր ընկերությունների կողմից, իսկ որպես երաշխավոր հանդես է գալիս մայր ընկերությունը: Բացի դրանից, երաշխավորի դերում կարող են հանդես գալ մաս բանկերը, պետությունը, տեղական ինքնակառավարման մարմինները: Իսկ առանձին դեպքերում պարտատոմսերի թողարկումը կարող է երաշխավորվել տարբեր մարմինների կողմից:

Կորպորատիվ պարտատոմսերը կարող են լինել փոխարկվող և չփոխարկվող: Փոխարկվող են այն պարտատոմսերը, որոնց թողարկման պայմանները նախատեսում են նրանց փոխարկումը այլ արժեթղթերով: Միջազգային պրակտիկայում այդպիսի թողարկումներին հաճախ դիմում են ոչ խոշոր և նոր ձեռնարկությունները, որոնց ապագան արժեթղթերի շուկայում դեռևս պարզ չէ: Եթե թողարկողը հաջողակ լինի, ներդրողներն իրենց պատկանող պարտատոմսերը կփոխարինեն բաժնետոմսերով, որը ներդրողներին տալիս է առավել բարձր եկամտաբերություն: Եթե թողարկողը հաջողակ չէ, ապա փոխարկվող պարտատոմսերի տերերը չեն շտապի փոխարկել դրանք բաժնետոմսերով՝ նախընտրելով պարտատոմսերը թողարկողի ֆիքսված, առավել ապահովված պարտավորություններով:

Պարտատոմսերի գործողության ժամկետի պահպանման տեսանկյունից կախված՝ ընկերությունը կարող է թողարկել.

- անփոփոխ մարման ժամկետով պարտատոմսեր,
- փոփոխվող մարման ժամկետով պարտատոմսեր:

Անփոփոխ մարման ժամկետով պարտատոմսը պահվում է այնքան ժամանակ, որով որ այն թողարկվել է:

Փոփոխվող մարման ժամկետով պարտատոմսերը կամ հետ կանչվող պարտատոմսերը կարող են մարվել (հետ կանչվել) ժամկետից շուտ, որի մասին թողարկողը պետք է հայտնի պարտատոմսի տիրոջը ողջամիտ ժամկետի ընթացքում: Քանի որ մնան հետկանչումը թողարկողի շահերից է բխում և կարող է հակասել ներդրողի շահերին, ապա պարտատոմսի՝ ժամկետից շուտ մարումը իրականացվում է այնպիսի գնով, որը որոշակի չափով գերազանցում է անվանական արժեքը: Բացի հետգնման գնից, պարտատոմսի տիրոջը վճարվում են մաս որոշակի տոկոսներ՝ հաշվարկված տոկոսների վճարման օրվա համար: Նմանատիպ դեպքերում կիրառվում են «call» օպցիոնով պարտատոմսերը: Մրա էությունն այն է, որ ընկերությունը ներդրողներին վաճառում է պարտատոմսեր՝ փոխարենը գնելով նրանցից օպցիոն: Այդ պարտատոմսերի իրական արժեքը կկազմի դրա և օպցիոնի արժեքների տարբերությունը: Ընկերությունը սրանով իրավունք է ստանում որոշակի ժամանակահատվածում հետ գնել բոլոր պարտատոմսերը կամ դրանց մի մասը նախօրոք սահմանված գնով:

Համաշխարհային ֆինանսական շուկայում գոյություն ունեն մաս «put» օպցիոնով կորպորատիվ պարտատոմսեր, որոնք իրենց սեփականատերերին իրավունք են վերապահում սահմանված ժամկետում հետ վաճառել պարտատոմսը թողարկողին անվանական արժեքով: Այս դեպքում պարտատոմսի տիրոջ շահը այն է, որ եթե թողարկումից հետո շուկայում տոկոսադրույքը բարձրանա՝ նվազեցնելով պարտատոմսի արժեքը, ապա ներդրողին ձեռնառու կլինի օգտագործել օպցիոնը և պարտատոմսերը անվանական արժեքով վաճառել թողարկողին, որը

թույլ կտա նրան հետ ստացած ֆինանսական միջոցները ներդնել համեմատաբար բարձր տոկոսադրույքով: Պարտատոմսերի այս տեսակը շատ է հանդիպում, օրինակ՝ Բրազիլիայում, որտեղ ընկերությունները թողարկում են հիմնականում «put» օպցիոնով պարտատոմսեր:

Միջազգային պրակտիկայում հայտնի են նաև մասնակցող պարտատոմսերը¹: Մասնակցության պարտատոմսերը իրենց սեփականատերերին իրավունք են տալիս ստանալու ոչ միայն երաշխավորված տոկոսները, այլ նաև նրանց վճարվում է հավելավճար՝ կախված թողարկողի ֆինանսական վիճակից թողարկման պայմաններով սահմանված կարգով: Այս պարտատոմսերի թողարկումը, փաստորեն, ներդրողին ապահովում է հաստատագրված եկամտով՝ դրա հետ մեկտեղ նրա մոտ լրացուցիչ հետաքրքրությունն առաջացնելով պարտատոմսերի ձեռքբերման նկատմամբ (լրացուցիչ եկամուտ ստանալու հնարավորություն):

Այսպիսով, ինչպես տեսնում ենք, մեծ է կորպորատիվ արժեթղթերի՝ որպես ներդրումների ներգրավման ֆինանսական գործիքների դերը տնտեսության մեջ: Մի կողմից դրանք ազատ դրամական միջոցների ներդրման ճկուն գործիք են, մյուս կողմից՝ միջոցները տնտեսության տարբեր ոլորտներ ուղղելու և արտադրությունը զարգացնելու նպատակով մոբիլիզացման արդյունավետ եղանակ:

ԱՐԹՈՒՐ ՓԱՇԽՆՅԱԼ

*ՀՀ ԳԱՍ Մ. Զորանյանի անվան
տնտեսագիտության ինստիտուտի հայցորդ*

ԳՅՈՒՂԱՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԱՊԱՅՈՎԱԳՐՈՒԹՅԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ՆԵՐԴՐՄԱՆԸ ԽՈՉԸՆԴՈՏՈՂ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ՎԵՐԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

Հայաստանի ազգային տնտեսությունը անցյալ դարի վերջին մուտք գործեց արմատական վերափոխումների ժամանակահատված: Ներկայումս սկիզբ են առել երկրորդ սերնդի բարեփոխումները, որոնք միտված են բնակչության (այդ թվում՝ գյուղաբնակների) կյանքի որակի էական բարձրացմանը՝ նկատի ունենալով, առաջին հերթին, կենսապայմանների (սոցիալ-տնտեսական կայունության) կտրուկ բարելավումը:

Նախորդ (վարչափրամայական) տնտեսակարգի վերափոխման փուլում ինչպես Հայաստանի, այնպես էլ անցումային տնտեսության այլ երկրներում ի հայտ եկան էական անկումային գործընթացներ, ընդ որում, մի շարք օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ գործոններով պայմանավորված՝ նշված գործընթացներն առավել ընդգծված դրսևորվեցին Հայաստանի տնտեսությունում:

Յուրաքանչյուր պետության տնտեսական վերափոխումները բխում են երկրի առանձնահատկություններից, ուստի դրանց ուսումնասիրությունը և վերլուծությունը հնարավորություն են ընձեռում այս կամ այն բնագավառում առավել արդյունավետ քաղաքականության մշակման ու իրականացման համար: Նշվածը ամբողջությամբ վերաբերում է նաև հանրապետության գյուղատնտեսությունում ապահովագրական համակարգի ներդրմանը: Կատարված ուսումնասիրությունները վկայում են, որ այդ ոլորտյամբ գործնական քայլեր դեռևս չեն իրականացվել, ուստի նշված գործընթացը խոչընդոտող գործոնների բացահայտումը, ծառացած հիմնախնդիրների հանգուցալուծումն արդիական է և հրատապ, քանի որ գյուղատնտեսությունում

¹ Я. М. Миркин, С.В. Лосев, Б.Б. Рубцов и другие “Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций”, Москва 2004, стр.41-42.