

ՖԻՆԱՆՍԱԲԱՆԿԱՅԻՆ ՔՈԼԵՋ

Տիգրան Դավթյան

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐՈՎ
ԳՈՐԾԱՌՆՈՒԹՅՈՒՆԵՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2003

Ֆինանսաբանկային քոլեջի հիմնադիրներ

**ՀՀ կրթության և գիտության նախարարություն
ՀՀ կենտրոնական բանկ
Հայաստանի բանկերի միություն**

**Հայաստանի Հանրապետություն
ք. Երևան 2, Ամիրյան 26**

**Հեռ. (3 741) 537788
Հեռ./ֆաքս (3 741) 537767
Web-site: <http://www.fbc-edu.am>
E-mail: staff@fbc-edu.am**

Ձեռնարկի տպագրությունն իրականացվել է «Բանկ և ոչ բանկ ֆինանսական հաստատությունների ուսուցանում և թրեյնինգ» ծրագրի շրջանակներում, «Շորբանկխորհրդատվական ծառայություններ» կորպորացիայի դրամաշնորհի միջոցներով՝ ԱՄՆ միջազգային զարգացման գործակալության (USAID) ֆինանսավորմամբ:

The publication of the manual is done within the “Bank and Non Bank Financial Institutions Mentoring and Training” program supported by Shorebank Advisory Services Inc. grant funded by United States Agency for International Development (USAID)

Հրատարակչի գրանցման համարանիշ

© Ֆինանսաբանկային քոլեջ, 2003

Հարգարժան ընթերցող

Հայաստանի Հանրապետությունում գործող բանկերի մրցունակությունը բարձրացնելու, դրանք ժամանակակից գիտելիքներով զինված մասնագետներով համալրելու նպատակով ստեղծվեց Ֆինանսաբանկային քոլեջը:

Առաջնորդվելով ուսումնական գործընթացի կազմակերպման միջազգային փորձով՝ Ֆինանսաբանկային քոլեջը կիրառում է ուսուցման ժամանակակից մեթոդներ, այդ թվում՝ քոլեջի դասախոսների կողմից ստեղծված ուսումնական նյութեր, որոնք ստացել են Հայաստանի Հանրապետության Ֆինանսաբանկային ոլորտի մասնագետների հավանությունը և արժանի են համարվել որպես դասագիրք տպագրվելու: Դասագրքերի առավելություններից մեկն այն է, որ դրանց հեղինակները հանրապետության բանկային ոլորտի լավագույն մասնագետներ են:

Ողջունում ենք Ֆինանսաբանկային քոլեջի ուսումնական նյութերի տպագրությունը և հուսով ենք, որ դրանք լայն օգտագործման նյութ կդառնան ոչ միայն քոլեջի ուսանողների, Հայաստանի Հանրապետությունում բանկային գործի մասնագետներ պատրաստող մյուս ուսումնական հաստատությունների, այլև Ֆինանսաբանկային ոլորտի մասնագետների համար:

Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհուրդ

Ֆինանսաբանկային քոլեջի դասախոսների կողմից ստեղծված ուսումնական նյութերը համահունչ են ժամանակի պահանջներին և լիովին համապատասխանում են բանկային մասնագետների պատրաստման միջազգային չափանիշներին: Դրանք արդիական են և ներառում են իրավիճակային օրինակներ Ֆինանսաբանկային ոլորտի առօրյայից, որոնց ուսումնասիրությունն էլ ավելի է նպաստում մատուցվող նյութի ընկալմանը:

Ֆինանսաբանկային քոլեջի դասախոսությունների տպագրությունն առաջընթաց քայլ է հանրապետության կրթական ոլորտի բարեփոխումների գործընթացում:

Կարծում ենք, դրանք սեղանի գիրք կդառնան և՛ բանկային գործն ուսումնասիրողների և՛ ընթերցողների ավելի լայն շրջանակի համար:

Հայաստանի բանկերի միություն

Բարի երբ

Առաջաբան

Հայտնի է, որ արժեթղթերի շուկան՝ համարվելով ֆինանսական շուկայի բաղկացուցիչ մասերից մեկը, կարևորագույն դեր է խաղում երկրի տնտեսության մեջ և դրանով անմիջական ազդեցություն է ունենում երկրի տնտեսության և մասնավորապես՝ բանկային համակարգի վրա: Ուստի խելամիտ և խորը մտածված քայլ են գնահատում ֆինանսաբանկային քոլեջում «Արժեթղթերով գործառնություններ» առարկայի ուսումնասիրումը և առավել ևս՝ «Արժեթղթերով գործառնություններ» դասագրքի հրատարակումը: Ուսումնական այս մեկ ձեռնարկն իր ճիշտ ընտրված կառուցվածքի, նյութի մատչելի մատուցման և ներկայացված գործնական օրինակների շնորհիվ արժեթղթերի շուկայի մասին ընդգրկուն և հիմնավորված գիտելիքներ ձեռք բերելու լայն հնարավորություն է ընձեռում: Այն իր հիմքում ներկայացնում է կազմակերպական այնպիսի մոտեցումներ և հիմնարար սկզբունքներ, որոնք ժամանակի ընթացքում արդարացրել են իրենց ոչ միայն մեկ առանձին երկրում և կարող են կիրառվել նաև զարգացած շուկայական հարաբերություններով բնորոշ տնտեսական համակարգի միտում ունեցող մեկ այլ երկրում (ինչպիսին Հայաստանն է):

Դասագրքում բավական մատչելի ներկայացված են արժեթղթերի շուկայի տեսակներն ու բաղկացուցիչները, ինչպես նաև արժեթղթերի առանձին տեսակները և արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները:

Կարծում են, որ «Արժեթղթերով գործառնություններ» ուսումնական ձեռնարկը սպասված դասագիրք է նաև այդ առարկան ուսուցանող այլ քոլեջների և բուհերի ուսանողների համար:

Է. Մուրադյան
ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովի
նախագահ

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ԳԼՈՒԽ 1. ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ	6
1.1. Արժեթղթերի շուկա հասկացությունը.....	6
1.2. Արժեթուղթ հասկացությունը, նրա ձևերն ու տեսակները	11
ԳԼՈՒԽ 2. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՏԵՍԱԿՆԵՐԸ	17
2.1. Բաժնետոմսեր	17
2.2. Պարտատոմսեր	28
2.3. Պետական արժեթղթեր	35
2.4. Մուրհակ	41
2.6. Ավանդային (խնայողական) սերտիֆիկատներ (բանկային վկայագիր).....	50
2.7. Այլ արժեթղթեր.....	53
ԳԼՈՒԽ 3. ԺԱՄԿԵՏԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱ	56
3.1. Ժամկետային շուկայի ընդհանուր բնութագիրը.....	56
3.2. Ֆորվարդային պայմանագիր	57
3.3. Ֆյուչերային շուկայի կազմակերպումն ու գործունեությունը	60
3.4. Օպցիոնային շուկայի կազմակերպումն ու գործունեությունը	68
3.5. Սվոփներ, ռեպո և ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագրեր	84
ԳԼՈՒԽ 4 . ԹՈՂԱՐԿՈՂՆԵՐ ԵՎ ՆԵՐԴՐՈՂՆԵՐ	92
4.1. Թողարկողներ.....	92
4.2. Ներդրողներ	93
ԳԼՈՒԽ 5. ՖՈՆԴԱՅԻՆ ԲՐՈՋԵՐ ԵՎ ԴԻԼԵՐ	96
ԳԼՈՒԽ 6. ԱՆԴԵՐՐԱՅԹԻՆԳ	98
ԳԼՈՒԽ 7. ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՀԻՄՆԱԴՐԱՄ	100
ԳԼՈՒԽ 8. ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐՆ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ	104
ԳԼՈՒԽ 9. ԳՈՐԾԱՐՔՆԵՐԻ ԿՆՔՈՒՄՆ ԱՊԱՀՈՎՈՂ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	106
9.1. Ֆոնդային բորսայի խնդիրներն ու գործառնությունները	106
9.2. Արտաբորսայական ֆոնդային շուկաներ	108
9.3. ՀՀ արժեթղթերի առևտրային համակարգեր.....	110
9.4. Դեպոզիտարիա.....	111
9.5. Ռեեստրավար.....	114
9.6. Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպություններ	116
9.7. Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիա	117
ԳԼՈՒԽ 10. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ԱՌԱՋՆԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱ	119
10.1. Արժեթղթերի թողարկում հասկացությունը	119
10.2. Թողարկման ընթացակարգը և փուլերը	121
ԳԼՈՒԽ 11. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ԵՐԿՐՈՐԴԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱ	124
11.1. Արժեթղթերի ընդգրկումը շուկայական գործընթացներում.....	124
11.2. Հաճախորդների բրոքերային սպասարկում	127
11.3. Առևտրի կազմակերպումը բորսայական և արտաբորսայական շուկաներում.....	131
ԳԼՈՒԽ 12. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆ ԵՎ ԴՐԱ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ	139
12.1. Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը.....	139
12.2. Արժեթղթերի շուկայի ինքնակարգավորվող կազմակերպություններ	141
ՆԿԱՐՆԵՐԻ ՑԱՆԿ	142
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ	142
ՀԱՆԳՈՒՑԱՅԻՆ ԲԱՌԵՐԻ ՑՈՒՑԻՉ	143

ԳԼՈՒԽ 1. ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

1.1. Արժեթղթերի շուկա հասկացությունը

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել արժեթղթերի շուկան, դրա գործառնությունները, բաղկացուցիչ մասերը և հիմնական մասնակիցներին:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բնորոշել արժեթղթերի շուկան
- դասակարգել արժեթղթերի շուկայի տեսակները
- ներկայացնել դրամական միջոցների ներգրավման ներքին և արտաքին աղբյուրները
- ներկայացնել ազատ դրամական միջոցների օգտագործման բնագավառները
- քվարկել կապիտալի ներդրման շուկաների միջև միջոցների տեղաշարժի վրա ազդող հիմնական գործոնները
- քվարկել ընդհանուր շուկայական գործառնությունները
- քվարկել արժեթղթերի շուկայի առանձնահատուկ գործառնությունները,
- քվարկել և բնութագրել արժեթղթերի շուկայի բաղկացուցիչ մասերը
- քվարկել և բնորոշել արժեթղթերի շուկայի հիմնական մասնակիցներին
- պատկերել արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների սխեման:

1.1.1. Արժեթղթերի շուկան և դրա տեսակները

Ընդհանուր առմամբ **արժեթղթերի շուկան (Securities Market)** կարելի է սահմանել որպես արժեթղթերի թողարկմամբ և շրջանառությամբ պայմանավորված, դրա մասնակիցների միջև տնտեսական հարաբերությունների համախումբ:

Այս իմաստով արժեթղթերի շուկա հասկացությունը չի տարբերվում և չի կարող տարբերվել ցանկացած այլ ապրանքի, օրինակ՝ նավթի շուկայի սահմանումից: Տարբերություններն ի հայտ են գալիս, երբ համեմատում ենք հետազոտվող շուկայի բուն առարկան: Արժեթղթերի շուկայի պատկանելիությունը համապատասխանում է ոչ թե որևէ առանձին ապրանքի շուկայի պատկանելիությանը, այլ ապրանքային շուկային՝ ամբողջությամբ վերցված: Եթե ապրանքներն արտադրվում են գործարաններում, ապա արժեթղթերը բաց են թողնվում շրջանառություն: Ապրանք արտադրողը կարող է ինքն իրացնել իր արտադրանքը կամ օգտվել միջնորդների ծառայությունից: Նույնն է արժեթուղթ թողարկողի համար՝ **ներդրողին** արժեթղթի առաջին իրացման ժամանակ: Ապրանքը վաճառվում է մեկ կամ մի քանի անգամ, իսկ **արժեթուղթը** կարող է վաճառվել և գնվել անսահմանափակ անգամ:

Արժեթղթերի շուկան՝ ցանկացած երկրի ընդհանուր շուկայի, ինչպես նաև ֆինանսական շուկայի բաղկացուցիչ մասն է: Նա հիմնվում է ապրանքային շուկայի, դրամի և դրամական կապիտալի վրա, որոնցից առաջինը երկրորդի վերահսկարկն է և, ընդհանրապես, ածանցյալ է դրանց նկատմամբ:

Արժեթղթերի շուկայի տեսակները դասակարգվում են գրեթե այնպես, ինչպես արժեթղթերը:

Այսպիսով, գոյություն ունեն.

- արժեթղթերի միջազգային և ազգային շուկաներ
- ազգային և տարածաշրջանային (տարածքային) շուկաներ
- արժեթղթերի կոնկրետ տեսակների շուկաներ (բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլն)
- պետական (այդ թվում տեղական ինքնակառավարման մարմինների) և կորպորատիվ (ոչ պետական) արժեթղթերի շուկաներ
- առաջնային և ածանցյալ արժեթղթերի շուկաներ:

Արժեթղթերի շուկայի այս կամ այն դասակարգման իմաստը բացատրվում է նրա գործնական նշանակությամբ:

Քանի որ ապրանքային տնտեսության հիմնարար նպատակներից մեկը շահույթի ստացումն է, ապա ցանկացած գործունեություն հանդիսանում է կամ պետք է հանդիսանա կապիտալի բազմապատկման բնագավառ և այս տեսանկյունից ցանկացած շուկա միաժամանակ հանդիսանում է կապիտալի ներդրման շուկա:

Դրամական միջոցները կարող են ներդրվել արտադրական և առևտրային գործունեության, անշարժ գույքի և հնաոճ իրերի մեջ կամ թանկարժեք մետաղներում և այլն: Եթե ճիշտ են ընտրված գործունեության բնագավառը և կապիտալի ներդրման պայմանները, ապա ժամանակի ընթացքում այդ դրամական միջոցները կաճեն և զգալի շահույթ կբերեն: Սակայն քննարկված դեպքերում բացակայում է կապիտալի նախնական կուտակման գործընթացը, որն անհրաժեշտ պայման է կապիտալ ներդրման համար: Չէ որ, նախքան կապիտալի ներդրումը, հարկավոր է այն կուտակել կամ որևէ տեղից այն ստանալ:

Բնագավառը, որտեղ կարելի է կուտակել կապիտալը կամ այն ստանալ, կոչվում է գործունեության ֆինանսական բնագավառ: Ֆինանսական հարաբերությունները գերակշռում են հիմնականում հետևյալ շուկաներում.

- բանկային կապիտալի շուկա
- արժեթղթերի շուկա
- արտարժույթի շուկա
- ապահովագրական և կենսաթոշակային հիմնադրամների շուկա:

Այսպիսով, հարկավոր է միմյանցից տարբերել հետևյալ շուկաները: Շուկա, որտեղ կարելի է միայն ներդնել կապիտալը, կամ, այլ խոսքով՝ **առաջնային շուկաներ** և զուտ ֆինանսական շուկաներ, որտեղ այդ կապիտալը կուտակվում, կենտրոնացվում և, վերջին հաշվով, ներդրվում է առաջնային շուկա: Ֆինանսական շուկաները կամ ինչպես նրանց անվանում են նաև կապիտալի շուկաները՝ դրամական միջոցների առաջնային սեփականատերերի և դրանց վերջնական օգտագործողների միջև միջնորդների շուկաներն են:

Քանի որ ոչ բոլոր արժեթղթերն են իրենց ծագումով սկիզբ առնում դրամական կապիտալից, ուստի արժեթղթերի շուկան էլ ամբողջովին վերցված չի կարելի հատկացնել ֆինանսական շուկային: Շուկայի այն հատվածում, որտեղ արժեթղթերի շուկան որպես կապիտալ հիմնվում է դրամի վրա, կոչվում է *ֆոնդային շուկա* և իր այս որակով է ֆինանսական շուկայի բաղկացուցիչ մաս կազմում: Արժեթղթերի շուկան մեծ մասամբ ձևավորվում է ֆոնդային շուկայի միջոցով, նրա մնացած հատվածը, ունենալով համեմատաբար փոքր չափեր, հատուկ անվանում չի ստացել (հետագայում այն կանվանենք դրամական ու ապրանքային արժեթղթերի շուկա կամ այլ արժեթղթերի շուկա) և այդ պատճառով հաճախ **արժեթղթերի շուկա** ու ֆոնդային շուկա հասկացությունները համարվում են հոմանիշներ:

Արժեթղթերի շուկայի տեղը կարելի է գնահատել երկու մոտեցմամբ. տարբեր աղբյուրներից դրամական միջոցների ներգրավման ծավալների և որևէ շուկայում ազատ դրամական միջոցների ներդրման տեսանկյուններից:

Դրամական միջոցների ներգրավումը կարող է իրականացվել ներքին և արտաքին աղբյուրների հաշվին: *Ներքին աղբյուրների* շարքին սովորաբար դասվում են ամորտիզացիոն հատկացումներն ու ստացված շահույթը: Հիմնական *արտաքին աղբյուրներից* են բանկային վարկերը և արժեթղթերի թողարկումից ստացված միջոցները: Հասարակության մեջ բնականաբար գերակշռում են ներքին աղբյուրները, քանի որ արտաքին աղբյուրները հանդիսանում են ներքին աղբյուրների վերաբաժանման արդյունք (կարևոր չէ՝ սեփական երկրի, թե այլ երկրների): Ջարգացած երկրներում ներքին աղբյուրները միջին հաշվով կազմում են ներգրավված միջոցների 75%-ը, իսկ բանկային վարկերի և արժեթղթերի բաժինը՝ համապատասխանաբար՝ 5 և 20 %:

Ազատ դրամական միջոցները կարող են օգտագործվել տարբեր բնագավառներում շահութաբեր ներդրումներ կատարելու համար, ինչպես, օրինակ՝ արտադրական և այլ տնտեսական գործունեության մեջ (արդյունաբերություն, շինարարություն, առևտուր, կապի ծառայություն և այլն), անշարժ գույքի, հնաոճ և թանկարժեք իրերի, թանկարժեք մետաղների և արվեստի ստեղծագործությունների մեջ: Դրամական միջոցները կարող են ներդրվել արտադրության մեջ, եթե հայրենական արժեզրկվում է, կենսաթոշակային և ապահովագրական հիմնադրամներում, տարբեր տեսակի արժեթղթերում, տրամադրվեն որպես վարկ կամ որոշակի տոկոսով ներդրվեն բանկում որպես ավանդ և այլն:

Ինչպես երևում է ասվածից, արժեթղթերի շուկան ազատ կապիտալի ներդրման բազմաթիվ բնագավառներից մեկն է և այդ պատճառով գտնվում է մշտական մրցակցության մեջ այդ կապիտալի ներգրավման համար:

Կապիտալի ներդրման վերը թվարկված շուկաների միջև միջոցների տեղաշարժը կատարվում է կախված մի շարք գործոններից, որոնցից հիմնականներն են.

- շուկայի եկամտաբերության մակարդակը
- շուկայի հարկման պայմանները
- կապիտալի կորուստի կամ սպասված եկամուտը չստանալու ռիսկի մակարդակը
- շուկայի կազմակերպվածությունը և հարմարավետությունը ներդրողների համար
- շուկա արագ մուտք գործելու և ելքի հնարավորությունը
- շուկայի իրացվելիությունը
- տեղեկատվության մատուցման մակարդակը և այլն:

1.1.2. Արժեթղթերի շուկայի գործառնությունները

Արժեթղթերի շուկայի գործառնությունները պայմանականորեն կարելի է բաժանել երկու խմբի. ընդհանուր շուկայական գործառնություններ, որոնք սովորաբար բնորոշ են ցանկացած շուկայի, և առանձնահատուկ գործառնություններ, որոնցով նրանք տարբերվում են այլ շուկաներից:

Ընդհանուր շուկայական գործառնություններից են՝

- առևտրային գործառնությունը, այսինքն, տվյալ շուկայում կատարած գործարքներից շահույթի ստացման գործառնությունը

- գնագոյացման գործառնությունը, այսինքն, շուկան ապահովում է շուկայական գների գոյացման գործընթացը, դրանց մշտական շարժը և այլն

- լրատվական գործառնությունը, այսինքն, շուկան արտադրում և իր մասնակիցներին է հասցնում առևտրի օբյեկտների և շուկայի մասնակիցների մասին շուկայական լրատվություն

- կարգավորող գործառնությունը, այսինքն, շուկան իր ներսում ստեղծում է առևտրի և մասնակցության կանոններ, մասնակիցների միջև ծագող վեճերի լուծման կարգ, հաստատում է առաջնայնություն, վերահսկման և անգամ կառավարման մարմիններ և այլն:

Արժեթղթերի շուկայի առանձնահատուկ գործառնություններից են՝

- վերաբաշխման գործառնությունը
- գնագոյացման և ֆինանսական ռիսկերի ապահովագրության գործառնությունը:

Վերաբաշխման գործառնությունը պայմանականորեն կարելի է բաժանել երեք ենթագործառնությունների.

- շուկայական գործունեության բնագավառների և ճյուղերի միջև դրամական միջոցների վերաբաշխում

- խնայողությունների տեղափոխումը, առաջին հերթին բնակչության, ոչ արտադրողական ձևից՝ արտադրողական ձևի

- պետական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորումը ոչ ինֆլացիոն եղանակով, այսինքն՝ շրջանառության մեջ առանց լրացուցիչ դրամական միջոցների թողարկման:

Գնագոյացման և ֆինանսական ռիսկերի ապահովագրության գործառնությունը կամ հեջավորումը, հնարավոր դարձավ շնորհիվ ածանցյալ արժեթղթերի դասի՝ ֆյուչերսային և **օպցիոն** պայմանագրերի հայտնվելուն:

Դրանց մասին ավելի մանրամասն կդիտարկվի հետագայում:

1.1.3. Արժեթղթերի շուկայի բաղկացուցիչ մասերը

Արժեթղթերի շուկայի բաղկացուցիչ մասերն իրենց հիմքում ունեն ոչ թե այս կամ այն արժեթղթի տեսակը, այլ տվյալ շուկայում առևտրի իրականացման եղանակը: Այս տեսակետից արժեթղթերի շուկայում անհրաժեշտ է առանձնացնել հետևյալ շուկաները.

- առաջնային և երկրորդային
- կազմակերպված և անկազմակերպ
- բորսայական և արտաբորսայական
- ավանդական և համակարգչայնացված
- կանխիկ և ժամկետային:

Առաջնային շուկան՝ արժեթղթերի ձեռքբերումն է նրանց առաջին սեփականատերերի կողմից, որն արժեթղթի իրացման գործընթացի առաջին փուլն է: Դա արժեթղթի առաջին անգամ հայտնվելն է շուկայում, որը գործում է որոշակի կանոններով և պահանջներով: **Երկրորդային շուկան**՝ նախկինում թողարկված արժեթղթերի շրջանառությունն է, արժեթղթի գոյության ողջ ժամանակահատվածում առք ու վաճառքի կամ արժեթղթի մի սեփականատիրոջից մյուսին այլ միջոցներով փոխանցման գործողությունների համախումբը:

Արժեթղթերի կազմակերպված շուկան՝ արժեթղթերի շրջանառությունն է շուկայի լիցենզավորված արհեստավարժ միջնորդների միջև, շուկայի այլ մասնակիցների հանձնարարությամբ՝ հիմնված հաստատուն ամրագրված կանոնների վրա: **Արժեթղթերի անկազմակերպ շուկան**՝ արժեթղթերի շրջանառությունն է՝ առանց շուկայի բոլոր մասնակիցների կողմից միևնույն կանոնների պահպանման:

Բորսայական շուկան՝ **ֆոնդային բորսաներում** արժեթղթերով կատարվող առևտուրն է: **Արտաբորսայական շուկան**՝ արժեթղթերով կատարվող առևտուրն է ֆոնդային բորսաների շրջանցմամբ: Բորսայական շուկան հանդիսանում է արժեթղթերի կազմակերպված շուկա, քանի որ առևտուրն այնտեղ վարվում է միայն շուկայի մասնակիցներից ընտրված բորսայական միջնորդների միջև՝ բորսայի կանոնների խստիվ պահպանմամբ: Արտաբորսայական շուկան կարող է լինել և կազմակերպված և անկազմակերպ: Կազմակերպված արտաբորսայական շուկան արժեթղթերի առևտուրն ու սպասարկումն իրականացնելիս հիմնվում է կապի համակարգչային համակարգերի վրա:

Արժեթղթերով կատարվող առևտուրը կարող է իրականացվել **ավանդական և համակարգչայնացված շուկաներում**: Վերջինիս դեպքում առևտուրը վարվում է համակարգչային ցանցերի միջոցով, որոնք միացնում են համապատասխան ֆոնդային միջնորդներին մեկ միասնական համակարգչայնացված շուկայի մեջ, որի բնորոշ հատկանիշներից են.

- վաճառողի և գնորդի հանդիպման վայրի բացակայությունը, հետևաբար նրանց անմիջական շփման բացակայությունը
- առևտրի և նրա սպասարկման գործողության լիակատար ավտոմատացումը, արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների դերը հանգեցվում է միայն նրանց կողմից արժեթղթերի առք ու վաճառքի հայտերի մուտքագրմանը առևտրի համակարգ:

Արժեթղթերի կանխիկ շուկան (**“cash” կամ “spot” շուկա**)՝ աշխատանքային 1-2 օրվա ընթացքում գործարքների անհապաղ կատարման շուկա է: **Արժեթղթերի ժամկետային շուկան**՝ կատարման երկօրյա ժամկետը գերազանցող տարաբնույթ գործարքների կնքման շուկան է:

1.1.4. Արժեթղթերի շուկայի հիմնական մասնակիցները

Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները՝ տարբեր իրավական կարգավիճակ ունեցող անձիք են, որոնք վաճառում կամ գնում են արժեթղթեր կամ սպասարկում են դրանց շրջանառության գործընթացը և հաշվարկային աշխատանքները:

Ըստ իրենց գործառնության նշանակության, գոյություն ունեն արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների հետևյալ հիմնական խմբերը՝

- թողարկողներ
- ներդրողներ
- ֆոնդային միջնորդներ
- արժեթղթերի շուկան սպասարկող կազմակերպություններ
- վերահսկման և կառավարման պետական մարմիններ:

Թողարկողները (Issuers)՝ թողարկում են արժեթղթերը շրջանառության մեջ:

Ներդրողները (Investors)՝ գնում են շրջանառության մեջ գտնվող արժեթղթերը:

Ֆոնդային միջնորդները (Intermediaries)՝ արժեթղթերի շուկայում ապահովում են կապը թողարկողների և ներդրողների միջև:

Արժեթղթերի շուկան սպասարկող կազմակերպությունները՝ բացի արժեթղթերի առք ու վաճառքի գործառնությունից, արժեթղթերի շուկայի մնացած բոլոր գործառնություններն իրականացնող կազմակերպություններ են:

Թողարկողներ են սովորաբար հանդիսանում՝ պետությունը, տեղական ինքնակառավարման մարմինները, ձեռնարկություններն ու ֆիզիկական անձիք:

Ներդրողներ են սովորաբար հանդիսանում՝ բնակչությունը, ինչպես նաև առևտրային կազմակերպությունները, որոնք շահագրգռված են սեփական դրամական միջոցների ավելացման մեջ:

Ֆոնդային միջնորդները՝ այն կազմակերպություններն են, որոնք արժեթղթերի շուկայում իրականացնում են բորքերային կամ դիվերային, արժեթղթերի կառավարման և այլ գործունեություն:

Արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը սպասարկող կազմակերպությունները իրենց մեջ կարող են ներառել.

- արժեթղթերի շուկայի կազմակերպիչներ (ֆոնդային բորսաներ և շուկայի ոչ բորսայական կազմակերպիչներ)
- հաշվարկային կենտրոններ (Հաշվարկային պալատներ, Քլիրինգային կենտրոններ)

- դեպոզիտարիաներ
- ռեեստրավարներ
- լրատվական մարմիններ կամ կազմակերպություններ:

Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորումն ու վերահսկումն իրականացնում է Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի համաձայնագրով:

Ի՞նչ շահագիտական նպատակներ է հետապնդում վաճառողն արժեթղթերի շուկայում: Հիմնական շարժառիթը, որով նա առաջնորդվում է, կապիտալի (դրամական միջոցներ) ներգրավումն է: Բացի դրանից, արժեթղթերի վաճառքը տալիս է սեփականության ձևի վերակառուցման հնարավորություն, օրինակ, սեփականաշնորհման միջոցով պետական սեփականությունը վեր է ածվում բաժնետիրականի: Վաճառքի հանելով արտադրական արժեթղթեր, վաճառողը փորձում է նվազեցնել ռիսկը՝ հեջավորել վարկային, տոկոսային, արժույթային և այլ ռիսկերը: Արժեթղթերի վաճառքը հնարավորություն է տալիս իրականացնել պարտքերի արժեթղթավորում: Վաճառքի համար թողարկելով արժեթղթեր, հնարավոր է բարելավել ֆինանսական պլանավորումը կամ ֆինանսական հոսքերի կառավարումը:

Շուկայի մյուս մասնակիցը ներդրողն է՝ արժեթղթեր գնողը, որի հիմնական նպատակը սեփական միջոցներն աշխատեցնելով եկամտի ստացումն է: Բացի դրանից, նա կարող է շահագրգռված լինել այս կամ այն արժեթղթով երաշխավորված իրավունքների ստացմամբ: Թողարկողի նման, ներդրողը ևս ձեռք է բերում արժեթղթեր՝ և հեջավորման և իրացվելիության կառավարման համար:

Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների վերը դիտարկված դասակարգումն առանձնահատուկ բնույթ ունի, այսինքն, բնորոշ է միայն տվյալ շուկային:

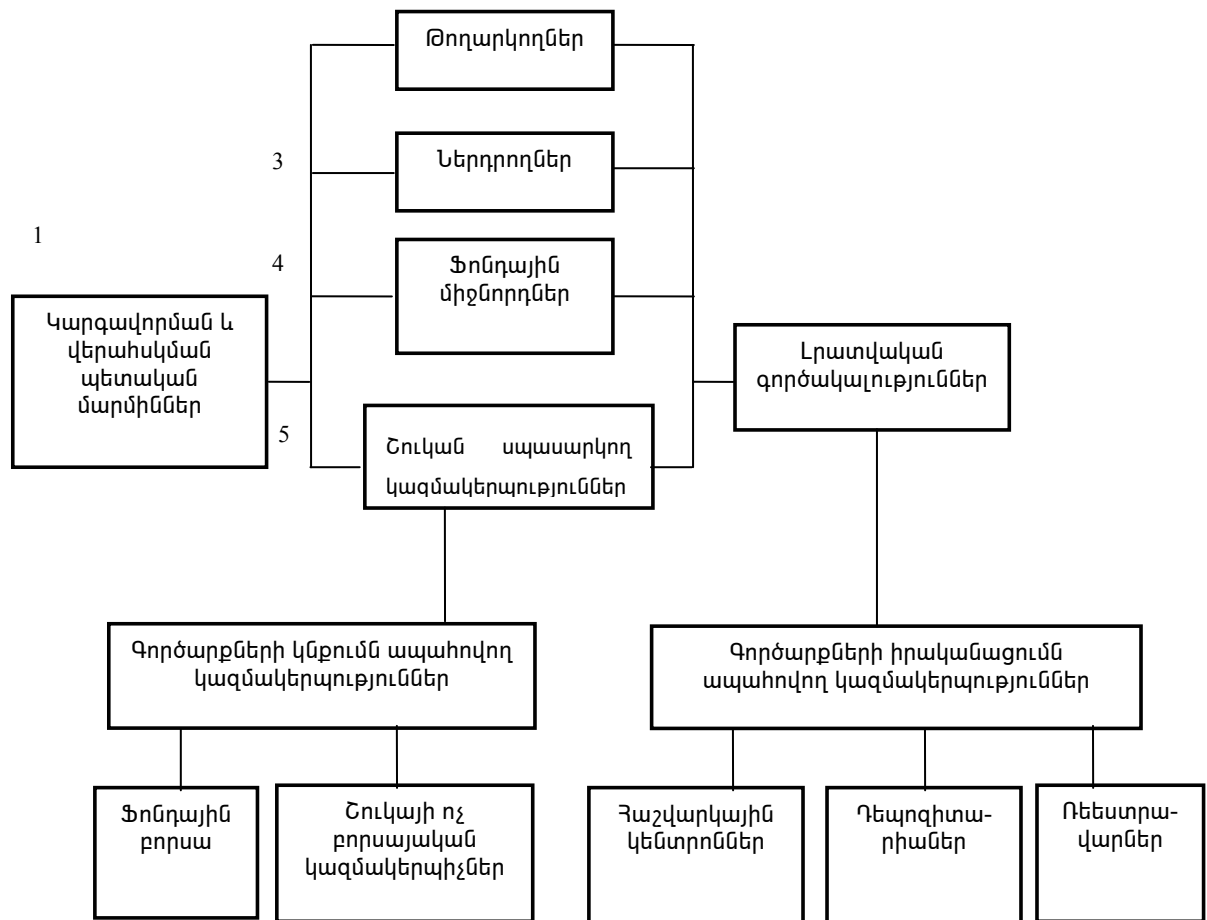
Շուկայի մասնակիցը կարող է գտնվել գնորդի կամ վաճառողի դիրքում կամ միայն սպասարկել շուկայական գործընթացները: Արժեթղթերի շուկայում թողարկողը գտնվում է միայն վաճառողի դիրքում: Արժեթղթերի այլ վաճառողներ կարող են հանդիսանալ և՛ ներդրողները և՛ ֆոնդային միջնորդները: Տվյալ շուկայում գնորդներ են հանդիսանում միայն ներդրողներն ու ֆոնդային միջնորդները: Շուկան սպասարկող կազմակերպություններից են ֆոնդային ենթակառուցվածքի կազմակերպությունները և շուկայի կարգավորման մարմինները:

Արժեթղթերի շուկային այս կամ այլ կերպ առնչվող անձանց պայմանականորեն կարելի է բաժանել երեք խմբի: Առաջին խմբին պատկանում են ֆոնդային շուկայի «հաճախորդները» կամ նրանից «օգտվողները»: Դրանք թողարկողներն են և ներդրողները: Նրանց մասնագիտական հետաքրքրության շրջանակներն ու «գործնական կյանքը» հաճախ գտնվում է արժեթղթերի շուկայից դուրս: Նրանց համար այս շուկան ներկայանում է որպես ֆինանսական ծառայությունների բնագավառներից մեկը, որոնցից նրանք պարբերաբար օգտվում են: Թողարկողներն օգտվում են ֆոնդային շուկայից այն դեպքում, երբ սեփական ծրագրերի ֆինանսավորման համար անհրաժեշտություն է առաջանում ներգրավել երկարաժամկետ կամ միջին ժամկետային կապիտալ: Ներդրողները դիմում են ֆոնդային շուկա իրենց տրամադրության տակ գտնվող կապիտալը ժամանակավորապես ներդնելու համար՝ այն պահպանելու և կրկնապատկելու նպատակով: Թողարկողներին և ներդրողներին համախմբում է այն, որ արժեթղթերի շուկան նրանց համար հանդիսանում է «արտաքին գործնական միջավայրի» մի մասը, այլ ոչ թե՝ մասնագիտություն կամ «հիմնական» մասնագիտական բիզնես:

Երկրորդ խումբը կազմում են մասնագիտացված առևտրականները, ֆոնդային միջնորդները, այսինքն նրանք, որոնց անվանում են **բրոքերներ** և **դիլերներ**: Դրանք կազմակերպություններ են, իսկ մի շարք երկրներում նաև քաղաքացիներ, որոնց համար արժեթղթերով կատարվող առևտուրը հիմնական մասնագիտական գործունեություն է հանդիսանում: Նրանց խնդիրն այն է, որ սպասարկեն թողարկողներին և ներդրողներին, բավարարեն նրանց պահանջները ֆոնդային շուկա դուրս գալու համար: Մասնագիտացված առևտրականներն այստեղ շուկայի հաճախորդներին առաջարկում են ֆինանսական գործիքների և ծառայությունների լայն ընտրանի:

Ֆոնդային շուկայի «մանրածախ» հատվածի կողքին գոյություն ունի ոչ պակաս կարևոր «մեծածախ» հատվածը՝ մասնագիտացված առևտրականների անմիջական հարաբերությունների ոլորտը: Այստեղ գնում է առևտուր հավասարների՝ «արհեստավարժների», միջև: Այս հատվածում առևտրի կազմակերպման սկզբունքները տարբերվում են ֆոնդային շուկայի «մանրածախ» հատվածում գործող սկզբունքներից:

Երրորդ խումբը կազմում են այն կազմակերպությունները, որոնք մասնագիտացված են ֆոնդային շուկայի բոլոր մասնակիցներին ծառայություններ մատուցելու համար: Այդ կազմակերպությունների համախումբը նաև անվանում են ֆոնդային շուկայի «ենթակառուցվածք»: Դրանք թվին են դասվում ֆոնդային բորսաներն ու առևտրի այլ կազմակերպիչները, հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունները, դեպոզիտարիաները, ռեեստրավարները և այլն:



Նկար 1. Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում արժեթղթերի շուկան:
2. Որո՞նք են արժեթղթերի շուկայի տեսակները:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել արժեթղթերի շուկայի տեսակները:
4. Որո՞նք են դրամական միջոցների ներգրավման ներքին և արտաքին աղբյուրները:
5. Որո՞նք են ազատ դրամական միջոցների օգտագործման բնագավառները:
6. Որո՞նք են կապիտալի ներդրման շուկաների միջև միջոցների տեղաշարժի վրա ազդող հիմնական գործոնները:
7. Որո՞նք են ընդհանուր շուկայական գործառնությունները:
8. Որո՞նք են արժեթղթերի շուկայի առանձնահատուկ գործառնությունները:
9. Որո՞նք են արժեթղթերի շուկայի բաղկացուցիչ մասերը:
10. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել արժեթղթերի հետևյալ շուկաները՝
 - առաջնային և երկրորդային
 - կազմակերպված և անկազմակերպ
 - բորսայական և արտաբորսայական
 - ավանդական և համակարգչայնացված
 - կանխիկ և ժամկետային:
11. Ովքե՞ր են արժեթղթերի շուկայի հիմնական մասնակիցները:
12. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել՝
 - արժեթղթեր թողարկողներին
 - արժեթղթեր ներդրողներին
 - ֆոնդային միջնորդներին
 - արժեթղթերի շուկան սպասարկող կազմակերպություններին
 - վերահսկման և կառավարման պետական մարմիններին:
13. Ինչպե՞ս կարելի է պատկերել արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների սխեման:
14. Ո՞րն է ՀՀ -ում արժեթղթերի շուկան կարգավորող պետական մարմինը:

1.2. Արժեթուղթ հասկացությունը, նրա ձևերն ու տեսակները

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել «արժեթուղթ» հասկացությունը, ներկայացնել արժեթղթի հատկությունները և նշանակությունը, դասակարգել արժեթղթերն ըստ տարբեր ցուցանիշների:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագրիր: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ «արժեթուղթ» հասկացության բնորոշումը, ներկայացնել արժեթղթի առանձնահատկությունները
- քվարկել արժեթղթի՝ հասարակական նշանակության գործառնությունները
- ներկայացնել արժեթղթի հատկությունները
- բնութագրել արժեթղթի անցումը թղթային ձևից ոչ թղթայինի
- քվարկել արժեթղթի դասակարգման բնութագրերը (ցուցանիշները)
- դասակարգել արժեթղթերն ըստ տարբեր ցուցանիշների:

1.2.1. Արժեթուղթ հասկացությունը

Ինչպես հայտնի է տնտեսագիտության տեսությունից, ապրանքային աշխարհը բաժանվում է երկու խմբի՝ ապրանքներ (նյութական բարիքներ, ծառայություններ) և դրամ (ֆինանս): Իր հերթին, դրամը կարող է հանդես գալ որպես պարզապես դրամ և որպես կապիտալ, այսինքն՝ դրամ, որը դրամ է բերում: Մշտապես զգացվում է մեկ ամծից (իրավաբանական կամ ֆիզիկական) մյուսին դրամի փոխանցման պահանջ: Շուկայական պրակտիկան մշակել է դրամի վերը նշված փոխանցման երկու հիմնական եղանակներ. վարկավորման և արժեթղթերի թողարկման ու շրջանառության: Օրինակ, հարկավոր է գնել ապրանք և վճարել դրա դիմաց, սակայն ինչ-ինչ պատճառներով դրամ չկա: Կամ հակառակը, ապրանքի արտադրության համար դրամ է հարկավոր, սակայն, ինքն ապրանքը արտադրվելու է որոշ ժամանակ հետո: Ապրանքային շուկայում ևս լինում են իրավիճակներ, երբ անհրաժեշտ է իրականացնել ապրանքի փոխանցում՝ նրա բացակայության պայմաններում, օրինակ, երբ ապրանքը գտնվում է ճանապարհին կամ դեռ չի արտադրվել կամ գործարքի կնքման պահին այն չկա (գտնվում է պահեստում):

Այսպիսով, շուկայի մասնակիցները մտնում են փոխադարձ բազմաթիվ հարաբերությունների մեջ, այդ թվում նաև դրամի և ապրանքի փոխանցմամբ պայմանավորված: Այդ հարաբերությունները որոշակի սահմանված ձևով ամրագրվում, ձևակերպվում և վավերացվում են:

Այս իմաստով արժեթուղթը հանդիսանում է շուկայի մասնակիցների միջև շուկայական հարաբերությունների ամրագրման ձևերից մեկը, որի ժամանակ հենց ինքն էլ հանդես է գալիս որպես այդ հարաբերությունների առարկա: Այսինքն, մասնակիցների միջև որևէ համաձայնագրի կամ գործարքի կնքումը հանդիսանում է արժեթղթի փոխանցում կամ առուվաճառ՝ դրամի կամ ապրանքի դիմաց:

Սակայն արժեթուղթը ոչ դրամ է և ոչ էլ նյութական ապրանք: Նրա արժեքը գնահատվում է այն իրավունքներով, որոնք ձեռք է բերում արժեթղթի սեփականատերը: Վերջինս փոխանակում է իր ապրանքը կամ դրամն արժեթղթով միայն այն դեպքում, երբ համոզված է լինում, որ այդ թուղթը ոչ մի բանով չի զիջում և նույնիսկ ավելի ծեղնտու է, քան դրամը կամ ապրանքը: Քանի որ և դրամը և ապրանքը արդի պայմաններում իրենց իմաստով կապիտալի գոյության տարբեր ձևեր են հանդիսանում, ապա արժեթուղթը տնտեսագիտական մոտեցմամբ կարելի է սահմանել հետևյալ կերպ.

Արժեթուղթը՝ կապիտալի գոյության ձև է, որը տարբերվում է նրա ապրանքային, արտադրողական և դրամական ձևերից, կարող է փոխանցվել իր՝ կապիտալի, փոխարեն, շուկայում որպես ապրանք մտնել շրջանառության մեջ և բերել եկամուտ: Դա կապիտալի գոյության հատուկ ձև է՝ նրա ապրանքային, արտադրողական և դրամական ձևերի կողքին: Արժեթղթի իմաստը կայանում է նրանում, որ կապիտալի սեփականատիրոջ մոտ ինքը՝ կապիտալը, բացակայում է, սակայն նա ունենում է բոլոր իրավունքները, որոնք ամրագրված են արժեթղթում: Վերջինս թույլ է տալիս տարբերելու իրարից կապիտալի նկատմամբ սեփականության իրավունքը՝ բուն կապիտալից և վերջինս մտցնել շուկայական գործընթացների մեջ՝ տնտեսության համար անհրաժեշտ ձևով:

Ի տարբերություն արժեթղթի, դրամական վարկը, օրինակ, բանկային (կամ ցանկացած այլ), դրամական կապիտալի գոյության ձև է և ոչ թե նրանից տարբեր այլ բան: Վարկավորման ընթացքում վաճառվում և գնվում է դրամը, որպես ապրանք, ավելի ճիշտ՝ դրամական կապիտալը:

Արժեթղթի ձևով կարող են ամրագրվել հասարակական նշանակության ցանկացած իրավունքներ, եթե դրանք ունեն տնտեսական (դրամական) գնահատական:

Արժեթուղթ հասկացությունը բազմաշերտ է, քանի որ նրանով արտահայտվող տնտեսական հարաբերություններն իրենք իսկ շատ բարդ են, մշտապես զարգանում և ձևափոխվում են, որն էլ իր արտացոլումն է գտնում արժեթղթերի նոր ձևերի մեջ:

Արժեթուղթը՝ հատուկ ապրանք է, որը շրջանառության մեջ է գտնվում հատուկ, իր սեփական՝ արժեթղթերի շուկայում, սակայն չունի ոչ նյութական ոչ էլ դրամական սպառողական արժեք, այսինքն չի հանդիսանում ֆիզիկական ապրանք և ծառայություն: Այլ խոսքով, արժեթուղթը դա ցանկացած փաստաթուղթն է, որը տալիս է որոշակի իրավունքներ, վաճառվում և գնվում է համապատասխան գնով (շրջանառվում է): Արժեթուղթը տեսականորեն ավելի նեղ հասկացություն է, քանի որ այն ներառում է միայն այնպիսի արժեթղթեր, որոնք արտացոլում են կոնկրետ գույքային հարաբերություններ և ոչ թե ցանկացած այլ, ասենք՝ կրոնական հավատքի նկատմամբ:

Արժեթղթի սահմանման նկատմամբ գործնական մոտեցումը հետևյալն է: Եթե անհնար է տալ արժեթղթի խիստ գիտական, այնուհետև նաև իրավաբանական սահմանում, եթե ամեն դեպքում անհնար է ձևակերպել արժեթուղթ հասկացությունը, ապա այդ դժվարությունը կարելի է շրջանցել քվարկելով իրականում գոյություն ունեցող, պետության կողմից (օրենսդրորեն) ընդունված արժեթղթերի կոնկրետ տեսակները:

Արժեթուղթը կատարում է հասարակական նշանակության մի շարք *գործառնություններ*.

- դրամական միջոցների (կապիտալի) վերաբաշխում՝ տնտեսության ճյուղերի և բնագավառների (ոլորտների), երկրների և տարածքների, բնակչության խմբերի և շերտերի, տնտեսության բնագավառների (ոլորտների) և բնակչության, բնակչության և պետության միջև և այլն
 - արժեթղթի սեփականատերերին, բացի կապիտալի սեփականության իրավունքից, տրամադրվում են որոշակի լրացուցիչ իրավունքներ: Օրինակ, ընկերության կառավարմանը մասնակցելու, համապատասխան տեղեկատվության ստացման, որոշակի իրավիճակներում առաջնահերթության իրավունք և այլն
 - ապահովում է ներդրված կապիտալից եկամտի ստացում և (կամ) կապիտալի վերադարձը: Ինչպես տնտեսական ցանկացած այլ կատեգորիա, արժեթուղթը ևս ունի համապատասխան բնութագրող հատկություններ. ժամկետային, տարածական, շուկայական: Շուկայական բնութագիրը ներառում է՝ թողարկման և տիրապետման ձևը, շրջանառության բնույթը և տվյալ արժեթղթում ներդրման ռիսկի մակարդակը, եկամտի վճարման ձևը և այլն:
- Արժեթուղթը ունի մի շարք հատկություններ, որոնցով նա նմանվում է դրամին: Նրա գլխավոր հատկությունը տարբեր ձևերով դրամի փոխանակվելու հատկությունն է (մարմամբ, առք ու վաճառքով, թողարկողին վերադարձմամբ, փոխգիջմամբ և այլն): Այն կարող է օգտագործվել հաշվարկներում, լինել գրավի առարկա, պահպանվել տարիների ընթացքում կամ անժամկետ, փոխանցվել որպես ժառանգություն, ծառայել որպես նվեր և այլն:
- Ակզբնական ժամանակաշրջանում բոլոր արժեթղթերը թողարկվում էին միայն փաստաթղթային ձևով, այստեղից էլ առաջացել է նրանց անվանումը: Այսինքն, դա թուղթ է, սակայն արժեքավոր՝ գրեթե ինչպես թղթադրամը: Նրա արժեքը որոշվում է կամ նրա վրա եղած գրությամբ կամ շուկայական ճանապարհով: Վերջին տասնամյակներում շուկայական հարաբերությունների զարգացումը բերեց արժեթղթերի գոյության նոր ոչ թղթային կամ ոչ փաստաթղթային, ձևի հայտնվելուն, որն իր արտացոլումն է գտել 3D քաղաքացիական օրենսգրքում:
- Արժեթղթի անցումը փաստաթղթային ձևից ոչ փաստաթղթային, պայմանավորված է հետևյալ հանգամանքներով.
- Նախ՝ շրջանառության մեջ գտնվող արժեթղթերի քանակի մեծացմամբ, առաջին հերթին առավել հայտնի ձևերի՝ **բաժնետոմսերի** ու **պարտատոմսերի**: Այլ ձևի արժեթղթերը՝ որոնց թիվը համեմատաբար փոքր է, հիմնականում լինում են փաստաթղթային ձևով, բացառությամբ ածանցյալ արժեթղթերի, որոնք հիմնականում շրջանառվում են ոչ փաստաթղթային ձևով:
- Երկրորդ՝ շատ իրավունքներ, որոնք տրվում են արժեթղթի սեփականատիրոջը, կարող են իրականացվել անկախ նրա գոյության ձևից: Օրինակ, արժեթղթով նախատեսված եկամտի վճարումը, արժեթղթի առք ու վաճառքը և այլն, կարող են իրականացվել առանց նրա ֆիզիկական առկայության, որպես այդ իրավունքը կրողի:
- Երրորդ՝ արժեթղթի ոչ թղթային ձևը կարող է արագացնել, հեշտացնել և էժանացնել նրա շրջանառությունը՝ հաշվարկների, մի սեփականատիրոջից մյուսին փոխանցման, պահպանման և հաշվառման, հարկման և այլն, գործողությունների կատարման ժամանակ, ինչպես նաև նվազեցնել թողարկողի ծախսերը՝ կապված արժեթղթի տպագրության հետ:
- Չորրորդ՝ արժեթղթերի շուկայում կառուցվածքային փոփոխությունների հետ կապված (մասնավորապես՝ անվանական արժեթղթերի թվի մեծացմամբ և ըստ ներկայացնողի արժեթղթերի մասի փոքրացմամբ):
- Անվանական արժեթուղթը՝ այն արժեթուղթն է, որի սեփականատիրոջ անունը նշված է արժեթղթի ձևաթղթի վրա և/կամ գրանցված է նրա սեփականատերերի ռեեստրում:* Վերջինս կարող է վարվել փաստաթղթային և/կամ ոչ փաստաթղթային ձևով:
- Ըստ ներկայացնողի արժեթուղթը՝ այն արժեթուղթն է, որի սեփականատիրոջ անունը նշված չէ արժեթղթի ձևաթղթի վրա, իսկ շրջանառությունն իրականացվում է առանց գրանցման:**
- Արժեթղթերի բաժանումը՝ անվանական և ըստ ներկայացնողի, ունի խոր արմատներ: Պատմականորեն ստացվել է այնպես, որ, օրինակ ԱՄՆ-ում և Մեծ Բրիտանիայում գերակշռում են անվանական արժեթղթերը, իսկ Գերմանիայում՝ ըստ ներկայացնողի: Հայաստանում, համաձայն «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի, բաժնետոմսերը կարող են լինել միայն անվանական, իսկ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի գերակշռող մասը բաժնետոմսեր են, ուստի գերակշռում են նաև անվանական արժեթղթերը:
- Եթե անվանական արժեթուղթը փոխանցվում է մեկ այլ անձի՝ նրա վրա փոխանցագիր (ինդոսամենտ) կատարելու ճանապարհով, ապա դա կոչվում է **օրդերային արժեթուղթ**:
- Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների տեսանկյունից, ըստ ներկայացնողի, արժեթղթերն անվանականի նկատմամբ ունեն զգալի առավելություններ, քանի որ կապիտալի նկատմամբ իրավունքի փոխանցումն իրականացվում է «ակնթարթորեն»՝ վաճառողից գնորդին արժեթղթի փոխանցման միջոցով, այսինքն, նրա շրջանառությունն ու հաշվարկները կատարվում են ամենա բարձր արագությամբ: Այդպիսի արժեթղթերի շրջանառությունն արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներից, բացի տպագրական ծախսերից, այլ ծախսեր գրեթե չի պահանջում՝ կապված շուկայական գործընթացների «տեխնոլոգիայի և տեխնոլոգիաների» հետ: Այս իմաստով, երբ շուկան դեռևս նոր է զարգանում և նրա ենթակառուցվածքների ստեղծման համար բացակայում են բավարար կապիտալ միջոցները, թղթային ձևով ըստ ներկայացնողի արժեթղթերի թողարկումը արժեթղթերի շուկայի, մասնավորապես ֆոնդային շուկայի, ձևավորման ամենաարագ, էժան և հեշտ ճանապարհն է:
- Անվանական արժեթուղթը, ի տարբերություն ըստ ներկայացնողի, ունի երկու կարևորագույն հատկություն: Առաջինը՝ միշտ հայտնի է նրա սեփականատերը, երկրորդը՝ ելնելով առաջին հատկությունից, նրանով կատարվող բոլոր գործարքները ենթակա են ամրագրման, գրանցման և հետևաբար այդ գործարքները հարկման տեսակետից պետության կողմից դառնում են ավելի մատչելի: Այլ կերպ ասած, զարգացած արժեթղթերի շուկայի պայմաններում դիտվում է անվանական արժեթղթերի թողարկման մեծացում: Դրանում շահագրգռված են՝ առաջին հերթին արժեթղթեր թողարկողները, քանի որ դա հնարավորություն է տալիս վերահսկելու սեփականության իրավունքի բոլոր փոփոխությունները, երկրորդը՝ պետությունը, քանի որ նա

դրանով ընդլայնում է իր հարկման ենթակա բազան, և երրորդը՝ բաժնետերեր, քանի որ արժեթղթի կորստի, փչացման կամ գողացման դեպքում այն հեշտությամբ կարելի է վերականգնել:

Ըստ ներկայացնողի, արժեթղթերը որոշակի իրավիճակներում վերածվում են անվանականի, որը պայմանավորված է այդպիսի արժեթղթերի փաթեթների պահպանման գործընթացով, օրինակ, առևտրային բանկը, որտեղ պահվում են այդ արժեթղթերը, հանդես է գալիս որպես դրանց ներկայացուցիչ: Ըստ ներկայացնողի, արժեթուղթը, որը վերը նշված պայմանով հանձնվել է բանկի պահ, ունի կոնկրետ սեփականատեր, որը տվյալ բանկի հետ կնքել է համապատասխան պայմանագիր, դա նշանակում է, որ իրավաբանորեն այդ արժեթուղթը հանդիսանում է անվանական: (Ըստ ներկայացնողի ցանկացած արժեթուղթ յուրաքանչյուր պահի պատկանում է որևէ մեկին, այն ունի տեր և այդ իմաստով այն միշտ հանդես է գալիս, որպես «անվանական»):

Ոչ փաստաթղթային արժեթուղթը հանդես է գալիս որպես միայն անվանական արժեթուղթ, քանի որ էլեկտրոնային հիշողության մեջ այն գրանցված է որոշակի իրավաբանական կամ ֆիզիկական անձի անունով: Սակայն արժեթղթի՝ թղթային ձևից ոչ թղթայինի անցումը անխուսափելիորեն ուղեկցվում է նրանով, որ մի կողմից արժեթուղթը կարող է կորցնել իր որոշ հատկությունները, կապված նրա նյութական կրիչի հատկություններից, իսկ մյուս կողմից կարող է ձեռք բերել նոր հատկություններ, որոնք պայմանավորված են նրա «էլեկտրոնային» բնույթով:

Այս իմաստով արժեթղթի թղթային և ոչ թղթային ձևերը լոկ ձևեր չեն, այլ ներկայացնում են արժեթղթի զարգացման փուլերը, դա անցումն է մի որակից մյուսին:

Շնորհիվ արժեթղթի ոչ թղթային ձևի՝ կապիտալի տնօրինումն ընդունում է ավելի ձևական (ֆորմալ) բնույթ, այսինքն, ֆիզիկական տնօրինումը (սկզբում որպես դրամական կապիտալ, ապա թղթային) փոխակերպվում է էլեկտրոնային գրառումների տեսքով հաշվառման: Կապիտալի ֆիզիկապես բաժանումը սեփականատիրոջից ավարտվում է հենց արժեթղթի ոչ թղթային ձևով: Եթե արժեթուղթ ասելով հասկանանք միայն թղթային ձևի արժեթուղթը, ապա ոչ թղթայինի համար կպահանջվի ներմուծել նոր հասկացություն, սակայն դա իր հերթին կբերի կոնկրետ արժեթղթերի համար նոր սահմանումների անհրաժեշտությանը («էլեկտրոնային» բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր և այլն):

Համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի և ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովի կողմից ընդունված ենթաօրենսդրական նորմերի, բոլոր հաշվետու թողարկողների կողմից իրականացված թողարկումները պետք է լինեն ոչ փաստաթղթային: Անկախ թողարկման ձևից, ապանյութականացվում են նաև բոլոր այն արժեթղթերը, որոնց սեփականատերերի ռեեստրը վարվում է Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից: Փաստորեն Հայաստանը վերոհիշյալ օրենքի ընդունումից հետո միացավ այն երկրների շարքին, որոնք օրենսդրորեն արգելում են արժեթղթերի կարգավորված շուկայում փաստաթղթային արժեթղթերի շրջանառությունը: Ոչ փաստաթղթային ձևով են թողարկվում նաև ՀՀ **պետական արժեթղթերը**:

1.2.2. Արժեթղթերի դասակարգումը

Արժեթղթերը բաժանվում են երկու խոշոր դասերի.

- *I դաս՝ հիմնական արժեթղթեր*
- *II դաս՝ ածանցյալ արժեթղթեր:*

Հիմնական արժեթղթերն այն արժեթղթերն են, որոնցով հավաստվում են գույքային իրավունքներ՝ որևէ ակտիվի, սովորաբար՝ ապրանքի, դրամի, կապիտալի, գույքի, տարբեր ռեսուրսների և այլնի նկատմամբ:

Հիմնական արժեթղթերն էլ իրենց հերթին կարելի է բաժանել երկու ենթադասի՝ առաջնային և երկրորդային արժեթղթեր:

Առաջնային արժեթղթերն այն արժեթղթերն են, որոնց համար հիմք են հանդիսանում այն ակտիվները, որոնց թվին իրենք՝ արժեթղթերը չեն պատկանում: Դրանցից են՝ բաժնետոմսերը, պարտատոմսերը, **մուրհակները** և այլն:

Երկրորդային արժեթղթերն այն արժեթղթերն են, որոնց թողարկման համար հիմք են հանդիսանում առաջնային արժեթղթերը: Դրանք՝ արժեթղթերով պայմանավորված արժեթղթերն են, օրինակ արժեթղթի վարանտը, դեպոզիտար վկայագիրը (օրինակ՝ ADR) և այլն:

Ածանցյալ արժեթուղթը՝ գույքային իրավունքի (պարտավորության) արտահայտման ոչ փաստաթղթային ձև է, որը ծագում է կախված տվյալ արժեթղթի հիմքում ընկած բորսայական ակտիվի գնի փոփոխությունից: Ավելի պարզ ասած, ածանցյալ արժեթուղթը՝ այնպիսի արժեթուղթ է, որի հիմքում ընկած է արժեքավոր որևէ ակտիվ՝ ապրանքների գներ (սովորաբար բորսայական ապրանքների՝ ցորենի, մսի, մալթի, ոսկու և այլն), հիմնական արժեթղթերի գներ կամ գների փոփոխություն (սովորաբար բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի ինդեքսներ), վարկային շուկայի գներ (տոկոսադրույքներ), արժուքային շուկայի գների (արժուքային փոխարժեքներ) և այլն:

Ածանցյալ արժեթղթերն են՝ ֆյուչերսային ու ֆորվարդային պայմանագրերը (ապրանքային, արժուքային, տոկոսային, ինդեքսային և այլն) և ազատ շրջանառվող օպցիոնները:

Այսուհետև արժեթղթերի տեսակ ասելով պետք է հասկանանք դրանց այնպիսի մի համախումբը, որի համար արժեթղթերին բնորոշ բոլոր ցուցանիշներն ընդհանուր են և նույնը:

Գոյություն ունեն արժեթղթերի և արժեթղթերի տեսակների տարբեր դասակարգումներ:

Արժեթղթերի դասակարգումը՝ արժեթղթերի բաժանումն է տեսակների՝ համաձայն դրանց բնորոշ որոշակի ցուցանիշների:

Արժեթղթերի տեսակների դասակարգումը՝ միևնույն տեսակին պատկանող արժեթղթերի խմբավորումն է, արժեթղթերի տեսակների բաժանումը ենթատեսակների: Ենթատեսակներն էլ իրենց հերթին կարող են ունենալ ենթատեսակներ: Դասակարգումների սանդղակում յուրաքանչյուր հաջորդ (ցածր դիրքում գտնվող) դասակարգում՝ իրեն նախորդող այս կամ այն դասակարգման մասն է կազմում: Օրինակ, բաժնետոմսը արժեթղթերի տեսակներից մեկն է: Սակայն այն կարող է լինել՝ հասարակ կամ արտոնյալ: Արտոնյալ բաժնետոմսերն էլ իրենց հերթին կարող են լինել կուտակման և փոխարկելի և այլն:

Արժեթուղթը, ինչպես արդեն նշվել է, հանդիսանում է բնութագրերի (ցուցանիշների) որոշակի հավաքածու, այն է.

1. ժամկետային բնութագրեր
 - արժեթղթերի գոյության ժամկետը. երբ է թողարկվել շրջանառության մեջ, անժամկետ կամ ինչ ժամանակահատվածի համար
 - ծագումը. արժեթղթի համար սկզբնաղբյուր է հանդիսանում իր առաջնային հիմքը (ապրանք, դրամ), թե այլ արժեթուղթ:
 2. Տարածական բնութագրեր.
 - գոյության ձևը. փաստաթղթային կամ ոչ փաստաթղթային
 - ազգային պատկանելիությունը. հայրենական կամ այլ պետության (արտասահմանյան) արժեթուղթ
 - տարածքային պատկանելիությունը. երկրի որ տարածաշրջանում է թողարկվել տվյալ արժեթուղթը:
 3. Շուկայական բնութագրեր.
 - ակտիվի տեսակը, որը տվյալ արժեթղթի հիմքն է հանդիսանում կամ նրա սկզբնաղբյուրը (ապրանքներ, դրամ, ձեռնարկության համախմբված ակտիվներ և այլն)
 - տիրապետման կարգը. արժեթուղթ՝ ըստ ներկայացնողի կամ կոնկրետ (իրավաբանական, ֆիզիկական) անձի անունով (անվանական)
 - թողարկման ձևը. էմիսիոն, այսինքն թողարկվում է առանձին սերիաներով, որտեղ բոլոր արժեթղթերն ունեն միևնույն ցուցանիշները, կամ ոչ էմիսիոն (առանձնակի)
 - սեփականության ձևը և թողարկողի տեսակը, այսինքն նա, ով թողարկում է արժեթուղթը՝ պետություն, ընկերություն (կորպորացիա) կամ անհատներ
 - շրջանառության ձևը. շուկայում ազատ է շրջանառվում, թե կան սահմանափակումներ
 - տնտեսական էությունը՝ արժեթղթով տրամադրվող իրավունքների տեսանկյունից
 - ռիսկի մակարդակը. բարձր, ցածր և այլն
 - եկամտի առկայությունը. արժեթղթով վճարվում է որևէ եկամուտ, թե՛ ոչ
 - միջոցների ներդրման ձևը. դրամը ներդրվում է որպես պարտք կամ սեփականության իրավունք ձեռք բերելու համար:
- Արժեթղթերի վերը թվարկված բնութագրերին (ցուցանիշներին) համապատասխան, արժեթղթերը կարելի է դասակարգել հետևյալ կերպ.

Դասակարգման ցուցանիշները	Արժեթղթերի տեսակները	
Ժամկետայնությունը	Ժամկետային	Անժամկետ
Ծագումը	Առաջնային	Երկրորդային
Գոյության ձևը	Թղթային կամ փաստաթղթային	Ոչ թղթային կամ ոչ փաստաթղթային
Ազգային պատկանելիությունը	Հայրենական	Արտասահմանյան
Օգտագործման եղանակը	Ներդրումային	Ոչ ներդրումային
Տիրապետման կարգը	Ըստ ներկայացնողի	Անվանական
Թողարկման ձևը	Էմիսիոն	Ոչ էմիսիոն
Սեփականության ձևը	Պետական Ոչ պետական	(Տեղական ինքնակառավարման մարմինների)
Շրջանառության բնույթը	Շուկայական կամ ազատ շրջանառվող	Ոչ շուկայական
Ռիսկի մակարդակը	Ոչ ռիսկային և ցածր ռիսկային	Ռիսկային
Եկամտի առկայությունը	Եկամտաբեր	Ոչ եկամտաբեր
Միջոցների ներդրման ձևը	Պարտքային կամ փոխատվական	Բաժնեմասի տիրապետման կամ բաժնեմասային
Տնտեսական էությունը (իրավունքի տեսակը)	Բաժնետոմս Մուրհակ և այլն	Պարտատոմս

Ըստ իրենց տնտեսական էության՝ արժեթղթերի հիմնական տեսակներն են՝ **Բաժնետոմսը**՝ բաժնետիրական ընկերության կանոնադրական կապիտալում միանվագ ներդրումը՝ դրանից բխող իրավունքներով:

Պարտատոմսը՝ պարտքային պարտավորվածություն է՝ սահմանված ժամկետը լրանալուց հետո ներդրված դրամական միջոցների վերադարձմամբ, որոշակի եկամտի վճարմամբ կամ առանց վճարելու:

Բանկային վկայագիրը (Դեպոզիտային հավաստագիր)՝ բանկում ներդրված ավանդը հավաստող, ազատ շրջանառվող վկայագիր է, որով տվյալ բանկը պարտավորվում է սահմանված ժամկետից հետո վճարել այդ ավանդը և դրա դիմաց տոկոսները:

Մուրհակը՝ մուրհակատուի կողմից ոչնչով չպայմանավորված գրավոր պարտավորությունն է (հրամանն է)՝ որոշակի պայմաններով մուրհակառուին որոշակի գումար վճարելու մասին:

Չեկը՝ չեկ տվողի կողմից տրված գրավոր հանձնարարականն է՝ բանկին՝ վճարել նրանում նշված գումարը չեկը ներկայացնողին:

Կոնոսամենտը՝ ապրանքի փոխադրման մասին հաստատագրված (միջազգային) ձևի փաստաթուղթ է (համաձայնագիր), որով հավաստվում է նրա բեռնավորման, տեղափոխման և ստացման իրավունքը:

Վարանտը՝

- պահեստի կողմից տրվող փաստաթուղթ է, որով հավաստվում է պահեստում գտնվող ապրանքի նկատմամբ սեփականության իրավունքը
- փաստաթուղթ է, որն այն տիրապետողին տալիս է առաջնահերթության իրավունք՝ ձեռք բերելու որևէ ընկերության բաժնետոմսեր կամ պարտատոմսեր, որոշակի ժամանակահատվածում և սահմանված գնով:

Օպցիոնը պայմանագիր է, որի համաձայն, պայմանագրի կողմերից մեկը իրավունք ունի, բայց պարտավորված չէ, նախանշված ժամանակահատվածում վաճառել (գնել) մյուս կողմից համապատասխան ակտիվ՝ պայմանագրի կնքման պահին հաստատված գնով, այդ իրավունքի համար վճարելով որոշակի գումար, որը կոչվում է պարգևավճար:

Ֆորվարդային պայմանագիրը՝ երկու կողմերի միջև կնքված համաձայնությունն է՝ ապագայում պայմանագրով նախատեսված ապրանքի առաքման մասին, պայմանագրում նշված ժամկետում և գնով, որը կնքվում է արտաբորսայական շուկայում:

Ֆյուչերսային պայմանագիրը՝ ստանդարտ բորսայական պայմանագիր է՝ բորսայական ապրանքի առուվաճառքի մասին, որը կատարվելու է ապագայում՝ նախապես սահմանված ժամկետում, գործարքի պահին հաստատված գնով:

Թվարկված արժեթղթերն առավել հանգամանորեն կոդավորված հետազայում:

Ժամկետային արժեթղթերը՝ դրանք այն արժեթղթերն են, որոնց գոյության ժամկետը սահմանվում է թողարկման պահին: Սովորաբար ժամկետային արժեթղթերը բաժանվում են երեք ենթատեսակների.

- կարճաժամկետ՝ մինչև մեկ տարի շրջանառության ժամկետով
- միջնաժամկետ՝ մեկից մինչև 5-10 տարի շրջանառության ժամկետով
- երկարաժամկետ՝ 10-20-30 տարի շրջանառության ժամկետով
- գերերկարաժամկետ՝ 30 և ավելի տարի:

Անժամկետ արժեթղթերն՝ այն արժեթղթերն են, որոնց շրջանառության ժամկետը ոչնչով չի կանոնակարգվում, այսինքն նրանք «հավերժ» են կամ գոյություն ունեն մինչև դրանց մարումը, որի կատարման ամսաթիվը թողարկման պահին նախանշված չէ:

Ներդրումային (կապիտալ) արժեթղթերը՝ կապիտալի ներդրման օբյեկտներ հանդիսացող արժեթղթերն են (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր և այլն):

Ոչ ներդրումային արժեթղթերը՝ ապրանքային կամ այլ շուկաներում դրամական հաշվարկներն սպասարկող արժեթղթերն են (մուրհակներ, չեկեր, կոնոսամենտներ):

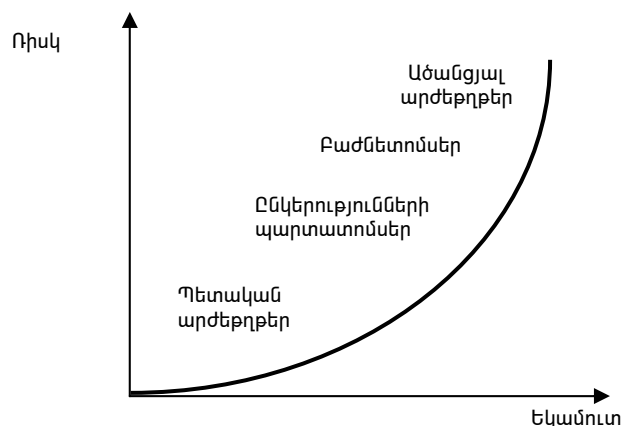
Պետական արժեթղթերը՝ դրանք սովորաբար պետության կողմից թողարկվող տարբեր տեսակի պարտատոմսերն են:

Ոչ պետական արժեթղթերը, դրանք կորպորացիաների (ընկերությունների, բանկերի, կազմակերպությունների) և անգամ մասնավոր անձանց կողմից շրջանառության մեջ թողարկվող արժեթղթերն են:

Արժեթղթերի հիմնական տեսակները շուկայական բնույթ ունեն, այսինքն՝ կարող են ազատ վաճառվել և գնվել շուկայում: Սակայն որոշ դեպքերում արժեթղթերի շրջանառությունը կարող է սահմանափակվել, այն չի կարող վաճառվել ոչ մեկին, բացի արժեթուղթը թողարկողից՝ պայմանավորված ժամկետը լրանալուց հետո: Այդպիսի արժեթղթերը հանդիսանում են ոչ շուկայական:

Եկամտաբերության տեսակետից արժեթղթերը որպես կանոն հանդիսանում են եկամտաբեր, սակայն թողարկման պայմաններում կարող է չսահմանվել արժեթղթի սեփականատիրոջը վճարվող եկամտի չափը:

Արժեթղթերի բաժանումն ըստ պարտքային պարտավորվածության և բաժնեմասային, իրենց հիմքում արտացոլում են դրամական միջոցների օգտագործման երկու հնարավոր եղանակներ. կամ որևէ ակտիվ ձեռք է բերվում որպես սեփականություն, կամ էլ՝ ժամանակավոր օգտագործման համար: Եթե արժեթղթերը թողարկվում են սահմանափակ ժամկետով՝ ներդրված դրամական միջոցների հետագա վերադարձման պայմանով, ապա դրանք պարտքային արժեթղթեր են (պարտատոմսեր, բանկային հավաստագրեր, մուրհակներ և այլն): Տիրապետման իրավունքով արժեթղթերը տալիս են համապատասխան ակտիվների նկատմամբ սեփականության իրավունք: Դրանք՝ բաժնետոմսերն են, վարանտները, կոնոսամենտները և այլն:



Նկար 2. Ռիսկի և եկամտաբերության հարաբերակցությունը

Արժեթղթերի տեսակներն ըստ ռիսկի մակարդակի արտացոլվում են (կարող են դասավորվել) հետևյալ կերպ. որքան բարձր է եկամտաբերությունը, այնքան մեծ է ռիսկը և որքան բարձր է արժեթղթի երաշխավորվածությունը՝ այնքան փոքր է ռիսկը:

Էմիսիոն արժեթղթերը սովորաբար թողարկվում են խոշոր սերիաներով, մեծ քանակներով և յուրաքանչյուր սերիայի պարունակությունը կազմող արժեթղթերը բացարձակապես նույնն են: Դրանք սովորաբար բաժնետոմսերն ու պարտատոմսերն են: Ոչ *էմիսիոն* արժեթղթերը թողարկվում են առանձին-առանձին կամ ոչ մեծ սերիաներով:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել «արժեթուղթ» հասկացությունը:
2. Որո՞նք են արժեթղթի առանձնահատկությունները:
3. Որո՞նք են արժեթղթի՝ հասարակական նշանակության գործառնությունները:
4. Որո՞նք են արժեթղթի հատկությունները:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել փաստաթղթային և ոչ փաստաթղթային արժեթղթերը:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել փաստաթղթային ձևից ոչ փաստաթղթայինի և ի՞նչ հանգամանքներով է պայմանավորված այդ անցումը:
7. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել անվանական և ըստ ներկայացնողի արժեթղթերը:
8. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել օրդերային արժեթղթերը:
9. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել հիմնական և ածանցյալ արժեթղթերը:
10. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ժամկետային և անժամկետ արժեթղթերը:
11. Որո՞նք են արժեթղթի բնութագրերը (ժամկետային, տարածական և շուկայական) :
12. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում արժեթղթերի և դրանց տեսակների դասակարգումը:
13. Որո՞նք են արժեթղթերի դասակարգման ցուցանիշները:
14. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել արժեթղթերն ըստ տարբեր ցուցանիշների:
15. Որո՞նք են արժեթղթերի հիմնական տեսակների սահմանումները:

ԳԼՈՒԽ 2. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՏԵՍԱԿՆԵՐԸ

2.1. Բաժնետոմսեր

Թեմայի նպատակն է՝ տալ բաժնետոմսի ընդհանուր բնութագիրը, բացատրել բաժնետոմսի բնորոշումը (այդ թվում՝ իրավաբանական բնորոշումը), ներկայացնել բաժնետոմսի տեսակները, հատկությունները, պարտադիր վավերապայմանները, շահութաբաժնի, բաժնետոմսի արժեքային գնահատման և եկամտաբերության հաշվարկները:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեման ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ բաժնետոմսի ընդհանուր բնորոշումը և իրավաբանական մեկնաբանությունը
- դասակարգել բաժնետերերին տարբեր խմբերի
- ներկայացնել արժեթղթեր թողարկողի և ներդրողների հետաքրքրությունը
- քվարկել բաժնետոմսերի հատկությունները
- բացատրել բաժնետոմսերի միացումը և տրոհումը
- քվարկել բաժնետոմսի վկայագրի պարտադիր վավերապայմանները
- բնորոշել հասարակ և **արտոնյալ բաժնետոմսերը**՝ համաձայն ՀՀ օրենսդրության
- քվարկել և բնորոշել արտոնյալ բաժնետոմսերի տեսակները, ներկայացնել դրանց թողարկման սխեմաները

- բնութագրել աշխատակիցների բաժնետոմսեր,
- տալ շահութաբաժնի բնորոշումը, հայտարարելու և վճարելու կանոնները, բերել շահութաբաժնի հաշվարկման օրինակ
- բնութագրել բաժնետոմսի **անվանական արժեքը** և թողարկման գինը, տեղաբաշխման, շուկայական, պահանջարկի և առաջարկի գները
- ներկայացնել բաժնետոմսի փոխարժեքի ձևավորման սխեման, իրական փոխարժեքի հաշվարկման բանաձևերը, կատարել բաժնետոմսի փոխարժեքի հաշվարկներ
- գրաֆիկորեն պատկերել բաժնետոմսի առավելագույն, նվազագույն, բացման և փակման գները
- կատարել բաժնետոմսի եկամտաբերության հաշվարկներ
- քվարկել բաժնետոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող գործոնները:

2.1.1. Ընդհանուր բնութագիր

Բաժնետոմս ասելով, սովորաբար հասկանում են արժեթուղթ, որը թողարկում է բաժնետիրական ընկերությունը՝ իր ստեղծման (հիմնադրման) պահին, ձեռնարկության կամ կազմակերպության բաժնետիրական ընկերությունների ձևով վերակազմավորման ժամանակ, երկու կամ մի քանի բաժնետիրական ընկերությունների միաձուլման (կլանման) դեպքում, ինչպես նաև գոյություն ունեցող կանոնադրական կապիտալի մեծացման նպատակով, դրամական միջոցների համախմբման համար: Այս իմաստով բաժնետոմսը կարելի է համարել, որպես բաժնետիրական ընկերության կանոնադրական կապիտալում ներդրված բաժնեմասի վկայություն: ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքում տրված է բաժնետոմսի հետևյալ սահմանումը. «Բաժնետոմս է համարվում այն արժեթուղթը, 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»:

Բաժնետերերին կարելի է բաժանել հետևյալ երեք խմբերի՝

- ֆիզիկական անձինք (մասնավոր, անհատ)
- կոլեկտիվ (ինստիտուցիոնալ)
- կորպորատիվ:

Եթե 50-60-ական թվականներին արտասահմանում ներդրողների հիմնական մասը կազմում էին մասնավոր ներդրողները, ապա վերջին տասնամյակում նրանց թիվը զգալի կրճատվել է: Օրինակ, 60-ական թվականներին Մեծ Բրիտանիայում բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերում ներդրումներ կատարողների 70%-ը կազմում էին մասնավոր ներդրողները, իսկ 90-ականներին նրանց թիվը կրճատվել է մինչև 20%: Դա բացատրվում է նրանով, որ մասնավոր ներդրողը ունենալով բաժնետոմսերի ոչ մեծ փաթեթ, չի կարողանում զգալի ազդեցություն ունենալ ընկերության վարած քաղաքականության վրա, դրա համար նա իր անհամաձայնությունն արտահայտում է սեփական բաժնետոմսերը վաճառելով: Ինստիտուցիոնալ ներդրողն ընդհակառակը, քանի որ նա կարող է տիրել բաժնետոմսերի խոշոր փաթեթի և այդպիսով ակտիվ դեր խաղալ ընկերության կառավարման գործում: Արտասահմանում առավել ազդեցիկ ներդրողներ են համարվում ապահովագրական ընկերությունները, մասնավոր կենսաթոշակային և փայտատիրական (փոխադարձ ներդրումների հիմնադրամներ) հիմնադրամները:

Արժեթղթեր թողարկողի հետաքրքրությունը կայանում է հետևյալում՝

1. Բաժնետիրական ընկերությունը պարտավոր չէ վերադարձնելու ներդրողի կողմից ընկերության բաժնետոմսերում կատարած կապիտալ ներդրումը: Ներդրողի կողմից բաժնետոմսերի ձեռքբերումը դիտվում է որպես թողարկողի ծախսերի երկարաժամկետ ֆինանսավորում:
2. Չնայած օրենքով նախատեսվում են դեպքեր, երբ ձայնի իրավունք ունեցող բաժնետերերն իրավասու են պահանջելու իրենց պատկանող բոլոր բաժնետոմսերի կամ դրանց մի մասի հետ գնումը ընկերության կողմից: Օրինակ, եթե նրանք քվարկել են ընկերության վերակազմավորման կամ խոշոր գործարքի կատարման դեմ կամ ընդհանրապես չեն մասնակցել քվարկությանը, իսկ այդ որոշումներն ընդունվել են:
3. Սովորաբար շահութաբաժինների վճարում չի երաշխավորվում:
3. Շահաբաժինների չափը կարող է սահմանվել՝ անկախ շահույթից: Անգամ եթե առկա է մաքուր շահույթ, բաժնետիրական ընկերությունը կարող է ստացված ողջ շահույթն ուղղել արտադրության զարգացմանը և չվճարել շահութաբաժիններ:

Թողարկված բաժնետոմսերի տեղաբաշխման արդյունքում ստանալով դրամական միջոցներ՝ թողարկողը հնարավորություն է ունենում օգտագործելու այն իր արտադրական և ոչ արտադրական հիմնական ու շրջանառու ֆոնդերի ձևավորման համար:

Ներդրողը, ձեռք բերելով բաժնետոմսեր, հետաքրքրված է հետևյալում

1. Բաժնետոմսերում ներդրված կապիտալի դիմաց՝ ձայնի իրավունքի ձեռքբերում: Բաժնետերը հնարավորություն է ստանում մասնակցելու ընկերության կառավարմանը:
2. Եկամուտ ստանալու, այսինքն, շահաբաժնի ձևով, բաժնետիրական ընկերության մաքուր շահույթից մաս ստանալու իրավունք:
3. Ունենալ կապիտալի աճ, որը պայմանավորված է շուկայում բաժնետոմսերի գնի հնարավոր աճով:

4. Լրացուցիչ արտոնություններ, որոնք կարող է տրամադրել բաժնետիրական ընկերությունն իր բաժնետերերին: Տրամադրվում են ընկերության արտադրանքի ձեռքբերման կամ ծառայությունների մատուցման գեղչեր:

5. Բաժնետոմսերի նոր թողարկումների ձեռք բերման նախապատվության իրավունք, ընկերության լուծարումից և բոլոր պարտատերերի հետ հաշվարկներից հետո, բաժնետիրական ընկերության մնացած գույքից մաս ստանալու իրավունք:

Բաժնետոմսերն ունեն հետևյալ հատկությունները՝

- Բաժնետոմսը սեփականության տիտղոսագիրն է, այսինքն, բաժնետոմսի տերը հանդիսանում է բաժնետիրական ընկերության համատեր դրանից բխող իրավունքներով:
- Նա չունի գոյության ժամկետ, այսինքն, բաժնետիրոջ իրավունքները պահպանվում են այնքան ժամանակ, որքան գոյություն ունի բաժնետիրական ընկերությունը:
- Նրան բնորոշ է սահմանափակ պատասխանատվություն, քանի որ բաժնետերը պատասխանատու չէ բաժնետիրական ընկերության պարտավորությունների համար: Ընկերության սնանկացման դեպքում ներդրողը կորցնում է այնքան միջոց, որքան ներդրել է բաժնետոմսը ձեռք բերելիս:
- Բաժնետոմսն անբաժանելի է, այսինքն, բաժնետոմսի համատեղ տիրապետումը չի նշանակում սեփականության իրավունքի բաժանում, նրանք բոլորը միասին ներկայանում են որպես մեկ անձ:
- Մեկ բաժնետոմսը տալիս է մեկ ձայնի իրավունք:
- Բաժնետոմսերը կարող են միաձուլվել (կոնսոլիդացվել, համախմբվել) և տրոհվել (բաժանվել):

Տրոհման դեպքում մեկ բաժնետոմսը վեր է ածվում մի քանի բաժնետոմսերի: Թողարկողի կողմից բաժնետոմսի այդ հատկությունը կարող է կիրառվել տվյալ տեսակի բաժնետոմսի նկատմամբ առաջարկի նվազեցման համար: Տրոհման ժամանակ կանոնադրական կապիտալի մեծությունը չի փոխվում: 1000 դրամ անվանական արժեքով բաժնետոմսի դեպքում թողարկվում է 4 մորթ՝ 250 դրամ անվանական արժեքով:

Միաձուլման դեպքում բաժնետոմսերի թիվը նվազում է, որը կարող է բերել դրանց շուկայական գնի աճի: Սակայն անվանական արժեքը մեծանում է, իսկ կանոնադրական կապիտալը մնում է անփոփոխ:

Բաժնետոմսը կարող է թողարկվել ինչպես փաստաթղթային (թղթային, նյութական), այնպես էլ ոչ փաստաթղթային ձևով՝ որոշակի հաշիվների վրա գրանցումներ կատարելով: Ընդ որում, բաժնետոմսերի թողարկման փաստաթղթային ձևը բաժնետոմսերի հավաստագիրն է:

Ըստ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի, **բաժնետոմսերի հավաստագիրն** անվանական արժեքուղթ է, որը հավաստում է Ընկերության մեկ կամ մի քանի բաժնետոմսերի նկատմամբ դրանց տիրապետողի (տիրապետողների) սեփականության իրավունքը: Բաժնետիրոջը տրվում է առանձին հավաստագրեր՝ հասարակ և արտոնյալ բաժնետոմսերի առանձին տեսակների համար: Հավաստագրերը տրվում են բաժնետոմսերի արժեքը վճարելուց հետո: Բաժնետոմսերի հավաստագիրը պատրաստվում է տպագրական եղանակով և պետք է պարունակի հետևյալ *տեղեկությունները*.

- ա) «Բաժնետոմսերի հավաստագիր» անվանումը, հերթական համարը
- բ) ընկերության պետական գրանցման տվյալները, լրիվ ֆիրմային անվանումը և գտնվելու վայրը
- գ) կանոնադրական կապիտալի չափը, այդ տեսակի թողարկված բաժնետոմսերի քանակը և գումարային անվանական արժեքի չափը

- դ) հավաստագրով ներկայացվող բաժնետոմսերի տեսակը, անհրաժեշտության դեպքում թողարկման ժամկետը: Ընկերության կողմից մի քանի դասի արտոնյալ բաժնետոմսերի թողարկման դեպքում յուրաքանչյուր դաս պետք է ունենա իր տարբերակիչ անվանումը

- ե) բաժնետոմսի յուրաքանչյուր տեսակի պետական գրանցման համարը

- զ) տվյալ հավաստագրով հավաստվող բաժնետոմսերի թիվը, յուրաքանչյուր բաժնետոմսի անվանական արժեքը, ինչպես նաև դրաց գումարային անվանական արժեքը

- է) հավաստագիրը տալու տարեթիվը, ամիսը և ամսաթիվը

- ը) հավաստագրով ներկայացված բաժնետոմսի (բաժնետոմսերի) գրանցված սեփականատիրոջ լրիվ անվանումը (ֆիզիկական անձանց համար՝ անունը)

- թ) խորհրդի նախագահի և գլխավոր հաշվապահի կամ ֆինանսական հարցերով զբաղվող տնօրենի ստորագրությունները (կամ ֆաբսիմիլային վերարտադրությունները), իսկ եթե ռեեստրը վարում է մասնագիտացված կազմակերպություն, ապա նաև վերջինիս համապատասխան պաշտոնատար անձի ստորագրությունը (կամ ֆաբսիմիլային վերարտադրությունը), ինչպես նաև այդ կազմակերպության պետական գրանցման տվյալները, լրիվ անվանումն ու գտնվելու վայրը

- ժ) տեղեկություններ՝ հավաստագրով ներկայացված բաժնետոմսերով հավաստվող իրավունքների և (կամ) դրանց սահմանափակումների մասին, ներառյալ՝ բաժնետերերի ընդհանուր ժողովում քվեարկության իրավունքի կամ բաժնետոմսերի փոխանցման սահմանափակումը

- է) ընկերության կնիքի դրոշմվածքը, իսկ եթե ընկերության ռեեստրը վարում է մասնագիտացված կազմակերպություն, ապա նաև վերջինիս կնիքի դրոշմվածքը:

2.1.2. Բաժնետոմսերի տեսակները

Ըստ ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի, բաժնետոմսերը կարող են լինել՝ ըստ ներկայացնողի կամ անվանական, ազատ շրջանառու կամ սահմանափակ շրջանառու, հասարակ կամ արտոնյալ:

Բաժնետոմսերն ըստ իրենցով պայմանավորված իրավունքների, լինում են հասարակ (սովորական) և արտոնյալ: Համաձայն «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի բաժնետիրական ընկերությունը կարող է թողարկել հասարակ (սովորական), ինչպես նաև մեկ կամ մի քանի տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսեր, ընդ որում ընկերության կողմից թողարկած արտոնյալ բաժնետոմսերի ընդհանուր անվանական արժեքը չպետք է գերազանցի նրա կանոնադրական կապիտալի 25 տոկոսը:

Հասարակ բաժնետոմսի սեփականատերն ունի այն բոլոր իրավունքները, որոնք հավաստված են բաժնետոմսով (մասնակցել ընկերության ընդհանուր ժողովին՝ վերջինիս իրավասությանը պատկանող բոլոր հարցերի նկատմամբ ձայնի իրավունքով, ստանալ շահութաբաժիններ ընկերության գործունեությունից առաջացած շահույթից, իսկ ընկերության լուծարման դեպքում՝ ստանալ ընկերության գույքի իրեն հասանելիք մասը և այլն):

Արտոնյալ բաժնետոմսի սեփականատերը չի ստանում ձայնի իրավունք ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովում: Նրա արտոնությունները կայանում են նրանում, որ ընկերության կանոնադրությամբ և թողարկման պայմաններով սահմանվում է արտոնյալ բաժնետոմսի դիմաց վճարվող շահութաբաժինը և լուծարային արժեքը (որը վճարվում է ընկերության լուծարման ժամանակ): Արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց վճարվող շահութաբաժնի չափը և լուծարային արժեքը սահմանվում են դրամական գումարի տեսքով կամ որպես տոկոսադրույք՝ արտոնյալ բաժնետոմսի անվանական արժեքի նկատմամբ:

Սակայն չպետք է բառացիորեն հասկանալ արտոնյալ բաժնետոմսի տիրոջը ձայնի իրավունքից զրկելը: Համաձայն օրենքի, արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերն ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովում ձայնի իրավունք ունեն, եթե քննարկվում են՝

1. ընկերության վերակազմավորման և լուծարման հարցերը
2. ընկերության կանոնադրության մեջ այնպիսի փոփոխություններ և լրացումներ կատարելու մասին հարցերը, որոնք սահմանափակում կամ փոփոխում են այդ դասի արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերի իրավունքները, ներառյալ՝ այլ դասերի արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց վճարվող շահութաբաժինների և (կամ) լուծարային արժեքի սահմանումը կամ ավելացումը, ինչպես նաև այլ դասի արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերին շահութաբաժինների և (կամ) լուծարային արժեքի վճարման հերթականության արտոնությունների տրամադրումը:

Արտոնյալ բաժնետոմսերի տերը ձայնի իրավունք է ստանում նաև այն դեպքում, երբ բաժնետերերի տարեկան ժողովում ընդունվում է սահմանված դիվիդենդների չվճարման կամ ոչ լրիվ վճարման մասին որոշում կամ տվյալ դասի արտոնյալ բաժնետոմսերի փոխարկման հնարավորությունը հասարակ բաժնետոմսերի:

Համաձայն «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի, ընկերությունն իրավունք ունի տեղաբաշխել հաստատագրված կամ փոփոխական շահաբաժնով, կուտակման, փոխարկելի և այլ տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսեր, եթե դա նախատեսված է ընկերության կանոնադրությամբ: Կարող են լինել նաև վերադարձելի, վարանտով և այլ արտաբաժնետոմսեր:

1. *Հաստատագրված շահաբաժնով արտաբաժնետոմսերի* թողարկման պայմաններով կամ ընկերության կանոնադրությամբ սահմանվում են դրանց դիմաց վճարվելիք շահութաբաժինների հաստատագրված չափը: Տվյալ բաժնետոմսերի դիմաց շահութաբաժինները վճարվում են անկախ ընկերության եկամտից: Ներդրողների համար սույն բաժնետոմսերը գրավիչ են այնքանով, որ երաշխավորում են հաստատագրված եկամուտ, որը գերադասում են, օրինակ, կենսաթոշակային ֆոնդերը: Սակայն կարող է պատահել այնպես, որ սույն բաժնետոմսերով վճարված եկամուտները լինեն ավելի քիչ, քան հասարակ բաժնետոմսերի դիմաց վճարված եկամուտը: Ինչպես նաև այն չի կարող հաշվի առնել սղաճի կամ դրանի արժեզրկումը:
2. *Վերոհիշյալից խուսափելու համար ընկերությունները* թողարկում են *փոփոխական շահաբաժնով արտաբաժնետոմսեր*, որոնց եկամտաբերության մակարդակը կախված է որոշակի պարբերական ֆինանսական ցուցանիշի մեծությունից, օրինակ, պետական կարճաժամկետ պարտատոմսեր, միջբանկային վարկային տոկոսադրույքներ, սպառողական զամբյուղի ինդեքսներ և այլն: Սույն բաժնետոմսերը հարմար են այնքանով, որ թույլ են տալիս բաժնետիրոջն ապահովվագրվելու սղաճի և ազգային արժույթի հնարավոր արժեզրկման կորուստներից:

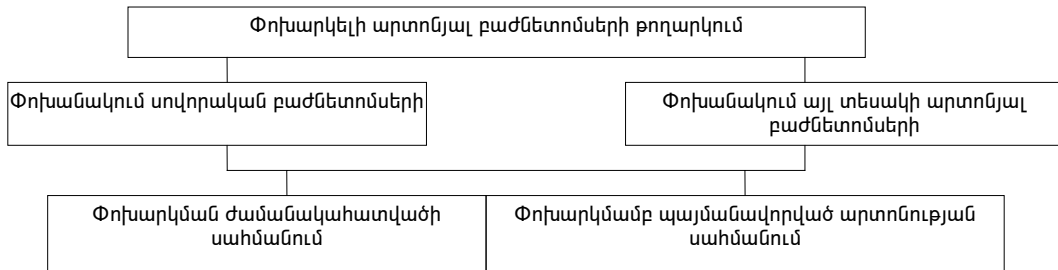
3. *Կումուլյատիվ (կուտակման) են* համարվում այն բաժնետոմսերը, որոնց դիմաց լրիվ կամ մասնակի չվճարված շահութաբաժինը, որի մեծությունը սահմանված է կանոնադրությամբ, կուտակվում է որոշակի հաշիվների վրա (արիաներում) և վճարվում է հետագայում:

Օրինակ, եթե արտոնյալ բաժնետոմսերի թողարկմամբ սահմանվել է, որ նրա դիմաց վճարվող շահաբաժնի չափը կազմում է 14% բաժնետոմսի անվանական արժեքի նկատմամբ, իսկ բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի որոշմամբ ընթացիկ տարում այն չի վճարվելու, ապա օրացուցային հաջորդ ժամանակահատվածում կումուլյատիվ արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց վճարվելիք շահաբաժնի չափը կկազմի 28%:

Ներդրողներին այսպիսի բաժնետոմսերի թողարկումը կարող է գրավել նրանով, որ դրանք սեփական եկամուտների մեծացման հնարավորություն են ընձեռում: Եթե այս տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսի սեփականատերը որոշի վաճառել այն՝ չվճարված շահութաբաժինների դրությամբ, ապա նա ստիպված պետք է լինի վաճառել ավելի ցածր գնով: Եվ ընդհակառակը, այդպիսի բաժնետոմս ձեռք բերողը հնարավորություն ունի ստանալու շահութաբաժիններ՝ չվճարված ողջ ժամանակահատվածի համար:

Բացի սրանից, կումուլյատիվ արտոնյալ բաժնետոմսի սեփականատերը ձեռք է բերում ձայնի իրավունք այն ժամանակահատվածի համար, որի ընթացքում նա չի ստացել **շահութաբաժին** և կորցնում է այդ իրավունքը՝ տվյալ բաժնետոմսով սահմանված շահութաբաժիններն ամբողջությամբ ստանալուց հետո:

1. *Փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսերի* թողարկման պայմաններում պետք է սահմանվեն նրանց՝ սովորական կամ արտոնյալ այլ տեսակի բաժնետոմսերի, փոխարկման (փոխանակման) հնարավորությունն ու պայմանները, ինչպես նաև փոխարկման ժամանակահատվածը, համաչափությունը և փոխարժեքը:



Նկար 3. Փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսերի թողարկման սխեման

Փոխարկման փոխարժեքը սահմանվում է այդ բաժնետոմսերի թողարկման պահին և այն, որպես կանոն, չափ քիչ է բարձր լինում՝ այդ ժամանակահատվածում, հասարակ բաժնետոմսերի շուկայական փոխարժեքից: Այդ պատճառով, եթե փոխարկման սահմանված ժամանակահատվածում հասարակ բաժնետոմսերի ընթացիկ շուկայական փոխարժեքը բարձր է փոխարկման փոխարժեքից, ապա փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսի սեփականատերը հնարավորություն ունի ստանալու լրացուցիչ եկամուտ՝ փոխանակելով իր բաժնետոմսը հասարակ բաժնետոմսով՝ փոխարկման փոխարժեքով և անմիջապես վաճառել այն ավելի բարձր գնով: Վերը նկարագրվածը թույլ է տալիս թողարկողին սահմանելու փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսերի համար ավելի ցածր դիվիդենդ, քան այլ տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսերի համար:

Կանոնադրությամբ կարող է նախատեսվել ծայրի իրավունք փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերի համար՝ սահմանելով, որ սեփականատերը պետք է ունենա ծայրերի այնպիսի քանակություն, որը չպետք է գերազանցի ծայրերի այն քանակությամբ, որը նա կունենար արտոնյալ բաժնետոմսերը հասարակ բաժնետոմսերով փոխարկելու դեպքում:

2. Վարանտով՝ արտոնյալ բաժնետոմսերն իրավունք են տալիս իրենց սեփականատիրոջը փոխանակել այն վարանտում նշված, ընկերության կողմից թողարկված, որոշակի պայմաններով և ժամկետում: Դրանք տարբերվում են փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսերից նրանով, որ վարանտը կարող է անջատվել բաժնետոմսից և շրջանառվել առանձին, որից հետո բաժնետոմսը դառնում է հասարակ:

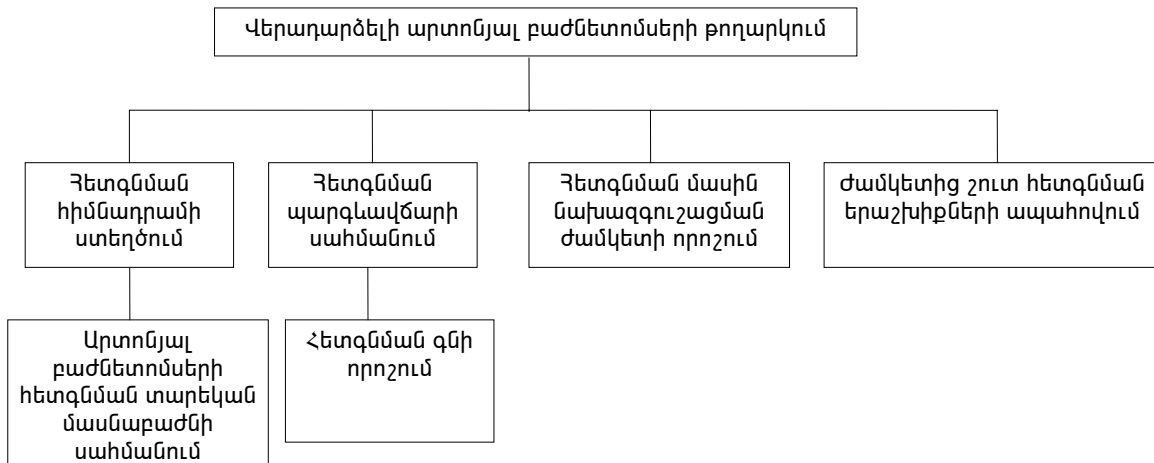
3. Սեծ տարածում են գտել վերադարձելի արտոնյալ բաժնետոմսերը, դրանք ի տարբերություն հասարակ բաժնետոմսերի, որոնք չեն մարվում քանի դեռ գոյություն ունի բաժնետիրական ընկերությունը, կարող են մարվել թողարկողների կողմից:

Վերադարձելիությունը բաժնետիրական ընկերությունը կարող է ապահովել տարբեր եղանակներով.

- **Չեղման պարզավճարով:** Պարզավճարը հանդես է գալիս յուրատեսակ փոխհատուցման ձև ներդրողին, այն բանի համար, որ նա կորցնում է եկամտի ստացման իրեն պատկանող աղբյուրը: Միևնույն ժամանակ հետ գնումը կարող է կատարվել ամբողջությամբ, ցանկացած պահին՝ այդ մասին ծանուցելուց հետո կամ մաս-մաս՝ սահմանված ժամկետներում: Մարումը կատարվում է նոմինալից բարձր սահմանված գնով՝ հաշվի առնելով չվճարված դիվիդենդները:

- **Չեղմանը հետգնման կամ առանձնացված (կուտակման) ֆոնդերի միջոցով:** Չեղման ֆոնդերի ձևավորումը ընկերությանը հնարավորություն է տալիս երկրորդային շուկայում տարեկան հետ գնել վերադարձելի արտոնյալ բաժնետոմսերի որոշակի մաս և դրանով նպաստում է սեփական բաժնետոմսերի շուկայի կայունացմանը: Ընկերության կողմից առանձնացված ֆոնդը ձևավորվում է պարզավճարով հետգնումն իրականացնելու համար:

- Ապահովել երաշխիքներ՝ բաժնետիրոջ նախաձեռնությամբ, ժամանակից շուտ հետգնման ի հաշիվ այսպես կոչված *ռետրեկտիվ* արտոնյալ բաժնետոմսերի: Դրանց թողարկմանը դիմում են այն դեպքում, երբ թողարկողը ոչ մի երաշխիք չի ունենում արտոնյալ բաժնետոմսերի հետգնման օգնությամբ դրանց մարմանը: Այս տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսերում ներդրում կատարողն ինքն է սահմանում մարման ժամկետը, տեղեկացնում է այդ մասին թողարկողին և մարման օրը ներկայացնում է բաժնետոմսերը նրան: Չեղմանը կամ վերադարձելի արտոնյալ բաժնետոմսերի թողարկումը ներկայացված է նկար 4-ում:



¹ Վարանտը - արժեթուղթ է, որն իր սեփականատիրոջը տալիս է որոշակի իրավունքներ:

Նկար 4. Հետևանքնալիզայի արտոնյալ բաժնետոմսերի թողարկման սխեմա

Ընկերության աշխատակիցներին, կանոնադրությամբ սահմանված կարգով, կարող են տրամադրվել՝ աշխատակցի բաժնետոմսեր, որոնք կարող են լինել հասարակ կամ արտոնյալ: Աշխատակցի բաժնետոմսերը տեղաբաշխվում են ընկերության աշխատակիցների միջև՝ այդ նպատակի համար աշխատակիցների բաժնետիրացման հատուկ հիմնադրամի միջոցների հաշվին ընկերության կողմից իր բաժնետերերից հետ գնած բաժնետոմսերից: Աշխատակցի բաժնետոմսերի մասը չպետք է գերազանցի ընկերության կանոնադրական հիմնադրամի 25 տոկոսը: Այն ընկերության աշխատակցին արտոնյալ պայմաններով վաճառված անվանական բաժնետոմս է, որի անվանական արժեքը չի տարբերվում ընկերության հասարակ կամ տարբեր տեսակների արտոնյալ բաժնետոմսերի անվանական արժեքից: Դրանց սեփականատերերն օգտվում են նույն իրավունքներից, ինչպիսիք սահմանված են իրենց համապատասխանող սովորական կամ տարբեր տեսակների արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերի համար: Աշխատակցի բաժնետոմսերի շրջանառությունը կարող է սահմանափակվել կանոնադրությամբ սահմանված ժամկետով, բայց ոչ ավելի, քան երեք տարով, սկսած դրանց տեղաբաշխման օրվանից:

Աշխատակցի բաժնետոմսերի դիմաց վճարվող գումարը կարող է անվանական արժեքից ցածր լինել, բայց ոչ պակաս 25 տոկոսից:

Աշխատակցի հետ աշխատանքային հարաբերությունների դադարեցման դեպքում, բացի կենսաթոշակի անցնելու դեպքերից, ընկերությունը նախապատվության իրավունք ունի հետ գնելու աշխատակցի բաժնետոմսերը՝ շուկայական գնով, սակայն անվանական արժեքից ոչ պակաս գնով:

Աշխատակցի բաժնետոմսի սեփականատերերն օգտվում են նույն իրավունքներից, ինչպիսիք սահմանվում են ընկերության համապատասխան հասարակ կամ տարբեր դասի արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերի համար:

Աշխատակիցների բաժնետոմսերի տեղաբաշխման, դրանց դիմաց վճարման և աշխատակիցների արտոնությունների սահմանման կարգի մասին որոշումը կայացնում է ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովը:

Ընկերության բաժնետոմսերը կարելի է բաժանել նաև ըստ կանոնադրության մեջ նրանց արտացոլման՝ տեղաբաշխված և հայտարարված բաժնետոմսերի: Տեղաբաշխված բաժնետոմսերն այն բաժնետոմսերն են, որոնք գնվել են բաժնետերերի կողմից և նրանց արժեքն արտացոլվել է ընկերության կանոնադրական կապիտալում: Հայտարարված բաժնետոմսերն այն բաժնետոմսերն են, որոնք ընկերությունը կարող է տեղաբաշխել բացի տեղաբաշխված բաժնետոմսերից:

Այսպիսով, թողարկվող բաժնետոմսերը կարելի է ներկայացնել հետևյալ աղյուսակի տեսքով.

Աղյուսակ 1. Թողարկվող բաժնետոմսեր

Դասակարգման ցուցանիշ	Բաժնետոմսերի տեսակները	Բաժնետոմսի տարատեսակները
Բաժնետիրական ընկերության տեսակը	Բաց բաժնետիրական ընկերության Փակ բաժնետիրական ընկերության	Ազատ շրջանառու Սահմանափակ շրջանառու
Արտացոլումը ընկերության կանոնադրության մեջ	Տեղաբաշխված Հայտարարված	
Տիրապետման բնույթը	Ըստ ներկայացնողի Անվանական	
Իրավունքների ծավալը	Հասարակ Արտոնյալ	Հաստատագրված շահաբաժնով Փոփոխական շահաբաժնով Կուտակման Փոխարկելի Վերադարձելի Վարանտով

2.1.3. Շահութաբաժին

Շահութաբաժինը (շահաբաժին, դիվիդենդ) եկամուտ է, որը կարող է ստանալ բաժնետերը բաժնետիրական ընկերության տվյալ տարվա ընթացիկ զուտ շահույթից, որը բաշխվում է բաժնետոմսերի սեփականատերերի միջև՝ բաժնետոմսի անվանական արժեքի նկատմամբ որոշակի շահաբաժնի տեսքով: Այսինքն, շահութաբաժնի միջոցով իրականացվում է բաժնետիրական ընկերության ստացած շահույթում բաժնետիրոջ մասնակցության իրավունքը:

Ընկերությունը իրավունք ունի հայտարարել (որոշում ընդունել) տեղաբաշխված բաժնետոմսերի դիմաց եռամսյակային, կիսամյակային կամ տարեկան շահութաբաժինների վճարման մասին, եթե այլ բան չի նախատեսված ընկերության կանոնադրությամբ կամ Օրենքով: Նա պարտավոր է վճարել բաժնետոմսերի յուրաքանչյուր տեսակի և ձևի (տարատեսակի) համար հայտարարված շահութաբաժինները՝ դրամով, իսկ ընկերության կանոնադրությամբ սահմանված դեպքերում նաև այլ գույքով:

Շահութաբաժինները վճարվում են ընկերության տվյալ տարվա ընթացիկ զուտ շահույթից: Որոշակի տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց շահութաբաժինները կարող են վճարվել այդ նպատակի համար հատուկ ստեղծված ընկերության հիմնադրամի միջոցներից: Ընկերության տվյալ տարվա գործունեության արդյունքների հիման վրա հասարակ բաժնետոմսերի տարեկան շահութաբաժինն արտոնյալ բաժնետոմսերի համար ընկերության կանոնադրությամբ սահմանված շահութաբաժինը գերազանցելու դեպքում, արտոնյալ բաժնետոմսերի սեփականատերերը ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի որոշմամբ կարող են ստանալ հասարակ բաժնետոմսերին հասանելի փաստացի շահութաբաժինը:

Ըստ բաժնետոմսերի տեսակների և տարատեսակների՝ միջանկյալ (եռամսյակային և կիսամյակային) շահութաբաժինների վճարման, շահաբաժնի չափի և դրա վճարման ձևի մասին որոշումն ընդունվում է ընկերության խորհրդի կողմից: Ըստ բաժնետոմսերի տեսակների և տարատեսակների տարեկան շահութաբաժինների վճարման, շահաբաժնի չափի և դրա վճարման ձևի մասին որոշումն ընդունվում է ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի կողմից՝ խորհրդի առաջարկությամբ: Տարեկան շահութաբաժինների չափը չի կարող արդեն վճարված միջանկյալ շահութաբաժինների չափից պակաս լինել:

Եթե ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի որոշմամբ տարեկան շահութաբաժինների չափն ըստ բաժնետոմսերի առանձին տեսակների և տարատեսակների սահմանվում է արդեն վճարված միջանկյալ շահութաբաժինների չափին հավասար, այդ տեսակների և տարատեսակների բաժնետոմսերի դիմաց տարեկան շահութաբաժիններ չեն վճարվում:

Եթե ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի որոշմամբ տարեկան շահութաբաժինների չափն ըստ բաժնետոմսերի առանձին տեսակների և տարատեսակների սահմանվում է արդեն վճարված միջանկյալ շահութաբաժինների չափից ավելի, ապա այդ տեսակների և տարատեսակների բաժնետոմսերի դիմաց տարեկան շահութաբաժինները վճարվում են սահմանված տարեկան շահաբաժնի և տվյալ տարում արդեն վճարված միջանկյալ շահութաբաժինների գումարի տարբերությամբ:

Ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովն իրավունք ունի որոշում ընդունել առանձին տեսակների և տարատեսակների բաժնետոմսերի դիմաց շահութաբաժիններ չվճարելու, իսկ որոշակի տեսակի արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց, որոնց համար վճարվող շահաբաժնի չափը սահմանված է ընկերության կանոնադրությամբ, նաև շահութաբաժինները ոչ լրիվ չափով վճարելու մասին: Այդ որոշումների գործունեության ժամկետը սահմանվում է ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի կողմից, բայց չի կարող մեկ տարուց ավելի լինել:

Տարեկան շահութաբաժինների վճարման ամսաթիվը սահմանվում է ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի՝ տարեկան շահութաբաժիններ վճարելու մասին որոշմամբ: Միջանկյալ շահութաբաժինների վճարման ամսաթիվը սահմանվում է ընկերության խորհրդի միջանկյալ շահութաբաժիններ վճարելու մասին որոշմամբ, բայց ոչ շուտ, քան տվյալ որոշման պահից 30 օր անց:

Շահաբաժինների յուրաքանչյուր վճարման համար ընկերության խորհուրդը կազմում է շահութաբաժիններ ստանալու իրավունք ունեցող բաժնետերերի ցանկ, որում պետք է ընդգրկվեն՝

- միջանկյալ շահութաբաժիններ վճարելու դեպքում՝ ընկերության բաժնետերերը, որոնք ընդգրկվել են ընկերության բաժնետերերի ռեեստրում ընկերության խորհրդի միջանկյալ շահութաբաժիններ վճարելու մասին որոշման կայացման օրվանից առնվազն 10 օր առաջ

- տարեկան շահութաբաժիններ վճարելու դեպքում՝ ընկերության բաժնետերերը, որոնք ընդգրկվել են ընկերության բաժնետերերի ռեեստրում ընկերության բաժնետերերի տարեկան ընդհանուր ժողովին մասնակցելու իրավունք ունեցող բաժնետերերի ցուցակը կազմելու օրվա դրությամբ:

Ընկերությունն իրավունք չունի հայտարարել (որոշում ընդունել) տեղաբաշխված բաժնետոմսերի շահութաբաժինների վճարման մասին, եթե՝

1. լրիվ չի վճարվել ընկերության կանոնադրական հիմնադրամը
2. շահութաբաժիններ վճարելու որոշումն ընդունելու պահի դրությամբ ընկերության տնտեսական վիճակը համապատասխանում է օրենքով սահմանված անվճարումակության (սնանկացման) հայտանիշներին, կամ նշված հայտանիշներն ի հայտ կգան շահութաբաժինների վճարման հետևանքով
3. ընկերության զուտ ակտիվների արժեքը փոքր է ընկերության կանոնադրական հիմնադրամի և պահուստային հիմնադրամի գումարից կամ այդ գումարից փոքր կդառնա շահութաբաժինների վճարման հետևանքով
4. Ընկերությունն իրավունք չունի հայտարարել (որոշում ընդունել) շահութաբաժինների վճարման մասին տեղաբաշխված սովորական բաժնետոմսերի և այն արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց, որոնց համար սահմանված է շահաբաժնի չափը, եթե որոշում չի ընդունված շահութաբաժիններ վճարել արտոնյալ բաժնետոմսերի բոլոր այն ձևերի դիմաց, որոնց համար վճարվող շահաբաժնի չափը սահմանված է ընկերության կանոնադրությամբ:

Ընկերությունն իրավունք չունի հայտարարել (որոշում ընդունել) շահութաբաժինների վճարման մասին տեղաբաշխված այն արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց, որոնց համար շահաբաժնի չափը սահմանված է ընկերության կանոնադրությամբ, եթե որոշում չի ընդունված շահութաբաժիններ վճարել արտոնյալ բաժնետոմսերի բոլոր այն ձևերի դիմաց, որոնք վերոհիշյալ արտոնյալ բաժնետոմսերի նկատմամբ շահութաբաժիններ ստանալու առաջնության իրավունք են տալիս:

Ընկերությունը շահութաբաժիններ կարող է վճարել սեփական բաժնետոմսերով, որը կոչվում է «Եկամտի կապիտալացում» կամ վերաներդրում: Տեսականորեն սա չի կարող համարվել շահութաբաժին, քանի որ բաժնետոմսերը զուտ շահույթի մաս չեն հանդիսանում: Սակայն դիվիդենդների վճարման այս եղանակը համաշխարհային պրակտիկայում բավական տարածում ունի: Այս դեպքում դիվիդենդը սահմանվում է մեկ բաժնետոմսի նկատմամբ տոկոսային արտահայտությամբ կամ էլ, հաշվի առնելով բաժնետոմսերի ձեռք բերման ամսաթիվը, որոշակի համամասնությամբ՝ դրանց որոշակի թվի նկատմամբ (օրինակ, 4-ը՝ նախապես 1 տարի տիրապետմամբ ձեռք բերված, 10-ի դիմաց, կամ 1-ը՝ նախապես 1 եռամսյակ ժամանակահատվածով ձեռք բերված, 10-ի դիմաց):

Շահութաբաժինների վճարումն իրականացվում է որոշակի առաջնությունների պահպանմամբ: Առաջին հերթին սահմանվում է արտոնյալ բաժնետոմսերով վճարվող շահութաբաժինները, միևնույն ժամանակ նրանցից առաջինը՝ շահութաբաժնի ստացման նախապատվության իրավունքով բաժնետոմսերն են, այնուհետև պարզապես արտոնյալ բաժնետոմսերն են, իսկ վերջում այն արտոնյալ բաժնետոմսերն են, որոնց շահութաբաժնի չափը որոշված է:

Արտոնյալ բաժնետոմսերի շահութաբաժինների վճարման որոշումը կայացնելուց հետո ընդունվում է հասարակ բաժնետոմսերի դիմաց վճարվելիք շահութաբաժինների մասին որոշում:

Այն բաժնետոմսերը, որոնք հետ են գնվել սեփականատերերից կամ չեն տեղաբաշխվել և գտնվում են բաժնետիրական ընկերության հաշվեկշռում՝ շահութաբաժինների որոշման ժամանակ չեն հաշվառվում:

Շահութաբաժնի հաշվարկման օրինակ: 1 մլրդ դրամ կանոնադրական կապիտալը բաժանված է 1000 դրամ անվանական արժեքով արտոնյալ (25%) և հասարակ (75%) բաժնետոմսերի: Արտոնյալ բաժնետոմսերով սահմանված է 30% դիվիդենդ՝ նրա անվանական արժեքի նկատմամբ: Շահաբաժինների ինչպիսի՞ չափ կարող

է հայտարարվել հասարակ բաժնետոմսերի դիմաց, եթե ընկերության խորհրդի կողմից առաջարկվում է այդ նպատակով հատկացնել զուտ շահույթից 225 մլն դրամ:

Առաջին հերթին հաշվարկում են արտոնյալ բաժնետոմսերի դիմաց վճարվելիք շահութաբաժինները.

$$1000 \times 30 : 100 = 300 \text{ դրամ մեկ բաժնետոմսի դիմաց, ընդամենը } 300 \times 250.000 = 75.000.000 \text{ դրամ:}$$

Այնուհետև որոշվում է մաքուր շահույթի գումարը, որը կարելի է օգտագործել հասարակ բաժնետոմսերի վճարման համար. $225 - 75 = 150$ մլն դրամ: Վերջապես սահմանվում է մեկ հասարակ բաժնետոմսի դիմաց վճարվելիք շահութաբաժնի չափը.

$$150.000.000 : 750.000 = 200 \text{ դրամ կամ անվանական արժեքի 20%-ի չափով:}$$

2.1.4. Բաժնետոմսերի արժեքային գնահատումը

Բաժնետոմսերի առաջին գնահատումը կատարվում է նրա թողարկման ժամանակ. դա նրա **անվանական արժեքն է** (որը նշվում է բաժնետոմսի վրա): Ընկերության կողմից թողարկված բոլոր հասարակ բաժնետոմսերի անվանական արժեքը պետք է նույնը լինի և այդ ընկերության բոլոր բաժնետերերին ապահովի հավասար իրավունքներ:

Համաձայն «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի, ընկերության կանոնադրական կապիտալը հավասար է ընկերության կողմից տեղաբաշխված՝ շրջանառության մեջ գտնվող, բոլոր տեսակի բաժնետոմսերի անվանական արժեքների գումարին:

Ոչ բոլոր երկրներում է բաժնետոմսերի արժեքային գնահատումը կատարվում վերը նշված կարգով: Որոշ երկրներում, օրինակ ԱՄՆ-ում, անվանական արժեքը չի նշվում, իսկ բաժնետոմսում վերապահում է արվում այն մասին, որ ընկերության կապիտալը բաժանված է այսքան մասերի՝ բաժնետոմսերի:

Ընկերությունը, թողարկելով բաժնետոմս և վրան նշելով անվանական արժեքը, դեռևս չի երաշխավորում նրա իրական գինը (արժեքը): Սակայն անվանական արժեքը հանդես է գալիս որպես բաժնետոմսի արժեքի մի տեսակ կողմնորոշիչ, հատկապես չգարգացած, ցածր իրացվելիությամբ ֆոնդային շուկայում: Այս դեպքում բաժնետոմսի արժեքային գնահատման համար նրա անվանական արժեքը դեռ երկար ժամանակ ընդունվում է որպես հիմք:

Այնուհետև, բաժնետոմսերի արժեքային գնահատումը կատարվում է նրանց առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ, երբ անհրաժեշտ է սահմանել *թողարկման (էմիսիոն) գինը*: Դա բաժնետոմսի առաջին սեփականատիրոջ կողմից նրա ձեռքբերման գինն է: Գործող օրենսդրության համաձայն բաժնետոմսի էմիսիոն գինը բոլոր առաջին ձեռք բերողների համար միևնույնն է: Այն բարձր կամ հավասար է անվանական արժեքին: Հիմնադրման պահին ընկերության հիմնադիրների կողմից բաժնետոմսերը ձեռք են բերվում նրանց անվանական արժեքով: Հետագա բոլոր թողարկումների ժամանակ բաժնետոմսերն իրացվում են դրանց *շուկայական գնով*: Դա պայմանավորված է նրանով, որ բաժնետիրական ընկերության սեփական կապիտալը մեծ է նրա կանոնադրական կապիտալից, քանի որ ընկերության գործունեության ընթացքում նրա ակտիվների արժեքը մեծանում է՝ կապված սղաճի հետ, չբաշխված շահույթի ավելացումից (շահույթի վերաներդրում) և այլն:

Թողարկման գնի և անվանական արժեքի տարբերությունը կոչվում է՝ *էմիսիոն հասույթ կամ էմիսիոն եկամուտ*: Այն չի կարող կիրառվել սպառման (օգտագործման) նպատակներով և պետք է գումարվի բաժնետիրական ընկերության սեփական կապիտալին: Թողարկման գինը կարող է շուկայականից ցածր լինել: Դա հնարավոր է, ամենից առաջ այն դեպքում, երբ բաժնետերն օգտվում է աշխատակցի բաժնետոմսերի ձեռք բերման համար սահմանված զեղչից:

Երկրորդը, երբ ընկերությունը բաժնետոմսերի տեղաբաշխման համար օգտվում է միջնորդի ծառայություններից: Տեղաբաշխման գինն այդ դեպքում կարող է շուկայականից ցածր լինել միայն միջնորդին վճարվող վարձատրության չափով, որը սահմանվում է որպես տոկոսադրույք տեղաբաշխվող բաժնետոմսի գնի նկատմամբ:

Հետևաբար, արդեն թողարկման իսկ փուլում, որոշելով նոր հասարակ բաժնետոմսերի թողարկման օրն ու վաճառքի հեռանկարները, ծագում է դրանց շուկայական գնահատման կարիքը: Բաժնետոմսի գնահատումը հատկապես անհրաժեշտ է.

- ընկերության միաձուլման և միացման (կլանման)
- բաժնետոմսերի ձայնի իրավունքով (քվեարկող) փաթեթի ձեռքբերման
- բաժնետոմսերով ապահովված վարկի տրամադրման
- բաց բաժնետիրական ընկերության՝ փակի, վերակազմավորման
- արդեն իրացված սեփական բաժնետոմսերի գնման նպատակահարմարությունը որոշելու
- ընկերության առանձնացման և բաժանման
- ընկերության լուծարման ժամանակ:

Համաձայն «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի, «Գույքի շուկայական արժեք է համարվում, ներառյալ ընկերության բաժնետոմսերի և այլ արժեթղթերի արժեքը, այն գինը, որով գույքի արժեքի մասին բոլոր անհրաժեշտ տեղեկություններ ունեցող և այն վաճառելու պարտավորություն չունեցող վաճառողը համաձայն է վաճառել այդ գույքը, իսկ գույքի արժեքի մասին բոլոր անհրաժեշտ տեղեկություններ ունեցող և այն ձեռք բերելու պարտավորություն չունեցող գնորդը համաձայն է այդ գույքը ձեռք բերել»:

Այսպիսով, բարձր իրացվելիությամբ արժեթղթերի շուկայում, բաժնետոմսի շուկայական գինն իրենից ներկայացնում է ժամանակի յուրաքանչյուր պահին կատարված գործարքների ընթացիկ գների արժեքը:

Շուկայական գինը (փոխարժեքը)՝ այն գինն է, որով բաժնետոմսը վաճառվում և գնվում է երկրորդային շուկայում:

Շուկայական գինը, սովորաբար սահմանվում է ֆոնդային բորսայում և գործարքների մեծ ծավալի դեպքում արտացոլում է բաժնետոմսի իրական գինը: Բորսայական փոխարժեքը, որպես բորսայական գնանշման արդյունք, որոշվում է պահանջարկի և առաջարկի հավասարակշիռ հարաբերությամբ: *Առաջարկի գինը*

(օֆերտան) սահմանում է վաճառողը, իսկ պահանջարկի գինը (բիդը)՝ գնորդը: Փոխարժեքի ձևավորման սխեման ներկայացված է ստորև:

Առաջարկի գինը (օֆերտա)	
Վաճառող	Սպրդող
	Պահանջարկի գինը (ծեռք բերման գինը)

Գնանշումը ենթադրում է երկու գների առկայություն՝

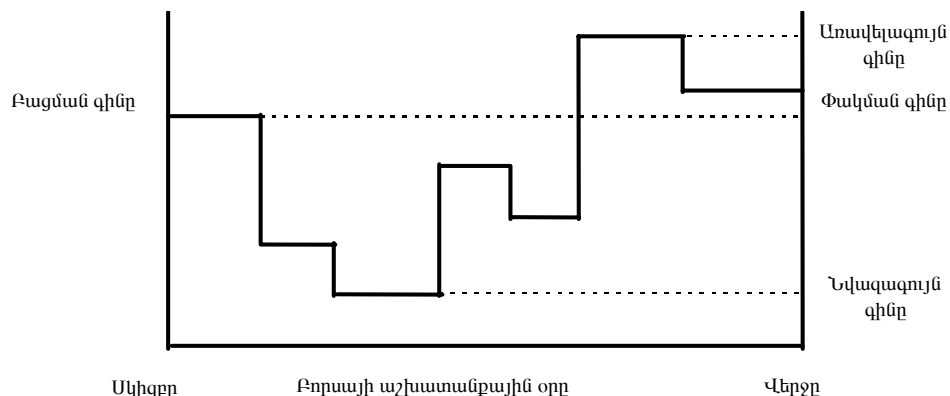
1. Զեռքբերման գինը, որով գնորդը ցանկություն է հայտնում ձեռք բերել բաժնետոմսը կամ պահանջարկի գինը (bid price)՝ բիդ գին:
 2. Առաջարկի գինը, որով բաժնետոմսի սեփականատերը կամ թողարկողը ցանկանում է այն վաճառել՝ առաջարկի գին (offer price)՝ օֆերտա:
- Որպես կանոն, նրանց միջև է գտնվում գործարքի իրականացման գինը, այսինքն բաժնետոմսի իրական վաճառքի գինը, որը կոչվում է փոխարժեք (շուկայական գին): Մեծ պահանջարկի դեպքում արժեթղթի փոխարժեքը կարող է հավասարվել առաջարկի գնին, իսկ արժեթղթերի ավելցուկի (մեծ քանակի) դեպքում՝ պահանջարկի գնին: Այսպիսով, իրական փոխարժեքը ձևավորվում է արժեթղթերի վաճառողի և գնորդի սպասելիքների ազդեցությամբ: Այդ արժեքը (Φ_2) հաշվարկվում է հետևյալ հայտնի բանաձևով.

$$\Phi_2 = \frac{\text{Շահաբաժին (դրամ)}}{\text{Վարկային տոկոս}} \cdot 100\%$$

Փոխարժեքի հաշվարկման բանաձևը կարող է փոփոխվել կախված շահաբաժնի և տվյալ բաժնետոմսերում ներդրումների ռիսկի մեծացման կանխատեսումների հետ:

$$\Phi_2 = \frac{\text{Շահաբաժին (դրամ)} + \text{Շահաբաժնի կանխատեսված աճ (դրամ)}}{\text{Վարկային տոկոս} + \text{Ռիսկի դիմաց վճար (\%)}} \cdot 100\%$$

Քանի որ ներդրողի պատկերացումները բաժնետոմսի եկամտաբերության մասին փոփոխվում են, ուստի փոփոխվում են նաև գները: Որպես կանոն, հաշվի է առնվում նաև շուկայական իրավիճակը, այդ պատճառով բորսայի աշխատանքային օրվա ընթացքում որոշակի բաժնետոմսի վաճառքի գինը կարող է փոփոխվել: Այն գինը, որով կատարվում է առաջին գործարքը, կոչվում է *բացման գին*, վերջինը՝ *փակման*: Օրվա ընթացքում սահմանվում են բաժնետոմսի առավելագույն և նվազագույն գներ (նկար 5):



Նկար 5. Բորսայական մեկ աշխատանքային օրվա բաժնետոմսի գինը

Բաժնետոմսի առավելագույն և նվազագույն գները որոշվում են ոչ միայն օրվա համար, այլ նաև ավելի երկարատև ժամանակահատվածների՝ շաբաթվա, ամսվա, եռամսյակի, տարվա համար: Դա հնարավորություն է տալիս սահմանելու այս կամ այն բաժնետոմսի շուկայական գնի միտումը: Ընթացիկ օրվա բացման գինը կարող է էապես տարբերվել բորսայի նախորդ աշխատանքային օրվա փակման գնից: Գնի փոփոխությունը հանդիսանում է բորսայի ակտիվության ցուցանիշներից մեկը:

Բաժնետոմսի շուկայական գինը՝ անվանական արժեքի 100 դրամական միավորի նկատմամբ հաշվարկով, կոչվում է փոխարժեք:

$$\Phi_p = \frac{\Phi_2}{U_w} \cdot 100$$

որտեղ,

Φ_p - փոխարժեքն է

Φ_z - շուկայական գինն է

U_w - անվանական արժեքն է

Օրինակ, որոշենք 10 000 դրամ անվանական արժեքով բաժնետոմսի փոխարժեքը, որը վաճառվում է 15 000 դրամով:

$$\Phi_p = \frac{15\,000}{10\,000} \cdot 100 = 150\%$$

Բաժնետոմսի փոխարժեքը հավասար է 150 տոկոսային կետի կամ պարզապես 150 է:

Բաժնետոմսի շուկայական գինը որոշվում է պահանջարկի և առաջարկի հարաբերությամբ: Ժամանակի յուրաքանչյուր պահի ամեն մի բաժնետոմս ունենում է իր փոխարժեքը և գնահատող-ներդրողի խնդիրն է կանխորոշել նրա փոփոխության ուղղությունն ու միտումները: Շուկայում շրջանառության մեջ գտնվող մեծաթիվ բաժնետոմսերի պայմաններում՝ գործնականում անհնար է հետևել, թե ինչ օրինաչափությամբ են տատանվում դրանցից յուրաքանչյուրի գները: Միևնույն ժամանակ արտասահմանյան ֆոնդային բորսաների բազմամյա գործունեությունը ցույց է տվել, որ ընկերությունների սահմանափակ թվով խմբի բաժնետոմսերի գների փոփոխությունները ճիշտ համապատասխանում են բոլոր մնացած բաժնետոմսերի փոխարժեքների տատանումներին: Այստեղից էլ այն գաղափարը, որ ամհրաժեշտ է հետևել ոչ թե առանձին բաժնետոմսերի գների փոփոխություններին, այլ դրանց որոշակի խմբի:

Ընկերությունների մի որոշակի խմբի բաժնետոմսերի և այլ արժեթղթերի միջին գինն արտացոլող ցուցանիշը կոչվում է բորսայական ինդեքս: Ինդեքսը արժեթղթերում ներդրումներ կատարողներին թույլ է տալիս գնահատելու ոչ միայն ամբողջությամբ վերցված ֆոնդային շուկայի վիճակը, այլ նաև սեփական ակտիվների հուսալիությունը:

Բաժնետոմսերի արժեքային գնահատման ժամանակ շատ կարևոր դեր է խաղում նրա գրքային կամ հաշվեկշռային արժեքը: Այն որոշվում է ընկերության սեփական ակտիվները հարաբերելով շրջանառության մեջ գտնվող բաժնետոմսերի քանակին: Եթե փոխարժեքը գերազանցում է հաշվեկշռային արժեքը, ապա դա համարվում է բորսայական աճ:

Հաշվեկշռային արժեքը՝ աուդիտորական ստուգումների ժամանակ, որոշվում է այն դեպքում, երբ թողարկողը մտադրություն ունի բորսայում անցնելու լիստինգ (ցուցակում)՝ իր բաժնետոմսերն այնտեղ գնանշելու համար, ինչպես նաև բաժնետիրական ընկերության լուծարման ժամանակ, որպեսզի որոշի մեկ բաժնետոմսին բաժին ընկնող սեփականության չափը:

2.1.5. Բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը

Բաժնետոմսերում կատարվող ներդրումները հանդիսանում են ֆինանսական ներդրումների տարատեսակներից մեկը, այսինքն, դա դրամական միջոցների ներդրումն է ֆինանսական ակտիվներում եկամտի՝ լրացուցիչ դրամական միջոցների, ստացման նպատակով: Եկամտաբեր են համարվում բաժնետոմսերում կատարվող այնպիսի ներդրումները, որոնք կարող են ապահովել միջին շուկայականից բարձր եկամուտ:

Յենց այս եկամտի ստացման ակնկալիքով է ներդրողն իրականացնում ներդրումներ ֆոնդային շուկայում: Միաժամանակ, եկամուտ կարող է բերել այն բաժնետոմսը, որը շրջանառվելով ֆոնդային շուկայում, հետաքրքրում է հիմնականում պորտֆելային ներդրողին: Այս եկամտի բաղկացուցիչ մասերն են՝ ստացված շահութաբաժինների և փոխարժեքի աճը: Ինչի՞ հետ է նա հույսերը կապում՝ շահութաբաժինների, թե՞ փոխարժեքի աճի: Ինչո՞վ չափել բաժնետոմսերում կատարվող ներդրումների եկամտաբերությունը:

Այս հարցերը վճռելու համար անհրաժեշտ է ընտրել մի չափանիշ, յուրօրինակ «արագ նմուշ», որով կարելի է դատել տվյալ ժամանակահատվածում ներդրողի եկամտի մասին, հետևաբար նաև բաժնետոմսերի եկամտաբերության գնահատման ժամանակ կիրառվող քանակական ցուցանիշը:

Հանդիսանալով արժեթղթի սեփականատեր, ներդրողը կարող է սպասել միայն բաժնետոմսերի դիմաց շահութաբաժինների՝ ընթացիկ վճարումների ստացման (4): Շահութաբաժնի չափի որոշման գործոններ են հանդիսանում՝ վճարման պայմանները, մաքուր շահույթի չափը և ինչ համամասնությամբ է այն բաշխվում, որը կախված է՝ ընկերության խորհրդի և բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի կողմից կայացրած որոշումներից:

Բաժնետոմսի իրացումից հետո նրա սեփականատերը կարող է ստանալ համախմբված եկամտի մյուս մասը՝ փոխարժեքի աճը: Քանակապես դա նշվում է որպես եկամուտ, որը հավասար է գնման (Q) և վաճառքի (Q₁) գների տարբերությանը: Բնականաբար, գնման գնի նկատմամբ վաճառքի գնի բարձրացման դեպքում (Q₁>Q)՝ ներդրողը ստանում է եկամուտ (Ե=Q₁-Q), իսկ ֆոնդային շուկայում գների իջեցման դեպքում, համապատասխանաբար նաև գնման գնի նկատմամբ վաճառքի գնի իջեցման դեպքում (Q₁<Q)՝ ներդրողը կունենա կապիտալի կորուստ (Կ=Q-Q₁):

Բացի դրանից, պետք է հաշվի առնել, որ բաժնետոմսերի դիմաց ստացվող եկամտի հաշվարկը կախված է կատարված ներդրումի ժամկետից:

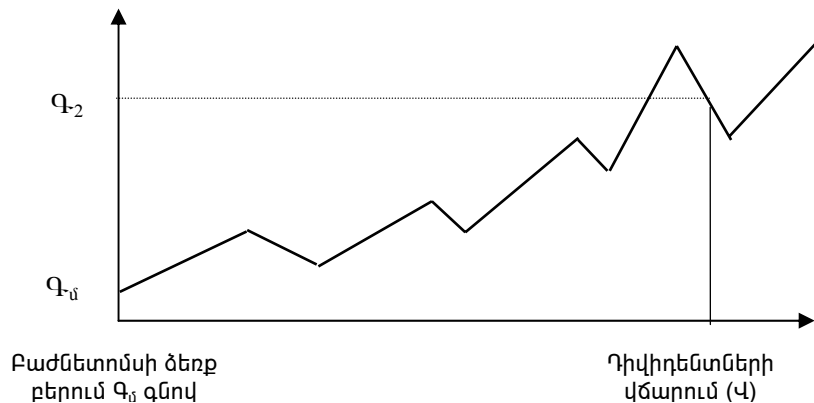
Եթե **A** ներդրողն իրականացնում է երկարաժամկետ ներդրումներ և այդ ժամանակահատվածում, որի ընթացքում կատարվում է բաժնետոմսերի եկամտաբերության գնահատումը, դրանք չեն վաճառվելու, ապա ընթացիկ եկամուտը որոշվում է վճարվող շահութաբաժինների մեծությամբ (4): Այսպիսի իրավիճակում դիտարկվում է ընթացիկ եկամտաբերությունը (Ե_ը), այսինքն, առանց հաշվի առնելու բաժնետոմսի իրացումը: Այն հաշվարկում են, որպես ստացված շահութաբաժնի հարաբերությունը բաժնետոմսի ձեռքբերման գնին (Q₀):

$$Ե_{ը} = \frac{U}{Q_0} \cdot 100$$

Բացի այդ, կարելի է հաշվարկել շուկայական ընթացիկ եկամտաբերությունը (Ե_{ը2}), որը կախված է շուկայում ժամանակի յուրաքանչյուր տվյալ պահին առկա գնի մակարդակից (Q₂):

$$\mathcal{E}_{\text{B2}} = \frac{\mathcal{V}}{Q_2} \cdot 100$$

Գրաֆիկորեն դա պատկերված է նկարում 6-ում:



Նկար 6. Ներդրողի գրաֆիկը

Եթե ներդրումային ժամանակահատվածում, որով գնահատվում են բաժնետոմսերը, վճարվում են շահութաբաժիններ և այն ավարտվում է բաժնետոմսերի իրացումով, ապա եկամուտն իրենից ներկայացնում է որպես համախմբված շահութաբաժիններ, որում հաշվի է առած փոխարժեքի փոփոխությունները, այսինքն $\mathcal{E} = \sum_{i=1}^n \pm (Q_i - Q)$: Այսպիսով, բաժնետոմսերի իրացումից հետո վերջնական եկամուտը կարող է լինել. $\mathcal{E} < 0$, եթե $\mathcal{V} < Q_1 - Q$, մի պայմանով, որ $Q_1 < Q$, և $\mathcal{E} > 0$, եթե $Q_1 - Q < \mathcal{V}$ կամ դրական մեծություն է, եթե $Q_1 > Q$:

7-րդ նկարում վերը նկարագրված ներդրումային ժամանակահատվածը տրված է A ներդրողի օրինակով:

A ներդրողի համար եկամտաբերությունը հանդիսանում է վերջնական ($\mathcal{E}_{\text{B4}}$), քանի որ նա իրացրել է իր արժեթուղթը և ներդրումային ժամանակահատվածում ստացված եկամուտը չափվում է հետևյալ հարաբերությամբ.

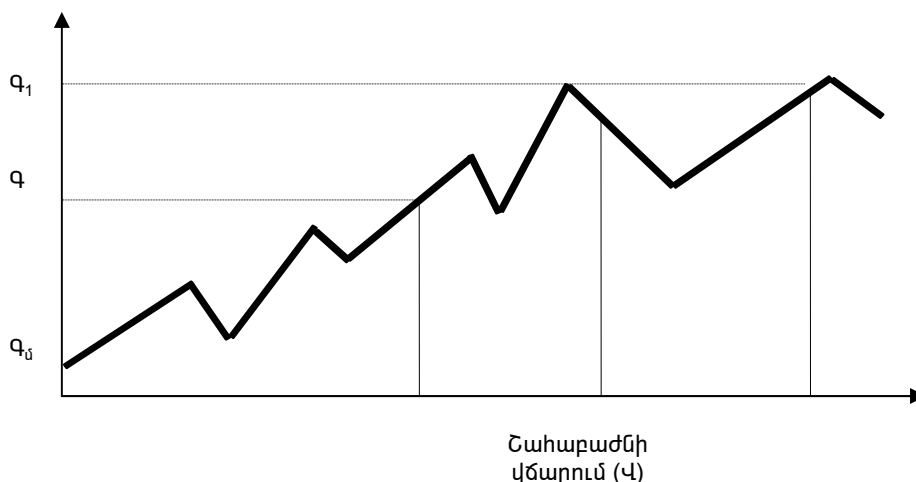
$$\mathcal{E}_{\text{B4}} = \frac{\mathcal{V} + (Q_1 - Q)}{Q} \cdot 100$$

իսկ, եթե ներդրումային ժամանակահատվածը գերազանցում է մեկ տարին, ապա վերջնական եկամտաբերության հաշվարկը՝ մեկ տարվա համար, կատարվում է հետևյալ բանաձևով.

$$\mathcal{E}_{\text{B4}} = \frac{\sum_{i=1}^n \mathcal{V}_i + (Q_1 - Q)}{Q \cdot T_1} \cdot 100$$

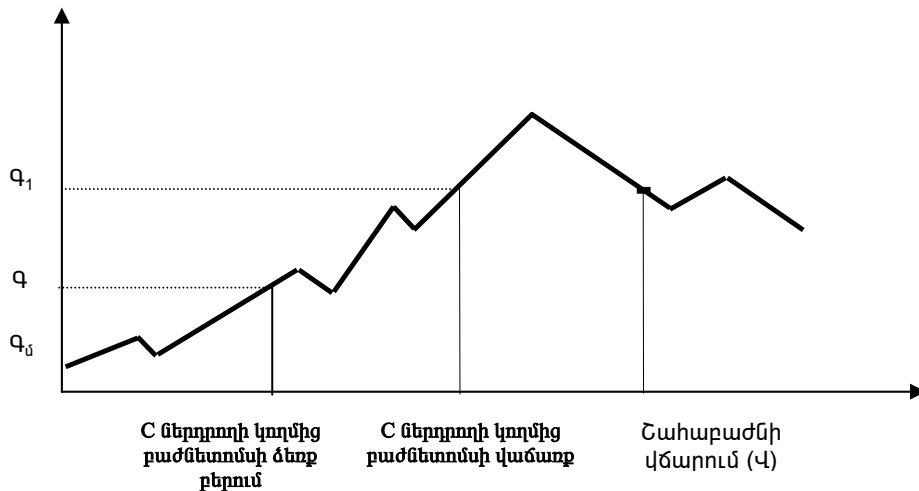
որտեղ, T_1 - այն ժամանակահատվածն է, որի ընթացքում բաժնետոմսը գտնվում է ներդրողի մոտ:

Եթե ներդրումային ժամանակահատվածը չի ներառում դիվիդենդների վճարումը, ապա եկամուտը ձևավորվում է, որպես զննման և վաճառքի գների տարբերություն: Այսպիսով, $\mathcal{E} = Q_1 - Q$ և կարող է լինել ցանկացած մեծություն. դրական (C ներդրողի համար), բացասական (E ներդրողի համար), զրոյական (G ներդրողի համար):



Նկար 7. A ներդրողի գրաֆիկը

C ներդրողի համար այս ամենը գրաֆիկորեն պատկերված է նկարում 8-ում:



Նկար 8. C Ներդրողի գրաֆիկը

Այս դեպքում բաժնետոմսի եկամտաբերությունը հաշվարկվում է, որպես վաճառքի և գնման գների տարբերության հարաբերությունը՝ գնման գնին.

$$B_{\text{ըլ}} = \frac{Q_1 - Q_0}{Q_0} \cdot 100$$

Բաժնետոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող հիմնական գործոններից են՝

- վճարվող շահութաբաժինների չափը (մաքուր շահույթից և նրա համամասնորեն բաժանված մասից ածանցյալ մեծություն)
- շուկայական գների տատանումները
- սղաճի մակարդակը
- հարկային միջավայրը:

Որոշ ներդրողների խնայողությունները նպատակաուղղվում են դեպի ֆոնդային այն արժեքները, որտեղ ապահովված են փոխարժեքի (տարբերության) ծայրահեղ բարձր տատանումներ, որոնք պայմանավորված են ոչ թե արտադրության արդյունավետությամբ, այլ առկա պահանջարկով և առաջարկով: Արտադրության շահութաբերության աճը կամ անկումը գործնականում չի անդրադառնում բաժնետոմսի եկամտաբերության վրա՝ նրա փոխարժեքի փոփոխության միջոցով: Այսպիսով, մեր իրականության պայմաններում՝ արտադրական գործոններից ելնելով, բավական դժվար է որոշել եկամտաբերությունը, իսկ այնուհետև փոխարժեքը՝ ելնելով ստացված շահույթից և վճարված շահաբաժնից:

Գնահատելով բաժնետոմսի եկամտաբերության վրա սղաճի ազդեցությունը, անհրաժեշտ է հաշվի առնել, որ առաջին հերթին սղաճի մակարդակն ազդում է երկրի ներսում կապիտալի տեղաշարժի վրա: Ենթադրենք, ներդրողը համաձայն է իր կողմից կատարված ներդրումների դիմաց ստանալ 15% եկամուտ: Անգամ այն դեպքում, երբ նախապես հայտնի է, որ ստացված եկամուտը օգտագործվելու է սպառման նպատակներով, պետք է նշել, որ, եթե երկրում սղաճը կազմում է 5%, ապա ներդրումների արդյունավետությունը չպեսք է պակաս լինի 20%-ից, իսկ եթե սղաճը կազմում է 100%, ապա անհրաժեշտ է 115% արդյունավետություն:

Արևմուտքի ֆոնդային շուկայի մասնակիցը՝ գնահատելով բաժնետոմսերն իրենց եկամտաբերության տեսանկյունից, նրանց բաժանում է հետևյալ տեսակների.

- բաժնետոմսեր, որոնք ունեն բարձր իրացվելիություն, որոնցով ակտիվ գործարքներ են կատարվում, որոնք թույլ են տալիս ստանալ եկամուտ՝ գների անգամ ամենափոքր տատանումներից (նրանց անվանում են «ծրագրի մեխ»)
 - բաժնետոմսեր, որոնք փոխարժեքի աճի տեսակետից առաջատար տեղ են գրավում և ունեն ($Q_1 - Q_0$)-ի ծայրահեղ բարձր մեծություն (կոչվում են «պարզևալճարով» բաժնետոմսեր):
- Եկամտի ձևավորման առումով վերը նշված բաժնետոմսերին մոտ են կանգնած «հմայիչ» բաժնետոմսերը: Դրանք նորաստեղծ ընկերությունների բաժնետոմսերն են, որոնց գինն ակտիվորեն աճում է:
- Հաջորդ խումբը կազմում են շուկայական գների տատանումներ չունեցող բաժնետոմսերը, հետևաբար նրանց ($Q_1 - Q_0$)-ն փոքր է քան առաջին խմբինը, սակայն նրանց բնորոշ է կայուն (հաստատուն) շահութաբաժիններ (Վ): Դրանցից են.

- «կենտրոնական» բաժնետոմսերը, տվյալ խմբի լիդերներն են, որոնք ազդեցություն ունեն ամբողջ խմբի վրա
- «կապույտ խաղաքարեր» (синие фишки, Blue Chips) կոչվող բաժնետոմսերը, դրանք ֆինանսավարկային հզոր ընկերությունների բաժնետոմսեր են, որոնք շուկայում ունեն կայուն դիրք
- «երկրորդ էշելոնի բաժնետոմսերը» պատկանում են խոշոր, սակայն բավական երիտասարդ ընկերություններին, նրանք ունեն «կապույտ խաղաքարերի» հատկությունները, սակայն ներդրողների մոտ ավելի քիչ վստահություն են վայելում
- «պաշտպանական» բաժնետոմսերը՝ բարձր ներդրումային հատկանիշներով խոշոր ընկերությունների բաժնետոմսերն են, որոնք ապահովում են բարձր և կայուն դիվիդենդներ (Վ) և թույլ չեն տալիս՝

անգամ ամենամակուսային շուկայում, որ Գ₁-Գ₀: Այս խմբի բաժնետոմսերի համար հնարավոր են կարճաժամկետ ու միջին ժամկետային ներդրումներ և մոնիտորինգը կարող է կրել պասիվ բնույթ: Գոյություն ունի բաժնետոմսերի մի խումբ, որոնց եկամտաբերությունը փոփոխվում է գործնական ակտիվության հետ միաժամանակ: Այսպիսի բաժնետոմսերը կոչվում են «ցիկլային», դրանցից են ծանր արդյունաբերության բաժնետոմսերը:

Ձեռք բերելով բաժնետոմս, ներդրողը հույս է ունենում ոչ միայն տվյալ պահին եկամտի ստացման, այլ նաև ապագայում փոխարժեքի աճի և բարձր շահութաբաժինների ստացման վրա: Այս հույսերն արդարացնում են «քնած բաժնետոմսերը», որոնք ակտիվ չեն, շուկայում իրենց մասը չունեն, սակայն ունեն աճի մեծ ներուժ:

Փոխարժեքի իջեցմամբ պայմանավորված հնարավոր կորուստները՝ Գ₁<Գ₀, ներդրողը կարող է ունենալ «փուչ» բաժնետոմսերի շնորհիվ (այսինքն վերագնահատված, փոխարժեքի արհեստական մեծությամբ ներկայացված բաժնետոմսեր):

Բաժնետոմսերի մյուս խումբը կազմում են *սպեկուլյատիվ* բաժնետոմսերը, որոնց եկամտաբերությունը դժվար է կանխատեսել:

Վերը թվարկված բաժնետոմսերը եզրափակում են՝ ներդրողի կարծիքով, ոչ ակտիվ, ոչ իրացվելի և անհետաքրքիր բաժնետոմսերը:

Ինքնատուգման հարցեր

1. Ո՞րն է բաժնետոմսի ընդհանուր բնորոշումը և իրավաբանական մեկնաբանությունը:
2. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել բաժնետոմսերին ըստ տարբեր խմբերի:
3. Ո՞րն է արժեթղթեր թողարկողի հետաքրքրությունը՝ բաժնետոմս թողարկելիս:
4. Ո՞րն է ներդրողների հետաքրքրությունը՝ բաժնետոմս ձեռք բերելիս:
5. Որո՞նք են բաժնետոմսերի հատկությունները:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել բաժնետոմսերի միացումը և տրոհումը:
7. Որո՞նք են բաժնետոմսի պարտադիր վավերապայմանները համաձայն ՀՀ օրենսդրության:
8. Որո՞նք են բաժնետոմսերի հավաստագրի պարտադիր վավերապայմանները՝ համաձայն ՀՀ օրենսդրության:
9. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել հասարակ և արտոնյալ բաժնետոմսերը՝ համաձայն ՀՀ օրենսդրության:
10. Որո՞նք են արտոնյալ բաժնետոմսերի տեսակները:
11. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել արտոնյալ բաժնետոմսերի տեսակները:
12. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել փոխարկելի արտբաժնետոմսը և ներկայացնել դրա թողարկման սխեման:
13. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել վերադարձելի արտբաժնետոմսը:
14. Որո՞նք են ընկերության կողմից վերադարձելի արտբաժնետոմսի վերադարձելիության ապահովման եղանակները:
15. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ընկերության աշխատակիցների բաժնետոմսերը:
16. Ո՞րն է շահաբաժնի (դիվիդենդի) բնորոշումը:
17. Որո՞նք են շահութաբաժիններ հայտարարելու և վճարելու կանոնները:
18. Ինչպե՞ս կարելի է հաշվարկել շահութաբաժինը կոնկրետ օրինակի վրա:
19. Ինչպե՞ս է կատարվում բաժնետոմսերի արժեքային գնահատումը:
20. Որո՞նք են այն հանգամանքները, որոնցով պայմանավորված է բաժնետոմսերի գնահատման անհրաժեշտությունը:
21. Ո՞րն է բաժնետոմսի անվանական արժեքը:
22. Ո՞րն է բաժնետոմսի թողարկման գինը:
23. Որո՞նք են բաժնետոմսի տեղաբաշխման, շուկայական, պահանջարկի և առաջարկի գները:
24. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել փոխարժեքի ձևավորման սխեման:
25. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել իրական փոխարժեքի հաշվարկման բանաձևերը:
26. Ինչպե՞ս կարելի է գրաֆիկորեն պատկերել բաժնետոմսի առավելագույն, նվազագույն, բացման և փակման գները:
27. Ինչպե՞ս կարելի է հաշվարկել բաժնետոմսի փոխարժեքը:
28. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել բաժնետոմսի եկամտաբերության հաշվարկները:
29. Ո՞րն է բաժնետոմսի ընթացիկ եկամտաբերությունը:
30. Ո՞րն է բաժնետոմսի շուկայական ընթացիկ եկամտաբերությունը:
31. Ո՞րն է բաժնետոմսի վերջնական եկամտաբերությունը:
32. Որո՞նք են բաժնետոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող գործոնները:

2.2. Պարտատոմսեր

Թեմայի նպատակն է՝ տալ պարտատոմսերի ընդհանուր բնութագիրը և դերը, իրավաբանական բնորոշումը, բացատրել պարտատոմսերի թողարկման և ձեռք բերման նպատակը, դասակարգել պարտատոմսերն ըստ տարբեր տեսակների, ներկայացնել պարտատոմսերի արժեքային գնահատումը և եկամտաբերությունը, դրանց հաշվարկները՝ կոնկրետ օրինակներով:

Ուսակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ պարտատոմսերի ընդհանուր բնութագիրը և իրավաբանական բնորոշումը
- տարբերակել պարտատոմսը բաժնետոմսից
- ներկայացնել բաժնետիրական ընկերությունների կողմից պարտատոմսերի թողարկման կանոնները՝ համաձայն ՀՀ օրենսդրության
- ներկայացնել պարտատոմսերի դասակարգման հատկանիշները

- քվարկել պարտատոմսերի տեսակները և տալ դրանց սահմանումները
- ներկայացնել պարտատոմսերի արժեքային գնահատումը
- բացատրել պարտատոմսի անվանական արժեքը, շուկայական արժեքը և փոխարժեքը
- քվարկել պարտատոմսի շուկայական գնի (արժեքի) վրա ազդող գործոնները
- հաշվարկել պարտատոմսի փոխարժեքը
- քվարկել պարտատոմսերի ընդհանուր եկամտի տարրերը
- ներկայացնել զեղչով պարտատոմսի վաճառքի գնի բանաձևը
- կատարել պարտատոմսերի ընթացիկ և վերջնական եկամտաբերության հաշվարկները
- քվարկել պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող գործոնները:

2.2.1. Ընդհանուր բնութագիր

Արժեթղթերի շուկայում իրականացվող առևտրի կարևոր գործիքներից մեկը **պարտատոմսն** է: Պարտատոմսը՝ արժեթուղթ է, որով հավաստվում են փոխառությամբ պայմանավորված հարաբերություններ՝ արժեթուղթը տիրապետողի (փոխատու) և այն թողարկող անձի (փոխառու) միջև:

Համաձայն ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի, *պարտատոմս է համարվում այն արժեթուղթը, որը հավաստում է դրա տիրապետողի իրավունքը՝ դրանում նախատեսված ժամկետում պարտատոմս թողարկած անձից ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքը կամ գույքային այլ համարժեք*: Պարտատոմսը տիրապետողին իրավունք է տալիս նաև ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային իրավունքներ:

Այսպիսով, *պարտատոմսը՝ պարտքային պարտավորությունը հավաստող վկայական է, որն անպայման ներառում է թողարկողի հետևյալ երկու պարտավորությունները՝*

1. *Սահմանված ժամկետը լրանալուց հետո պարտատոմսում նշված գումարը պարտատոմսը տիրապետողին վերադարձնելու մասին;*

2. *Անվանական արժեքի նկատմամբ պարտատոմսում ամրագրված եկամուտը՝ որոշակի տոկոսի կամ այլ գույքային համարժեքի տեսքով, պարտատոմսը տիրապետողին վճարելու մասին:*

Բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի միջև եղած սկզբունքային տարբերությունը կայանում է հետևյալում: Ներդրողը՝ գնելով բաժնետոմս, դառնում է թողարկող-ընկերության սեփականատերերից մեկը: Ներդրողը՝ ձեռք բերելով թողարկող-ընկերության պարտատոմս, դառնում է նրա փոխատուն: Բացի այդ, ի տարբերություն բաժնետոմսերի, պարտատոմսերն ունեն շրջանառության սահմանափակ ժամկետ, որը լրանալուց հետո այն մարվում է: Գույքային իրավունքներն իրականացնելու ժամանակ պարտատոմսերի սեփականատերերը՝ բաժնետոմսերի սեփականատերերի նկատմամբ, ունեն հետևյալ առավելությունները.

- առաջին հերթին վճարվում են պարտատոմսերով պայմանավորված տոկոսները և հետո միայն՝ չահուքաբաժինները

- թողարկող-ընկերության լուծարման դեպքում՝ գույքի բաժանման ժամանակ, բաժնետերերն իրենց հույսը կարող են դնել գույքի այն մասի վրա, որը կմնա բոլոր պարտքերի՝ այդ թվում նաև պարտատոմսերով փոխառությունների, վճարումից հետո: Եթե բաժնետոմսերը, հանդիսանալով սեփականության տիտղոսաթերթ (տիտուլ), իրենց տիրոջը տալիս են թողարկող-ընկերության կառավարմանը մասնակցելու իրավունք, ապա պարտատոմսերը՝ լինելով փոխառության գործիք, այդպիսի իրավունք չեն տալիս:

Պարտատոմսերը հանդես են գալիս պետության և տեղական ինքնակառավարման մարմինների կողմից միջոցների հավաքագրման գլխավոր գործիք: Պարտատոմսերով փոխառություններին դիմում են նաև այն ընկերությունները, որոնք զգում են լրացուցիչ ֆինանսական միջոցների անհրաժեշտություն:

Պարտատոմսերի թողարկումը՝ թողարկող-ընկերության համար, պարունակում է մի շարք գրավիչ հատկություններ. պարտատոմսերի թողարկմամբ տնտեսավարող կազմակերպությունը կարող է հավաքագրել լրացուցիչ միջոցներ, բացառելով կրեդիտորների կողմից իր ֆինանսատնտեսական գործունեության կառավարմանը միջամտելու սպառնալիքը: Սակայն, ընկերությունների պարտատոմսերով փոխառություններն անհրաժեշտ է դիտարկել որպես լրացում բանկային վարկի տեսքով ստացվող փոխառու միջոցներին: Պարտատոմսերի թողարկմամբ, անգամ զարգացած ֆոնդային շուկա ունեցող երկրներում, ընկերություններին չի հաջողվում ամբողջությամբ ծածկել փոխառու միջոցների ներգրավման իրենց կարիքը:

Բաժնետիրական ընկերությունների կողմից պարտատոմսերի թողարկումը կանոնակարգվում է «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքով, համաձայն որի, բաժնետիրական ընկերությունների կողմից թողարկված պարտատոմսերը պետք է անվանական արժեք ունենան, իսկ ընկերության կողմից թողարկված բոլոր ապահովված պարտատոմսերի անվանական արժեքների գումարը չպետք է գերազանցի նրա կանոնադրական կապիտալը, կամ այն ապահովման գումարը, որը տրամադրված է ընկերությանը պարտատոմսեր թողարկելու նպատակով: Բաժնետիրական ընկերությունը կարող է թողարկել միաժամանակյա, ինչպես նաև տարաժամկետ մարման ժամկետով պարտատոմսեր: Պարտատոմսերի մարումը կարող է իրականացվել ինչպես դրամով, այնպես էլ այլ գույքով: Բաժնետիրական ընկերությունը կարող է թողարկել.

- ընկերության գույքի գրավով ապահովված պարտատոմսեր
- երրորդ անձանց կողմից պարտատոմսերի թողարկման համար տրամադրված երաշխավորությամբ ապահովված պարտատոմսեր
- առանց ապահովման պարտատոմսեր:

Առանց ապահովման պարտատոմսերի թողարկումը թույլատրվում է ընկերության գրանցումից առնվազն երեք տարի հետո և պայմանով, որ սահմանված կարգով հաստատված լինեն ընկերության առնվազն երկու տարեկան հաշվեկշիռները:

Բաժնետիրական ընկերությունը կարող է թողարկել ինչպես անվանական, անպես էլ ըստ ներկայացնողի պարտատոմսեր:

Ընկերությունը կարող է թողարկել փոխարկվող պարտատոմսեր և այլ արժեթղթեր, որոնք տալիս են ընկերության պարտատոմսերը և այլ արժեթղթերը բաժնետոմսերի փոխարկման կամ բաժնետոմսերի արտոնյալ ձեռք բերման իրավունք: Ընդ որում, ընկերությունն իրավունք չունի տեղաբաշխել փոխարկվող պարտատոմսեր և այլ արժեթղթեր, եթե ըստ տեսակների և ձևերի հայտարարված բաժնետոմսերի քանակը պակաս է նշված տեսակների և ձևերի բաժնետոմսերի այն քանակից, որոնք անհրաժեշտ են փոխարկվող պարտատոմսերը և այլ արժեթղթերն ընկերության բաժնետոմսերի փոխարկելու հնարավորությունն ապահովելու համար:

Ամփոփելով պարտատոմսերի մասին վերևում ասվածը, այն կարող ենք դիտարկել որպես՝

- թողարկողի պարտքային պարտավորություն
- լրացուցիչ ֆինանսական միջոցների հավաքագրման կամ նախկինում թողարկված պարտատոմսերի մարման միջոց
- բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման աղբյուր
- որոշակի ծրագրերի ֆինանսավորման աղբյուր
- քաղաքացիների և կազմակերպությունների միջոցների խնայողության և եկամտի ստացման ձև:

2.2.2. Պարտատոմսերի տեսակները

Քանի որ գոյություն ունեն մեծ քանակությամբ, բազմաբնույթ պարտատոմսեր, ապա նրանց տարբեր տեսակները նկարագրելու համար պարտատոմսերը պետք է դասակարգել համաձայն մի շարք ցուցանիշների: Պարտատոմսերի դասակարգումն առավել ընդգրկում ենրկայացնելու համար պետք է հաշվի առնել ոչ միայն հայրենական պարտատոմսերի ոչ մեծ շուկայի, այլ նաև պարտատոմսերով կատարվող փոխառությունների կազմակերպման արտասահմանյան հարուստ փորձը:

Կարելի է առաջարկել պարտատոմսերի դասակարգման հետևյալ կառուցվածքը.

1. **Պարտատոմսերն ըստ թողարկողի, լինում են.**
 - 1.1. Պետական պարտատոմսեր;
 - 1.2. Սուբիդիալ կամ տեղական ինքնակառավարման մարմինների պարտատոմսեր;
 - 1.3. Կորպորատիվ պարտատոմսեր;
 - 1.4. Արտասահմանյան պարտատոմսեր:
2. **Ըստ փոխառության ժամկետների, պարտատոմսերը պայմանականորեն կարելի է բաժանել երկու մեծ խմբերի.**
 - 2.1. Պարտատոմսեր՝ մարման նախօրոք պայմանավորված որևէ ամսաթվով, որոնք իրենց հերթին լինում են.
 - 2.1.1. Կարճաժամկետ
 - 2.1.2. միջնաժամկետ
 - 2.1.3. երկարաժամկետ:

Ժամանակային սահմանափակումները, որոնցով տարանջատված են վերը նշված պարտատոմսերի խմբերը, յուրաքանչյուր երկրի ներսում որոշվում է սեփական օրենսդրությամբ: Օրինակ, ԱՄՆ-ում կարճաժամկետ պարտատոմսերի շրջանառության ժամկետը 1-ից մինչև 3 տարի է, միջնաժամկետ պարտատոմսերինը՝ 3-7 տարի, երկարաժամկետ պարտատոմսերինը՝ 7-ից ավելի:
 - 2.2. Պարտատոմսեր՝ առանց ամրագրված մարման ժամկետի:
 - 2.2.1. Անժամկետ կամ չմարվող:
 - 2.2.2. Հետկանչման պարտատոմսեր, որոնք կարող են հետ կանչվել թողարկողի կողմից՝ մինչև մարման ժամկետը լրանալը: Դեռևս պարտատոմսերի թողարկման ընթացքում թողարկողը սահմանում է նման պահանջի կատարման պայմանները՝ անվանական արժեքով, թե պարզևավճարով;
 - 2.2.3. Մարման իրավունքով պարտատոմսերը ներդրողին իրավունք են տալիս վերադարձնելու պարտատոմսերը դրանց թողարկողին մինչև մարման ժամկետը լրանալը՝ անվանական արժեքով:
 - 2.2.4. Ժամկետի երկարաժամկետ պարտատոմսերը ներդրողին իրավունք են տալիս երկարաձգել մարման ժամկետը և շարունակել մինչև մարումը ստանալ տոկոսներ:
 - 2.2.5. Ժամկետանց պարտատոմսերը թողարկողին տալիս են մարման ժամկետի երկարաձգման հնարավորություն:
3. **Ըստ տիրապետման կարգի, պարտատոմսերը կարող են լինել.**
 - 3.1. Անվանական, որի տիրապետման իրավունքները վավերացվում են դրա տիրոջ անվան գրանցմամբ՝ պարտատոմսի վավերապայմաններում և թողարկողի կամ մասնագիտացված կազմակերպության կողմից վարվող տեղաբաշխված անվանական պարտատոմսերի սեփականատերերի ռեեստրում;
 - 3.2. Ըստ ներկայացնողի, որի տիրապետման իրավունքները հավաստվում են պարզապես պարտատոմսի ներկայացմամբ:
4. **Ըստ պարտատոմսերով փոխառության նպատակների, լինում են.**
 - 4.1. Սովորական, որոնք թողարկվում են թողարկողի ունեցած պարտքերի վերաֆինանսավորման կամ տարբեր միջոցառումներում օգտագործելու նպատակներով լրացուցիչ ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու համար;
 - 4.2. Նպատակային, որոնց վաճառքից ստացած միջոցներն ուղղվում են կոնկրետ ներդրումային նախագծերի կամ միջոցառումների ֆինանսավորմանը:
5. **Ըստ տեղաբաշխման եղանակի լինում են.**
 - 5.1. Ազատ տեղաբաշխող պարտատոմսեր;
 - 5.2. Պարտադրված կարգով տեղաբաշխվող պարտատոմսեր (որպես այդպիսին առավել հաճախ հանդիսանում են պետական պարտատոմսերը, օրինակ՝ 1940-50թթ. ԽՍՀՄ պետական փոխառության պարտատոմսերը):
6. **Ըստ փոխառված գումարի վերադարձման ձևի, պարտատոմսերը լինում են.**
 - 6.1. Դրամական ձևով փոխհատուցմամբ;

6.2. *Բնաիրային*: Օրինակ, 20-ական թվականների հացի փոխառությամբ պարտատոմսերը, 1993թ. ՎԱԶ ավտոգործարանի պարտատոմսերը:

7. **Ըստ անվանական արժեքի մարման ձևի**, պարտատոմսերը լինում են.

7.1. *Պարտատոմսեր, որոնց անվանական արժեքի վճարումն իրականացվում է միանվագ*;

7.2. *Պարտատոմսեր՝ ըստ ժամանակահատվածի բաշխման մարմանը, երբ որոշակի ժամանակահատվածում մարվում է նրա անվանական արժեքի որոշ մասը*;

7.3. *Պարտատոմսերի ընդհանուր քանակի որոշակի մասերի, ըստ հերթականության, մարվող պարտատոմսեր (խաղարկային տարբեր փոխառություններ)*:

8. **Ըստ թողարկողի կողմից կատարվող վճարումների, լինում են.**

8.1. *Պարտատոմսեր, որոնց դիմաց վճարվում են միայն տոկոսները, իսկ կապիտալը չի վերադարձվում, ավելի ծիշտ, թողարկողը նշում է հետգնման հնարավորության մասին՝ չշեշտելով ստույգ ժամկետներ: Անժամկետ փոխառությամբ պարտատոմսերի այս խմբին են պատկանում անգլիական կոնսոլները, որոնք թողարկվել են XVIII դարում և առ այսօր գտնվում են շրջանառության մեջ*;

8.2. *Պարտատոմսեր, որոնցով վերադարձվում է միայն կապիտալը՝ անվանական արժեքի չափով, սակայն չեն վճարվում տոկոսներ: Սրանք այսպես կոչված գրոյական արժեկտրոնով կամ զեդչատոկոսով պարտատոմսերն են*;

8.3. *Պարտատոմսեր, որոնց դիմաց՝ մինչև մարման պահը, տոկոսներ չեն վճարվում, իսկ մարման պահին ներդրողին վճարվում է պարտատոմսի անվանական արժեքը և համախմբված տոկոսային եկամուտը: Այսպիսի պարտատոմսերից է ԱՄՆ-ում թողարկվող E սերիայի խնայողական հավաստագրերը*;

8.4. *Պարտատոմսեր, որոնց դիմաց վերադարձվում է միայն կապիտալը՝ անվանական արժեքի չափով, իսկ տոկոսների վճարումը չի երաշխավորվում և որը ուղղակի կախվածության մեջ է գտնվում թողարկող ընկերության գործունեության արդյունքներից, այսինքն՝ ընկերությունը շահույթ ստանում է, թե ոչ: Այսպիսի պարտատոմսերը կոչվում են եկամուտով կամ վերակազմավորման, այսինքն, որպես կանոն թողարկվում են այն ընկերությունների կողմից, որոնց սնանկացում է սպառնում*;

8.5. *Պարտատոմսեր, որոնք այն տիրապետողին տալիս են պարբերաբար վճարվող ամրագրված եկամտի և ապագայում՝ մարման ժամանակ, պարտատոմսի անվանական արժեքի ստացման իրավունք: Ժամանակակից պրակտիկայում պարտատոմսերի այս տեսակը առավել տարածված է*:

9. **Պարտատոմսերով նախատեսված, տոկոսների տեսքով, եկամուտների պարբերական վճարումները կատարվում են արժեկտրոններով:**

Արժեկտրոնն իրենից ներկայացնում է առանձնացվող (կտրվող) կտրոն, որի վրա նշված է թվային արտահայտությամբ տոկոսադրույքը:

Ըստ արժեկտրոնային եկամտի վճարման ձևի՝ պարտատոմսերը լինում են.

9.1. *Հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտատոմսեր, որոնց դիմաց վճարվելիք տոկոսները ամրագրված են թողարկման պայմաններով*;

9.2. *Լողացող տոկոսադրույքով պարտատոմսեր, որոնց արժեկտրոնի դրույքաչափը կախված է որոշակի պարբերական ֆինանսական ցուցանիշից*;

9.3. *Փոխառության տարիների ընթացքում հավասարաչափ աճող տոկոսադրույքով պարտատոմսեր: Այսպիսի պարտատոմսերը մաս կոչվում են ինդեքսավորվող և սովորաբար թողարկվում են սղաճի պայմաններում*;

9.4. *Միմիմալ կամ գրոյական արժեկտրոնով պարտատոմսեր (ցածր տոկոսային կամ անտոկոս պարտատոմսեր):* Նման պարտատոմսերի շուկայական գինը սահմանվում է անվանականից ցածր, այսինքն նախատեսվում է գնի զեղչում (այդ պատճառով կոչվում են մաս զեղչատոկոսային): Այս պարտատոմսերով պայմանավորված եկամուտը վճարվում է մարման պահին անվանական արժեքի չափով, և իրենից ներկայացնում է անվանական և շուկայական արժեքների տարբերությունը;

9.5. *Վճարման ընտրությամբ պարտատոմսեր: Այս պարտատոմսի սեփականատերը կարող է եկամուտ ստանալ ինչպես արժեկտրոնի, այնպես էլ նոր թողարկման պարտատոմսերի տեսքով*;

9.6. *Խաղը տիպի պարտատոմսեր: Պարտատոմսերով փոխառության ժամկետի մի հատվածում պարտատոմսի սեփականատերն իր եկամուտը ստանում է ամրագրված տոկոսադրույքի համաձայն, իսկ մնացած ժամանակահատվածում լողացող տոկոսադրույքով*:

10. **Ըստ շրջանառության բնույթի**, պարտատոմսերը լինում են.

10.1. *Առանց փոխարկման իրավունքի*;

10.2. *Փոխարկելի պարտատոմսեր, որոնք իրենց տիրոջն իրավունք են տալիս փոխանակելու դրանք նույն թողարկողի բաժնետոմսերով (ինչպես հասարակ, այնպես էլ՝ արտոնյալ): Փոխարկելի պարտատոմսերի սեփականատերերի համար կարևոր նշանակություն ունեն փոխարկման գործակիցը և փոխարկման գինը: Փոխարկման գործակիցը ցույց է տալիս, թե քանի հատ բաժնետոմս կարելի է ստանալ այդպիսի պարտատոմսի դիմաց: Եթե փոխարկման գործակիցը՝ 10:1, ապա դա նշանակում է, որ 1 պարտատոմսի փոխարկման դեպքում կարելի է ստանալ 10 բաժնետոմս: Փոխարկման գինն իրենից ներկայացնում է պարտատոմսի անվանական արժեքի հարաբերությունը (օրինակ, 100 000 դրամ) փոխարկման գործակցին (10) և տվյալ դեպքում այն հավասար է 10 000 դրամի*:

11. **Ըստ ապահովվածության**՝ պարտատոմսերը բաժանվում են երկու դասի.

11.1. *Գրավով ապահովված պարտատոմսեր, որոնք իրենց հերթին լինում են.*

11.1.1. *Ֆիզիկական ակտիվներով ապահովված.*

▪ գույքի ունեցվածքի տեսքով

▪ սարքավորումների տեսքով (գրավով ապահովված նման պարտատոմսեր առավել հաճախ թողարկում են տրանսպորտային կազմակերպությունները, որոնք որպես ապահովման միջոց օգտագործում են նավեր, ինքնաթիռներ և այլն)

Ֆիզիկական ակտիվների գրավով ապահովված պարտատոմսերը (ինչպես ապրանքային, այնպես էլ սարքավորումների տեսքով) ներառում են.

- առաջին գրավադրմամբ պարտատոմսեր
- երկրորդ գրավադրմամբ պարտատոմսեր:

Երկրորդ գրավադրմամբ պարտատոմսերը գտնվում են երկրորդ տեղում՝ առաջին գրավադրմամբ պարտատոմսերից հետո և կոչվում են նաև՝ ընդհանուր գրավադրմամբ: Երկրորդ գրավադրմամբ պարտատոմսերին ներկայացվող դժգոհությունները քննարկվում են միայն առաջին գրավադրմամբ պարտատոմսերի սեփականատերերի հետ հաշվարկները կատարելուց հետո, սակայն մինչև այլ ներդրողների հետ հաշվարկների իրականացումը:

11.1.2. Ֆոնդային արժեթղթերի գրավով պարտատոմսերն ապահովվում են թողարկողի սեփականությունը հանդիսացող որևէ այլ ընկերության արժեթղթերով:

11.1.3. Հիփոթեքային գրավով ապահովված պարտատոմսեր: Այսպիսի պարտատոմսեր թողարկում է վարկատու ընկերությունը, որի մոտ, որպես վարկի ապահովվածություն, գրավ է դրված անշարժ գույք: Այդ վարկի դիմաց ստացվող տոկոսագումարները հանդիսանում են պարտատոմսերի մարման և նրանցով պայմանավորված եկամուտների վճարման աղբյուր:

11.2. Առանց գրավի ապահովման պարտատոմսեր, որոնք իրենց հերթին լինում են.

11.2.1. Առանց որևէ նյութական ակտիվներով ապահովման պարտատոմսեր, որոնց համար երաշխիք է հանդիսանում թողարկող ընկերության «բարեխղճությունը», այսինքն այդ ընկերության խոստումներն այն մասին, որ նա կվճարի տոկոսներ և մարման օրը կվերադարձնի փոխառության ողջ գումարը:

11.2.2. Թողարկողի կոնկրետ եկամտով ապահովված պարտատոմսեր: Այս պարտատոմսերով թողարկողը պարտավորվում է վճարել տոկոսներ և մարել փոխառության գումարը որևէ կոնկրետ եկամտի հաշվին:

11.2.3. Որևէ կոնկրետ ներդրումային նախագծով ապահովված պարտատոմսեր: Սույն պարտատոմսերի իրացումից ստացված միջոցները՝ թողարկողի կողմից ուղղվում են որևէ ներդրումային նախագծի ֆինանսավորմանը: Այս նախագծի իրացումից ստացվող եկամուտը թողարկողն օգտագործում է փոխառության մարման և տոկոսների վճարման համար:

11.2.4. Երաշխավորված պարտատոմսեր: Սրանք ապահովված չեն գրավով, սակայն փոխառությամբ պայմանավորված պարտավորությունների կատարումը երաշխավորվում է ոչ թե թողարկող ընկերության, այլ ուրիշի կողմից: Առավել հաճախ որպես երաշխավոր հանդես է գալիս տնտեսապես առավել հզոր որևէ ընկերություն կամ պետությունը, որոնք տվյալ պարտատոմսերը դարձնում են հոսսալի:

11.2.5. Բաշխված կամ փոխանցված պատասխանատվությամբ պարտատոմսեր: Այս պարտատոմսերով տվյալ փոխառությամբ պայմանավորված պարտավորությունները կամ բաշխվում են մի քանի ընկերությունների միջև՝ ներառյալ թողարկողին կամ ամբողջությամբ իրենց վրա են վերցնում այլ ընկերություններ՝ առանց թողարկողի մասնակցության:

11.2.6. Ապահովագրված պարտատոմսեր: Սույն պարտատոմսերով փոխառությունը թողարկող ընկերության կողմից ապահովագրվում է մասնավոր ապահովագրական ընկերությունում՝ այս փոխառությամբ պայմանավորված պարտավորությունների կատարման հնարավոր դժվարություններից:

12. Ըստ ներդրողների կողմից կատարված ներդրումների պաշտպանվածության աստիճանի, լինում են.

12.1. Ներդրումների արժանի պարտատոմսեր, որոնք հոսսալի են, թողարկվում են ամրապնդված հեղինակությամբ ընկերությունների կողմից. ապահովության լավ միջոց են.

12.2. Ցածրորակ (խտան) պարտատոմսեր, որոնք ունեն սպեկուլյատիվ բնույթ: Նման պարտատոմսերում ներդրումները մշտապես կապված են մեծ ռիսկի հետ:

2.2.3. Պարտատոմսերի արժեքային գնահատումը

Պարտատոմսերն ունենում են անվանական և շուկայական գներ: Պարտատոմսի անվանական արժեքը նշվում է հենց պարտատոմսի վրա և ցույց է տալիս այն գումարի չափը, որը փոխ է առնվել և պարտատոմսով փոխառության ժամկետը լրանալուց հետո ենթակա է վերադարձման: Անվանական արժեքը այն հիմնական մեծությունն է, որով հաշվարկվում է պարտատոմսով ստացված եկամուտը: Պարտատոմսի տոկոսադրույքը սահմանվում է անվանական արժեքի նկատմամբ: Համապատասխան ժամանակահատվածի համար պարտատոմսի արժեքի աճը (փոքրացումը) հաշվարկվում է որպես անվանական արժեքի, (որով պարտատոմսը պետք է մարվի), և պարտատոմսի գնման գնի տարբերություն:

Որպես կանոն, պարտատոմսերը թողարկվում են բարձր անվանական արժեքով: Նրանցով նկատի են ունենում հարուստ ներդրողների ներգրավում, ինչպես անհատական, այնպես էլ ինստիտուցիոնալ: Սրանով նրանք տարբերվում են բաժնետոմսերից, որոնց անվանական արժեքը թողարկողի կողմից սահմանվում է այն հաշվարկով, որպեսզի դրանք ձեռք բերեն ներդրողների լայն շրջանակներ: Միաժամանակ հարկ է նշել, որ, եթե բաժնետոմսերի համար անվանական արժեքը բավական պայմանական մեծություն է իրենից ներկայացնում, նրանք և վաճառվում և գնվում են առավելապես մի գնով, որը կապված չէ անվանական արժեքի հետ (ինչպես հայտնի է բաժնետոմսերը կարող են թողարկվել չնշելով անվանական արժեքը), ապա պարտատոմսերի համար անվանական արժեքը կարևոր բնութագրող մեծություն է հանդիսանում, որը պարտատոմսով փոխառության ողջ ժամանակահատվածում մնում է անփոփոխ: Պարտատոմսերի շրջանառության ժամկետը լրանալուց հետո նրանք մարվում են ի սկզբանե ամրագրված անվանական արժեքով:

Ինչպես արդեն ասվել է, գնորդների համար պարտատոմսերը գրավիչ միջոց են հանդիսանում ներդրումներ կատարելու ժամանակ, այսինքն՝ վերավաճառքի լավագույն գործիք են: Իրենց թողարկման պահից մինչև մարումը նրանք վաճառվում և գնվում են շուկայում հաստատված գներով: Թողարկման պահին շուկայական արժեքը անվանական արժեքից կարող է լինել ցածր, հավասար կամ ավելի բարձր: Հետագայում պարտատոմսի շուկայական արժեքը որոշվում է, ելնելով վաճառքի պահին՝ պարտատոմսերի շուկայում և ընդհանրապես ֆոնդային շուկայում, ձևավորված իրավիճակից, ինչպես նաև պարտատոմսերով փոխառության երկու գլխավոր տարրերից:

1. Մարման պահին՝ պարտատոմսերի անվանական արժեքի ստացման հեռանկար (որքան մարման պահին մոտ է գնվում պարտատոմսը, այնքան բարձր է նրա շուկայական գինը):

2. Ամրագրված եկամտի կանոնավոր ստացման իրավունք (որքան բարձր է պարտատոմսի բերած եկամուտը, այնքան բարձր է նրա շուկայական գինը):
Պարտատոմսի շուկայական գինը կախված է նաև այլ պայմաններից, որոնցից կարևորագույնը ներդրման հուսալիությունն է (ռիսկի աստիճանը):
Քանի որ տարբեր պարտատոմսերի անվանական արժեքներն էապես տարբեր են իրարից, ապա պարտատոմսերի շուկայական գների համեմատական մեծության անհրաժեշտություն է առաջանում: Այդպիսի ցուցանիշ է հանդիսանում պարտատոմսի փոխարժեքը:
Պարտատոմսի փոխարժեքը, դա նրա շուկայական գինն է՝ պարտատոմսի անվանական արժեքի նկատմամբ տոկոսային արտահայտությամբ:

$$\Phi_{\eta} = \frac{\Phi_c}{U_{II}} \cdot 100$$

որտեղ՝

Φ_{η} - պարտատոմսի փոխարժեքն է

Φ_c - պարտատոմսի շուկայական գինն է

U_{II} - պարտատոմսի անվանական արժեքն է

Օրինակ, եթե 100000 դրամ անվանական արժեքով պարտատոմսը վաճառվում է 98500 դրամով, ապա նրա փոխարժեքը կազմում է 98,5%:

Արտասահմանյան գրականության մեջ բացի վերը թվարկվածից (անվանական և շուկայական արժեքներից), ներկայացվում է պարտատոմսի արժեքային և մեկ բնութագիր, դա նրա հետգնման գինն է, որով փոխառության ժամկետը լրանալուց հետո թողարկողը մարում է այն: Այդ գինը անվանականի նկատմամբ կարող է լինել՝ հավասար, ցածր կամ բարձր: ՀՀ օրենսդրությունը բացառում է այդ գնի գոյությունը: Այսինքն, պարտատոմսերը կարող են մարվել (հետ գնվել) միայն իրենց անվանական արժեքով:

2.2.4. Պարտատոմսով պայմանավորված տոկոսային եկամուտը և զեղչատոկոսը

Պարտատոմսերը, ինչպես մյուս արժեթղթերը, ֆոնդային շուկայում հանդիսանալով ներդրումների առարկա՝ իրենց տերերին եկամուտ են բերում:

Պարտատոմսերի ընդհանուր եկամուտը մեկ համախմբված մեծություն է, որը բաղկացած է հետևյալ տարրերից.

- պարբերաբար վճարվող տոկոսներից (արժեկտրոնային եկամուտ)
- պարտատոմսի գնման և վաճառքի/մարման տարբերությունից
- ստացված տոկոսների վերամերդրման արդյունքում գոյացած եկամուտից:

Դիտարկենք եկամտի վերը թվարկված տարրերը՝ առանձին-առանձին:

Պարտատոմսերն՝ ի տարբերություն բաժնետոմսերի, իրենց տիրոջը բերում են ամրագրված ընթացիկ եկամուտ: Այդ եկամուտն իրենից ներկայացնում է հաստատուն անուփստե², այսինքն, իրավունք է տալիս մի քանի տարիների ընթացքում որոշակի ամրագրված եկամուտ ստանալու: Որպես կանոն, պարտատոմսերի դիմաց տոկոսները վճարվում են տարեկան 1-2 անգամ և որքան հաճախ են վճարվում տոկոսները, այնքան մեծ է պարտատոմսով ստացվող եկամուտը, քանի որ ստացվող տոկոսային վճարները կարող են վերաներդրվել:

Պարտատոմսով ստացվող արժեկտրոնային եկամուտը կախված է առաջին հերթին պարտատոմսի հուսալիությունից, այլ կերպ ասած՝ նրանից, թե ով է թողարկողը: Որքան կայուն է թողարկող ընկերությունը և հուսալի պարտատոմսը, այնքան ցածր է առաջարկվող տոկոսը: Բացի այդ, գոյություն ունի կախվածություն պարտատոմսի տոկոսային եկամտի և շրջանառության ժամկետի միջև. որքան հեռու է մարման ժամկետը, այնքան բարձր պետք է լինի տոկոսը և հակառակը:

Խոսելով պարտատոմսի համախմբված եկամտի երկրորդ բաղկացուցիչ տարրի մասին, մենք նկատի ունենք այն պարտատոմսերը, որոնք գնվել են անվանական արժեքից ցածր գնով, այսինքն՝ *զեղչով (դիսկոնտով)*: Որպես այդպիսիք հանդես են գալիս գրոյական արժեկտրոնով պարտատոմսերը, որոնցից ստացված եկամուտը հավասար է նրանց վաճառքի գնի և անվանական արժեքի տարբերությանը: Ձեղչով պարտատոմսերի գնման և վաճառքի ժամանակ ամենակարևոր պահը պարտատոմսի վաճառքի գնի որոշումն է: Այլ խոսքով, ի՞նչ գնով պետք է վաճառել պարտատոմսն այսօր, եթե հայտնի է, թե ինչ գումար է սպասվում ապագայում (անվանական արժեքը) և ինչպիսին է եկամտաբերության բազային նորման (վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը):

Այս գնի հաշվարկը կոչվում է զեղչում, իսկ գինը՝ ապագա գումարի այսօրվա արժեքը:

Ձեղչումն իրականացվում է հետևյալ բանաձևով.

$$II_j = II \cdot \frac{1}{1 + \frac{TC}{100}},$$

որտեղ՝

Φ_{II} - զեղչով պարտատոմսի վաճառքի գինն է, դրամ

U_{II} - պարտատոմսի անվանական արժեքն է, դրամ

T - տարիների քանակը, որից հետո պարտատոմսը պետք է մարվի

C - վարկային տոկոսի չափը (նորման) կամ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, %

² Անուփստեությունը սահմանվում է նաև, որպես որոշակի ժամանակահատվածի ընթացքում, հաստատագրված պարբերականությամբ, վճարների համախումբ:

$$\frac{1}{1 + \frac{TC}{100}}$$

կազմում նրա վաճառքի գինը:

($U_1 - \Phi_2$) տարբերությունը զեղչն է և իրենից ներկայացնում է տվյալ տեսակի պարտատոմսից ստացվող եկամուտը:

Պարտատոմսի համախմբված եկամտի երրորդ տարրը՝ ստացված տոկոսների վերաներդրումից ստացվող եկամուտը, գոյություն ունի միայն այն դեպքում, եթե տոկոսների տեսքով պարտատոմսի ընթացիկ եկամուտը մշտապես վերաներդրվում է: Եկամտի այս տեսակը կարող է ունենալ զգալի մեծություն երկարաժամկետ պարտատոմսերի գնման դեպքում:

Պարտատոմսերի ընդհանուր կամ համախմբված եկամուտը սովորաբար ցածր է, քան այլ արժեթղթերինը: Դա առաջին հերթին բացատրվում է նրանով, որ պարտատոմսերը, համեմատած այլ տեսակի արժեթղթերի հետ, առավել հուսալի են: Պարտատոմսերից ստացվող եկամուտն ավելի քիչ է ենթարկված «պարբերական» տատանումներին և այնքան էլ կախված չէ շուկայի իրավիճակից, որքան բաժնետոմսերից ստացվող եկամուտը:

2.2.5. Պարտատոմսերի եկամտաբերությունը

Շուկայի մասնակիցներն իրենց գործունեության ընթացքում շատ հաճախ անհրաժեշտություն են զգում որոշելու պարտատոմսերով փոխառությունների ֆինանսական արդյունավետությունը (թողարկողի կողմից պարտատոմսերով փոխառությունների թողարկման ժամանակ նրանց բնութագրող մեծությունները որոշելիս և այլ դեպքերում): Վերջինս հանգում է պարտատոմսի եկամտաբերության որոշմանը:

Ընդհանուր առմամբ, եկամտաբերությունը հարաբերական ցուցանիշ է և իրենից ներկայացնում է մեկ միավոր ծախսին բաժին ընկնող եկամուտը: Պարտատոմսն ունենում է ընթացիկ եկամտաբերություն և լրիվ կամ վերջնական եկամտաբերություն:

Ընթացիկ եկամտաբերության ցուցանիշը բնութագրում է պարտատոմսի դիմաց ստացվող տարեկան (ընթացիկ) մուտքերը նրա ձեռքբերման ծախսերի նկատմամբ:

Պարտատոմսերի ընթացիկ եկամտաբերությունը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$E_c = S / \Phi_c$$

որտեղ՝

E_c - պարտատոմսի ընթացիկ եկամտաբերությունն է, %

S - տարեկան վճարվող տոկոսների գումարն է, դրամ

Φ_c - պարտատոմսի փոխարժեքը, որով այն ձեռք է բերվել, դրամ:

Օրինակ, A ներդրողը 11 000 դրամով ձեռք է բերել 10 000 դրամ անվանական արժեքով պարտատոմս: Արժեկտրոնային տոկոսադրույքը հավասար է տարեկան 50%: Տոկոսները վճարվում են մեկ անգամ տարվա վերջում: Երկու տարի հետո պարտատոմսը մարվելու է: Պարտատոմսի ընթացիկ եկամտաբերությունը համաձայն բանաձևի հավասար է.

$$\frac{5000}{11000} \cdot 100 = 45,5\%$$

Պարտատոմսի ընթացիկ եկամտաբերությունը նրա պարզագույն բնութագիրն է: Ներդրումներ կատարելու ժամանակ՝ օգտվելով միայն այս ցուցանիշից, հնարավոր չէ ընտրել ամենարդյունավետ պարտատոմսը, քանի որ նրա մեջ արտացոլված չէ եկամտի և մեկ աղբյուրը, այն է՝ պարտատոմսի տիրապետման ժամանակահատվածում նրա արժեքի փոփոխությունը: Այս պատճառով էլ զրոյական արժեկտրոնով պարտատոմսերի ընթացիկ եկամտաբերությունը հավասար է զրոյի, թեպետ նրանք զեղչի տեսքով եկամուտ են բերում:

Եկամտի երկու աղբյուրներն արտացոլված են վերջնական կամ լրիվ եկամտաբերության ցուցանիշում, որն իրենից ներկայացնում է պարտատոմսի ձեռք բերման մեկ միավոր ծախսին բաժին ընկնող լրիվ եկամուտը:

Վերջնական եկամտաբերության ցուցանիշը որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$E_{\text{վ}} = \frac{E_c + Q}{\Phi_c \cdot T} \cdot 100$$

որտեղ՝

$E_{\text{վ}}$ - պարտատոմսի վերջնական եկամտաբերությունն է, %

E_c - համախմբված տոկոսային եկամուտն է, դրամ

Q - զեղչի մեծությունն է, դրամ

Φ_c - պարտատոմսի փոխարժեքը, որով այն ձեռք է բերվել, դրամ

T - ներդրողի կողմից պարտատոմսի տիրապետման տարիների քանակն է:

Q զեղչի մեծությունը հավասար է պարտատոմսի անվանական արժեքի և նրա ձեռք բերման գնի տարբերությանը, եթե ներդրողը պարտատոմսը պահում է մինչև մարումը: Իսկ եթե ներդրողը վաճառում է պարտատոմսը մինչև մարումը, ապա Q -ն հավասար է վաճառքի և ձեռքբերման գների տարբերությանը:

Բերված օրինակում վերջնական եկամտաբերությունը հավասար կլինի (A ներդրողը մարում է պարտատոմսը փոխառության ժամկետը լրանալուց հետո).

$$E_{\text{վ}} = \frac{2 \cdot 5000 - 1000}{11000 \cdot 2} \cdot 100 = 40,9\%$$

Գոյություն ունեն պարտատոմսի վերջնական եկամտի հաշվարկման առավել բարդ մաթեմատիկական բանաձևեր:

Պարտատոմսի եկամտաբերության վրա ազդում են երկու կարևոր գործոններ: Դրանք են՝ սղաճը և հարկերը: Եթե պարտատոմսից ստացվող եկամուտը հավասար է տարեկան 4%, իսկ սղաճի մակարդակը՝ 3%, ապա իրական եկամտաբերությունը կկազմի 1%: Եթե սղաճի մակարդակը բարձրանա մինչև 4% և ավելի, ապա ներդրողներին՝ պարտատոմսերից 4% ամրագրված եկամուտ սպասող սեփականատերերին, ապագայում սպասվում է ունենալ զրոյական եկամուտ կամ նույնիսկ կորուստներ:

Այս պատճառով, սղաճի պայմաններում ներդրողները խուսափում են երկարաժամկետ պարտատոմսերում ներդրումներ կատարելուց (թեպետ թողարկողները հետաքրքրված են դրանցում), որպեսզի սեփական ներդրումների եկամտաբերությունը պահպանեն վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքին (կամ եկամտաբերության բազային տոկոսադրույքին) համաչափ մակարդակի վրա:

Հարկերը նույնպես փոքրացնում են պարտատոմսերից ստացվող եկամուտը, հետևաբար նաև եկամտաբերությունը:

Հաշվի առնելով այն ամենն, ինչ ասվեց վերևում, այս կամ այլ պարտատոմսի իրական եկամտաբերությունը պետք է հաշվարկել՝ եկամտից վճարվող հարկերի պահումները կատարելուց հետո, ինչպես նաև հաշվի առնելով սղաճի տեմպերը: Ներդրումներ կատարելու ժամանակ առավել արդյունավետ գործիքներ ընտրելիս անհրաժեշտ է համեմատել եկամտաբերության հատկապես այս ցուցանիշները:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է տալ պարտատոմսերի ընդհանուր բնութագիրը և ո՞րն է պարտատոմսի իրավաբանական բնորոշումը:
2. Որո՞նք են պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի միջև սկզբունքային տարբերությունները:
3. Որո՞նք են բաժնետիրական ընկերությունների կողմից պարտատոմսերի թողարկման կանոնները՝ համաձայն ՀՀ օրենսդրության:
4. Որո՞նք են պարտատոմսերի դասակարգման հատկանիշները:
5. Որո՞նք են պարտատոմսերի տեսակները և դրանց սահմանումները:
6. Ո՞րն է պարտատոմսերի արժեքային գնահատումը:
7. Ո՞րն է պարտատոմսի անվանական արժեքը:
8. Ո՞րն է պարտատոմսի շուկայական արժեքը և ինչպե՞ս է այն որոշվում:
9. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում պարտատոմսի փոխարժեքը և ինչպե՞ս է այն որոշվում:
10. Որո՞նք են պարտատոմսերի ընդհանուր եկամտի տարրերը:
11. Ո՞րն է զեղչով պարտատոմսի վաճառքի գնի բանաձևը:
12. Ինչպե՞ս կարելի է հաշվարկել պարտատոմսերի ընթացիկ եկամտաբերությունը:
13. Ինչպե՞ս կարելի է հաշվարկել պարտատոմսերի վերջնական եկամտաբերությունը:
14. Որո՞նք են պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող գործոնները:

2.3. Պետական արժեթղթեր

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել պետական արժեթղթերի էությունը, գործառնությունները, տեսակները, նկարագրել ՀՀ պետական արժեթղթերի շուկան, բնութագրել մունիցիպալ արժեթղթերը, ներկայացնել դրանց թողարկման և շրջանառության մեխանիզմը:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ պետական արժեթղթերի սահմանումը
- բնութագրել պետական արժեթղթերի գործառնությունները
- ներկայացնել պետական արժեթղթերի տեղաբաշխման ձևերը
- դասակարգել պետական արժեթղթերը
- թվարկել պետական արժեթղթերի հիմնական տեսակները Հայաստանում և մի քանի արտերկրներում
- նկարագրել Հայաստանի պետական արժեթղթերի շուկան, ներկայացնել դրա հիմնախնդիրները
- ներկայացնել ՊԿՊ-երի և ՊՄԱՊ -երի թողարկման պայմանները և կարգը ՀՀ-ում
- բնութագրել մունիցիպալ արժեթղթերը
- ներկայացնել մունիցիպալ արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության մեխանիզմը:

2.3.1. Ընդհանուր բնութագիր

Պետական արժեթղթերը (ՊԱ)՝ պարտքային արժեթղթեր են, որոնք թողարկվում են պետության կողմից, պետական ներքին պարտքի ձևերից մեկն են:

Պետական արժեթղթերի անվանումը: Թեև պետական արժեթղթերի բոլոր տեսակներն էլ, ըստ էության, հանդիսանում են պարտքային արժեթղթեր, այնուամենայնիվ գործնականում յուրաքանչյուր ՊԱ ունի իր սեփական անվանումը, որը թույլ է տալիս նրան տարբերվելու պարտատոմսերի այլ տեսակներից: Սովորաբար բացի «պարտատոմս» տերմինից կիրառվում են՝ «գանձապետական մուրհակ», «հավաստագիր», «փոխառություն» և այլ տերմիններ:

Պետական արժեթղթերի գործառնությունները: ՊԱ-ի թողարկումը շրջանառության մեջ կատարվում է հետևյալ հիմնական խնդիրների լուծման նպատակով.

- ոչ ինֆլյացիոն մեթոդներով *պետական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորում* (շրջանառության մեջ լրացուցիչ դրամ չթողարկելով), երբ՝
- որոշակի ամսաթվի դրությամբ բյուջեի ծախսերն ավելին են, քան նույն ամսաթվի դրությամբ նրա ունեցած միջոցները (դրամարկղային դեֆիցիտ)

- մեկ ամսվա կամ եռամսյակի ընթացքում եկամուտների մուտքն ավելի քիչ է, քան նույն ժամանակահատվածի համար բյուջեի ծախսերի ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ միջոցները (սեզոնային դեֆիցիտ)
 - տարվա արդյունքներով եկամուտների մուտքը բյուջե ավելի քիչ է, քան նրա ծախսերը և հաջորդ տարվա բյուջեի մուտքերի հաշվին այդ դեֆիցիտը չի ծածկվում (տարեկան դեֆիցիտ)
 - իրականացվում է բնակարանային շինարարության, ենթակառուցվածքային, սոցիալական ապահովության և այլ բնագավառների *նպատակային պետական ծրագրերի ֆինանսավորում*
 - *դրամավարկային քաղաքականության գործիք*՝ ազդեցություն դրամական զանգվածի, գների և սղաճի, ներդրումային ծախսերի և ուղղությունների, տնտեսական աճի, վճարային հաշվեկշիռի վրա և այլն
 - նախկինում թողարկված պետական արժեթղթերի մարում:
- Պետական արժեթղթերի առավելությունները:** Ցանկացած այլ արժեթղթերի և ակտիվների նկատմամբ, որպես կանոն, պետության արժեթղթերն ունեն երկու չափազանց կարևոր առավելություն: Նախ, դա ներդրված միջոցների համար հուսալիության ամենաբարձր հարաբերական մակարդակն է և համապատասխանաբար՝ հիմնական կապիտալի և դրամով պայմանավորված եկամուտների կորստի նվազագույն ռիսկը: Երկրորդը, այլ արժեթղթերի կամ կապիտալի ներդրման ուղղությունների հետ համեմատած՝ հարկման արտոնությունները: Հաճախ, պետական արժեթղթերով կատարվող գործարքները և նրանցից ստացված եկամուտները չեն հարկվում:
- Պետական արժեթղթերի տեղաբաշխումը սովորաբար իրականացվում է.
- *Կենտրոնական բանկի կամ ֆինանսների նախարարության միջոցով:* Թողարկվող պարտատոմսերի տեսակից կախված, հիմնական ներդրողներ են հանդիսանում. բնակչությունը, կենսաթոշակային և ապահովագրական ընկերություններն ու հիմնադրամները, բանկերը, ներդրումային ընկերություններն ու հիմնադրամները:
 - *Փաստաթղթային և ոչ փաստաթղթային ձևերով:* Առկա է ոչ փաստաթղթային պետական արժեթղթերի թողարկման մեծացման հստակ միտում:
 - *Տարատեսակ եղանակներով.* առևտուր սակարկությունների միջոցով, բոլոր ցանկացողներին սահմանված գներով ազատ պաճառք, որոշակի ներդրողների շրջանակներում փակ տարածում և այլն:
- Պետական արժեթղթերը պարտատոմսերի շուկայում առաջատար տեղ են գրավում: Պետական արժեթղթերի շուկայում առավել մեծ տեսակարար կշիռ են կազմում միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պարտատոմսերը, սակայն տարբեր երկրներում գոյություն ունի պետական արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների էական տարբերություններ (աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2. Պետական արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներ

	ԱՄՆ	Գերմանիա	Ճապոնիա
ԺԱ-ն ՉԱ-ի նկատմամբ տոկոսային արտահայտությամբ	30	28	40
Շուկայական ՊԱ-ի կառուցվածքը Ընդամենը.	100	100	100
Այդ թվում.			
կարճաժամկետ	22	3	3
միջնաժամկետ	60	36	5
երկարաժամկետ	18	61	92

Յուրաքանչյուր երկիր ունի պետական արժեթղթերի շուկայի ձևավորված սեփական պատմությունն ու փորձը, որն արտացոլվում է թողարկվող պետական պարտատոմսերի ձևերում և տեսակներում, պարտատոմսերի ազգային շուկայի և նրա մասնակիցների մասշտաբներում, պարտատոմսերի տեղաբաշխման կարգով և հարկման առանձնահատկություններով և այլն: Այս պատճառով պետական արժեթղթերի հայկական շուկան չի կարող կառուցվել մեկ առանձին վերցված երկրի շուկայի օրինակով, դա կլինի ԱՄՆ, Գերմանիան կամ ցանկացած այլ երկիր: Հավանաբար, ճիշտ չէ նաև այդ հարցի նկատմամբ էկլեկտիկ մոտեցումն, այն առումով, որ վերցնել յուրաքանչյուր երկրից «առավել լավը», քանի որ տնտեսության մեջ ամեն ինչ փոփոխապակցված է: Հայկական պետական արժեթղթերը մի կողմից, պետք է լինեն հայրենական շուկայի իրական վիճակին համապատասխան, իսկ մյուս կողմից՝ արտացոլեն բազմաթիվ երկրների համար ընդհանուր, ժամանակի ընթացքում ճշտված, պետական արժեթղթերի շուկայի գործունեության տնտեսական հիմունքներն ընդհանրապես և նրա ժամանակակից նորամուծությունները:

ՀՀ պետական արժեթղթերի շուկայի հիմնական խնդիրներն են՝

- *Պետական արժեթղթերի կարճաժամկետ բնույթը:* Պետական պարտատոմսերի մարման ժամկետը սովորաբար կազմում է մեկ տարի և ավելի պակաս: Կանոնավոր շուկայական իրավիճակում պետական արժեթղթերը հիմնականում ունեն միջին և երկարաժամկետ բնույթ:
- Պետական արժեթղթերի նկատմամբ թերհավատությունը:
- *Բնակչության դրամական ազատ միջոցների ներգրավման անհրաժեշտությունը պետական արժեթղթերի շուկա, որի արդյունքում մասնավոր անձինք ստանում են սեփական միջոցները սղաճից պաշտպանելու հնարավորություն:*

2.3.2. Պետական արժեթղթերի տեսակները

Կախված այն բանից, թե ինչ չափանիշով են դասակարգվում պետական արժեթղթերը, գոյություն ունեն մի քանի խմբավորումներ.

Ըստ թողարկողի.

- կենտրոնական կառավարության
- տեղական ինքնակառավարման մարմինների
- պետական հիմնարկների
- պետական արժեթղթերի կարգավիճակով:

Ըստ շրջանառության ձևի.

- շուկայական արժեթղթեր
- ոչ շուկայական արժեթղթեր:

Ըստ շրջանառության ժամկետների.

- կարճաժամկետ
- միջնաժամկետ
- երկարաժամկետ:

Ըստ եկամուտների վճարման.

- տոկոսային արժեթղթեր (տոկոսադրույքը կարող է լինել՝ հաստատագրված, լողացող, աստիճանային և այլն)
- զեղչատոկոսով, երբ պարտատոմսերը տեղաբաշխվում են անվանական արժեքից ցածր
- ինդեքսավորվող
- շահող
- համախմբված, երբ եկամուտները վճարվում են վերը թվարկված ձևերից մեկով:

Պետական արժեթղթերի հիմնական տեսակները Հայաստանում և մի քանի արտերկրում բերված են աղյուսակում:

Շրջանառության ժամկետը Թողարկողները	Կարճաժամկետ	Միջնաժամկետ	Երկարաժամկետ
Ա Մ Ն			
1. Իշխանության մարմիններ			
1.1. Շուկայական արժեթղթեր	Գանձապետական մուր- հակներ (մինչև 1 տարի)	Գանձապետական նոթեր (2-10 տարի)	Գանձապետական բոնդեր (20-30 տարի)
1.2. Ոչ շուկայական արժեթղթեր	-	Խնայողական պարտա- տոմսեր (2-10 տարի)	-
2. Իշխանության մունիցիպալ մարմիններ (նահանգներ, քաղաքապետարաններ և այլն)	Կարճաժամկետ մուրհակներ (մինչև 1 տարի)	Կարճաժամկետ և միջնա- ժամկետ պարտատոմսեր (1-ից 9 տարի)	Երկարաժամկետ պարտատոմսեր (20 տարուց ավելի)
3. Կառավարության հետ կապ- ված կազմակերպություններ	-	Ասիական զարգացման բանկի, Ֆերմերային համակարգի վարկի պարտատոմսեր և այլն	
Գ Ե Ր Մ Ա Ն Ի Ա			
1. Իշխանության մարմիններ			
1.1. Շուկայական արժեթղթեր	Գանձապետական հավա- ստագրեր (6 ամսից մինչև 2 տարի)	Ֆեդերալ պարտատոմսեր (5 տարի)	ԳՖՀ արտատոմսեր (30 տարի)
1.2. Ոչ շուկայական արժեթղթեր	-	Գանձապետական պարտավորություններ (1- 2 տարի) Խնայողական պարտատոմսեր (6-7 տարի)	-
2. Իշխանության մունիցիպալ մարմիններ	-	Քաղաքների և երկրամասերի պարտքային հավաստագրեր և պարտատոմսեր (1-10 տարի)	
3. Կառավարության հետ կապ- ված կազմակերպություններ	-	Փոստային և երկաթուղային ֆեդերալ ծառայու- թյունների պարտքային հավաստագրեր և պարտատոմսեր	
Ե Ա Պ Ո Ն Ի Ա			
1. Կենտրոնական կառավարություն	Գանձապետական մուր- հակներ (3-6 ամիս)	Միջնաժամկետ պարտա- տոմսեր (2-5 տարի)	Երկարաժամկետ պարտատոմսեր (10-20 տարի)
2. Իշխանության մունիցիպալ մարմիններ	-	Քաղաքների, պրեֆեկտու- րաների պարտատոմսեր	
3. Կառավարության հետ կապ- ված կազմակերպություններ	-	Կառավարության հետ կապված ձեռնարկու- թյունների և կազմակեր- պությունների պարտատոմսեր	-
Ռ ՈՒ Մ Ս Ս Տ Ն			
1. Իշխանության մարմիններ	Պետական կարճաժամկետ առանց արժեկտրոնի պարտա- տոմսեր (ՊԿՊ)	Ֆեդերալ փոխառության պարտատոմսեր	Պետական երկարաժամկետ պարտատոմսեր
	Գանձապետական պարտավորություններ	Ներքին արտարժույթային փոխառության պարտատոմսեր	
		Խնայողական փոխա- ռության պարտատոմսեր	
2. Իշխանության մունիցիպալ մարմիններ	Մունիցիպալ կարճաժամ- կետ առանց արժեկտրոնի պարտատոմսեր	Մունիցիպալ միջնաժամկետ պարտատոմսեր	-
	Մունիցիպալ մուրհակներ	Մունիցիպալ բնակա-	

		րանային սերտիֆիկատներ	
ՀԱՅԱՍՏԱՆ			
1.ՀՀ ֆինանսների նախարարություն	Պետական կարճաժամկետ պարտատոմսեր (մինչև 1 տարի)	Պետական միջնաժամկետ պարտատոմսեր (1-ից 5 տարի)	-
	Պետական արժեկտրոնային պարտատոմսեր (մինչև 1 տարի)	Պետական միջնաժամկետ, մանակի մարմամբ պարտատոմսեր (1-ից 5 տարի)	
	Գանձապետական մուրհակ (մինչև 1 տարի)		

2.3.3. Հայաստանի պետական արժեթղթերի շուկա

Պետական արժեկտրոնային պարտատոմսեր

Հայաստանը, անկախություն ձեռքբերման օրվանից, առաջին անգամ պետական արժեթղթերի թողարկում իրականացրեց 1994թ. աշնանը, երբ ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից թողարկվեց պետական արժեկտրոնային պարտատոմսեր: Թողարկումը, ըստ էության, նպատակ ուներ արժեթղթավորելու ՀՀ Կառավարության պարտքը ՀՀ Կենտրոնական բանկին և ուներ հետևյալ չափանիշները՝

- թողարկման ժամկետը՝ մեկ տարի
- թողարկման ծավալը՝ 300 մլն
- անվանական արժեքը՝ 100.000, 200.000 և 500.000 դրամ
- թողարկման ձևը՝ թղթային
- տնօրինման ձևը՝ ըստ ներկայացնողի
- առաջնային տեղաբաշխումը՝ ամբողջությամբ գնվել է ՀՀ ԿԲ կողմից
- սահմանափակումներ պոտենցիալ գնորդների նկատմամբ՝ ֆիզիկական անձինք
- եկամտաբերությունը՝ 144%
- եկամտի վճարումը՝ արժեկտրոնային
- եկամտի վճարման հաճախականությունը՝ կիսամյակային:

Թողարկումն ամբողջությամբ առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ գնելով, ՀՀ ԿԲ-ն կազմակերպեց այդ արժեթղթերի իրացման բաց աճուրդ, որի ժամանակ բանկերը կարող էին ներկայացնել իրենց առաջարկները: Աճուրդի ժամանակ գնելով, հետագայում, բանկերը կարող էին իրացնել դրանք այլ իրավաբանական անձանց: Պարտատոմսով նախատեսված եկամուտը վճարվում էր բանկերի միջոցով՝ պարտատոմսի ներկայացմամբ, որի վրա տպագրված էր արժեկտրոնը:

Գանձապետական մուրհակներ

Թողարկվել է ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից և վավերացնում էր պետության պարտքը, հիմնականում, բյուջետային կազմակերպությունների նկատմամբ: Նպատակ ուներ առանց բյուջեից գումարների ծախսման, կատարել հաշվանցումներ: Մուրհակով եկամուտ նախատեսված չէր, սակայն այն կարելի էր հաշվանցել բյուջեի նկատմամբ ունեցած պարտքերի դիմաց և սովորաբար հաշվանցվում էր մինչև մարման ժամկետը: Քանի որ պետության կողմից մուրհակների դիմաց գումարներ չէր վճարվում, ուստի շատ արագ զարգացավ դրանց երկրորդային շուկան, քանի որ այն անձինք, ովքեր բյուջեի նկատմամբ ունեին պարտքեր, երկրորդային շուկայից զեղչով գնում էին մուրհակները և հաշվանցում իրենց պարտքը:

Պետական (Գանձապետական) կարճաժամկետ պարտատոմսեր

1994թ. սկզբին, ՀՀ Կենտրոնական բանկը ձեռնամուխ եղավ Հայաստանում ժամանակակից պետական արժեթղթերի շուկայի ստեղծման ծրագրի իրագործմանը: Այդ արժեթղթերը թույլ կտային հրաժարվել ՀՀ ԿԲ կողմից ՀՀ Կառավարության վարկավորման գաղափարից, այսինքն ֆինանսավորել պետական բյուջեի դեֆիցիտը՝ ոչ ինֆլյացիոն մեթոդներով, ինչպես նաև պետք է ծառայեին որպես դրամավարկային քաղաքականության գլխավոր գործիքներից մեկը: Մեկամյա աշխատանքներից հետո, որի ժամանակ ուսումնասիրվեց նմանատիպ արժեթղթեր ունեցող բազմաթիվ երկրների փորձը, մշակվեց և ՀՀ Կենտրոնական բանկի ու ՀՀ ֆինանսների նախարարության հետ համատեղ հաստատվեց, Պետական (Գանձապետական) կարճաժամկետ պարտատոմսերի (ՊԿՊ) շուկայի լիարժեք աշխատանքն ապահովող փաստաթղթերի փաթեթ, որը կարգավորում էր մասնակիցների միջև իրավական հարաբերությունները ողջ սպեկտրը, ՊԿՊ տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման ընթացակարգերը, ավանդատան աշխատանքը և այլն:

ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը ՊԿՊ թողարկումների միջոցով իրականացնում է երկու նպատակ. ա)պետական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորում; բ)նախկինում թողարկված պարտատոմսերի մարում: Իր հերթին ԿԲ-ն ստանում է դրամավարկային քաղաքականության լավագույն գործիք:

ՀՀ Կենտրոնական բանկն ապահովում է ՊԿՊ-ի շուկայի գործունեության կազմակերպչական կողմը: Սա նշանակում է, որ Բանկն իրականացնում է պարտատոմսերի տեղաբաշխումն ու մարումը, անհրաժեշտ փաստաթղթերի նախապատրաստումն ու դրամական միջոցների փոխանցումը ՀՀ ֆինանսների նախարարության հաշվի վրա: Բացի դրանից, ՊԿՊ շուկայում Կենտրոնական բանկն ակտիվորեն գործում է որպես **դիլեր**, որը նրան հնարավորություն է ընձեռում նպատակաուղղված տնտեսական ազդեցություն ունենալ շուկայի վրա՝ Կենտրոնական բանկի կողմից վարվող ընթացիկ դրամավարկային քաղաքականությանը համապատասխան: Միաժամանակ, Բանկը շուկայում իրականացվող գործարքներից շահույթ ստանալու նպատակ չի հետապնդում: Կենտրոնական բանկը կողմնորոշված է ՊԿՊ-ի շուկան բնութագրող մի շարք ցուցանիշներ պահպանելու որոշակի մակարդակի վրա, օրինակ՝ իրացվելիությունը, եկամտաբերության կառուցվածքը, քանի որ դրանցով է որոշվում, թե ներդրողների համար որքանով է գրավիչ պետական պարտատոմսերի շուկան: Կենտրոնական բանկն իր վերստուգիչ ֆունկցիան իրականացնում է

միայն այնքանով, որքանով որ դա անհրաժեշտ է ապահովելու համար ՊԿՊ-ի շուկայի կայուն, անխափան և, որոշ իմաստով, արդարացի զարգացումն ու աշխատանքը:

Որպես դիլեր հանդես են գալիս առևտրային բանկերը, ֆինանսական ընկերությունները, բրոքերային գրասենյակները, որոնք ՊԿՊ-ի շուկայում հետապնդում են իրենց հաճախորդների սպասարկման և իրենց սեփական միջոցների ներդրման նպատակները: Որպես հաճախորդներ հանդես են գալիս ռեզիդենտ և ոչ ռեզիդենտ, իրավաբանական և ֆիզիկական անձինք:

ՊԿՊ թողարկման հիմնական պայմաններն են՝

- Պարտատոմսեր թողարկվում են ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից՝ Հայաստանի Հանրապետության անունից՝ համաձայն ՀՀ օրենսդրության, և ապահովված են պետության ողջ ունեցվածքով:
- ՀՀ ԿԲ-ն հանդիսանում է ՊԿՊ տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման գործակալ: ՊԿՊ առաջնային և երկրորդային շուկաների սպասարկման նպատակով ՀՀ ԿԲ-ն հանդես է գալիս որպես հաշվարկային համակարգ և պահառու, վերահսկում է ենթապահառուներին:
- Պարտատոմսերի եկամուտ է համարվում ձեռքբերման և մարման (վաճառքի) տարբերությունը:
- Պարտատոմսերը կարող են ձեռք բերվել իրավաբանական և ֆիզիկական, ռեզիդենտ և ոչ ռեզիդենտ անձինք:
- ՊԿՊ սեփականության իրավունքը ձեռք է բերվում նրա սեփականատիրոջը պահառուի կամ ենթապահառուների գրանցման գրքում (դեպո հաշիվներին) գրանցելուց հետո:
- ՀՀ ԿԲ-ն և թողարկողի ու ՀՀ ԿԲ կողմից համատեղ ընտրված դիլերները իրականացնում են գործարքների գրանցումները, ՊԿՊ հաշվառումը, հաշիվների վարումն ու վերահսկումը: (Այդ նպատակի համար ընտրված են շուրջ երեսուն դիլերներ, որոնցից յոթը հանդիսանում են ՀՀ ներքին պետական պարտքի կառավարման գործընկերներ):

Թողարկման կարգը: Պարտատոմսերի տեղաբաշխումը իրականացվում է թողարկողի հանձնարարությամբ, ՀՀ ԿԲ կողմից կազմակերպվող փակ աճուրդների միջոցով: Թողարկողը ՊԿՊ տեղաբաշխման աճուրդի անցկացման օրվանից ոչ ուշ քան յոթ օր առաջ Բանկին է փոխանցում աճուրդի կազմակերպման հրամանը: Թողարկման մասին որոշման ընդունման ժամանակ սահմանվում է թողարկման օրը, ծավալը, թողարկման հերթական համարը, ժամկետայնությունը, մարման օրը, պոտենցիալ գնորդներին ներկայացվող սահմանափակումները և ոչ մրցակցային հայտերի ծավալը:

Յուրաքանչյուր թողարկում ձևակերպվում է Գլոբալ հավաստագրով՝ երկու բնօրինակից, որոնցից մեկը պահվում է Թողարկողի մոտ, իսկ մյուսը՝ ՀՀ ԿԲ-ում:

Աճուրդի անցկացման օրը, աճուրդի մասնակիցները ժամը 10.00-ից մինչև 10.30-ը ներկայացնում են ՊԿՊ գնման երկու հայտ: Առաջին հայտն ընդգրկում է ՊԿՊ գնման վերաբերյալ Աճուրդի մասնակիցների սեփական առաջարկությունները, մյուս հայտը՝ ներդրողների առաջարկությունները: Աճուրդին ներկայացվում են մրցակցային և ոչ մրցակցային առաջարկություններ: Մրցակցային առաջարկության մեջ նշվում է ՊԿՊ այն ծավալը, որ գնորդները ցանկանում են ձեռք բերել աճուրդի ժամանակ և այն գինը, որով գնորդները պատրաստ են ձեռք բերել ՊԿՊ այդ ծավալը: Աճուրդին ներկայացված յուրաքանչյուր ոչ մրցակցային առաջարկության մեջ նշվում է այն գումարը, որի չափով գնորդը ցանկանում է ՊԿՊ ձեռք բերել՝ աճուրդում ձևավորված միջին կշռված գնով (միջին կշռված եկամտաբերությամբ): Հայտերը կարող են ներկայացվել ինչպես փակ ծրարով, այնպես էլ էլեկտրոնային հաղորդագրության միջոցով: Փակ ծրարով ներկայացված հայտերը գցվում են աճուրդի համար նախատեսված հատուկ արկղը: Էլեկտրոնային հաղորդակցության միջոցով ուղարկված հայտերն ուղարկվում են ԿԲ կողմից միայն աճուրդի համար նախատեսված հասցեով: Ժամը 10.30-ից հետո հայտեր չեն ընդունվում: 10.30-ից ՀՀ ԿԲ և ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից ստեղծված հանձնաժողովը սկսում է հայտերի բացումը, ստուգում հայտերի ձևակերպման ճշտությունը: Հայտերի հավաքագրման արդյունքում կազմվում է հավաքական տեղեկագիր և փոխանցվում թողարկողին: Մինչև աճուրդի անցկացման օրվա ժամը 12.00-ը թողարկողը որոշում է ՊԿՊ վաճառքի նվազագույն սահմանը և աճուրդի միջին կշռված գինը՝ թողարկման ծավալի սահմաններում (առաջինն ընդունվում են ամենացածր եկամտաբերությամբ առաջարկությունները՝ մինչև աճուրդին ներկայացված ծավալի վերին սահմանը և, եթե այդ գնով առաջարկությունները միակը չեն, ապա տեղաբաշխումը կատարվում է համամասնորեն: (Ոչ մրցակցային հայտերը բավարարվում են առաջնահերթորեն):

Երկրորդային շուկա: Երկրորդային շուկայում ՊԿՊ շրջանառությունն իրականացվում է առուծախի պայմանագրի կնքման միջոցով, առևտրային համակարգում սակարկությունների անցկացման ձևով, ինչպես նաև ՀՀ օրենսդրությամբ թույլատրված այլ ձևերով: Երկրորդային շուկայում կայացած գործարքների ձևակերպումը իրականացվում է առաքում վճարման դիմաց սկզբունքով:

Պետական (Գանձապետական) միջնաժամկետ մասնակի մարումներով արժեկտրոնային

պարտատոմսեր

Պետական միջնաժամկետ մասնակի մարումներով արժեկտրոնային պարտատոմսերը (ՊՄԱՊ) թողարկվում են ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության կողմից՝ ՀՀ անունից և ապահովված են պետության ամբողջ գույքով: ՊՄԱՊ տեղաբաշխումն իրականացվում է փակ աճուրդի միջոցով, որը կազմակերպում է ՀՀ ԿԲ-ն ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության (ՀՀ Ֆևեն) հանձնարարությամբ: ՊՄԱՊ առաջնային տեղաբաշխման աճուրդներին կարող են մասնակցել Դիլերներ, որոնց հետ ՀՀ ԿԲ և ՀՀ Ֆևեն նախարարությունը պայմանագիր է կնքել:

ՊՄԱՊ վաճառվում են անվանական արժեքի նկատմամբ զեղչատոկոսով կամ հավելավճարով և մարվում անվանական արժեքով: ՊՄԱՊ թողարկվում են 15 ամսից 5 տարի մարման ժամկետով, ոչ փաստաթղթային ձևով: ՊՄԱՊ արժեկտրոնային եկամուտը վճարվում է եռամսյակային, կիսամսյակային կամ տարեկան պարբերականությամբ: Արժեկտրոնով եկամուտի վճարումն իրականացվում է յուրաքանչյուր երրորդ ամսի (վեցերորդ ամսի կամ հաջորդ տարվա) համապատասխան օրը:

Յուրաքանչյուր արժեկտրոնի վճարման հետ իրականացվում է պարտատոմսերի մասնակի մարում: Մասնակի մարումն իրականացնելուց հետո նույն չափով նվազեցվում է պարտատոմսերի անվանական արժեքը:

Յուրաքանչյուր մասնակի մարումից հետո արժեկտրոնի եկամուտը հաշվարկվում է շրջանառության մեջ գտնվող ծավալի նկատմամբ: Մասնակի թողարկման ծավալը որոշում է ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը, որը ամրագրվում է համապատասխան հրամանով: Մեկ մասնակի մարման ծավալը չի կարող լինել թողարկմանը նախորդող տարվա միջին օրական մուտքերի 50%-ից ավելի: Մեկ տարվա ընթացքում կարող է իրականացվել առավելագույնը 12 թողարկում, իսկ մեկ ամսվա ընթացքում՝ 2: Պարտատոմսերից ստացված եկամուտ է համարվում ձեռք բերման և մարման (վաճառքի) գների տարբերության և արժեկտրոնից ստացված եկամուտներից գումարը: ՀՀ Կենտրոնական բանկը հանդիսանում է ՊՍԱՊ տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման գործակալ: ՊՍԱՊ առաջնային և երկրորդային շուկաների սպասարկման նպատակով ՀՀ ԿԲ-ն հանդես է գալիս որպես Հաշվարկային համակարգ և Պահառու, վերահսկում է ենթապահառուներին: ՀՀԿԲ-ն և Դիլերներն իրականացնում են գործարքների գրառումները, պարտատոմսերի հաշվառումը, հաշիվների վարումն ու վերահսկումը:

Պետական միջնաժամկետ պարտատոմսեր

1998 թվականին ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից թողարկվեցին ՀՀ պետական միջնաժամկետ պարտատոմսեր, որոնց հիմնական նպատակն էր ՀՀ Կառավարության՝ ՀՀ ԿԲ հանդեպ պարտքի արժեթղթավորումը, ինչպես նաև ՀՀ ԿԲ համար նոր դրամավարկային քաղաքականության գործիքի ստեղծում: Թողարկվել է ութ թողարկում՝ 20-25% հաստատագրված եկամտաբերությամբ, ընդամենը 18մլրդ ծավալով: Թողարկման ամբողջ ծավալը գնվել է ՀՀ ԿԲ կողմից:

2.3.4. Տեղական ինքնակառավարման մարմինների արժեթղթեր

Տեղական ինքնակառավարման մարմինների (մունիցիպալ) արժեթղթերը, տեղական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման կամ արտաբյուջետային նպատակների համար, տեղական ինքնակառավարման մարմինների կողմից թողարկված արժեթղթերն են:

Նպատակները: Իշխանության տեղական մարմինները կարող են ներգրավել լրացուցիչ ֆինանսական միջոցներ ցանկացած նպատակների համար, որոնք խմբավորվում են հետևյալ կերպ.

- տեղական բյուջեի ժամանակավոր դեֆիցիտի ծածկում
- անշահութաբեր օբյեկտների ֆինանսավորում, որոնք պահանջում են միանվագ խոշոր միջոցներ, որը տարեկան բյուջեն իր տրամադրության տակ չունի
- սոցիալական նշանակությամբ օբյեկտների (դպրոցներ, հիվանդանոցներ, թանգարաններ, գրադարաններ և այլն) շինարարություն, վերակառուցում և վերանորոգում
- տեղական ենթակառուցվածքային օբյեկտների (ճանապարհներ, կամուրջներ, ջրային համակարգ և այլն) շինարարություն, վերակառուցում և վերանորոգում
- շահութաբեր նախագծերի ֆինանսավորում, որոնցում կատարված ներդրումները փոխհատուցվում են մի քանի տարվա ընթացքում՝ ստացված շահույթի հաշվին
- բնակարանային շինարարության, վերանորոգման և վերակառուցման նախագծերի ֆինանսավորում, որպես կանոն հիմնված լինելով նրանց ինքնաձեռնաօգնության վրա, այսինքն կատարված ծախսերը փոխհատուցվում են կառուցված բնակարանային ողջ ֆոնդի կամ նրա մի մասի վաճառքից ստացված հասույթով:

Մունիցիպալ փոխառությունների ձևերը: Գոյություն ունի մունիցիպալ փոխառությունների երկու գլխավոր ձև.

1. Մունիցիպալ արժեթղթերի թողարկում:
2. Վարկեր:

Սովորաբար մունիցիպալ արժեթղթերը թողարկվում են մունիցիպալ պարտատոմսերի և հազվադեպ՝ մուրհակների, տեսքով:

Վարկերը կարող են տրամադրվել ա)բյուջեի գծով՝ վերադաս բյուջեներից բյուջետային վարկեր: բ)առևտրային բանկերի կողմից: Երկրորդ դեպքում իշխանության տեղական մարմիններին տրամադրվող վարկը սովորաբար չի տարբերվում այլ ձեռնարկություններին և կազմակերպություններին տրվող նման վարկերից:

Փոխառության ձևն ընտրելիս որոշիչ նշանակություն ունի՝ մի կողմից նրա արժեքը, այսինքն այն վճարը, որը իշխանության տեղական մարմինը պետք է վճարի ներգրավվող ռեսուրսների համար, իսկ մյուս կողմից՝ կապիտալի շուկայում ֆինանսական ռեսուրսների անհրաժեշտ քանակության առկայությունը:

Համաշխարհային պրակտիկայում մունիցիպալ արժեթղթերի թողարկումը հանդիսանում է մունիցիպալ փոխառության հիմնական ձևը, քանի որ դա ավելի էժան է, քան առևտրային բանկերում վարկ վերցնելը, այդ արժեթղթերի նկատմամբ հարկային արտոնությունների հաշվին:

Իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց համար հարկման հարցերի, ինչպես նաև թողարկման և շրջանառության կարգի տեսանկյունից, մունիցիպալ արժեթղթերն ունեն պետական արժեթղթերի կարգավիճակ:

Ներդրողները: Մունիցիպալ արժեթղթերի հիմնական ձեռքբերողներ են հանդիսանում. տեղի բնակչությունը, առևտրային բանկերը, ապահովագրական և կենսաթոշակային ֆոնդերը, այլ ձեռնարկություններ և կազմակերպություններ:

Եկամտաբերությունը և հուսալիությունը: Նշված արժեթղթերի ձեռքբերումը ներդրողներին գրավում է երկու հիմնական պատճառով.

1. հարկային արտոնությունների հաշվին նրանց առավել բարձր վերջնական եկամտաբերությունը՝ բանկային ավանդների համեմատությամբ.
 2. այս արժեթղթերի առավել բարձր հուսալիությունը՝ բանկերում կամ բաժնետիրական ընկերությունների արժեթղթերում ազատ դրամական միջոցների տեղաբաշխման համեմատությամբ:
- Մունիցիպալ արժեթղթերի համար երաշխիք են հանդիսանում. բյուջեի համապատասխան եկամուտներն ամբողջությամբ վերցրած կամ նրանց որոշակի տեսակները, մունիցիպալ գույքը կամ ներդրումային նախագծերի իրացումից ստացվող եկամուտները, որոնց համար թողարկվել են մունիցիպալ պարտատոմսերը:

Թողարկման և շրջանառության մեխանիզմը: Մունիցիպալ փոխառության և նրա թողարկման ձևի մասին որոշումը՝ սովորաբար մունիցիպալ պարտատոմսերի տեսքով, ընդունում է տեղական ինքնակառավարման

մարմինը: Մունիցիպալ պարտատոմսերով փոխառության տեղաբաշխումն իրականացվում է մեկ կամ մի քանի այդ նպատակով լիազորված, առևտրային բանկերի կամ այլ առևտրական կազմակերպությունների միջոցով: Մունիցիպալ փոխառությունների տեղաբաշխման համար նման միջնորդների ընտրությունը պետք է իրականացվի մրցույթի հիման վրա՝ հաշվի առնելով իշխանության տեղական մարմինների կողմից պարտատոմսերի թողարկման և շրջանառության համար կատարվող ծախսերի նվազեցումը: Լիազորված բանկը (կամ բանկերը) իր բաժանմունքների, այլ բանկերի բաժանմունքների կամ այլ ֆինանսական ընկերությունների միջոցով, որոնց հետ նա իր հերթին կնքում է մունիցիպալ փոխառության տեղաբաշխման պայմանագրեր, իրացնում է մունիցիպալ պարտատոմսերը նրանց վերջնական տիրապետողներին, առաջին հերթին բնակչությանը, տարբեր ֆինանսական հիմնադրամներին և այլն: Սովորաբար մունիցիպալ պարտատոմսերը հանդիսանում են ազատ շրջանառվող արժեթղթեր, այսինքն դրանց տիրապետողները՝ պարտատոմսով փոխառության թողարկմամբ սահմանված ողջ ժամանակահատվածում, կարող են ազատ վաճառել և զմեկ պարտատոմսերն արժեթղթերի բորսայական և արտաբորսայական շուկաներում: Ժամկետը լրանալուց հետո պարտատոմսերը հետ են գնվում (մարվում են) թողարկողի կողմից՝ իրենց անվանական արժեքով (համապատասխան եկամտի վճարմամբ, եթե դա նախատեսված է փոխառության պայմաններով):

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ո՞րն է պետական արժեթղթերի սահմանումը:
2. Որո՞նք են պետական արժեթղթերի գործառնությունները:
3. Որո՞նք են պետական արժեթղթերի տեղաբաշխման ձևերը:
4. Որո՞նք են պետական արժեթղթերի հայկական շուկայի հիմնական խնդիրները:
5. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել պետական արժեթղթերը:
6. Որո՞նք են պետական արժեթղթերի հիմնական տեսակները Հայաստանում և մի քանի արտերկրներում:
7. Ինչպե՞ս կարելի է նկարագրել Հայաստանի պետական արժեթղթերի շուկան՝
 - պետական արժեթղթերի պարտատոմսերի
 - **զանծապետական մուրհակների**
 - պետական (զանծապետական) կարճաժամկետ պարտատոմսերի (ՊԿՊ)
 - պետական միջնաժամկետ մասնակի մարումով պարտատոմսերի:
8. Որո՞նք են ՊԿՊ-երի թողարկման պայմանները ՀՀ-ում:
9. Ինչպիսի՞ն է ՊԿՊ-երի թողարկման կարգը ՀՀ-ում:
10. Որո՞նք են ՊՄԱՊ-երի թողարկման պայմանները ՀՀ-ում:
11. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել պետական միջին ժամկետային պարտատոմսերը ՀՀ-ում:
12. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել տեղական ինքնակառավարման մարմինների (մունիցիպալ) արժեթղթերը:
13. Որո՞նք են մունիցիպալ փոխառությունների ձևերը:
14. Ովքե՞ր են մունիցիպալ արժեթղթերի հիմնական ձեռք բերողները և ի՞նչ պատճառներով են այդ արժեթղթերը գրավում ներդրողներին:
15. Ո՞րն է մունիցիպալ արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության մեխանիզմը:

2.4. Մուրհակ

Թեմայի նպատակն է՝ նկարագրել մուրհակի ստեղծման պատմությունը, բացատրել մուրհակների շրջանառության նշանակությունը, մուրհակի հասկացությունը, կազմումը և պարտադիր վավերապայմանները, մուրհակների տեսակները, մուրհակի փոխանցագրումը և բողոքարկումը, ներկայացնել մուրհակներով բանկի գործառնությունները:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Դասախոսության ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան

- ներկայացնել մուրհակի ստեղծման պատմությունը
- բացատրել մուրհակների շրջանառության նշանակությունը
- բնութագրել մուրհակի տեսակները
- պատկերել փոխանցվող մուրհակը
- ներկայացնել և բնութագրել մուրհակի վավերապայմանները
- բնութագրել փոխանցագիրը և դրա ձևը, մուրհակային երաշխավորագիրը (ավալը)
- բնութագրել **փոխանցվող մուրհակի հոժարագիրը (ակցեպտը)**
- ներկայացնել մուրհակի բողոքարկման կարգը
- թվարկել և բնութագրել բանկերի կողմից մուրհակներով գործառնությունները
- թվարկել հաճախորդի վարկունակությունը գնահատելու համար բանկերի կողմից պահանջվող փաստաթղթերը:

2.4.1. Ներածություն

Մուրհակի ստեղծման պատմությունը: Մուրհակը հաշվարկման հնագույն գործիքներից մեկն է, և նրա ստեղծման պատմությունը սկսվում է հեռու անցյալից: Հայտնի է, որ մուրհակների շրջանառության տարրերն ի հայտ են եկել դեռևս միջնադարում (XII-XIV դարեր): Միջին դարերում հաշվարկման նոր գործիքի հայտնվելը մուրհակային իրավունքի պատմության մի շարք մասնագետներ պայմանավորում են միջնադարի առևտրականների գործունեության ընթացքում առաջացած դրամական միջոցներին փոխարինող նոր գործիքի ստեղծման անհրաժեշտությամբ: Տարբեր տեղափոխությունների ժամանակ նրանք ձգտում էին պահպանել

իրենց կապիտալը՝ ճանապարհներին կատարվող ավազակային հարձակումներից և այդ վտանգի առկայությունն էլ նպաստում էր մուրհակներով հաշվարկների զարգացմանը:

Հայտնի ամենահինագույն մուրհակները գրված են իտալերեն, և դա պատահական չէ, քանի որ միջնադարում է իտալիան հանդիսանում էր տնտեսական և ֆինանսական գործունեության կենտրոն: Իտալիան համարվում է մուրհակի հայրենիքը: Աստիճանաբար ընդարձակվում էր մուրհակի դերը, և այն՝ ի վերջո, վերածվեց մատակարարված ապրանքի դիմաց հաշվարկման միջոցի, որով ամրագրվում էր ապրանքը փողով փոխանակելու փաստը՝ այն դեպքում, երբ փողը փոխանցվում էր ապրանքն առաքելուց հետո: Այսպիսի ենթադրությունն իր հաստատումն է գտնում մուրհակի ժամանակակից անվանումներում: Անգլերեն այն անվանվում է *Bill of exchange կամ Promissory note, գերմաներեն Wechsell Briff, Wechsel, ֆրանսերեն letter de change, իտալերեն lettera di cambio*:

Հետզհետե մուրհակը ձեռք էր բերում նորանոր նշանակություններ. նրանով ձևակերպում էին ապրանքային վարկերն այն դեպքում, երբ գնորդի մոտ բավարար գումար չէր լինում մատակարարված ապրանքի դիմաց վճարումն իրականացնելու համար. մուրհակներով սկսեցին իրականացնել գործարքների փոխհաշվարկներ՝ նրա վրա կատարելով փոխանցագրեր: Մուրհակներով իրականացվող հաշվարկային գործողություններն ապագայում սկսեցին զուգակցվել պարտքային հարաբերությունների հետ: Ժամանակի ընթացքում մուրհակային հարաբերությունները զարգանում էին տարբեր երկրների տնտեսական զարգացմանն ուղիղ համեմատական ձևով: Հետևաբար, տարբեր երկրների մուրհակներում սկսեցին ի հայտ գալ տարբերություններ, որոնք էապես դժվարացնում էին միջազգային հաշվարկներում մուրհակների կիրառմանը: Այսպես, համաձայն Ֆրանսիայի «Code de Commerce» ընդհանուր անվանմամբ տնտեսական օրենքների առաջին լիակատար ժողովածուի (1808թ.), մուրհակը չունեւր մուրհակային պարտավորությունների ամբողջականությունը, քանի որ նրա մասին տիրապետող էր հանդիսանում այն կարծիքը, որ այն պարզապես պայմանագիր է՝ սրանից բխող բոլոր հետևանքներով:

Այնուհետև, 1847թ. արուսական կառավարության կողմից հաջողված փորձ ձեռնարկվեց ստեղծելու Համագերմանական մուրհակային կանոնադրություն, որն ընդունվեց 1848թ.: Հենց այդ կանոնադրությունն է հիմք հանդիսացել Շվեդիայի (1851թ.), Ֆինլանդիայի (1858թ.), Սերբիայի (1860թ.), Բելգիայի (1878թ.), Նորվեգիայի (1880թ.), Իտալիայի (1882թ.) մուրհակային օրենսդրության համար: Այսպիսով, XIX դարի երկրորդ կեսին արդեն կային նախադրյալներ՝ միասնական մուրհակային կանոնադրություն ստեղծելու համար: Եվ միայն 1930 թվականին ժնևում ընդունվեց կոնվենցիա, որով միասնականացվեցին միջազգային մուրհակային իրավունքի հիմնական նորմերը, որոնք գործում են առ այսօր: Ժնևում մի քանի երկրների կողմից ընդունված օրենքը՝ միօրինակ մուրհակի մասին, մուրհակային իրավունքի զարգացման պատմության մեջ մեծ ձեռքբերում էր: Ժնևի կոնվենցիան մասնակից երկրներից յուրաքանչյուրին պարտավորեցնում էր խստորեն կատարելու Միօրինակ մուրհակային օրենքի դրույթները և այն ընդունելու որպես հիմք սեփական երկրում մուրհակային օրենսդրության մեջ: Ժնևի կոնվենցիային միացան. Գերմանիան, Ավստրիան, Բելգիան, Բրազիլիան, Կոլումբիան, Դանիան, Լեհաստանը, Էկվադորը, Իսպանիան, Ֆինլանդիան, Ֆրանսիան, Հունաստանը, Հունգարիան, Իտալիան, Ճապոնիան, Լյուքսեմբուրգը, Նորվեգիան, Նիդեռլանդները, Պերուն, Շվեդիան, Շվեյցարիան, Չեխոսլովակիան, Թուրքիան, Հարավսլավիան: ՍՄՀՄ-ը ժնևի կոնվենցիային միացավ 1937թ.:

Հարկ է նշել, որ Անգլիայում, Ավստրալիայում, Իսրայելում, Կանադայում, Կիպրոսում, ԱՄՆ-ում, Ֆիլիպիններում, ՀԱՀ-ում և մի քանի այլ երկրներում մուրհակային օրենսդրությունը հիմնված է փոխանցվող մուրհակների մասին անգլիական օրենսդրության վրա (1882թ.), որը տարբերվում է Միօրինակ մուրհակային օրենքից:

2.4.2. Մուրհակների շրջանառության նշանակությունը

Մուրհակը վարկի ձևակերպման միջոց է, որն ապրանքային տեսքով վաճառողների կողմից տրամադրվում է գնորդներին՝ հետաձգելով վաճառված ապրանքի դիմաց գումարի վճարումը: Այն նպաստում է ապրանքների իրացման և շրջանառու միջոցների շրջանառության արագացմանը, ինչը հանգեցնում է վարկային ռեսուրսների և ընդհանրապես դրամական միջոցների նկատմամբ տնտեսավարող սուբյեկտների պահանջարկի նվազեցմանը:

Նշված արդյունքներին հասնելու համար պահանջվում է.

ա) որպեսզի մուրհակի ժամկետը համապատասխանի ապրանքների իրացման իրական ժամկետներին, այլապես չի երաշխավորվում մուրհակի մարումը ժամկետին

բ) մուրհակներով ձևակերպել միայն ապրանքային այն գործարքները, որոնց նպատակն է արժեքների իրական շարժը:

Այդ առումով միանգամայն անընդունելի են, այսպես կոչված, «ընկերական» և «բրոնզե» մուրհակները, քանի որ դրանք ոչ մի կապ չունեն փաստացի գործարքների հետ: Դրանց հիմքում ընկած է երրորդ անձից էժան վարկ ստանալու ձգտումը՝ մեկը մյուսի (ընկերական մուրհակ), կամ մտացածին անձանց անունով (բրոնզե մուրհակ) մուրհակ գրելու միջոցով:

Անապրանք մուրհակի գրման փաստը հնարավոր է հայտնաբերել միայն մուրհակատուի և վճարողի միջև փոխհարաբերությունների, նրանց տնտեսական կապերի բնույթի վերաբերյալ տեղեկություններ ունենալու կամ միևնույն բանկ նշված անձանց միանգամից երկու մուրհակների ներկայացման դեպքում:

Փոխանցագրի (ինդոսամենտի) միջոցով մուրհակի փոխանցման հնարավորությունը մեծացնում է մուրհակի շրջանառելիությունը և նրա՝ որպես վարկային միջոցի ավելացնում է ևս մեկը՝ պարտքային պահանջների մարման միջոցի ֆունկցիան:

Նման մուրհակի միջոցով առանց փողի մասնակցության մի շարք պարտավորությունների մարումը հնարավորություն է տալիս նվազեցնել դրանց պահանջարկը:

2.4.3. Մուրհակ հասկացությունը

Մուրհակը՝ մի կողմից (մուրհակատու) մյուսին (մուրհակատեր) տրված օրենքով սահմանված կարգով կազմված անվիճելի գրավոր պարտքային պարտավորություն է:

Մուրհակները կարող են լինել հասարակ և փոխանցվող:

Հասարակ մուրհակը (սուր) գրավոր փաստաթուղթ է, որով մուրհակատուն (պարտապան) հասարակ և ոչնչով չհիմնավորված պարտավորություն է ստանձնում մուրհակատիրոջը վճարելու որոշակի գումար՝ որոշակի ժամկետում և վայրում:

Նման մուրհակի մասնակիցներն ի սկզբանե երկու հոգի են՝ մուրհակատուն, որն ինքն ամնիջականորեն և անվիճելի կարգով պարտավորվում է վճարել տրված մուրհակով և առաջին ձեռքը (մուրհակատեր), որին ըստ մուրհակի պատկաբնում է վճարի ստացման իրավունքը:

Հասարակ մուրհակի տարբերությունն այլ դրամական պարտավորություններից այն է, որ՝

ա) մուրհակը կարող է փոխանցվել ձեռքից ձեռք փոխանցագրի միջոցով

բ) մուրհակի բոլոր մասնակիցները միանման պատասխանատվություն են կրում, բացառությամբ այն անձանցից, որոնք կատարել են անվերադարձ գրություն

գ) ստորագրության հավաստման համար նույնպիսի գրասենյակ ներկայանալը պարտադիր չէ

դ) սահմանված ժամկետում մուրհակը չվճարելու դեպքում անհրաժեշտ է կատարել նոտարական բողոքարկում

ե) մուրհակի բովանդակությունը ճշգրիտ սահմանված է մեթոդական ցուցումով և ցանկացած այլ պայման համարվում է չգրված

զ) մուրհակը հանդիսանում է վերացական դրամական փաստաթուղթ և ըստ այդմ էլ՝ չի ապահովվում գրավով կամ տուժավճարով:

Փոխանցվող մուրհակը (տրատա) իրենից ներկայացնում է վճարողին մուրհակատուի անվիճելի հրամանը պարունակող գրավոր փաստաթուղթ սահմանված ժամկետում և վայրում ստացողին որոշակի գումար վճարելու մասին:

Փոխանցվող մուրհակի հիմնական տարբերությունը հասարակ մուրհակից, որն ըստ էության, պարտքի անդորրագիրը (ստացական), այն է, որ նախատեսում է արժեքների փոխանցում, մեկ անձի տնօրինությունից մյուսին:

Փոխանցվող մուրհակ տալ նշանակում է իր վրա վերցնել հոժարագրման (ակցեպտի) երաշխավորումը և ըստ դրա վճարման պարտավորությունը:

Հետևաբար ուրիշին փոխանցվող մուրհակ հնարավոր է տալ միայն այն դեպքում, եթե մուրհակատուն վճարողի մոտ ունի մուրհակի գումարից ոչ պակաս արժեքներ:

Ի տարբերություն հասարակ մուրհակի, փոխանցվող մուրհակի դեպքում մասնակիցները ոչ թե երկու, այլ երեք հոգի են. *մուրհակատուն*, որը տալիս է մուրհակը, *առաջին ձեռք բերողը* (մուրհակառու), որը մուրհակի ձեռք բերման հետ ստանում է պահանջի և վճարը ստանալու իրավունք, և *վճարողը*, որին մուրհակառուն առաջարկում է վճարել (մուրհակում այն նշվում է «վճարեք» բառով):

Այստեղ մուրհակատուի պարտավորությունը պայմանական է, նա պարտավորվում է վճարել մուրհակային գումարը, եթե վճարողն այն չվճարի:

Նման պարտավորության կատարման անհրաժեշտությունն առաջանում է այն դեպքում, երբ վճարողը չի հոժարագրել և չի վճարել ըստ մուրհակի կամ հոժարագրել է, բայց չի վճարել:

Վերջին դեպքում վճարողը հավասարեցվում է հասարակ մուրհակի մուրհակատուին և նրա դեմ կատարվում է չվճարման բողոքարկում:

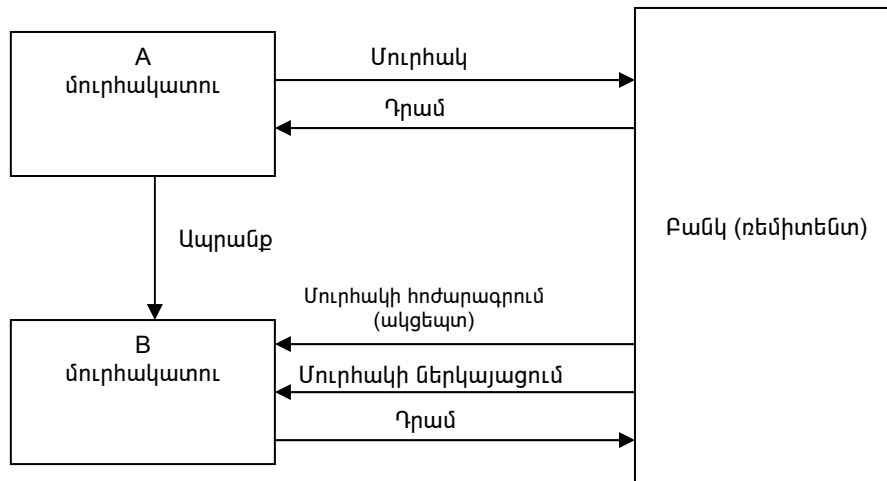
Փոխանցվող մուրհակի մուրհակատերը պարտավոր է մուրհակը ժամանակին ներկայացնել հոժարագրման (ակցեպտի) և վճարման, քանի որ հակառակ դեպքում, պատասխանատվությունն ընկնում է նրա վրա:

Հասարակ մուրհակները վճարողին հոժարագրման ներկայացնելու, հետևաբար և չընդունման դեպքում բողոքարկման անհրաժեշտություն չկա, այսինքն, մուրհակի ծագման պահից առկա է ուղղակի պարտապանը:

Փոխանցվող մուրհակի դեպքում նման ուղղակի պարտապանն ի հայտ է գալիս միայն վճարողի կողմից մուրհակի հոժարագրման պահից: Մինչև այդ պահն առկա է միայն պայմանական պարտապանը:

Այսպիսով, փոխանցվող մուրհակը մի փաստաթուղթ է, որը կարգավորում է երեք կողմերի՝ վարկատուի (մուրհակատու), վարկառուի (մուրհակառու) և վճարը ստացողի (ռեմիտենտ), միջև մուրհակային հարաբերությունները: Մուրհակատուն գրում է մուրհակը մուրհակառուի անունով, առաջարկելով ռեմիտենտին վճարել որոշակի գումար սահմանված ժամկետում և վայրում:

Օրինակ. A ձեռնարկությունն որոշակի արտադրանքի արտադրության համար բանկից վարկ է ստանում: Այդ արտադրանքի սպառողը հանդիսանում է B ձեռնարկությունը: Վերը նշված երեք կողմերի հարաբերությունները հնարավոր է ձևակերպել փոխանցվող մուրհակով, որը կարելի է պատկերել հետևյալ կերպ.



Նկար 9. Փոխանցվող մուրհակի շրջանառության սխեմա

Ա ձեռնարկությունը կազմում է փոխանցվող մուրհակ, որում B ձեռնարկությանն առաջարկվում է որոշակի ժամկետում բանկին վճարել որոշակի գումար (այս դեպքում բանկից՝ A ձեռնարկության կողմից, վերցրած վարկի գումարը): A ձեռնարկության կողմից փոխանցվող մուրհակը փոխանցվում է հոգուտ բանկի՝ ստացած վարկի մարման նպատակով: Եթե բանկը համաձայնում է ընդունել այդպիսի մուրհակը, ապա վարկը համարվում է մարված, իսկ A ձեռնարկությունն այդ պահից մուրհակառուի նկատմամբ կրում է պայմանական պատասխանատվություն՝ մուրհակի վճարման համար: Բանկը մուրհակը հոծարագրման (ակցեպտի) է ներկայացնում B ձեռնարկությանը: Բանկի կողմից ներկայացված մուրհակի հոծարագրման ժամանակ B ձեռնարկությունն ուղղակի հանդես է գալիս որպես մուրհակառու, քանի որ փոխանցվող մուրհակով հոծարագրումն իրականացնողը (ակցեպտանտ) պարտավորված է այնքան, որքան մուրհակատուն՝ հասարակ մուրհակի դեպքում:

2.4.4. Մուրհակի կազմումը

Հասարակ և փոխանցվող մուրհակների վերաբերյալ դրույթը ուղղակի նշում է մուրհակի բովանդակությունը: Մուրհակի բովանդակության տարրերը, ցուցումները, որոնք միասին կազմում են մուրհակային պարտավորություն, կոչվում են մուրհակային վավերապայմաններ: Դրանցից որևէ մեկի բացակայության դեպքում մուրհակը՝ որպես փաստաթուղթ, կորցնում է ուժը: *Մուրհակի վավերապայմաններն են.*

- Մուրհակը կազմելու վայրը. կազմելու վայրի անվանումը (քաղաք, գյուղ և այլն) պետք է նշվի մուրհակի դիմերեսին, սովորաբար վերին կեսում՝ տեքստի տակ: Մուրհակատուն մուրհակում կարող է նշել վճարման հատուկ վայրը, այդ դեպքում էլ մուրհակը կազմելու նշումը պարտադիր է:

- Մուրհակը կազմելու ժամանակը. մուրհակում պարտադիր կարգով պետք է նշվի կազմելու օրը, ամիսը և տարեթիվը:

ա) Առանց դրա հնարավոր չի լինի պարզել, թե մուրհակը կազմելու պահին մուրհակատուն գործունակ է եղել, թե ոչ

բ) Մուրհակը կազմելու ժամանակի նշումը կարևոր է մուրհակի ժամկետի որոշման համար (մուրհակը կազմելուց կամ ներկայացնելուց այսքան ժամանակ անց կամ ըստ ներկայացման): Այսպես օրինակ «ըստ ներկայացման ժամկետի» տրված մուրհակը պետք է ներկայացվի ոչ ուշ քան կազմելու օրվանից 12 օր անց: Մուրհակը կազմելու ժամանակը նշելիս սովորաբար նշվում է ամսաթիվը, ամիսը, տարեթիվը՝ տեքստի վերին մասում, կազմելու վայրի անվանման կողքին, տեքստից վեր:

2.4.5. Մուրհակի նշագրում

Մուրհակը նմանատիպ այլ փաստաթղթերից տարբերելու համար սահմանվում է *մուրհակային նշագրում*, որն, ըստ գործող օրենսդրության, արտահայտվում է «մուրհակ» բառով՝ գրված այն լեզվով, որով կազմված է փաստաթուղթը:

2.4.6. Մուրհակային գումար

Մուրհակը, որպես դրամական փաստաթուղթ, պետք է բովանդակի դրամական գումար

ա) մուրհակային գումարը պետք է մուրհակում հատուկ նշված լինի, օրինակ՝ «Տասը հազար դրամ»

բ) մուրհակային գումարի մեջ կարող է մտցվել մուրհակի շրջանառության ընթացքում հաշվարկված տոկոսները, որոնք ենթակա են վճարման ըստ ներկայացման ժամկետի կամ ներկայացնելուց որոշակի ժամկետ անց

գ) մուրհակային գումարը պետք է նշվի բառերով կամ՝ թվերով և բառերով:

Թվերով և բառերով նշված գումարների առնչությամբ տարակարծությունների առկայության դեպքում ճիշտը

համարվում է բառերով գրվածը:

Եթե տարակարծությունները թվերով և բառերով մի քանի անգամ նշված գումարների առնչությամբ է, ապա

ճիշտը համարվում է նվազագույն գումարը:

Մուրհակային գումարի ոչ մի փոփոխություն չի թույլատրվում՝ նույնիսկ մուրհակատուի ստորագրության

առկայության դեպքում:

2.4.7. Վճարման ժամկետ

Վճարման ժամկետը դասվում է պարտադիր տվյալների շարքը: Վճարման ժամկետի բացակայության դեպքում մուրհակն անվավեր է: Վճարման ժամկետը պետք է նշված լինի որոշակի ամսաթվով՝ առանց ժամի և րոպեների նշմամբ: Ըստ վճարման ժամկետի մուրհակները լինում են.

Վճարման ժամկետը՝ որոշակի: Արտահայտվում է հետևյալ տեսքով. «Պարտավորվում են վճարել 1995թ. ապրիլի 15-ին»:

Մուրհակը կազմելուց որոշակի ժամանակ անց: Որպես վճարման ժամկետ նշվում է որոշակի օրերին ճշգրիտ քանակ, որի վերջին օրն էլ պետք է կատարվի վճարումը և ոչ թե դրան հաջորդող օրը: Հաշվարկման սկիզբ է համարվում մուրհակի ամսաթիվը, որը հաշվարկի մեջ չի մտցվում:

Օրինակ, 01.06.1995թ. ամսաթվով և 50 օր ժամկետով մուրհակի վճարման ժամկետը 1995թ. հուլիսի 20-ն է: Երբ մուրհակը կազմելուց հետո ժամանակամիջոցը նշվում է ամիսներով, վճարման ժամկետը լրանում է վերջին ամսվա այն օրը, որը համապատասխանում է մուրհակի կազմելու օրվան, իսկ եթե վերջին ամսում այդպիսի թիվ չկա, ապա այդ ամսի վերջին օրը: Եթե վճարման ժամկետը նշանակված է ամսվա սկիզբը, կեսը կամ վերջը, ապա այդ արտահայտության տակ հասկացվում է ամսվա առաջին 15-րդ կամ վերջին օրը:

Ըստ ներկայացման: Այս դեպքում ներկայացման օրը միաժամանակ հանդիսանում է վճարման օր: Այս ձևն անհարմար է վճարողի համար, որը միշտ պետք է ունենա պատրաստի որոշակի գումար: Եթե մուրհակում նշված չեն ներկայացման առավելագույն և նվազագույն ժամկետները, ապա համարվում է, որ մուրհակը պետք է ներկայացվի վճարման այն կազմելու օրվանից մեկ տարվա ընթացքում:

Մուրհակը ներկայացնելուց որոշակի ժամանակ անց: Նման ժամկետով մուրհակը հարմար է վճարողին այն առումով, որ հնարավորություն է ընձեռում նախապատրաստվել վճարմանը: Այս դեպքում շատ կարևոր պայման է ներկայացնելու օրը, քանի որ դրանից է սկսվում վճարման ժամկետի հաշվարկը:

Ներկայացնելու օր է համարվում մուրհակի վրա վճարողի նշումը վճարմանը համաձայնություն տալու վերաբերյալ կամ բողոքարկման ամսաթիվը: Վճարման ժամկետի հաշվարկը կատարվում է այն նույն կարգով, ինչպես որ կազմելուց որոշակի ժամանակ անց ժամկետով մուրհակներին: Ներկայացնելուց որոշակի ժամանակ անց ժամկետով մուրհակը պետք է ներկայացվի նրա կազման օրվանից մեկ տարվա ընթացքում, եթե մուրհակում այլ վերապահում չի արված: Այդ նպատակով անհրաժեշտ է մուրհակը ժամանակին ներկայացնել վճարողին, որպեսզի ներկայացման վերջնական ժամկետը չանցնի տարեկան ժամկետի սահմաններից: Օրինակ, եթե մուրհակը տրված է 1995թ. օգոստոսի 1-ին, «սույն մուրհակը ներկայացնելուց մեկ ամիս անց» նշումով, մուրհակը պետք է ներկայացվի վերը նշված կարգով, ոչ ուշ քան 1996թ. հուլիսի 1-ը: *Վճարման ժամկետը՝ ոչ աշխատանքային օր է:* Ըստ գործող օրենսդրության, նման ժամկետով մուրհակի վճարումը կարող է պահանջվել միայն հաջորդ աշխատանքային օրը:

2.4.8. Վճարման վայր

Վճարման վայրը դասվում է պարտադիր տվյալների շարքը:

Մուրհակը վճարման է ենթակա վճարողի (փոխանցվող մուրհակի դեպքում) բնակության վայրում, այն նույն վայրում, որտեղ գտնվում է մուրհակատուի (հասարակ մուրհակի դեպքում), բնակության վայրը կամ մուրհակում նշված այլ վայրում, բացի այդ, մուրհակում կարող է նշվել այն իրավաբանական անձի անվանումը, որտեղ պետք է կատարվի վճարումը, (որպես կանոն, բանկը):

2.4.9. Առաջին ձեռքբերող

«Առաջին ձեռքբերող» հասկացությունը ներառում է այն անձի անունը, ում կամ ում հրամանով պետք է կատարվի վճարումը: Այլ կերպ այդ անձը, ինչպես և հաջորդ ձեռք բերողները կոչվում են «մուրհակատեր» (հասարակ մուրհակի դեպքում) և «ռեմիտենտ» (փոխանցվող մուրհակի դեպքում): Շատ կարևոր է ճշգրիտ և ամբողջությամբ նշել մուրհակատերին և ռեմիտենտներին: Փոխանցագիր (ինդոսամենտ) կատարելու ժամանակ մուրհակում նշված անձանցից զատ այլ անձ նշելը կարող է ազդել մուրհակի հետագա շրջանառելիության վրա: Օրենսդրությունը չի թույլատրում մուրհակը կազմել «ըստ ներկայացնողի» նշումով, որն անտարակույս ճիշտ է, քանի որ մուրհակի հիմքում ընկած են իրական դրամական գործարքներ, որոշակի անձանց հետ:

2.4.10. Մուրհակատուի ստորագրությունը

Մուրհակատուի ստորագրության բացակայությունը հասարակ և փոխանցվող մուրհակը դարձնում է անիմաստ:

Առանց ստորագրության չի լինում գրավոր պարտավորություն՝ չի լինում և մուրհակ:

Ի տարբերություն տեքստի, մուրհակատուն մուրհակը պետք է ստորագրի անձամբ՝ գրչով, ընդ որում մինչև ստորագրելը, իրավաբանական անձանց կողմից մուրհակը կազմելու դեպքում անհրաժեշտ է նշել (կարելի է դրոշմակնիքով) ֆիրմայի անվանումը:

Եթե մուրհակը ստորագրվել է առանց լիազորության կամ ներկայացված լիազորություններին անհամապատասխան, ապա այն կողմը, որը կազմելուց հետո մուրհակի վրա դրել է իր ստորագրությունը, պատասխանատվություն է կրում՝ համաձայն այդ կարգով լրացված մուրհակի պայմանների:

2.4.11. Միայն փոխանցվող մուրհակին բնորոշ տվյալներ

Ի տարբերություն հասարակ մուրհակի, որտեղ վճարող մուրհակատուն փոխանցվող մուրհակի պարագայում վճարումը կատարում է հատուկ անձը՝ վճարողը, հետևաբար, նրա անվանումը մուրհակի տեքստում դասվում է փոխանցվող մուրհակի պարտադիր տվյալների շարքը, քանի որ մուրհակն ընդունելուց (հոժարագրելուց) հետո ձեռք է բերում նույն կարգավիճակը, ինչ որ հասարակ մուրհակի մուրհակատուն: Սովորաբար վճարողի անունը նշվում է մուրհակի դիմերեսի ներքին ծախ անկյունում:

2.4.12. Փոխանցագիր (ինդոսամենտ)

Փոխանցագրի էությունը կայանում է նրանում, որ մուրհակի դարձերեսին կամ լրացուցիչ էջի վրա (ալլոմոժ) փոխանցագրի նշման միջոցով մուրհակի հետ մյուս անձին է փոխանցվում նաև վճարը ստանալու իրավունքը: Փոխանցագրով մուրհակ փոխանցող անձը կոչվում է *փոխանցագրող (ինդոսանտ)*:

Փոխանցագրով մուրհակը ստացող անձը կոչվում է *փոխանցագրվող (ինդոսատ)*:

Մուրհակի փոխանցման գործողությունը կոչվում է փոխանցագրում: Փոխանցագրված մուրհակի վճարողի համար միևնույն է, թե ում կվճարի, միայն թե մինչև վերջին մուրհակատիրոջը այն հասնի հաջորդական փոխանցագրի առկայությամբ:

Փոխանցագրի միջոցով մուրհակի փոխանցման հնարավորությունն ընդլայնում է նրա կիրառման սահմանները՝ մուրհակը միջոցների փոխանցման գործիքից դարձնելով վճարման գործիք և ապա ապրանք, որը գնվում է վճարումներ կատարելու նպատակով:

Փոխանցագրի ձևը: Փոխանցագիրը կատարվում է մուրհակի դարձերեսին: Փոխանցագիրը սովորաբար ունենում է հետևյալ տեսքը. «Վճարեք իրամանին» կամ «Իմ կամ մեր փոխարեն վճարեք»: Առաջին մուրհանցագիրը, որպես կանոն դրվում է մուրհակի դարձերեսի ծախ անկյունում:

Փոխանցագիրն անպայման պետք է պարունակի մուրհակը փոխանցողի ստորագրությունը և կարող է լինել անվանական կամ բլանկային: Ստորագրության հետ մեկտեղ կարող է դրվել նաև ֆիրմային դրոշմակնիքը:

Փոխանցագրի կամ նրա ներկայացուցչի ստորագրությունը պետք է դրվի անձամբ, ի տարբերություն փոխանցագրի մնացած մասերի, որոնք կարող են կատարվել մեխանիկական եղանակով:

Փոխանցագրողը իր կողմից կատարված լրիվ փոխանցագիրը կարող է վերածել բլանկային միայն փոխանցման մասին գրությունը լրիվ ջնջելով և նրա տակ ստորագրելով:

Բլանկային գրությամբ մուրհակ ստացած անձը կարող է այն փոխանցել այլ անձանց առանց որևէ այլ գրության կամ ստորագրության: Մուրհակատերը մուրհակի փոխանցման ժամանակ փոխանցագրում կարող է կատարել հետևյալ վերապահությունը՝ «առանց ինձ (անդրա) դառնալու» և դրանով իսկ հանելով իր վրայից չվարված և չվճարման պատճառով բողոքարկված մուրհակի հանդեպ ունեցած պատասխանատվությունը, որը

չի տարածվում հաջորդող փոխանցագրողների վրա: Գրության մեջ վերը նշված վերապահության առկայությունը հաջորդող մուրհակապահների մոտ կարող է կասկած առաջացնել մուրհակի հնարավոր չվճարման վերաբերյալ, ինչը կզցի նման մուրհակների վարկը և կազդի նրանց շրջանառելիության վրա: Այդ պատճառով, «առանց ինձ (անդրա) դառնալու» վերապահում կատարող փոխանցագրողը նույն նպատակին կարող է հասնել նախորդ մուրհակատիրոջից բլանկային գրությամբ մուրհակի փոխանցման ճանապարհով, որով և կխուսափի ռեգրեսի համար պատասխանատվությունից:

Լրացուցիչ թերթիկ (ալոմժ)

Եթե մուրհակում փոխանցագրի համար տեղը քիչ է, այն կատարվում է մուրհակին ամրակցված լրացուցիչ թերթիկի վրա այնպես, որ փոխանցագիրը սկսվի և ավարտվի լրացուցիչ թերթիկի վրա:

Փոխանցագիր: Եթե փոխանցագիրը պարունակում է սովորական հանձնարարականի կարգի վերապահություն («վճարի ստացման համար», «գանձավճարի (ինկասոյի) համար» և այլն), ապա նման գրությունը մուրհակառուին իրավունք չի տալիս փոխանցագրողին պատասխանատվության կանչել ռեգրեսի համար: Այդպիսի գրությունը միայն լիազորում է մուրհակառուին մուրհակով նախատեսված գումարը ստանալու, բողոքարկման հնարավորություն ունենալու, նախորդող փոխանցագրողներին չվճարման մասին տեղեկացնելու համար և այլն, սակայն մուրհակառուին մուրհակի անվանատեր չի դարձնում: Նշված գրությունը, որը կոչվում է հանձնարարագիր սովորաբար ունի հետևյալ տեսքը «Ինկասոյի համար», «Ինկասացիայի համար», «Վստահում եմ ստանալ» և «Տարադրամի ինկասոյի»:

Մուրհակային երաշխավորագիր (ավալ)

Փոխանցվող և հասարակ մուրհակի կարգը նախատեսում է, որ մուրհակով նախատեսված վճարը ամբողջությամբ կամ գումարի մի մասով կարող է ապահովել երաշխավորագրով (ավալ): Նման ապահովվածությունը տրվում է երրորդ անձի կողմից, ինչպես մուրհակատուի, այնպես և մուրհակի համար պատասխանատու մյուս բոլոր անձանց փոխարեն: Երաշխավորագրի մասին նշումը կարող է կատարվել մուրհակի լրացուցիչ թերթիկի կամ նույնիսկ առանձին թերթի վրա՝ հաստատված երաշխավորողի ստորագրությամբ, նշումով, թե ում համար է այն տրված: Վերջինիս չնշելու դեպքում համարվում է, որ ավալը տրվել է մուրհակատուի համար: Ավալը կարող է արտահայտվել նաև միայն մուրհակի դիմերեսին դրված ստորագրությամբ, եթե միայն այդ ստորագրությունը վճարողին կամ մուրհակատուին չէ:

Երաշխավորագրողը և անձը, որի համար նա երաշխավորել է՝ հավասար պատասխանատվություն են կրում: Երաշխավորագրողը վճարելով մուրհակը, ձեռք է բերում դրանից բխող բոլոր իրավունքները, ում համար նա երաշխիք է տվել և նրանց դեմ, ովքեր ըստ մուրհակի պարտավոր են վերջինիս:

Մուրհակի նմուշները

Մինչև նույն փոխանցվող մուրհակը, համաձայն կարգի, առաջին ձեռք բերողի պահանջով, նույն բովանդակությամբ կարող է կազմվել մի քանի օրինակից, որոնք և կոչվում են նմուշներ: Դրանց անհրաժեշտությունը բացատրվում է մուրհակը տալուց հետո անհապաղ ըստ փոխանցագրի շրջանառության մեջ բաց թողնելու ձգտմամբ և սովորաբար տրվում է մի քանի օրինակից՝ առաջինը հոժարագրի համար ուղարկվում է վճարողին, երկրորդը բաց է թողնվում շրջանառության մեջ: Բոլոր նմուշների վրա բացի առաջինից կատարվում է նշում, թե ում մոտ է պահվում հոժարագրի համար ուղարկված նմուշը: Մուրհակի բոլոր նմուշներում տեքստը պետք է լինի նույնը և նրանցից յուրաքանչյուրին տրվում է հերթական համար: Վերջինս մուրհակի նմուշը պատճենից տարբերակելու համար է, այնպես, ինչպես ստորագրությունները, որոնք յուրաքանչյուր նմուշի վրա դրվում են անձամբ: Բոլոր նմուշներն ունեն միանման մուրհակային ուժը և հետևաբար, դրանցից որևէ մեկի վճարման դեպքում, մյուս բոլոր նմուշներն իրենց ուժը կորցնում են: Դա չի վերաբերում այն դեպքերին, երբ վճարողը նույն մուրհակի մի քանի նմուշների վրա հոժարագրել է կամ, երբ մուրհակատուն տարբեր անձանց է տվել նշված նմուշներից:

Փոխանցվող մուրհակի հոժարագիրը (ակցեսադը)

Փոխանցվող մուրհակի բովանդակությունից հետևում է, որ վճարողի համար մուրհակի նկատմամբ պարտավորություններն առաջանում են միայն նրա կողմից մուրհակի ընդունման (հոժարագրման) պահից: Հակառակ պարագայում մուրհակի համար նա միանգամայն կողմնակի անձ է: Դրանից ելնելով, ըստ մուրհակի գումար ստացողները կարող են մինչև վճարման ժամկետը նախօրոք պարզել վճարողի վերաբերմունքը մուրհակի վճարման վերաբերյալ:

Այդ նպատակով մուրհակն անհրաժեշտ է ներկայացնել վճարողին՝ այն վճարելու պարտավորությունը վերցնելու համար:

Միաժամանակ մուրհակը հոժարագրման ներկայացնելը պարտադիր չէ այն դեպքերում, երբ մուրհակատերը վստահ է վճարողի և մուրհակատուի վճարունակության վրա: Մուրհակը կարելի է հոժարագրման ներկայացնել ցանկացած ժամանակ՝ տրվելուց անմիջապես հետո մինչև ժամկետի փոխվելը:

Որոշակի պայմանները (ժամկետի նշմամբ հոժարագրման ներկայացնելը կամ առանց դրա կամ առանց հոժարագրման), պետք է մուրհակատուի ու փոխանցագրողների կողմից նշված և թվագրված լինեն մուրհակում:

Մուրհակը կարող է ներկայացվել հոժարագրման և հոժարագրվել, նույնիսկ վճարման ժամկետից հետո, և վճարողը պատասխանատու է նույն կերպ, եթե նա մուրհակը ընդունելով ժամկետից շուտ: Սովորաբար մուրհակը հոժարագրվում է ներկայացվում բանկերի կողմից վճարողի հասցեով, որը, որպես կանոն, հանձնվում է նրա բնակավայրի հետ: Վճարողն իրավունք ունի պահանջել մուրհակը ներկայացնել երկրորդ անգամ՝ առաջին ներկայացումից մեկ օր անց, եթե այդ ժամկետից հետո չի հետևում ընդունումը, ապա մուրհակը համարվում է չընդունված: Վճարողն իրավունք չունի պահանջել իր մոտ թողնելու մուրհակը հոժարագրման համար: *Հոժարագիրը սովորաբար նշվում է մուրհակի դիմերեսի ծախ անկյունում և արտահայտվում է «Հոժարագրված է», «Ընդունված է», «Կվճարեմ» և նման բառերով, վճարողի ստորագրության պարտադիր առկայությամբ:*

Մուրհակի դիմերեսին սովորական նշումը նույնպես նշանակում է մուրհակի ընդունում: Հոժարագրի ամսաթվի նշումն անհրաժեշտ է հատկապես ներկայացնելու որոշակի ժամանակ անց մուրհակների համար, կամ եթե

մուրհակը պետք է ներկայացվի հոժարագրման սահմանված ժամկետում, եթե մուրհակատերը չի պահանջում, որ հոժարագրումը թվագրվի ներկայացման օրով: Ոչ մի վերապահում կամ հատուկ պայման չի թույլատրվում, բացառությամբ վերապահված ուղղումների:

Վճարողը կարող է հոժարագիրը սահմանափակել գումարի մի մասով:

Մնացած գումարի չափով մուրհակը համարվում է չընդունված: Մուրհակը չընդունված է համարվում հետևյալ դեպքերում

ա) եթե վճարողին հնարավոր չէ գտնել նշված հասցեով

բ) վճարողը մահացել է (ֆիզիկական անձանց համար)

գ) վճարողի անվճարունակություն

դ) եթե մուրհակի վրա նշված է «Հոժարագրված չէ», «Զի ընդունվել» և այլն

ե) եթե հոժարագիրը ջնջված է:

Մուրհակի չընդունման կամ չվճարման հետևանքները

Մուրհակատերը չվճարման կամ չհոժարագրման առնչությամբ բողոքարկումից հետո պարտավոր է 4 աշխատանքային օրվա ընթացքում տեղյակ պահել իր փոխանցագրողին և մուրհակատուին: Յուրաքանչյուր հաջորդ փոխանցագրող, ծանուցումը ստանալուց հետո, երկու աշխատանքային օրվա ընթացքում հայտնում է այդ մասին և այդպես մինչև մուրհակատուն: Երաշխավորագրողին և նրա երաշխավորած փոխանցագրողին ծանուցվում է միաժամանակ: Ծանուցում չուղարկելը չի զրկում մուրհակատիրոջը մուրհակային իրավունքներից:

2.4.13. Մուրհակի բողոքարկումը

«Մուրհակի բողոքարկում» հասկացությունը

Մուրհակի բողոքարկում ասելով հասկանում ենք պաշտոնապես վավերացված վճարման պահանջը և նրա չկայացումը:

Բողոքարկման կարգը

Մուրհակատերը կամ նրա կողմից լիազորված անձը բողոքարկելու համար պետք է ըստ վճարողի գտնվելու վայրի նոտարային գրասենյակ ներկայացնի չվճարված մուրհակը կամ, եթե դոմիցիլացված մուրհակներ են, այսինքն ենթակա են վճարման երրորդ անձի կողմից նրա գտնվելու վայրում, իսկ չհոժարագրելու և հոժարագիրը չթվագրելու բողոքարկումը՝ վճարողի գտնվելու վայրում:

Մուրհակի բողոքարկման ներկայացնելու ժամկետը

Գործող օրենսդրությամբ նախատեսված է մուրհակների բողոքարկման չվճարման համար նոտարային գրասենյակ ներկայացնել վճարման ժամկետը լրանալու հաջորդ օրը և ոչ ավելի քան այդ օրվա ժամը 12-ը:

Չհոժարագրման դեպքում մուրհակը պետք է բողոքարկման ներկայացվի նոտարային գրասենյակ՝ կարգով հաստատված ժամկետում, իսկ եթե մուրհակը ներկայացված է հոժարագրման ժամկետի վերջին օրը՝ ոչ ուշ, քան այդ ժամկետին հաջորդող օրվա ժամը 12-ը:

Մուրհակի բողոքարկելու ժամկետը

Մուրհակը չհոժարագրելու դեպքում բողոքարկումը պետք է կատարվի հոժարագրման ներկայացնելու համար սահմանված ժամկետում:

Եթե բողոքարկվում է ներկայացնելուց որոշակի ժամանակ անց վճարման ենթակա մուրհակը և, եթե այն առաջին անգամ ներկայացվել է ժամկետի օրը, ապա բողոքարկումը կարող է կատարվել նաև հաջորդ օրը, վերջինս ուժի մեջ է նաև ըստ ներկայացման ժամկետի մուրհակների վճարման բողոքարկման դեպքում:

Որոշակի օրվա ժամկետով կամ կազմելուց կամ ներկայացնելուց որոշակի ժամանակ անց վճարման ժամկետներով մուրհակի բողոքարկումը պետք է կատարվի վճարման օրվան հաջորդող երկու աշխատանքային օրերի ընթացքում: Եթե մուրհակը չհոժարագրելու համար բողոքարկվել է, ապա այն վճարման ներկայացնել և չվճարման բողոքարկում կատարել չի պահանջվում:

Վճարման պահանջի ներկայացնելը

Մուրհակը բողոքարկման ներկայացնելու օրը նոտարային գրասենյակը վճարողին է ներկայացնում մուրհակի վճարման կամ հոժարագրման պահանջը:

Եթե դրանից հետո վճարումը կատարվում է, ապա նոտարային գրասենյակն, առանց բողոքարկում իրականացնելու, մուրհակը վերադարձնում է վճարողին կամ երրորդ անձին՝ մուրհակի վրա վճարման և այլ հասանելիք գումարների ստացման վերաբերյալ նշումով: Եթե վճարողը փոխանցվող մուրհակը հոժարագրել է, ապա մուրհակը վերադարձվում է մուրհակատուին՝ առանց բողոքարկման:

Եթե մուրհակի հոժարագրման կամ վճարման պահանջը վճարողը մերժում է, ապա նոտարիուսը, ըստ սահմանված կարգի, չվճարման կամ չհոժարագրման բողոքարկման ակտ է կազմում, միաժամանակ գրանցման գրքում կատարելով համապատասխան գրանցում, ինչպես նաև մուրհակի վրա նշում է կատարում չվճարման և չհոժարագրման բողոքարկման մասին:

Վճարողի գտնվելու վայրը պարզելու անհնարինության դեպքում, մուրհակի բողոքարկումը կատարվում է առանց վճարման կամ հոժարագրման պահանջի ներկայացման:

Բողոքարկման հետևանքները

Եթե բողոքարկումը կատարվել է ժամանակին, ապա հնարավոր են հետևյալ հետևանքները.

ա) դատական մարմիններն իրավասու են ըստ հայցերի դատական որոշումներ ընդունել՝ հիմնված բողոքարկված մուրհակների վրա

բ) ըստ հասարակ մուրհակի պատասխանատվություն է կրում վերագրողը, իսկ փոխանցվող մուրհակի դեպքում վերագրողը և մուրհակատուն:

Բոլոր այս անձիք, բացառությամբ իրենց ստորագրությունից առաջ «և առանց ինձ վրա շրջադարձի» արտահայտությունը գրած փոխանցագրողների, մուրհակատիրոջ առջև հավասարապես պատասխանատու են:

Վերջինս իրավունք ունի հայց ներկայացնել (ռեգիստրի իրավունք) ըստ մուրհակի բոլոր պատասխանատու անձանց կամ նրանցից մեկին հաշվի չառնելով մուրհակի վրա նրանց ստորագրությունների հաջորդականությունը:

Մուրհակը վճարող անձն, իր հերթին, պահանջով դիմում է մյուսներին և ստանալով անհրաժեշտ գումարը, մուրհակը փոխանցում է իրեն վճարած անձին:

Մուրհակատերը մուրհակի բողոքարկման հետ կապված ծախսեր կատարելով, իրավունք ունի պատասխանատու անձից պահանջել ավելի մեծ գումար, քան նշված է մուրհակում:

Ըստ կարգի, մուրհակատիրոջ հակադարձ պահանջի մեծությունն իր մեջ ընդգրկում է.

1. չվճարված մուրհակային գումարը տոկոսներով, եթե դրանք նախատեսված էին
2. տարեկան 6%, հաշվարկված մուրհակի վճարման ժամկետի օրվանից, մինչև բավարարման օրը
3. տուգանք՝ տարեկան 3%-ի չափով՝ հաշվարկված վճարման ժամկետի օրվանից մինչև մուրհակատիրոջ, պատասխանատու անձանցից որևէ մեկի կողմից պահանջվող գումարի փաստացի ստացման օրը
4. բողոքարկման հետ կապված ծախսեր:

Այս պայմաններից պարզ է, որ ինչքան ուշ կատարվի բողոքարկված մուրհակի հետգնումը, այնքան մեծ կլինի ներկայացվող գումարի պահանջը:

Ըստ մուրհակի, պատասխանատու անձանցից յուրաքանչյուրը, հետգնելով բողոքարկված մուրհակը՝ կարող է մուրհակում ջնջել ինչպես իր, այնպես էլ իրեն հաջորդող մակագրությունները, քանի որ վճարելով մուրհակը և այն հետ ստանալով, նա կրկին դառնում է մուրհակատուի և բոլոր այն անձանց վարկատուն, որոնցից այդ մուրհակը հասել է իրեն:

Նա իրեն հաջորդողների մակագրությունները ջնջում է, քանի որ վերջիններս նույնպես դադարում են ըստ մուրհակի որևէ պատասխանատվություն կրել: Եթե նա ջնջի և նախորդող մակագրություններից որևէ մեկը, ապա դրանով կնվազեցնի իր առջև պատասխանատու անձանց թիվը, քանի որ բողոքարկումից հետո ջնջված մակագրությունները համարվում են ոչնչացված:

Հետգնման ժամանակ մուրհակի վրա նշում է կատարվում ումից, երբ և ինչ գումարով է ստացվել ըստ մուրհակի վճարումը:

Չհոժարագրման կամ չվճարման բողոքարկման համար սահմանված ժամկետը լրանալու դեպքում, մուրհակատերը կորցնում է իր իրավունքները փոխանցագրողի, մուրհակատուի և այլ պատասխանատու անձանց նկատմամբ բացառությամբ հոժարագրողի:

Ըստ մուրհակի վճարը չստացած մուրհակատերն ունի դատական կարգով իրեն հասանելի գումարի գանձման իրավունք: Ընդ որում՝ այդ իրավունքի ժամկետը սահմանափակ է, որի խախտումը մուրհակատիրոջը զրկում է ըստ մուրհակի բավարարման հնարավորությունից: Ըստ մուրհակի դատական կարգով գանձում իրականացնելու համար օրենքով սահմանված ժամանակահատվածը կրում է մուրհակային վաղեմություն անվանումը:

Մուրհակի ոչ բոլոր մասնակիցներն են հանդիսանում միանման, այդ պատճառով էլ, ըստ կարգի, սահմանվում են մուրհակային վաղեմության ժամկետներ, կախված մուրհակի յուրաքանչյուր մասնակցի պատասխանատվության աստիճանից:

Այսպես, մուրհակատիրոջ կողմից փոխանցվող մուրհակի հոժարագրողին հայց ներկայացնելու համար սահմանված է երեք տարի ժամկետ, իսկ հասարակ մուրհակի մուրհակատիրոջը՝ մեկ տարի սահմանված ժամկետում, կատարված բողոքարկման օրվանից կամ վճարման ժամկետի օրվանից հաշվարկված առանց ծախսերի շրջանառության վերապահման դեպքում: Վերջինս ուժի մեջ է և փոխանցագրողների նկատմամբ: Փոխանցագրողների՝ միմյանց և մուրհակատուի նկատմամբ հայցային պահանջների վերաբերյալ սահմանված է հայցային վաղեմություն՝ փոխանցագրողի կողմից մուրհակի վճարման օրվանից վեց ամիս կամ նրան հայց ներկայացնելու օրվանից:

Հաճախորդների վարկունակության մասին ճշգրիտ և ժամանակին տեղյակ լինելու նպատակով բանկերը և այլ վարկային հաստատությունները շահագրգռված են բոլոր բողոքարկված մուրհակների մասին տեղեկատվություն ստանալու համար:

2.4.14. Բանկերի գործառնությունները մուրհակներով

Բանկերը մուրհակներով կարող են կատարել հետևյալ գործառնությունները.

1. մուրհակների հաշվառում
2. մուրհակներով ապահովված հատուկ վարկային հաշվով ցպահանջ վարկերի տրամադրում
3. մուրհակների ընդունումը ինկասոյի վճարումներն ստանալու և մուրհակները ժամկետին մարելու համար:

Մուրհակների հաշվառումը կայանում է նրանում, որ մուրհակատերը մուրհակը փոխանցագրով փոխանցում (վաճառում) է բանկին մինչև վճարման ժամկետի լրանալը, դրա դիմաց ստանալով մուրհակի գումարը՝ հանած այդ գումարի որոշակի տոկոսն այն ժամկետից շուտ ստանալու համար: Այդ տոկոսը կոչվում է զեղչատոկոս կամ դիսկոնտ:

Բանկում մուրհակավարկային գործառնությունները, անկախ իրականացման ձևից, սկսվում են հաճախորդի կողմից մուրհակային վարկի ստացմամբ:

Վարկերը մուրհակների հաշվառման ձևով և մուրհակով ապահովագրված հատուկ փոխառվական հաշվի ձևով բացվում են առանձին-առանձին: Մուրհակային վարկերը լինում են՝ մշտական և միանվագ: Մուրհակների հաշվառման նպատակով տրված վարկերը կարող են լինել՝ ներկայացնողական և մուրհակատվական: Առաջինը՝ ներկայացնողականը, բացվում է հաճախորդի կողմից բանկին ներկայացվող մուրհակների հաշվառման համար: Մեծ քանակությամբ գնորդական մուրհակներ ունեցող տնտեսավարող մարմիններն օգտագործում են ներկայացնողական վարկեր:

Մուրհակատվական վարկը տրամադրվում է այն հաճախորդներին, որոնք այդ վարկի դիմաց տալիս են մուրհակներ՝ այլ տնտեսարմիններին, ձեռնարկություններին և անձանց առաքված ապրանքաիրային արժեքների, մատուցված աշխատանքների և ծառայությունների վճարման համար: Վերջիններս այդ

մուրհակները ներկայացնում են բանկ, որն ուղարկում է դրանք մուրհակատուի բանկին՝ հաշվառման համար՝ մուրհակատուի կողմից բացված վարկի հաշվին:

Վարկերը բացվում են հայտերով: Մուրհակային վարկի հայտը ներկայացվում է բանկ, որտեղ բացված են ձեռնարկությունների տնտեսական մարմինների հիմնական հաշիվները, այդ թվում՝ հաշվարկային (ընթացիկ) հաշիվը:

Վարկ բացելու հնարավորության քննարկման ժամանակ բանկը նախ և առաջ հաշվի է առնում, թե որքանով է հաճախորդի ֆինանսատնտեսական վիճակը բնութագրում է վարկի ժամանակին մարման հնարավորությունը, ինչպես նաև վարկունակությունը:

Հաճախորդի վարկունակությունը գնահատելու համար բանկերը պահանջում են ներկայացնել հետևյալ տվյալները.

1. Կազմակերպությունների և անձանց տնտեսական դրության մասին հարցաթերթիկ, որտեղ ընդգրկվում են հետևյալ հարցերը.
 - անվանումը և հասցեն
 - ձեռնարկության և կազմակերպության ղեկավարների կազմը
 - կազմի մեջ մտնող առանձին ձեռնարկությունների և մասնաճյուղերի ցանկը (եթե այդպիսիք գոյություն ունեն), նրանց գտնվելու վայրը
 - հիմնական և շրջանառու ֆոնդերի կազմը
 - որ բանկում և ինչ չափերով են բացված վարկերը
 - առկա սարքավորման նկարագիրը և նրա մաշվածության աստիճանը
 - ունեցել է, արդյոք, ժամկետանց պարտքեր և ինչով են դրանք բացատրվում
 - ինչ նպատակով է օգտագործվելու վարկը և այլն:
2. Վերջին հաշվեկշիռը և տարեկան հաշվետվությունը:
3. Արտադրատնտեսական պլանները:
4. Հետագայում հաշվարկային հաշվի վրա ազատ միջոցների մուտքագրման մասին պարտավորությունը:

5. Ապահովագրված ձեռնարկությունների ապահովագրերը (պոլիս):

6. Վարկ խնդրողի իրավական կարգավիճակը բնորոշող կանոնադրությունը և կանոնակարգը:

Վարկունակության վերլուծության համար, բացի այդ տվյալներից, օգտագործվում են այլ բանկերի տվյալները, զանգվածային տեղեկատվության միջոցների հաղորդագրությունները կամ անկախ աուդիտորական կազմակերպությունների ծառայությունները:

Հետագայում այն ձեռնարկությունների և տնտեսական մարմինների համար, որոնք թույլ են տվել մուրհակների գծով բողոքարկումներ, ինֆորմացիայի հավաքման և տեղեկատվության համակարգի ստեղծման դեպքում, այդ տվյալները հիմք կհանդիսանան վարկավորման մերժման համար, քանի որ մինչև մուրհակի բողոքարկումը թույլ տված ձեռնարկությունները որպես կանոն չեն վարկավորվում:

Եթե հետագայում պարզվի, որ թույլատրված վարկի չափը չի համապատասխանում հաճախորդի պահանջին և նրա վարկունակությանը, կարող է բացվել լրացուցիչ վարկ նույն կարգով, ինչ որ սկզբնականը:

Հաճախորդի ֆինանսատնտեսական վիճակի վատթարացման դեպքում բանկը կարող է վերանայել գործող վարկի չափերը, այն պակասեցնելով կամ նույնիսկ լրիվ փակելով:

Մուրհակները հաշվառման են ընդունվում միայն վարկի ազատ մնացորդի չափով: Այդ մնացորդը որոշելու համար տարվում է հատուկ արտահամակարգային հաշվառում «հաճախորդի օբլիգո» (լատիներեն obligo բառից՝ պարտավոր է, պետք է): Օբլիգոն հնարավորություն է տալիս տեղեկանալու, թե չի գերազանցում բողոքը հաճախորդի ներկայացրած կամ նրա մուրհակային վարկի գծով այլ ներկայացնողների հաշվառված մուրհակների գումարը՝ բացված վարկի գումարին և որքան է վարկի ազատ մնացորդը:

Մուրհակները բանկ են ներկայացվում ցանկերով, որոնց բլանկի ձևը սահմանվում է բանկի կողմից: Մուրհակների ցանկում թվարկված գրառումները համեմատվում են կցված մուրհակների տվյալների (վավերապայմանների) հետ:

Հաշվառման ներկայացված մուրհակներում ներկայացնողի անունից պետք է լրացված լինի փոխանցագիրը (ինդոսամենտը): Փոխանցագրից առաջ բավականին տեղ է թողնվում, որպեսզի բանկը կարողանա դնել իր դրոշմակիքը, որը հավաստում է մուրհակի հաշվառման ընդունումը բանկի կողմից:

Եթե մուրհակների հաշվառումը հնարավոր չէ կատարել ընդունման օրը, ապա դրանք հաշվառման ներկայացնողին տրվում է անդորրագիր:

Ներկայացված մուրհակները ստուգվում են նրանց տնտեսական և իրավական հուսալիության տեսանկյունից: Իրավական տեսանկյունից ստուգվում են բոլոր վավերապայմանների լրացման ճշտությունը, մուրհակը ստորագրած անձանց իրավասությունները, ինչպես նաև ստորագրությունների իսկությունը:

Մուրհակների վավերապայմանների լրացման ճշտությունը որոշվում է փոխանցվող և հասարակ մուրհակների մասին օրենսդրության պահանջներին համապատասխան: Մուրհակի տնտեսական հուսալիության ստուգման նպատակը նրանց վճարման լիովին վստահության հանգամանքն է:

Հաճախորդի ընդհանուր վարկունակության ստուգումից բացի վերլուծության կարիք ունի նաև մուրհակը ստորագրած փոխանցագրողների տնտեսական վիճակը: Դրա համար օգտագործվում են բանկի եղած բոլոր հնարավորությունները, այդ թվում աուդիտորական կազմակերպությունների ծառայությունները և այլ բանկերի տվյալները, որոնցում բացված են այդ տնտեսական մարմինների հիմնական հաշիվները:

Հաշվառման ընդունվում են միայն առևտրային և ապրանքային գործարքների վրա հիմնված մուրհակները:

Բրոնզե, ընկերական, հանդիպակաց մուրհակները հաշվառման չեն ընդունվում: Հաշվառվող մուրհակները պետք է ունենան երկուսից ոչ պակաս ստորագրություններ: Փոխանցումը հավաստող ստորագրությունների քանակը վկայում է մուրհակի հուսալիության մասին: Մուրհակների ժամկետների նկատմամբ առավելությունը տրվում է կարճաժամկետ մուրհակներին, որոնք քիչ են կախված հաճախորդի տնտեսական վիճակի փոփոխություններից և ընդհանուր տնտեսական իրադրությունից (կոնյուկտուրա): Հաշվառման չեն

ընդունվում մուրհակների բողոքարկում թույլ տված տնտեսավարող կազմակերպությունների և անձանց տրված մուրհակները: Ստուգման ժամանակ անբավարար ճանաչված մուրհակները ջնջվում են ցանկից, ապա քննարկվում են բանկի ղեկավարության կողմից և, վարկի ազատ մնացորդի առկայության դեպքում, դրանց վրա հաշվառման ընդունվող մուրհակների գումարի մասին թույլատրող մակագրություն է կատարվում:

Ցանկերը և ընդունված մուրհակներն ուղարկվում են մուրհակավարկային բաժին հետագա մշակման համար: Մուրհակի դիմերեսին և ցանկերում յուրաքանչյուր մուրհակի գրառման դիմաց դրվում է հերթական համարը՝ հաշվարկված ըստ տարվա սկզբից տարվող հաշվառման հատուկ գրքի, որն օգտագործվում է տարաբնույթ տեղեկությունների համար:

Միաժամանակ մուրհակի վրա եղած բլանկային մակագրությունը ձևափոխվում է անվանականի՝ բանկի անունով, բլանկային մակագրության վերևում դնելով («վճարեք _____ (անվանումը) բանկի համարով») դրոշմակնիքը: Բանկի անունով մակագրությունը նախատեսված է մուրհակի կորստի և հափշտակման դեպքում նրա օգտագործման դժվարություններ ստեղծելու համար: Բացի այդ, մուրհակի դիմերեսին դրվում են «հաշվառված են», «այլաբաղաբային» դրոշմակնիքները:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել մուրհակի ստեղծման պատմությունը:
2. Ո՞րն է մուրհակների շրջանառության նշանակությունը:
3. Որո՞նք են մուրհակի տեսակները:
4. Ի՞նչ է փոխանցվող մուրհակը:
5. Որո՞նք են մուրհակի վավերապայմանները:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել՝
 - մուրհակի նշագրումը
 - մուրհակային գումար
 - վճարման ժամկետ
 - վճարման վայր
 - մուրհակատուի ստորագրություն
 - վճարողի անունը:
7. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել փոխանցագիրը և դրա ձևը, մուրհակային երաշխավորագիրը (ավալը):
8. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել փոխանցվող մուրհակի հոժարագիրը (ակցեպտը):
9. Ո՞րն է մուրհակի բողոքարկման կարգը:
10. Որո՞նք են բանկերի կողմից մուրհակներով գործառնությունները: Ինչպե՞ս կարելի է դրանք նկարագրել:
11. Որո՞նք են հաճախորդի վարկունակությունը գնահատելու համար բանկերի կողմից պահանջվող փաստաթղթերը:

2.6. Ավանդային (խնայողական) սերտիֆիկատներ (բանկային վկայագիր)

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել **ավանդային (խնայողական) սերտիֆիկատները**, դրանց վավերապայմանները և թողարկման պայմանները:

Ուսանողությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ ավանդային (խնայողական) սերտիֆիկատի բնորոշումը
- թվարկել ավանդային սերտիֆիկատի պարտադիր վավերապայմանները
- ներկայացնել բանկային ավանդի վերաբերյալ ԴՀ քաղաղաքացիական օրենսգրքով սահմանված կանոնները
- ներկայացնել ավանդային սերտիֆիկատի տիպային ձևը
- պայմանական տվյալներով լրացնել ավանդային սերտիֆիկատ:

Ավանդային (խնայողական) սերտիֆիկատ (ըստ ԴՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի՝ բանկային վկայագիր) է համարվում այն արժեթուղթը, որը հավաստում է ավանդի գումարը և ավանդատուի (սերտիֆիկատի տիրոջ) իրավունքը՝ սահմանված ժամկետի ավարտից հետո սերտիֆիկատ տված բանկում կամ այդ բանկի ցանկացած մասնաճյուղում ստանալ ավանդի գումարը և տոկոսագումարները: Ավանդային և խնայողական սերտիֆիկատների թողարկման իրավունքը վերապահված է միայն առևտրային բանկերին:

Սովորաբար, տարբերելու համար, եթե որպես ավանդատու հանդես է գալիս իրավաբանական անձը, ապա ձևակերպվում է ավանդային սերտիֆիկատ, իսկ եթե ֆիզիկական անձը՝ խնայողական սերտիֆիկատ:

Բանկային վկայագրի վավերապայմանները: Բանկային վկայագիրը, բանկային ավանդի մասին պատշաճ ձևով կնքված գրավոր պայմանագիր է: Սրանով է բացատրվում այս արժեթղթի այն առանձնահատկությունը, որ այն կարող է թողարկվել միայն փաստաթղթային ձևով: Բանկային ավանդի պայմանագրի գրավոր ձևը չպահպանելը հանգեցնում է այդ պայմանագրի անվավերության: Նման պայմանագիրն առոչինչ է: Միևնույն ժամանակ դրանք կարող են լինել ըստ ներկայացնողի կամ անվանական: Սերտիֆիկատը պետք է պարունակի հետևյալ պարտադիր վավերապայմանները.

- «ավանդային (կամ խնայողական) սերտիֆիկատ» անվանումը
- սերտիֆիկատի տրամադրման շարժառիթը (ավանդի ներդրում)
- ավանդի կամ խնայողության մուծման ամսաթիվը
- սերտիֆիկատով ձևակերպված ավանդի կամ խնայողության չափը (թվերով և տառերով)
- բանկի առանց պայմանի պարտավորությունը՝ որպես ավանդ կամ խնայողություն մուծված գումարը վերադարձնելու մասին
- ներդրողի (բենեֆիցիարի) կողմից սերտիֆիկատում նշված գումարը պահանջելու ամսաթիվը

- ավանդի կամ խնայողության տոկոսը
 - տոկոսագումարը
 - թողարկող բանկի և անվանական սերտիֆիկատի համար՝ բենեֆիցիարի (ներդրողի), անվանումն ու հասցեները
 - բանկի կողմից՝ նմանօրինակ պարտավորություններ ստորագրելու համար, լիազորված երկու անձանց ստորագրությունները՝ բանկի կնիքով հաստատված:
- Սերտիֆիկատի տեքստում վերը նշված պարտադիր վավերապայմաններից որևէ մեկի բացակայությունն այն դարձնում է անվավեր:
- Բանկը, որի կողմից ձևակերպվում է սերտիֆիկատը, իրավասու է նշելու լրացուցիչ այլ պայմաններ, որոնք չեն հակասում գործող իրավական նորմերին:
- Սերտիֆիկատի տեքստը պետք է պարունակի նաև թողարկման, վճարման և շրջանառության մասին բոլոր պայմանները (սերտիֆիկատով պահանջների գիշման իրավունքի պայմաններն ու կարգը): Եթե սերտիֆիկատով իրականացվել է գործարք, որը նախատեսված չէ նրա պայմաններով, ապա նման գործարքը համարվում է անվավեր:
- Ավանդային և խնայողական սերտիֆիկատների բլանկների պատրաստումն իրականացվում է միայն տպագրող կազմակերպությունների կողմից, որոնք ունեն արժեթղթերի տպագրության համապատասխան թույլտվություն:

Թողարկման պայմանները

Ավանդներ ներգրավելու իրավունքն ունեն այն բանկերը, որոնց նման իրավունք է տրամադրվել օրենքով սահմանված կարգով տրված թույլտվությամբ (լիցենզիային) համապատասխան:

Ավանդային և խնայողական սերտիֆիկատների շրջանառությունն իրականացվում է քաղաքացիական իրավունքի ընդհանուր նորմերին համապատասխան: Նրանք չեն կարող ծառայել որպես հաշվարկման կամ վճարման միջոց՝ վաճառված ապրանքի կամ մատուցված ծառայության դիմաց: Ավանդային սերտիֆիկատների առուվաճառքի դրամական հաշվարկները և նրանց դիմաց գումարների վճարումն իրականացվում է միայն ոչ կանխիկ ձևով:

Պահանջների գիշման իրավունքն ըստ ներկայացնողի սերտիֆիկատով իրականացվում է այն պարզապես հանձնելու միջոցով:

Պահանջների գիշման իրավունքն ավանդային սերտիֆիկատով (ցեսիա) իրականացվում է սերտիֆիկատի հակառակ կողմում՝ սեփական իրավունքները գիշող անձի (ցեսենտ) և այդ իրավունքները ձեռք բերող անձի (ցեսիոնար) միջև, երկկողմանի համաձայնագրի ձևակերպմամբ: Ավանդային սերտիֆիկատով պահանջների գիշման իրավունքի մասին համաձայնագիրը ստորագրվում է երկու անձանց կողմից, որոնք համապատասխան իրավաբանական անձի կողմից լիազորված են իրականացնելու նման գործարքներ և հաստատվում է տվյալ իրավաբանական անձի կնիքով: Խնայողական սերտիֆիկատով պահանջների գիշման իրավունքի մասին պայմանագիրը երկու կողմերը ստորագրում են անձամբ:

Բանկային ավանդի պայմանագիրը կնքվում է ավանդի առաջին իսկ պահանջով վերադարձնելու (ցպահանջ ավանդ) կամ ավանդը պայմանագրով սահմանված որոշակի ժամկետի ավարտից հետո վերադարձնելու (ժամկետային ավանդ) պայմաններով:

Պայմանագրով կարող են նախատեսվել ավանդները վերադարձնելու՝ օրենքին չհակասող այլ պայմաններ:

Ցանկացած տեսակի բանկային ավանդի պայմանագրով, բանկը պարտավոր է ավանդի գումարը կամ դրա մասը վերադարձնել՝ ավանդատուի առաջին իսկ պահանջով, բացառությամբ պայմանագրով նախատեսված՝ վերադարձման այլ պայմաններով, իրավաբանական անձանց ներդրած ավանդների:

Առաջին իսկ պահանջով ավանդը հետ ստանալու քաղաքացու իրավունքը բացառող պայմանագրի պայմանն առոչինչ է:

Բանկն ավանդատուին ավանդի գումարից տոկոսներ է վճարում բանկային ավանդի պայմանագրով որոշված չափով:

Բանկային ավանդի գումարի վրա տոկոսներն հավելագրվում են ավանդը բանկ մուտք լինելուն հաջորդ օրվանից մինչև այն ավանդատուին վերադարձնելու կամ ավանդատուի հաշվից այլ հիմքերով դուրս գրելու օրվան նախորդող օրը:

Բանկային ավանդի գումարից տոկոսներն ավանդատուին նրա պահանջով վճարվում են յուրաքանչյուր եռամսյակ՝ ավանդի գումարից առանձին, իսկ այդ ժամկետում չպահանջված տոկոսներն ավելանում են ավանդի գումարին, որին հավելագրվում են տոկոսներ, եթե այլ բան նախատեսված չէ բանկային ավանդի պայմանագրով:

Ավանդը վերադարձնելիս վճարվում են այդ պահին հավելագրված բոլոր տոկոսները:

Բանկերը պարտավոր են պարտադիր ապահովագրության միջոցով, իսկ օրենքով նախատեսված դեպքերում՝ նաև այլ եղանակներով, ապահովել քաղաքացիների ավանդների վերադարձը:

Բանկի կողմից իրավաբանական անձանց ավանդների վերադարձն ապահովելու եղանակները սահմանվում են բանկային ավանդի պայմանագրով:

Այն դեպքերում, երբ ժամկետային կամ այլ ավանդը, որը ցպահանջ չէ, ավանդատուի պահանջով վերադարձվում է մինչև ժամկետի ավարտը կամ մինչև բանկային ավանդի պայմանագրում նշված հանգամանքների վրա հասնելը, ավանդատուին տոկոսները վճարվում են բանկի կողմից ցպահանջ ավանդների համար սահմանված չափերով, եթե տոկոսների այլ չափ նախատեսված չէ պայմանագրով:

Այն դեպքերում, երբ ավանդատուն ժամկետի ավարտից հետո չի պահանջում վճարել ժամկետային ավանդի գումարը կամ պայմանագրով նախատեսված հանգամանքները երևան գալուց հետո վերադարձնել այլ պայմաններով ներդրված ավանդի գումարը, պայմանագիրը երկարաձգված է համարվում ցպահանջ ավանդի պայմաններով, եթե այլ բան նախատեսված չէ պայմանագրով:

(ղիմերես)		ԱՎԱՆԴԱՅԻՆ ՍԵՐՏԻՖԻԿԱՏ	
Ավանդային սերտիֆիկատի կտրոն N 00		N 00	
դրամ		Տրված է «__» _____ 199 թ.	
		Միջոցների վերադարձման ժամկետը «__» _____ 199 թ.	
Տրված է «__» _____ 199 թ.		Ավանդի գումարը	
		Տոկոսադրույքը	
		Տոկոսների գումարը	
միջոցների վերադարձման ժամկետը		(Բանկի անվանումը և հասցեն)	
«__» _____ 199 թ.		վավերացնում է, որ	
		(Բենեֆիցիարի անվանումն ու հասցեն)	
Սերտիֆիկատը տրված է		ներդրել է	
		գումարի ավանդ	
		պարտավորվում է վերադարձնել վերոհիշյալ գումարը	
		(Բանկի անվանումը)	
		և հաշվարկված տոկոսները՝ ելնելով տարեկան % տոկոսադրույքից	
Ա.Ա.Յ.		ընդամենը	
		դրամ	
Ստացա ավանդային սերտիֆիկատը		Վերադարձման ժամկետը	
«__» _____ 199 թ.			
		Բենեֆիցիարի անվանումը	
		կամ յուրաքանչյուր իրավահաջորդին, որի իրավունքները	
		հաստատված են սույն սերտիֆիկատով սահմանված	
		իրավունքների փոխանցման մասին պայմանագրերի չընդհատվող	
		շարքով: Սույն սերտիֆիկատով սահմանված իրավունքների	
		փոխանցումը կատարվում է համաձայն ՀՀ օրենսդրությանը: Սույն	
		սերտիֆիկատի փոխանցումը վավերացվում է սերտիֆիկատի	
		հակառակ երեսին՝ փոխանցագրերի միջոցով:	
(դարձերես)			
N, «__» _____ 199 թ.		N, «__» _____ 199 թ.	
(ցեղենտի անվանումը)		(ցեղենտի անվանումը)	
մի կողմից և		մի կողմից և	
մյուս կողմից		մյուս կողմից	
(ցեսիոնարի անվանումը)		(ցեսիոնարի անվանումը)	
պայմանավորվեցին այն մասին, որ		պայմանավորվեցին այն մասին, որ	
(ցեղենտի անվանումը)		(ցեղենտի անվանումը)	
զիջում է, իսկ		զիջում է, իսկ	
(ցեսիոնարի անվանումը)		(ցեսիոնարի անվանումը)	
ծեռք է բերում իրավունքներ ըստ N, __ հավաստագրի		ծեռք է բերում իրավունքներ ըստ N, __ հավաստագրի	
(ցեղենտի ստորագրությունը)		(ցեղենտի ստորագրությունը)	
(ցեսիոնարի ստորագրությունը)		(ցեսիոնարի ստորագրությունը)	
N, «__» _____ 199 թ.		N, «__» _____ 199 թ.	
(ցեղենտի անվանումը)		(ցեղենտի անվանումը)	
մի կողմից և		մի կողմից և	
մյուս կողմից		մյուս կողմից	
(ցեսիոնարի անվանումը)		(ցեսիոնարի անվանումը)	
պայմանավորվեցին այն մասին, որ		պայմանավորվեցին այն մասին, որ	
(ցեղենտի անվանումը)		(ցեղենտի անվանումը)	
զիջում է, իսկ		զիջում է, իսկ	
(ցեսիոնարի անվանումը)		(ցեսիոնարի անվանումը)	
ծեռք է բերում իրավունքներ ըստ N, __ հավաստագրի		ծեռք է բերում իրավունքներ ըստ N, __ հավաստագրի	
(ցեղենտի ստորագրությունը)		(ցեղենտի ստորագրությունը)	
(ցեսիոնարի ստորագրությունը)		(ցեսիոնարի ստորագրությունը)	

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում ավանդային (խնայողական) սերտիֆիկատը:
2. Որո՞նք են բանկային սերտիֆիկատի պարտադիր վավերապայմանները:
3. Որո՞նք են բանկային ավանդի վերաբերյալ ՀՀ քաղաղաքացիական օրենսգրքով սահմանված կանոնները:
4. Ինչպիսի՞ն է ավանդային սերտիֆիկատի տիպային ձևը:
5. Փորձեք պայմանական տվյալներով լրացնել ավանդային սերտիֆիկատ:

2.7. Այլ արժեթղթեր

Նախորդ գլուխներում մենք քննարկեցինք առաջնային արժեթղթերի դասին պատկանող արժեթղթերի գլխավոր տեսակները՝ բաժնետոմսերը, պարտատոմսերը, մուրհակները և բանկային վկայագրերը: Այս դասին են պատկանում նաև չեկը, կոնոսամենտը, երկակի և հասարակ պահեստային վկայագիրը: Արժեթղթերի շուկայի տեսանկյունից այս արժեթղթերին կարելի է անվանել ոչ շուկայական, քանի որ նրանք, որպես կանոն, չեն վաճառվում և գնվում ինչպես բաժնետոմսերը, պարտատոմսերը, մուրհակները, բանկային վկայագրերը: Նրանք սպասարկում են ապրանքների և ծառայությունների կամ նրանց շրջանառության, ավելի ստույգ՝ տեղաշարժերի և տեղափոխումների, դիմաց կատարվող հաշվարկները: Այս իմաստով վերը նշված արժեթղթերը չեն հանդիսանում մեր ուսումնասիրության բուն առարկան և այդ պատճառով դրանք կդիտարկենք ամփոփ ձևով:

Մույն թեմայի նպատակն է՝ բացատրել այլ արժեթղթերը՝ չեկը, կոնոսամենտը, երկակի և հասարակ պահեստային վկայագիրը, ՀՀ օրենսդրությամբ չնախատեսված արժեթղթերը, ինչպես նաև դրանց տեսակները և հիմնական վավերապայմանները:

Ուսնակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բնորոշել չեկը որպես արժեթուղթ
- թվարկել չեկի պարտադիր վավերապայմանները
- բնորոշել չեկի տեսակները
- բնորոշել կոնոսամենտը
- թվարկել և բնորոշել կոնոսամենտի տեսակները
- թվարկել կոնոսամենտի հիմնական վավերապայմանները
- բնորոշել երկակի և հասարակ պահեստային վկայագրերը
- բնութագրել ՀՀ օրենսդրությամբ չնախատեսված արժեթղթերը:

2.7.1. Չեկ

Չեկ է համարվում այն արժեթուղթը, որը պարունակում է չեկ տվողի՝ որևէ բանով չպայմանավորված գրավոր կարգադրությունը բանկին՝ չեկը տիրապետողին վճարել դրանում նշված գումարը:

Չեկը նաև համարվում է վճարահաշվարկային փաստաթուղթ:

Չեկը՝ տնտեսական իմաստով, մույն փոխանցելի մուրհակն է, որի վճարող կողմը միշտ հանդիսանում է այն բանկը, որի կողմից տրվել է այդ չեկը:

Համաձայն ՀՀ օրենսդրության, չեկը դուրս է գրվում 10 օր ժամկետով և մարվում է բանկ ներկայացնելու պահին՝ միայն դրամական ձևով:

Չեկը, ինչպես մուրհակը, ստանդարտ ձևի և հետևյալ պարտադիր վավերապայմաններով արժեթուղթ է.

- «չեկ» անվանումը
- կարգադրությունը բանկին՝ վճարել դրանում նշված գումարը չեկը տիրապետողին
- չեկով վճարողի անվանումը և հաշվի համարը, որից պետք է կատարվի վճարումը
- չեկ տվողի ստորագրությունը
- ցուցում վճարման արժույթի վերաբերյալ
- չեկի կազմման վայրը և ամսաթիվը:

Չեկը լինում է մի քանի տեսակի, որոնցից հիմնականներն են.

Անվանական չեկ, որը գրվում է կոնկրետ անձի անունով՝ «առանց հրամանի» վերապահությամբ, որը նշանակում է չեկն այլ անձի հետագա փոխանցման անհնարինություն:

Օրդերային (հրամանագրով) չեկ, որը գրվում է կոնկրետ անձի անունով՝ «հրամանով» վերապահությամբ, այսինքն, հետագայում հնարավոր է չեկը փոխանցել այլ անձի՝ նրա վրա կատարելով փոխանցագիր (ինդոսամենտ):

Ըստ ներկայացնողի չեկ, որը գրվում է ներկայացնողի անունով և կարող է փոխանցվել՝ մեկ անձից մյուսին հանձնելով:

Հաշվարկային չեկ, որով չի թույլատրվում կանխիկ դրամով վճարումներ կատարել:

Դրամական չեկ, որը բանկում կանխիկ դրամ ստանալու համար է միայն:

2.7.2. Կոնոսամենտ

Կոնոսամենտը միջազգային պրակտիկայում բեռների փոխադրման ընդունված ստանդարտ ձևի փաստաթուղթ է, որը հավաստում է ապրանքի բեռնումը, փոխադրումը և ստանալու իրավունքը:

Կոնոսամենտն օգտագործվում է միջազգային բեռնափոխադրումների ժամանակ և իրենից ներկայացնում է արժեթուղթ, որը հավաստում է փոխադրվող բեռի, ապրանքի տիրապետման իրավունքը:

Կոնոսամենտը կարող է լինել՝

- **ըստ ներկայացնողի**, այսինքն՝ այն ներկայացնողը հանդիսանում է բեռը տիրապետողը
- **անվանական**, այսինքն՝ բեռը տիրապետողը հանդիսանում է կոնոսամենտում նշված անձը, անվանական կոնոսամենտն այլ անձի փոխանցման ենթակա չէ
- **օրդերային**, այսինքն՝ կոնոսամենտի փոխանցումը մեկ անձից մյուսին իրականացվում է նրա վրա փոխանցագրի՝ ինդոսամենտի, կատարմամբ: Սա կոնոսամենտի ամենատարածված ձևն է:

Կոնոսամենտին պարտադիր կցվում է բեռի ապահովագրական պոլիսը:

Կոնոսամենտին կարող են կցվել տարբեր լրացուցիչ փաստաթղթեր, որոնք անհրաժեշտ են բեռի փոխադրման, դրա պահպանման և ապահովագրության (անվնաս վիճակի), մաքսային գործողությունների ձևակերպման համար և այլն:

Կոնոսամենտը մի փաստաթուղթ է, որի վրա անհմար է որևէ փոփոխություն կատարել: Նրա հիմնական վավերապայմաններն են՝

- նավի անվանումը
- փոխադրող կազմակերպության անվանումը
- բեռի ընդունման վայրը
- բեռն առաքողի անվանումը
- բեռն ստացողի անվանումը
- բեռի անվանումը և գլխավոր բնութագրերը
- կոնոսամենտի տրման վայրը և ամսաթիվը
- նավի կապիտանի ստորագրությունը:

2.7.3. Երկակի և հասարակ պահեստային վկայագրեր

Երկակի պահեստային վկայագիր է համարվում օրդերային այն արժեթուղթը, որը հավաստում է ապրանքային պահեստի կողմից ապրանքն ի պահ ընդունելը:

Երկակի պահեստային վկայագիրը կազմված է երկու մասից՝ պահեստային վկայագրից և գրավային վկայագրից (վարանտից), որոնք առանձին-առանձին արժեթղթեր են:

Հասարակ պահեստային վկայագիր է համարվում ըստ ներկայացնողի այն արժեթուղթը, որը հավաստում է ապրանքային պահեստի կողմից ապրանքն ի պահ ընդունելը:

2.7.4. Արժեթղթեր, որոնք բացակայում են Հայաստանի օրենսդրության մեջ

Բացի վերը թվարկված արժեթղթերի տեսակներից, միջազգային պրակտիկայում գոյություն ունի առաջնային արժեթղթերի և երկու տեսակ, որոնք մեր երկրում օրենսդրորեն սահմանված չեն: Դրանք անշարժ գույքի գրավադրմամբ արժեթղթերն են և տարբեր տիպի ապահովագրական պոլիսները (ներառյալ՝ կենսաթոշակային, բժշկական և այլն): Նրանց թողարկման և շրջանառության կարգը, որպես արժեթղթեր, Հայաստանի օրենսդրությամբ դեռևս չեն սահմանվել: Սակայն, մեր երկրում շուկայական հարաբերությունների հետագա կայացմամբ, հնարավոր է, որ այդ արժեթղթերը ստանան օրենսդրական կարգավիճակ:

Միջազգային պրակտիկայում՝ բացի առաջնային արժեթղթերից, հիմնական արժեթղթերի դասին են պատկանում նաև, այսպես կոչված՝ երկրորդային արժեթղթերը, որոնք թողարկվում են առաջնային արժեթղթերի հիման վրա: Դրանց թվին են պատկանում՝

ա) բաժնետոմսերի հիման վրա թողարկվող երկրորդային արժեթղթերը

բ) պարտքային պարտավորությունների (պարտատոմսերի), սովորաբար՝ պետական պարտավորությունների, հիման վրա թողարկվող երկրորդային արժեթղթերը:

Հաշվի առնելով միջազգային փորձի իմացության անհրաժեշտությունը, ներկայացնում ենք երկրորդային արժեթղթերի բուն էության հակիրճ նկարագիրը:

Բազմաթիվ ընկերություններ և կազմակերպություններ ստեղծում են նմանատիպ արժեթղթերի նորանոր տեսակներ՝ փոխշահավետ պայմաններով կապիտալի ներգրավման համար:

Բաժնետոմսերի հիման վրա՝ երկրորդային արժեթղթերի հիմնական տեսակներից են.

- դեպոզիտար ստացականը (վկայագիր)
- բաժնետոմսի վարանտը
- բաժնետոմսերի նկատմամբ իրավունքը:

Դեպոզիտար ստացականը՝ անվանական արժեթուղթ է, որը վկայում է արտասահմանյան որևէ ընկերության, որի բաժնետոմսերն ինչ-որ պատճառներով տվյալ ներդրողի ֆոնդային շուկայում շրջանառության մեջ չեն գտնվում, բաժնետոմսերի պորտֆելում մասնաբաժնի տիրապետման մասին:

Բաժնետոմսի վարանտը՝ արժեթուղթ է, որն իրավունք է տալիս այն տիրապետողին գնելու տվյալ ընկերության որոշակի թվով բաժնետոմսեր, սահմանված ժամանակահատվածի ընթացքում (սովորաբար մի քանի տարվա)՝ նրանում անդադրված գնով: Վարանտի թողարկող է հանդիսանում բաժնետոմսերը շրջանառության մեջ թողարկող ընկերությունը, որը ներդրողների համար սեփական բաժնետոմսերը առավել գրավիչ դարձնելու նպատակ է հետապնդում: Վարանտը գնվում և վաճառվում է բաժնետոմսերին միանգամայն համանման ձևով: Վարանտի գինն իր մեջ չի ներառում բաժնետոմսի արժեքը: Այն արտացոլում է միայն բաժնետոմսի գնման իրավունքի արժեքը և կախված է միայն վարանտում ամրագրված բաժնետոմսի արժեքի և նրա փոխարժեքի տարբերությունից: Վարանտը կարող է թողարկվել ընկերությունների ինչպես բաժնետոմսերի, այնպես էլ պարտատոմսերի դիմաց:

Բաժնետոմսերի նկատմամբ իրավունքը՝ արժեթուղթ է, որը հավաստում է ընկերության բաժնետիրոջ կողմից տվյալ ընկերության նոր բաժնետոմսերի սահմանված քանակի ձեռքբերման իրավունքն՝ ավելի ցածր գնով, քան այն գինը, որով այն տեղաբաշխվում է այլ գնորդների (ներդրողների) միջև:

Ըստ էության, այս արժեթուղթը շատ նոս է բաժնետոմսի վարանտին: Հիմնական տարբերությունն այն է, որ բաժնետոմսերի նկատմամբ իրավունքի բաժանորդագրության ժամկետը սահմանափակված է նոր բաժնետոմսերի բաժանորդագրության ժամկետով, սովորաբար այն կազմում է մի քանի շաբաթ կամ ամիս:

Բաժնետոմսերի նկատմամբ իրավունքը հավաստող արժեթղթերն իրենց գոյության կարճ ժամանակահատվածում գնվում և վաճառվում են նույն կարգով, ինչ բաժնետոմսերը:

Պարտատոմսերի հիման վրա հիմնական արժեթղթերի տեսակներից են՝

- «ստրիպները»
- արժեթղթերի գրավադրությամբ պարտատոմսերը:

Ստորիս թարգմանաբար նշանակում է շերտ: Սրանք առանց արժեկտրոնի (առանց տոկոսի) պարտատոմսեր են, որոնք թողարկվում են տվյալ ընկերության կողմից՝ իրենց տիրապետման տակ գտնվող բարձր հուսալիությամբ, սովորաբար պետական, պարտատոմսերի պորտֆելով տարեկան տոկոսների վճարմամբ: Ստորիսները գնվում և վաճառվում են ինչպես սովորական պարտատոմսերը՝ անվանական արժեքից ավելի ցածր գնով, այսինքն զեղչով: Համապատասխան տարվա (ժամանակահատվածի) ստորիսները մարվում են անվանական արժեքով՝ ստորիսները թողարկող ընկերությանը պատկանող պարտատոմսերի արժեկտրոնային եկամտի հաշվին:

Գրավադրմամբ արժեթղթերը, դրանք սովորաբար բարձր հուսալիությամբ ապահովված պարտքային պարտավորություններ են: Ունենալով նման գրավադրությամբ պորտֆել, ընկերությունը դրամական միջոցների ներգրավման նպատակով կարող է թողարկել սեփական, սովորաբար առանց արժեկտրոնի պարտատոմսեր, որոնց մարումը՝ համապատասխան ժամանակահատվածում իրականացնում է գրավադրության տոկոսների վճարումների հաշվին:

Այս իմաստով գրավադրմամբ պարտատոմսերը նման են ստորիսներին: Տարբերությունը կայանում է նրանում, թե ինչն է հանդիսանում ապահովման միջոց: (Ստորիսների դեպքում՝ պետական պարտատոմսերը, տվյալ դեպքում՝ գրավադրությամբ):

Գրավադրմամբ պարտատոմսերը շուկայում շրջանառվում են ինչպես սովորական զեղչով պարտատոմսերը:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում չեկը:
2. Որո՞նք են չեկի պարտադիր վավերապայմանները:
3. Որո՞նք են չեկի տեսակները:
4. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում կոնոսամենտը:
5. Որո՞նք են կոնոսամենտի տեսակները:
6. Որո՞նք են կոնոսամենտի հիմնական վավերապայմանները:
7. Որո՞նք են համարվում երկակի և հասարակ պահեստային վկայագրերը:
8. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ՀՀ օրենսդրությամբ չնախատեսված արժեթղթերը՝
 - դեպոզիտար ստացական (վկայագիր)
 - բաժնետոմսի վարանտ
 - բաժնետոմսի նկատմամբ իրավունք
 - ստորիսներ
 - արժեթղթերի գրավադրմամբ արժեթղթեր:

ԳԼՈՒԽ 3. ԺԱՄԿԵՏԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱ

3.1. Ժամկետային շուկայի ընդհանուր բնութագիրը

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել ժամկետային շուկան և ժամկետային գործարքները, ժամկետային պայմանագրերի կազմելը, տալ ֆյուչերսային պայմանագրի ընդհանուր բնութագիրը, բացատրել ֆյուչերսային առևտրի կազմակերպումը, գնային տատանումների սահմանափակումները և դիրքային չափաբաժինը, ֆյուչերսային և սփոթ գները, գրաֆիկորեն պատկերել դրանց հնարավոր իրավիճակները, ներկայացնել ֆյուչերսային պայմանագրերի գնանշումը, օրինակների վրա բացատրել ֆյուչերսային ռազմավարության տեսակները, տալ օպցիոն պայմանագրի ընդհանուր բնութագիրը, բացատրել օպցիոնի տեսակները, բացատրել և գրաֆիկորեն պատկերել պարզևավճարը և դրա բաղադրիչները, նկարագրել օպցիոնային ռազմավարության տեսակները, բացատրել տոկոսային, արժույթային, ակտիվային և ապրանքային սվոփները, բացատրել ռեպո և ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագրերի էությունը:

Ուսանողներին և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բնորոշել և դասակարգել ժամկետային շուկան
- բնութագրել ժամկետային գործարքները
- բնութագրել ժամկետային գործարքների մասնակիցներին
- բնութագրել ժամկետային շուկայի մասնակիցներին
- բնութագրել ֆորվարդային պայմանագիրը
- գրաֆիկորեն պատկերել ֆորվարդային պայմանագրի գնորդի և վաճառողի շահումները (կորուստները)
- բնութագրել ֆորվարդային և առաքման գները
- ներկայացնել ֆյուչերսային պայմանագրի տարբերությունները ֆորվարդային պայմանագրերից
- տալ ֆյուչերսային պայմանագրի ընդհանուր բնութագիրը
- բացատրել ֆյուչերսային առևտրի կազմակերպումը՝ կոնկրետ օրինակների վրա
- բացատրել ֆյուչերսային պայմանագրով գնային տատանումների սահմանափակումները՝ կոնկրետ օրինակների վրա
- բացատրել դիրքային չափաբաժինը
- սահմանել ֆյուչերսային գինը, գրաֆիկորեն պատկերել և բացատրել ֆյուչերսային գնի հնարավոր իրավիճակները
- տալ բազիսի և ապագա սփոթ գնի սահմանումները
- պայմանական օրինակի վրա բացատրել գնորդի և վաճառողի դիրքերը
- բացատրել ֆյուչերսային պայմանագրերի գնանշումը
- թվարկել ֆյուչերսային ռազմավարության տեսակները
- կոնկրետ օրինակի վրա բացատրել ժամանակային սպրեդը
- բացատրել բազիսով առևտուրը
- գրաֆիկորեն պատկերել և բացատրել միջապրանքային սպրեդը
- տալ օպցիոն պայմանագրի ընդհանուր բնութագիրը
- թվարկել և սահմանել օպցիոնի տիպերն ու տեսակները
- կոնկրետ օրինակների վրա բացատրել օպցիոնի տեսակները (քոլ օպցիոն և փոթ օպցիոն)
- թվարկել և բացատրել օպցիոնի երեք խմբերը
- բացատրել օպցիոնի պարզևավճարի բաղադրիչները
- գրաֆիկորեն պատկերել և բացատրել օպցիոնի առանձին տեսակների պարզևավճարի բաղադրիչները
- նկարագրել օպցիոնային ռազմավարության տեսակները
- բնութագրել տոկոսային, արժույթային, ակտիվային և ապրանքային սվոփները
- բնութագրել ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագիրը
- բնութագրել ռեպո համաձայնագիրը:

Ըստ էության, **ժամկետային շուկան**՝ ժամկետային պայմանագրերի շուկան է: Այն հանդիսանում է շուկայական տնտեսության առավել երիտասարդ և անընդհատ զարգացող հատվածը:

Ժամկետային պայմանագիրը՝ կողմերի միջև կնքված համաձայնագիրն է՝ ապագայում բազիսային ակտիվի առաքման վերաբերյալ:

Ժամկետային շուկան ունի իր ներքին կառուցվածքը, որը կարելի է դասակարգել, ելնելով գնահատման տարբեր ցուցանիշներից: Ընդհանուր առմամբ ժամկետային շուկան բաժանվում է առաջնային և երկրորդային, բորսայական և արտաբորսայական շուկաների: Ի տարբերություն արժեթղթերի շուկայի, որն ունի համաձայն կառուցվածք, բորսայական ժամկետային շուկան տվյալ շուկայի գործիքների համար միաժամանակ հանդիսանում է և առաջնային և երկրորդային, իսկ արժեթղթերի համար բորսայական շուկան առավելապես հանդես է գալիս որպես երկրորդային շուկա: Հենց այս հատկությունն է հանդիսանում ժամկետային շուկայի էական բնութագիրը, քանի որ այն շուկայի ծավալների ընդարձակման և ակնթարթային նվազեցման անսահմանափակ հնարավորություններ է ընձեռնում:

Ըստ առևտրի հիմք հանդիսացող գործիքների, ժամկետային շուկան բաժանվում է՝ ֆորվարդային, ֆյուչերսային, օպցիոնների շուկայի և սվոպ շուկայի:

Ժամկետային շուկան կարելի է դասակարգել նաև ըստ կնքված պայմանագրերի ժամկետների, այն լինում է կարճաժամկետ, միջին ժամկետային և երկարաժամկետ: Հարկ է նշել, որ ժամկետային շուկան, ըստ իր ժամանակային կառուցվածքի, հիմնականում կարճաժամկետ և միջին ժամկետային բնույթ ունի: Միաժամանակ անհրաժեշտ է նշել, որ գործնականում բորսայական շուկան կարճաժամկետ պայմանագրերի շուկա է հանդիսանում: Մեկ տարի ժամկետը գերազանցող պայմանագրերն այնտեղ բացառություն են կազմում:

Տնտեսական հարաբերությունների մասնակիցները պայմանագրեր են կնքում ակտիվի անմիջապես կամ ապագայում առաքման պայմանով: Գործարքները, որոնք ակտիվի անմիջապես առաքման նպատակ են հետապնդում, կոչվում են կանխիկ կամ սփոթ: Ընդ որում նման գործարքները կնքվում են առկա ակտիվի համար: Նման գործարքների շուկան, ինչպես նաև գինը, որով կնքվում է նման գործարքը, նույնպես կոչվում է կանխիկ կամ սփոթ:

Այն գործարքները, որոնք կնքվում են ապագայում ակտիվի առաքման պայմանով, կոչվում են ժամկետային: Ժամկետային պայմանագրում կողմերը վավերացնում են համաձայնագրի բոլոր պայմանները հենց կնքման պահին, չնայած այն հանգամանքին, որ սովորաբար գործարքի առարկան բացակայում է: Ժամկետային պայմանագիրը ֆինանսական ածանցյալ գործիքների տարատեսակներից է հանդիսանում: Որպես ժամկետային պայմանագրի առարկա կարող են հանդես գալ տարաբնույթ ակտիվները (բաժնետոմսերը, պարտատոմսերը, մուրհակները, բանկային ավանդները, արտարժույթը, տարբեր ապրանքներ), ինչպես նաև հենց իրենք՝ ժամկետային պայմանագրերը:

Ժամկետային գործարքները լինում են պարտադիր և պայմանական: Կնքելով պարտադիր գործարքներ, կողմերը պայմանավորվում են այն անպայման կատարելու մասին: Դրանցից են՝ ֆորվարդային և ֆյուչերսային գործարքները: Պայմանական գործարքները, որոնց նաև անվանում են օպցիոններ կամ պարզավաճարով գործարքներ, իրավունք են տալիս պայմանագրի կողմերից մեկին կատարելու կամ չկատարելու պայմանագիրը:

Գործարքը կնքվում է երկու մասնակիցների միջև՝ գնորդի և վաճառողի: Երբ անձը ձեռք է բերում պայմանագիր, ապա ավելում է, որ նա բացում է կամ գրավում է **երկար դիրք**: Անձը, որը վաճառում է պայմանագիր՝ գրավում է (բացում է) **կարճ դիրք**: Եթե ներդրողը սկզբից գնում է (վաճառում է) պայմանագիր, ապա նա կարող է փակել իր դիրքը պայմանագրի վաճառքի (զննան) ճանապարհով: Այն գործարքը, որով փակվում է բաց դիրքը, կոչվում է օֆսեթային: Օֆսեթային գործարքը՝ սկզբնական գործարքի հակադիր գործարքն է հանդիսանում:

Ժամկետային առևտրի մասնակիցները: Ժամկետային շուկայի մասնակիցներին՝ ըստ նրանց նպատակների և իրականացվող գործարքների, կարելի է բաժանել երեք խմբի՝ *սպեկուլյանտների, հեղջերների և արբիտրաժորների*:

Սպեկուլյանտը՝ այն անձն է, որը ձգտում է եկամուտ ստանալ ֆինանսական գործիքի փոխարժեքների ժամանակի ընթացքում հնարավոր տարբերությունից: Սպեկուլյանտը գնում է (վաճառում է) ակտիվը՝ նպատակ ունենալով ապագայում առավել նպաստավոր գնով այն վաճառելու (զննելու): Սպեկուլյանտի հաջողությունը կախված է այն բանից, թե որքան հմտորեն է նա կարողանում կանխատեսել համապատասխան ակտիվների գների փոփոխման միտումները: Նա կարող է դիրքեր բացել ինչպես երկար ժամանակահատվածի համար, այնպես էլ մի քանի րոպեով կամ ավելի կարճ ժամկետով: Այն սպեկուլյանտները, որոնք իրենց դիրքերը բաց են պահում կարճ ժամանակահատվածով, կոչվում են սկալպերներ: Սպեկուլյանտը հանդիսանում է ժամկետային շուկայի անհրաժեշտ մասնակիցներից մեկը, քանի որ, նախ, նրա շնորհիվ աճում է ժամկետային պայմանագրերի իրացվելիությունը և երկրորդը, նա ռիսկի է գնում փոփոխելու այն գինը, որը նրա վրա է դնում հեղջերը:

Հեղջերը՝ ժամկետային շուկայում իր ֆինանսական ակտիվները կամ սփոթ շուկայում իրականացրած գործարքներն ապահովագրող մասնակիցն է: Օրինակ՝ ներդրողը ձեռք է բերել բաժնետոմսերի փաթեթ: Դրանց փոխարժեքի նվազեցման արդյունքում նա կարող է կրել մեծ կորուստներ: Ժամկետային պայմանագրերի շուկան նրան հնարավորություն է ընձեռնում կատարելու մի շարք գործարքներ նման կորուստներից ապահովագրվելու համար: Որպես մեկ այլ օրինակ, կարելի է ներկայացնել ցորեն արտադրողին, որն ուզում է պաշտպանված լինել բերքահավաքի պահին իր ապրանքի գնի անկումից: Կնքելով ժամկետային պայմանագիր նա կարող է զերծ մնալ զնային ռիսկից: Ինչպես արդեն նշվել է, նման գործարքներում ռիսկն իր վրա է վերցնում սպեկուլյանտը՝ հանդես գալով գործարքի կողմերից մեկը:

3.2. Ֆորվարդային պայմանագիր

Ֆորվարդային պայմանագիրը՝ երկու կողմերի միջև կնքված համաձայնությունն է՝ ապագայում պայմանագրով նախատեսված ապրանքի առաքման մասին, որը կնքվում է արտաբորսայական շուկայում: Գործարքի բոլոր պայմանները (գին, ժամկետ և այլն) կողմերը վավերացնում են պայմանագրի կնքման պահին: Պայմանագիրը կատարվում է նրանում նշված պայմաններով և ժամկետներում:

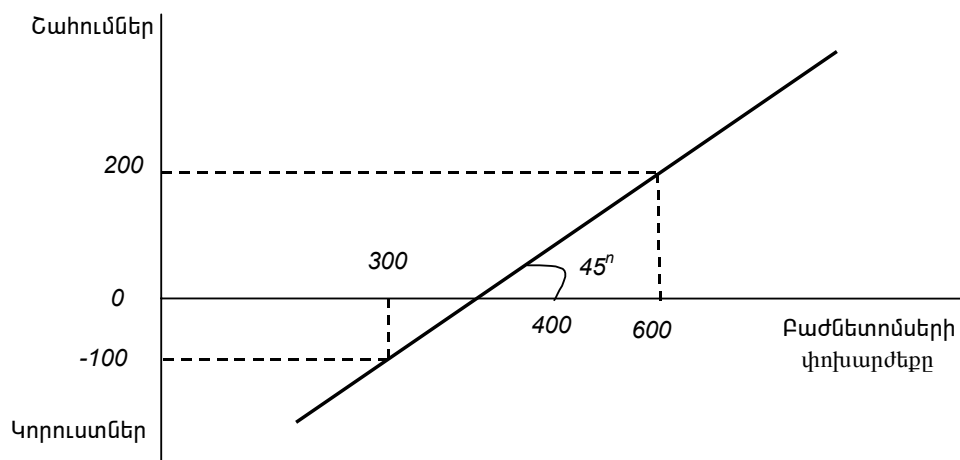
Օրինակ. ապրիլի 30-ին Ա անձը Բ-ի հետ կնքում է ֆորվարդային պայմանագիր այն մասին, որ նա սեպտեմբերի 1-ին կառքի «ՕՕՕ» ընկերության 100 բաժնետոմս՝ յուրաքանչյուրը 400 դրամ արժեքով: Պայմանագրի համաձայն սեպտեմբերի 1-ին Ա-ն կփոխանցի Բ-ին «ՕՕՕ» ընկերության 100 բաժնետոմս, իսկ Բ-ն այդ արժեթղթերի դիմաց կվճարի 40 000 դրամ:

Ֆորվարդային պայմանագիրը, պարտադիր կատարման գործարք է: Համաձայնության առարկա կարող են հանդես գալ տարաբնույթ ակտիվներ, օրինակ՝ ապրանքներ, բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, արտարժույթ և այլն: Անձը, որը պարտավորվում է ըստ պայմանագրի առաքել համապատասխան ակտիվ, գրավում է կարճ դիրք, այսինքն վաճառում է ֆորվարդային պայմանագիր: Անձը, որն ըստ պայմանագրի ձեռք է բերում ակտիվը, գրավում է երկար դիրք, այսինքն գնում է պայմանագիր: Պայմանագիրը կողմերի միջև կնքվում է առանց որևէ ծախսեր կատարելու (այստեղ մենք հաշվի չենք առնում հնարավոր վերադիր ծախսերը՝ կապված գործարքի ձևակերպման հետ կամ կոմիսիոն ծախսերը, եթե այն կնքվում է միջնորդի օգնությամբ):

Ֆորվարդային պայմանագիրը, որպես կանոն, կնքվում է համապատասխան ակտիվի իրական առքի կամ վաճառքի իրականացման համար, ինչպես նաև գնի հնարավոր ոչ նպաստավոր տատանումներից՝ գնորդի կամ վաճառողի, ապահովագրման նպատակով: Այսպես, նկարագրված օրինակում՝ Բ-ն, կնքելով բաժնետոմսերի զննան պայմանագիր, իրեն ապահովագրում է «ՕՕՕ» ընկերության բաժնետոմսերի գնի բարձրացումից, քանի որ պայմանագրի պայմանների համաձայն նա սեպտեմբերի 1-ին մեկ բաժնետոմսի դիմաց պարտավորվել է վճարել 400 դրամ, անկախ նրանից, թե սփոթ շուկայում տվյալ պահին այդ բաժնետոմսերի ինչ փոխարժեք է ձևավորվել: Միաժամանակ, Ա-ն իրեն ապահովագրում է բաժնետոմսերի փո-

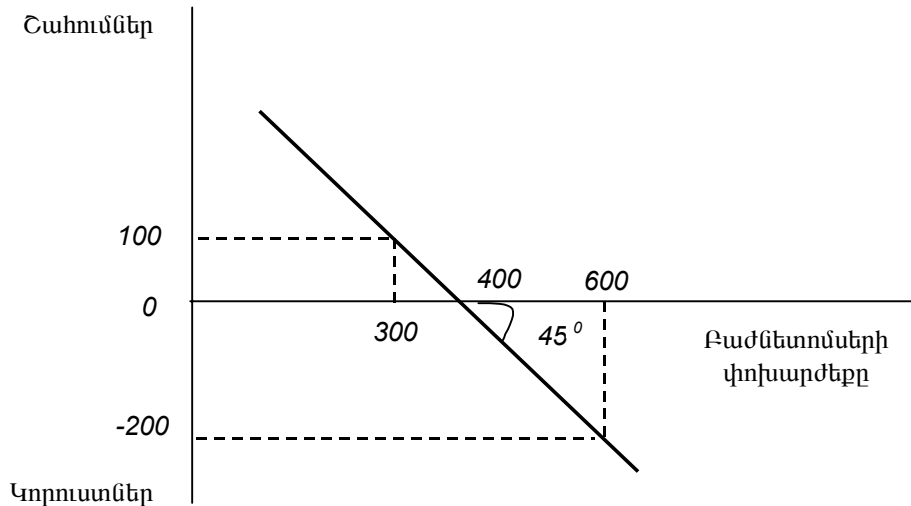
խարժեքի հնարավոր անկումից, քանի որ Բ-ն դրանց դիմաց պարտավորվում է վճարել 400 դրամ: Ինչպես երևում է նկարագրվածից, կողմերն իրենց դիրքերն ապահովագրել են իրավիճակի հնարավոր ամբարենպաստ զարգացումներից: Միևնույն ժամանակ, կնքված պայմանագիրը նրանց թույլ չի տալիս օգտվել ապագայում շուկայի հնարավոր բարենպաստ իրավիճակից: Այսպես, եթե սեպտեմբերի 1-ին փոխարժեքը կազմի 600 դրամ, ապա Ա-ն չի կարողանա օգտագործել փոխարժեքի այդ աճը, քանի որ պարտավոր է առաքել այդ բաժնետոմսերը 400 դրամով: Նման իրավիճակ կստեղծվի Բ-ի համար, եթե բաժնետոմսերի փոխարժեքը նվազի, ասենք մինչև 200 դրամ:

Թեև ֆորվարդային պայմանագիրը պարտադիր գործարք է հանդիսանում, կողմերն ապահովագրված չեն այն կողմերից որևէ մեկի կողմից չկատարելուց: Այսպես, եթե սեպտեմբերի 1-ին սփոթ շուկայում մեկ բաժնետոմսի փոխարժեքը կազմի, ենթադրենք 2000 դրամ, ապա Ա-ին դա կարող է զայթակղել չկատարելու պայմանագիրը, այլ իրականացնելով սփոթ գործարք, այդ բաժնետոմսերը վաճառել մեկ ուրիշին: Այս դեպքում նա կարող է մեծ շահույթ ստանալ, անգամ եթե տուգանքներ վճարի: Նման իրավիճակում զսպող գործոն է հանդիսանում կողմերի բարեխղճությունը, գործընկերոջ հետ երկարաժամկետ փոխհարաբերությունների զարգացման հեռանկարը, ազնիվ գործարարի անուն ունենալու ցանկությունը: Սակայն տեսականորեն չկա ոչ մի երաշխիք, որ ֆորվարդային պայմանագիրը կկատարվի, եթե կողմերից մեկի համար ստեղծվի համապատասխան իրավիճակ: Սա էլ հենց հանդիսանում է ֆորվարդային պայմանագրի թերությունը: Այդ պատճառով, մինչ գործարքը կնքելը, հարկ է, որ կողմերը պարզեն միմյանց վճարունակությունն և բարեխղճությունը: Ֆորվարդային պայմանագիրը կարող է կնքվել ակտիվի փոխարժեքի տարբերությունն օգտագործելու նպատակով: Այդ դեպքում անձը, որը գրավում է երկար դիրք, հույս ունի պայմանագրի հիմք հանդիսացող ակտիվի գնի հետագա բարձրացման, իսկ անձը, որը գրավում է կարճ դիրք հույսը դնում է այդ գործիքի գնի նվազեցման վրա: Ասվածը բացատրենք նկարագրված օրինակով: Ընդունենք Բ-ն ենթադրում է, որ սեպտեմբերի 1-ին «ՕՕՕ» ընկերության բաժնետոմսերի փոխարժեքը սփոթ շուկայում կգերազանցի 400 դրամը: Այդ պատճառով նա որոշում է գնել պայմանագիր: Ենթադրենք, ներդրողի հաշվարկներն արդարացվում են և բաժնետոմսերի փոխարժեքն աճում է մինչև 600 դրամ: Այդ դեպքում, ֆորվարդային պայմանագրի համաձայն, 400 դրամով ստանալով բաժնետոմսերը, նա անմիջապես կանխիկ գործարքով վաճառում է դրանք 600 դրամով և 200 դրամի շահույթ է ստանում: Եթե նա սխալվի իր հաշվարկներում և սփոթ շուկայում բաժնետոմսերի փոխարժեքը նվազի մինչև 300 դրամ, ապա նա յուրաքանչյուր բաժնետոմսի դիմաց 100 դրամի կորուստ կկրի, քանի որ ստիպված կլինի գնել արժեթղթեր ոչ թե 300 այլ 400 դրամով: Ֆորվարդային պայմանագրի գնորդի շահումները (կորուստները) պայմանագրի ժամկետի ավարտին ներկայացված են նկար 10 - ում:



Նկար 10. Ֆորվարդային պայմանագրի գնորդի շահումները (կորուստները)

Պայմանագիրը կնքելիս Ա-ն մտածում է, որ սեպտեմբերի 1-ին բաժնետոմսերի փոխարժեքը նվազելու է: Ընդունենք, թե նրա սպասելիքներն արդարանում են և արժեթղթերի փոխարժեքը նվազում է մինչև 300 դրամ: Այդ դեպքում ներդրողը՝ ֆորվարդային պայմանագրի համաձայն, մինչև բաժնետոմսերն առաքելը դրանք գնում է 300 դրամով՝ իրականացնելով կանխիկ գործարք և վաճառում է Բ-ին 400 դրամով: Տվյալ գործարքի արդյունքում նա յուրաքանչյուր բաժնետոմսի



Նկար 11. Ֆորվարդային պայմանագրի վաճառողի շահումները (կորուստները)

դիմաց շահում է 100 դրամ: Եթե պայմանագրի ժամկետի ավարտին բաժնետոմսերի փոխարժեքն աճի մինչև 600 դրամ, ապա Ա-ն 200 դրամի չափով կորուստներ կկրի, քանի որ ստիպված կլինի կանխիկ շուկայում բաժնետոմսերը գնելու 600 դրամով և պայմանագրի համաձայն դրանք վաճառելու 400 դրամով: Ֆորվարդային պայմանագրի վաճառողի ստացած շահումներն ու կրած կորուստները՝ պայմանագրի ժամկետի ավարտին, ներկայացված են նկար 11-ում:

Ինչպես ասվեց, ֆորվարդային պայմանագիրը բորսայից դուրս կնքվող պայմանագիր է: Քանի որ, որպես կանոն, տվյալ գործարքը ենթադրում է համապատասխան ակտիվի իրական առք կամ առաքում, ապա կողմերը միմյանց հարմար պայմաններ են համաձայնեցնում: Այդ պատճառով ֆորվարդային պայմանագիրը չի հանդիսանում ստանդարտ պայմանագիր և երկրորդային շուկան նրա համար կամ շատ մեղ է կամ ընդհանրապես բացակայում է, քանի որ դժվար է գտնել որևէ մի երրորդ անձ, որի շահերն ամբողջությամբ կհամընկնեն ֆորվարդային պայմանագրի պայմաններին, որն ի սկզբանե կնքվել է երկու անձանց միջև ելնելով նրանց կարիքներից: Այսպիսով, պայմանագրի կողմերից մեկն իր գրաված դիրքը կարող է փակել, միայն հակառակ կողմի համաձայնության դեպքում: Սա ֆորվարդային պայմանագրի բացասական բնութագրերից մեկն է:

Ֆորվարդային պայմանագրի գին, ֆորվարդային գին, առաքման գին հասկացությունները

Ֆորվարդային պայմանագրի կնքման պահին կողմերը համաձայնության են գալիս, թե գործարքն ինչ գնով պետք է կատարվի: Այդ գինը կոչվում է *առաքման գին*: Ֆորվարդային պայմանագրի գործողության ողջ ժամանակահատվածում այն մնում է անփոփոխ: Առաքման գինը հանդիսանում է կողմերի բացած դիրքերի համաձայնեցման արդյունք: Եթե որոշակի ժամանակ անց կնքվում է նոր ֆորվարդային պայմանագիր, ապա նրանում վավերացվում է առաքման նոր գին, որը կարող է տարբերվել նախորդ պայմանագրով նախատեսված առաքման գնից, քանի որ կարող են փոխվել ներդրողների սպասելիքները, կապված այն բանի հետ, թե շուկայում ինչպիսի իրավիճակ կձևավորվի՝ պայմանագրի հիմք հանդիսացող ակտիվի համար:

Ֆորվարդային պայմանագրի հետ կապված ի հայտ է գալիս գնի մեկ այլ հասկացություն, դա *ֆորվարդային գինն* է: Ժամանակի յուրաքանչյուր պահի համար, դա տվյալ պահին կնքված ֆորվարդային պայմանագրում վավերացված առաքման գինն է: Այսպիսով, պայմանագրի կնքման պահին ֆորվարդային գինը հավասար է առաքման գնին: Ֆորվարդային նոր պայմանագրերի կնքման պահին ի հայտ կգա նաև նոր ֆորվարդային գին:

Օրինակ. Սեպտեմբերի 1-ին Ա ապրանքի համար կնքվել է ֆորվարդային պայմանագիր՝ 100 դրամ առաքման գնով: Այսպիսով, այդ պահին ֆորվարդային գինը հավասար է առաքման գնին և հավասար է 100 դրամի: Ընդունենք, թե սեպտեմբերի 20-ին Ա ապրանքի համար կնքվում է նոր ֆորվարդային պայմանագիր՝ 120 դրամ առաքման գնով, որի ժամկետը լրանում է առաջին պայմանագրի հետ միաժամանակ: Այդ դեպքում առաջին պայմանագրի առաքման գինը մնում է 100 դրամ, բայց այդ ապրանքի ֆորվարդային գինն արդեն կազմում է 120 դրամ:

Ինչպես ասվեց, առաքման գինը, պայմանագրի գործողության ողջ ժամանակահատվածում, անփոփոխ մեծություն է հանդիսանում: Ֆորվարդային գինը փոփոխվում է, ելնելով շուկայի իրավիճակից, այսինքն կախված տվյալ ակտիվի սփոթ գնի վերաբերյալ կողմերի սպասելիքներից: Երբ կողմերը կնքում են պայմանագիր՝ ֆորվարդային գինը հավասարվում է առաքման գնին: Գրավելով իրենց դիրքերը, պայմանագրի կողմերը ոչ մի ծախս չեն կատարում: Ենթադրենք, որոշ ժամանակ անց պայմանագրի կողմերից մեկը որոշում է վերավաճառել իր պարտավորությունները: Տվյալ պահին շուկայում արդեն ձևավորվել է նոր ֆորվարդային գին: Բնականաբար, կախված վաճառքի պահին գոյություն ունեցող ֆորվարդային գնից, մեր պայմանագիրն արդեն կունենա տվյալ պահին կնքվող պայմանագրերի առաքման գնից տարբերվող այլ գին, քանի որ այն ներդրողին հնարավորություն է տալիս ակտիվը ստանալու տվյալ պայմանագրի առաքման գնով: Այստեղ էլ հենց հարց է առաջանում. որքա՞ն արժե առաջին ֆորվարդային պայմանագիրը: Այս հարցի պատասխանը կարելի է տալ տվյալ պահին յուրաքանչյուր ակտիվի համար համապատասխան պայմանների խորը վերլուծությունից հետո:

Ակտիվի ֆորվարդային գինը գնահատելիս մենք ելնում ենք այն բանից, որ ներդրողը ժամկետը լրանալուց հետո պետք է ունենա միևնույն ֆինանսական արդյունքը՝ զննվով տվյալ ակտիվի առաքման ֆորվարդային պայմանագիրը կամ հենց ակտիվը: Եթե խախտվում է նշված պայմանը, ապա արբիտրաժային գործարք իրականացնելու անհրաժեշտություն է առաջանում: Եթե ֆորվարդային գինը բարձր է (ցածր է) ակտիվի սիոթ արժեքից, ապա արբիտրաժորը վաճառում է (գնում է) պայմանագիրը և գնում է (վաճառում է) ակտիվը: Արբիտրաժային գործարքի արդյունքում նա շահույթ է ստանում:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում ժամկետային շուկան:
2. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել ժամկետային շուկան:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ժամկետային գործարքը:
4. Ինչպիսի՞ն կարող են լինել ժամկետային գործարքները:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ժամկետային գործարքների մասնակիցներին:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ժամկետային շուկայի մասնակիցներին:
7. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ֆորվարդային պայմանագիրը: Կարո՞ղ եք բերել կոնկրետ օրինակ:
8. Գրաֆիկորեն ինչպե՞ս կարելի է պատկերել ֆորվարդային պայմանագրի գնորդի շահումները (կորուստները),
9. Գրաֆիկորեն ինչպե՞ս կարելի է պատկերել ֆորվարդային պայմանագրի վաճառողի շահումները (կորուստները):
10. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ֆորվարդային պայմանագրի գինը:
11. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ֆորվարդային գինը:
12. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել առաքման գինը:

3.3. Ֆյուչերսային շուկայի կազմակերպումն ու գործունեությունը

3.3.1. Ֆյուչերսային պայմանագրի ընդհանուր բնութագիրը

Ֆյուչերսային պայմանագիրը երկու կողմերի համաձայնությունն է՝ ապագայում պայմանագրով նախատեսված ապրանքի առաքման մասին: Ֆյուչերսային պայմանագիրն իր մի շարք էական հատկություններով տարբերվում է ֆորվարդային պայմանագրից: Նախ՝ ֆյուչերսային պայմանագիրը կնքվում է միայն բորսայում: Բորսան ինքն է մշակում յուրաքանչյուր տեսակի ակտիվի համար պայմանագրի ստանդարտ պայմաններ: Այս պատճառով ֆյուչերսային պայմանագրերն ունեն բարձր իրացվելիություն, նրանց համար գոյություն ունի լայն երկրորդային շուկա, քանի որ նրանք բոլոր ներդրողներին առաջարկում են միևնույն պայմանները: Բացի այդ, բորսան տվյալ պայմանագրերի համար կազմակերպում է երկրորդային շուկա՝ հիմնվելով դիլերների վրա, որոնց նա վերագրում է համապատասխան պայմանագրերով «շուկա ստեղծելու» իրավունք, այսինքն՝ մշտապես գնել և վաճառել դրանք: Այսպիսով, ներդրողը վստահ է, որ միշտ էլ կարող է գնել կամ վաճառել ֆյուչերսային պայմանագիր և հետագայում հեշտությամբ փակել (լիկվիդացնել) գրաված դիրքը՝ իրականացնելով օֆսեթային գործարք: Նշված հնարավորությունը ֆյուչերսային պայմանագրի տիրոջը առավելություն է տալիս ֆորվարդային պայմանագրի տիրոջ նկատմամբ: Միևնույն ժամանակ, ֆյուչերսային պայմանագրի պայմանների ստանդարտ բնույթը կողմերի համար կարող է հարմար չլինել:

Օրինակ, պահանջվում է որևէ ապրանքի առաքում՝ այլ քանակությամբ, այլ վայրում և այլ ժամկետներում, քան դա նախատեսված է տվյալ ապրանքի ֆյուչերսային պայմանագրով: Բացի դրանից, հնարավոր է, որ բորսայում ընդհանրապես բացակայի ֆյուչերսային պայմանագիր՝ կողմերի համար հետաքրքրություն ներկայացնող ակտիվի համար: Այս պատճառով ֆյուչերսային պայմանագրերի կնքումը, որպես կանոն, ոչ թե ակտիվի իրական առաքման (ստացման), այլ կողմերի դիրքերի հեղափոխման կամ գների տարբերության վրա խաղի նպատակ է հետապնդում: Ֆյուչերսային պայմանագրերի համաձայն ներդրողների գրաված դիրքերը՝ բացարձակ մեծամասնությամբ, նրանց կողմից փակվում են պայմանագրի գործողության ընթացքում՝ օֆսեթային գործարքների օգնությամբ և ինչպես ցույց է տալիս համաշխարհային փորձը՝ այդ պայմանագրերի միայն 2-5%-ն են ավարտվում համապատասխան ակտիվի իրական առաքմամբ:

Ֆյուչերսային պայմանագրի էական առավելությունն այն է, որ նրա կատարումը երաշխավորվում է բորսայի հաշվարկային պալատի կողմից: Այսպիսով, կնքելով պայմանագիր՝ ներդրողներն անհրաժեշտություն չունեն պարզաբանելու հակառակ կողմի ֆինանսական վիճակը:

Անձը, որն իր վրա է վերցնում ակտիվի առաքման պարտավորություն, գրավում է կարճ դիրք, այսինքն վաճառում է պայմանագիր: Անձը, որն իր վրա է վերցնում ակտիվն ընդունելու պարտավորություն՝ գրավում է երկար դիրք, այսինքն գնում է պայմանագիր: Բորսայում ֆյուչերսային պայմանագիրը կնքվելուց հետո, այն գրանցվում է և այդ պահից գնորդն ու վաճառողը, պատկերավոր ասած, իրար համար դադարում են գոյություն ունենալ: Յուրաքանչյուր կողմի համար, որպես հակառակ կողմ, հանդես է գալիս բորսայի հաշվարկային պալատը, այսինքն գնորդի համար պալատը հանդես է գալիս որպես վաճառող, իսկ վաճառողի համար՝ գնորդ: Եթե պայմանագրի մասնակիցը ցանկանում է իրականացնել կամ ստանալ առաքումը, ապա նա չի լիկվիդացնում (փակում) իր դիրքը մինչև առաքման օրը և ընդունված կարգով տեղեկացնում է պալատին իր պայմանագրային պարտավորությունների կատարման պատրաստակամության մասին: Այս դեպքում հաշվարկային պալատն ընտրում է հակառակ դիրքում գտնվող որևէ մեկին, որն իր դիրքը չի փակել օֆսեթային գործարքով և հայտնում է նրան պահանջվող ակտիվի առաքման կամ ընդունման անհրաժեշտության մասին: Ֆյուչերսային պայմանագրերն առաքողին կարող են ընձեռել առաքման ստույգ օրվա վերաբերյալ ընտրության իրավունք՝ դրա համար հատկացված ժամանակահատվածում:

3.3.2. Ֆյուչերսային առևտրի կազմակերպումը

Ֆյուչերսային պայմանագրերը հիմնականում կնքվում են հեջավորման կամ փոխարժեքների տարբերության վրա խաղի նպատակով:

Պայմանագրի կնքումը ներդրողից որևէ ծախս չի պահանջում (այստեղ հաշվի չենք առնում կոմիսիոն ծախսերը): Սակայն պայմանագրի կնքման ժամանակ հաշվարկային պալատը ներդրողներին ներկայացնում է մի շարք պայմաններ: Դիրքի բացման ժամանակ ներդրողը՝ ինչպես կարճ, այնպես էլ երկար դիրքի համար, պարտավոր է որպես գրավ բրոքերային ընկերության հաշվին մուծել որոշակի գումար: Տվյալ գումարը կրում է *սկզբնական մարժա* անվանումը, իսկ հաշիվը, որի վրա մուտքագրվում է այդ գումարը՝ *մարժային հաշիվ* անվանումը: Մարժայի նվազագույն չափը սահմանվում է հաշվարկային պալատի կողմից, ելնելով անցած ժամանակահատվածի ընթացքում պայմանագրի հիմք հանդիսացող ակտիվի գնի առավելագույն շեղումներից: Բրոքերն իր հաճախորդից կարող է պահանջել կատարելու մեծ գումարի մարժայի մուտքագրում: Բորսայի ոչ բոլոր բրոքերային ընկերություններն են հանդիսանում հաշվարկային պալատի անդամ: Եթե նա այդպիսին չէ, ապա այդ բրոքերային ընկերությունը համապատասխան հաշիվ է բացում հաշվարկային պալատի որևէ անդամի մոտ: Հաշվարկային պալատը սահմանում է նաև մարժայի ստորին սահմանը: Դա նշանակում է որ հաճախորդի մարժային հաշվի վրա եղած գումարն այդ սահմանից երբեք պակաս չպետք է լինի:

Ֆորվարդային պայմանագրերի նման, ֆյուչերսային գնի աճման դեպքում պայմանագիր գնողը շահում է, իսկ վաճառողը՝ կորուստներ է կրում (պարտվում է): Եվ հակառակը, ֆյուչերսային գնի նվազման դեպքում, պայմանագիր վաճառողը շահում է, իսկ գնողը՝ կորուստներ է կրում: Ֆորվարդային պայմանագրով պայմանավորված շահումները (կորուստները) ներդրողների կողմից իրացվում են միայն պայմանագրի ժամկետի ավարտից հետո, երբ նրանց միջև կատարվում են փոխհաշվարկներ: Ֆյուչերսային գործարքների համար հաշվարկային պալատը յուրաքանչյուր առևտրային օրվա ավարտին իրականացնում է ներդրողների դիրքերի վերահաշվարկ՝ շահումների գումարը պարտվողների հաշվից փոխանցում է շահողների հաշվի վրա: Այդ գումարը կոչվում է *վարիացիոն (փոփոխական) մարժա*:

Այսպիսով, յուրաքանչյուր օրվա արդյունքում պայմանագրի կողմերը շահումներ են ունենում կամ կրում են կորուստներ: Եթե ներդրողի մարժային հաշվի վրա կուտակվում է որոշակի գումար, որը գերազանցում է պալատի կողմից սահմանված մարժայի ստորին սահմանը, ապա նա կարող է օգտագործել ավելցուկ գումարը այն համելով հաշվի վրայից: Միևնույն ժամանակ, եթե ներդրողի անհաջողությունների արդյունքում նրա հաշվի վրա եղած գումարը սահմանված նվազագույն մեծությունից փոքր է, ապա բրոքերը տեղեկացնում է հաճախորդին լրացուցիչ գումարի վճարման անհրաժեշտության մասին: Եթե ներդրողը չի մուծում պահանջվող գումարը, ապա բրոքերը փակում է (իկվիդացնում է) նրա դիրքը՝ կատարելով օֆսեթային գործարք: Յուրաքանչյուր առևտրային օրվա վերջում հաշվարկային պալատն իրականացնում է փոխհաշվարկներ (քլիրինգ):

Օրինակ. Օ օրվա վերջին կողմերը կնքում են Ա ապրանքի առաքման պայմանագիր՝ 1500 դրամ ֆյուչերսային գնով: Կողմերը մարժային հաշվի վրա մուտքագրում են 100 դրամ սկզբնական մարժա: Տվյալ պայմանագրով մարժայի ստորին սահմանը կազմում է 70 դրամ: Առաջին օրվա վերջին ֆյուչերսային գինը բարձրանում է մինչև 1520 դրամ: Քանի որ գինն աճել է, ապա տվյալ իրավիճակում շահում է գնորդը: Այդ պատճառով, հաշվարկային պալատը վաճառողի հաշվից գնորդի մարժային հաշվին է փոխանցում 20 դրամ:

Երկրորդ օրը ֆյուչերսային գինը բարձրանում է ևս 10 դրամով: Համապատասխանաբար, հաշվարկային պալատը վաճառողի մարժային հաշվից 10 դրամ շահումը փոխանցում է գնորդի մարժային հաշվի վրա: Երրորդ օրը գինը բարձրանում է մինչև 1550 դրամ: Վաճառողը կրկին կորուստ է կրում՝ 20 դրամի չափով: Երրորդ օրվա վերջին վաճառողի մարժային հաշվի վրա մնացած գումարը հավասարվում է մարժայի ստորին սահմանին: Այդ պատճառով բրոքերը տեղեկացնում է վաճառողին որպես մարժա լրացուցիչ 20 դրամ մուծում կատարելու անհրաժեշտության մասին: Այժմ ընդունենք, թե երրորդ օրվա վերջին ներդրողները կատարելով օֆսեթային գործարք փակել են իրենց դիրքերը: Արդյունքում, գնորդը երեք օրվա ընթացքում շահում է 50 դրամ: Այդ գումարը նա վաստակում է ի սկզբանե ներդնելով միայն 100 դրամ: Այսպիսով, նրա գործարքի եկամտաբերությունը՝ երեք օրվա ընթացքում, կազմում է 50%: Այդ պահի դրությամբ վաճառողի կորուստը կազմում է 50 դրամ կամ սկզբնական ներդրված գումարի 50%: Ֆյուչերսային պայմանագրով պայմանավորված հաշվարկային պալատի կատարած փոխհաշվարկները ներկայացնենք աղյուսակի տեսքով.

(դրամ)

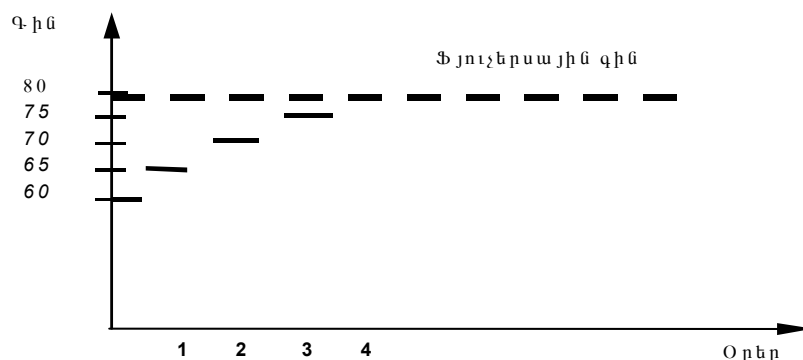
	Դիրքի բացում (0 օր)	Օրեր		
		1	2	3
Ֆյուչերսային գին	1500	1520	1530	1550
Մարժայի ներքին սահման	70	-	-	-
Գնորդի դիրքը.				
մարժային հաշիվ	100	120	130	150
փոփոխական մարժա	-	20	10	20
կուտակված շահումը/կորուստը	-	20	30	50
Վաճառողի դիրքը.				
մարժային հաշիվ	100	80	70	70
փոփոխական մարժա	-	-20	-10	-20
կուտակված շահումը/կորուստը	-	-20	-30	-50

Ինչպես արդեն նշել ենք, հաշվարկային պալատը յուրաքանչյուր առևտրային օրվա վերջում իրականացնում է ֆյուչերսային պայմանագրի կողմերի գրաված դիրքերի ճշտում: Դիրքերի նման կարգավորումն իրականացվում է, ելնելով հաշվարկային (գնանշված) գնից: Հաշվարկային գինն իրենից ներկայացնում է առևտրային օրվա վերջում՝ բորսայի փակվելուց անմիջապես առաջ, ֆյուչերսային գների միջին մեծությունը:

Գնային տատանումների սահմանափակումները

Որպեսզի թույլ չտրվի ֆյուչերսային պայմանագրերով մեծ թվով սպեկուլյացիոն գործարքների իրականացումը և ուժեղացվի գործարքների կատարման երաշխիքների համակարգը, բորսան պայմանագրի յուրաքանչյուր տեսակի համար, սահմանում է նախորդ օրվա գնանշված գնի նկատմամբ ընթացիկ օրվա ֆյուչերսային գնի շեղումների թույլատրելի չափաբաժին (սահման):

Օրինակ, նախորդ օրվա հաշվարկային գինը կազմել է 100 դրամ: Շեղումների թույլատրելի վերին և ստորին չափաբաժինը կազմում է 5%: Սա նշանակում է, որ ընթացիկ առևտրային օրվա ընթացքում ֆյուչերսային գինը կարող է տատանվել 95 դրամից մինչև 105 դրամ, եթե այն դուրս է գալիս այդ սահմաններից, ապա բորսան դադարեցնում է այդ պայմանագրով կատարվող առևտուրը, սակայն երբեմն նա կարող է նաև փոխել գնային սահմանները: Առևտուրը դադարեցվում է սպեկուլյացիայի սահմանափակման և ներդրողներին շուկայի իրական իրավիճակը գնահատելու հնարավորության ընձեռնման նպատակով: Առևտուրը կարող է դադարեցվել կարճ ժամանակահատվածով կամ մինչև տվյալ առևտրային օրվա վերջը: Եթե ֆյուչերսային գինը նախորդ գնանշված գնից շեղվել է հաստատված չափաբաժինը մի քանի անգամ գերազանցող մեծությամբ, ապա հետագա մի քանի օրվա ընթացքում այդ պայմանագրով առևտուրը կբացվի և անմիջապես էլ կփակվի առանց որևէ գործարք իրականացնելու: Այդ իրավիճակը կշարունակվի այնքան ժամանակ, մինչև ֆյուչերսային գինը հայտնվի չափաբաժնի սահմանված միջակայքում: Նկարագրված իրավիճակում նոր գնանշված գինը կամրագրվի սահմանված գնի չափով: Փորձենք պատկերել վերևում շարադրվածը (նկար 12):

**Նկար 12. Ֆյուչերսային պայմանագրով առևտրի դեպքում գնի չափաբաժնի սահմանափակումները**

Ընդունենք, որ նախորդ օրվա գնանշված գինը կազմել է 60 դրամ, շեղումների թույլատրելի վերին և ստորին չափաբաժինը 5 դրամ է: Հաջորդ օրը (օր 1) առևտուրը սկսելիս ֆյուչերսային գինը բարձրանում է մինչև 77 դրամ: Բորսան անմիջապես կանգնեցնում է առևտուրը՝ այդ գնով գործարքներ չեն կնքվում, իսկ նոր գնանշված գինը սահմանվում է 65 դրամ: Հաջորդ օրը (օր 2) ֆյուչերսային գինը մնում է նախորդ մակարդակին, այդ պատճառով տվյալ պայմանագրով առևտուրը դադարյալ չի իրականացվում, իսկ գնանշման գինը սահմանում են 70 դրամ և այդպես մինչև 4-րդ օրը: Չորրորդ օրը ֆյուչերսային գինը հայտնվում է չափաբաժնի սահմանված շրջանակներում և պայմանագրով առևտուրը վերսկսվում է:

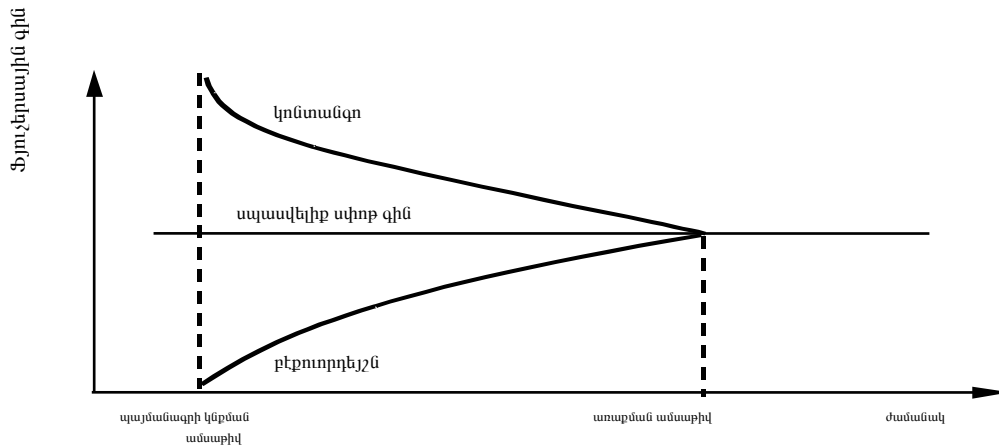
Գնային տատանումների սահմանափակումները՝ կորուստների հետ կապված, ռիսկի նվազեցման և սնանկացումից խուսափելու տեսակետից, մեծ դեր են խաղում, սակայն այդ ընթացքում՝ քանի դեռ բորսան փակ է, տվյալ մեխանիզմը բերում է ֆյուչերսային պայմանագրերի իրացվելիության նվազեցմանը (կորուստին): Բացի դրանից, քանի որ ֆյուչերսային գինը տվյալ ակտիվի սփոթ շուկայում ձևավորված իրավիճակի յուրատեսակի հայելին է հանդիսանում, ապա ոչ միշտ է, որ այն կտրուկ փոփոխություններ է կրում միայն սպեկուլյատիվ գործարքների հետևանքով: Սահմանափակումների համակարգը բերում է նրան, որ որոշակի ժամանակահատվածում պաշտոնական գրանցված ֆյուչերսային գինը տարբերվում է հավասարակշռված ֆյուչերսային գնից: Բորսան, որպեսզի նվազեցնի նշված բացասական երևույթները ազդեցությունը շուկայի վրա, որպես կանոն, համում է նշված սահմանափակումները՝ ֆյուչերսային պայմանագրի համաձայն, ապրանքի առաքման ամսի վրայից:

Դիրքային չափաբաժին

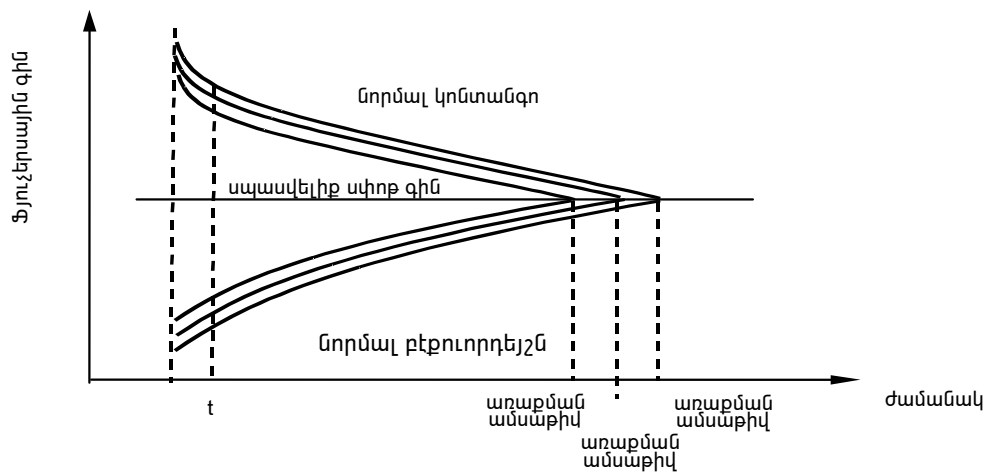
Սպեկուլյատիվ ակտիվությունը սահմանափակելու համար բորսան սահմանում է դիրքային չափաբաժին, այսինքն սահմանափակում է պայմանագրերի ընդհանուր քանակը, որոնք կարող են բաց պահվել մեկ ներդրողի կողմից, ինչպես նաև սահմանափակում է դրանք՝ ըստ ժամկետային բաշխվածության: Նշված սահմանափակումները չեն տարածվում հեջերների վրա:

3.3.3. Ֆյուչերսային գին: Բազիս: Ապագա սփոթ գին

Ֆյուչերսային գինը՝ ֆյուչերսային պայմանագրի կնքման պահին ամրագրված գինն է: Այն արտացոլում է համապատասխան ակտիվի ապագա սփոթ գնի վերաբերյալ ներդրողների ունեցած սպասելիքները: Ֆյուչերսային պայմանագրի կնքման ժամանակ ֆյուչերսային գինը կարող է լինել տվյալ ակտիվի սփոթ գնից ցածր կամ բարձր: Այն իրավիճակը, երբ ֆյուչերսային գինը բարձր է սփոթ գնից, կոչվում է *կոնտանգո (պարզակամար)*: Այն իրավիճակը, երբ ֆյուչերսային գինը ցածր է սփոթ գնից, կոչվում է *բեքուոդեյշն (գեղջ)*: Այս երկու իրավիճակները պատկերված են նկար 13-ում:

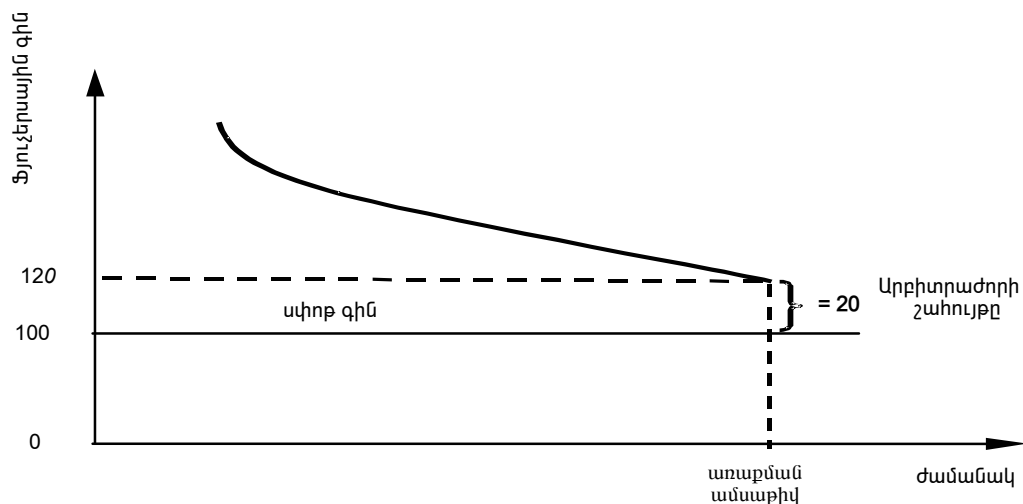


Նկար 13. Կոնտանգո և բեքուորդեյշն



Նկար 14. Նորմալ կոնտանգո և բեքուորդեյշն

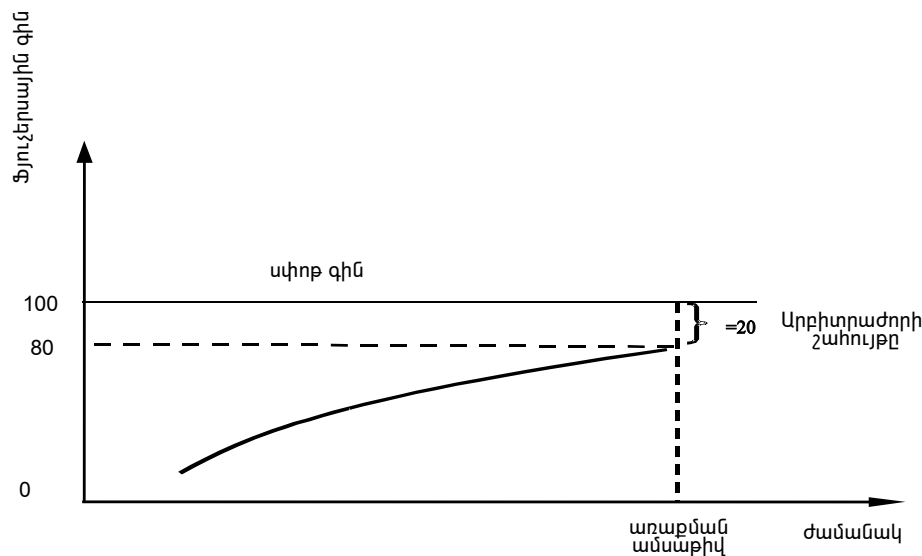
Եթե մի քանի ֆյուչերսային պայմանագրերի համար, որոնք ունեն գործողության տարբեր ժամկետներ, մոտակա ամսաթվի պայմանագրի ֆյուչերսային գինը փոքր է, քան ավելի ուշ ավարտվող պայմանագրինը, ապա նման իրավիճակը կոչվում է նորմալ կոնտանգո: Եվ հակառակը, եթե առաջին պայմանագրի ֆյուչերսային գինը բարձր է ավելի ուշ ավարտվող պայմանագրի ֆյուչերսային գնից, ապա դա նորմալ բեքուորդեյշն է (նկար 14):



Նկար 15. Ֆյուչերսային գինը բարձր է սփոթ գնից

13 և 14 նկարներում ցույց է տրված, որ առաքման պահին ֆյուչերսային գինը հավասարվում է սփոթ գնին: Նման օրինաչափությունն ի հայտ է գալիս, նախ այն պատճառով, որ ներդրողը կարող է ըստ ֆյուչերսային պայմանագրի իրոք ընդունել կամ առաքել ակտիվը, երկրորդ, եթե առաքման պահին առկա է ֆյուչերսային և սփոթ գների տարբերություն, ապա ներդրողը հնարավորություն է ունենում իրականացնելու արբիտրաժային գործարք: Ընդունենք, թե պայմանագրի ժամկետը լրանալու պահին ֆյուչերսային գինը բարձր է սփոթ գնից, ինչպես դա ցույց է տրված նկար 15-ում: Այդ դեպքում արբիտրաժորը վաճառում է ֆյուչերսային պայմանագիրը և սփոթ շուկայում գնում է պայմանագրի առարկա հանդիսացող ակտիվը: Առաքման օրը նա կատարում է իր պայմանագրային պարտավորությունները՝ ձեռք բերած ակտիվով: Ֆյուչերսային և սփոթ գների միջև եղած տարբերությունը՝ դա արբիտրաժորի ստացած շահույթն է (գրաֆիկի վրա դա 20 դրամ է): Քանի որ դիտարկվող իրավիճակում արբիտրաժորները սկսում են ակտիվորեն պայմանագրերը վաճառել, ապա շուկայում դրանց առաջարկն աճում է և, հետևաբար, գինն ընկնում է: Միաժամանակ նրանք սկսում են սփոթ շուկայում ակտիվորեն գնել համապատասխան ակտիվ, որի արդյունքում՝ կապված դրանց պահանջարկի մեծացման հետ, գինն աճում է: Արդյունքում ֆյուչերսային և սփոթ գները հավասարվում են կամ գրեթե միևնույնն են լինում:

Այժմ ընդունենք, թե առաքման օրը ֆյուչերսային գինը ցածր է սփոթ գնից: Այդ դեպքում արբիտրաժորը կանխիկ գործարքով վաճառում է ակտիվը և գնում է ֆյուչերսային պայմանագիր: Ըստ պայմանագրի, նրան ակտիվ են առաքում, որով նա իրականացնում է կանխիկ գործարքով իր պարտավորությունները: Գործարքից ստացած նրա շահույթը հավասար է ֆյուչերսային և սփոթ գների տարբերությանը (նկար 16):



Նկար 16. Ֆյուչերսային գինը և սփոթ գինը

Քննարկվող իրավիճակում ներդրողներն ակտիվորեն սկսում են վաճառել պայմանագրի առարկա հանդիսացող ակտիվը, որի արդյունքում դրա գինն ընկնում է: Միաժամանակ արբիտրաժորները սկսում են գնել ֆյուչերսային պայմանագրեր, որի արդյունքում բարձրանում է ֆյուչերսային գինը, որը կրկին բերում է ֆյուչերսային և սփոթ գների հավասարեցման:

Բազիս

Տվյալ ակտիվի ֆյուչերսային և սփոթ գների միջև եղած տարբերությունը կոչվում է բազիս: Կախված այն բանից, թե ֆյուչերսային գինը բարձր է, թե ցածր սփոթ գնից, բազիսը կարող է լինել դրական կամ բացասական: Քանի որ, պայմանագրի ժամկետի ավարտին ֆյուչերսային և սփոթ գները հավասարվում են, ապա բազիսը հավասարվում է զրոյի: Ըստ իր մեծության բազիսն իրենից ներկայացնում է ակտիվի ձեռքբերման գինը (առաքման գին) (ձեռք բերման գինը, դա պայմանագրի գործողության ողջ ժամանակահատվածում ակտիվի տնօրինման համար կատարված բոլոր ծախսերն են և բաց թողնված շահույթը):

Ապագա սփոթ գին

Եթե ֆյուչերսային պայմանագիրը կնքվում է գների տարբերության վրա խաղալու նպատակով, ապա հատկապես կարևորվում է ապագա սփոթ գնի ճիշտ կանխատեսումը: Ջ.Մ.Քեյնսը (Keynes) և Ջ.Հիքսը (Hicks) այս խնդրի կատարեցին հետևյալ դիտողությունները: Ֆյուչերսային շուկայում ներկա են ինչպես հեղջերները, այնպես էլ սպեկուլյանտները: Սպեկուլյանտները բացում են իրենց դիրքերը՝ փոխարժեքի տարբերության հաշվին շահույթ ստանալու նպատակով: Իրենց վրա վերցրած ռիսկի դիմաց նրանք «պահանջում են» համապատասխան պարգև, իսկ դրա «պատենցիալ» սպասելիքների բացակայության դեպքում նրանք պայմանագրեր չեն կնքում: Այդ պատճառով, եթե սպեկուլյանտների մեծ մասն, ըստ պայմանագրի, բացում են երկար դիրք, ապա դա նշանակում է, որ ֆյուչերսային գինը պետք է ցածր լինի ապագա սփոթ գնից (բեքուորդեյշն), քանի որ հետագայում ֆյուչերսային գնի բարձրացումը սպեկուլյանտին շահույթ է բերելու: Եթե սպեկուլյանտների մեծ մասը բացում են կարճ դիրք, ապա դա վկայում է այն մասին, որ ֆյուչերսային գինը բարձր է ապագա սփոթ գնից (կոնտանգո), քանի որ հետագայում ֆյուչերսային գնի նվազեցումը սպեկուլյանտին շահույթ է բերելու:

3.3.4. Ֆյուչերսային պայմանագրերի գնանշումը

Արևմտյան ֆինանսական մամուլը պարբերաբար հրապարակում է ֆյուչերսային պայմանագրերի գնանշման արդյունքները, որոնք կառուցվում են միասնական սխեմայով, այդ պատճառով բավական է բերել միայն մեկ օրինակ:

Ցորենի ֆյուչերսային պայմանագրի գնանշումը
(“Wall Street Journal”, 31.03.92)

	Monday, March 30, 1992					Lifetime		
	Open	High	Low	Settle	Change	High	Low	Open Interest
CORN (CBT) 5,000 bu.; cents per bu								
May	270 1/4	270 1/4	266	266 1/2	-3 3/4	279 3/4	234 3/4	94,456
July	275 1/4	275 1/2	271	271 1/4	-4 1/4	285	239 1/2	104,928
Est. vol 38,000; vol Fri 19,723; open int. 281,041, -616								

Ներկայացված գնանշումը տեղեկություններ է պարունակում 1992թ. մարտի 30-ին CBT (Չիկագոյի առևտրային պալատում) ցորենի առևտրի արդյունքների մասին: Նրանում նշվում է պայմանագրի ծավալը (5000 բուշել), մեկ բուշելի գինը՝ արտահայտված ցենտով: Առաջին սյունակում բերվում է ֆյուչերսային պայմանագրի ավարտման ամիսը (մայիս, հուլիս): Երկրորդ սյունակում՝ առևտրի բացման պահին ֆյուչերսային գինը (270 1/4), երրորդ սյունակում՝ օրվա առավելագույն գինը (270 1/4), չորրորդ սյունակում՝ օրվա նվազագույն գինը (266): Հինգերորդ սյունակում՝ գնանշված գինն է (266 1/2), վեցերորդում՝ գնանշված գնի տարբերությունն է, նախորդ օրվա գնանշված գնի հետ համեմատած (-3 3/4):

Յոթերորդ և ութերորդ սյունակներում համապատասխանաբար՝ պայմանագրի գործողության ընթացքում ամենաբարձր և ամենացածր գներն են: Իններորդ սյունակում բերվում է գոյություն ունեցող պայմանագրերի ընդհանուր քանակը: Այն պարունակում է տեղեկատվություն հրապարակվող գնանշմանը նախորդող առևտրային օրվա մասին: Մեր օրինակում 94 456-ը՝ դա մարտի 27-ին (ուրբաթ օրը) գոյություն ունեցող բաց դիրքերի քանակն է: Աղյուսակի վերջին տողում նշվում է տվյալ առևտրային օրվա առևտրի ծավալներն՝ անկախ պայմանագրերի ավարտման ժամկետներից (38000) և նախորդ առևտրային օրվա առևտրի ծավալի ճշգրիտ մեծությունը (19723): Այնուհետև բերվում է նախորդ օրվա բաց դիրքերի քանակը և մարտի 26-ի հետ համեմատած պայմանագրերի թվի տարբերությունը:

Ամփոփ եզրակացություններ

Ֆյուչերսային պայմանագիրը երկու կողմերի միջև կայացած համաձայնությունն է՝ ապագայում, պայմանագրով նախատեսված ապրանքի առաքման մասին, որը կնքվում է բորսայում: Յուրաքանչյուր տեսակի ակտիվի համար բորսան ինքն է մշակում պայմանագրի պայմանները, որոնք առևտրի բոլոր մասնակիցների համար նույնն են: Բորսան տվյալ պայմանագրերի համար կազմակերպում է երկրորդային շուկա և երաշխավորում է դրանց կատարումը: Ֆյուչերսային պայմանագիրն օժտված լինելով այս բոլոր հատկություններով՝ բարձր իրացվելիությամբ ֆինանսական գործիք է հանդիսանում:

Ֆյուչերսային պայմանագրերը հիմնականում կնքվում են հեջավորման կամ փոխարժեքների տարբերության վրա խաղի նպատակով և որպես կանոն հազվադեպ են հետապնդում ակտիվի իրական առաքման նպատակ:

Բացելով դիրքեր, կողմերը պարտավոր են հաշվարկային պալատ մուծել երաշխիքային գումար: Շահումի (կորուստի) գումարը կրում է փոփոխական մարժա անվանումը:

Սնանկացման և սպեկուլյացիայի ռիսկը սահմանափակելու նպատակով բորսան սահմանում է նախորդ առևտրային օրվա գնանշված գնի նկատմամբ՝ ընթացիկ առևտրային օրվա ֆյուչերսային գնի շեղումների չափաբաժին և սպեկուլյանտների համար նաև՝ բաց դիրքերի չափաբաժին:

Ֆյուչերսային գինը, դա ֆյուչերսային պայմանագրի կնքման պահին ամրագրված գինն է: Այն արտացոլում է համապատասխան ակտիվի ապագա սփոթ գնի վերաբերյալ ներդրողների ունեցած սպասելիքները: Ֆյուչերսային պայմանագրի կնքման ժամանակ ֆյուչերսային գինը կարող է լինել տվյալ ակտիվի սփոթ գնից ցածր (բեքուորդեյշն) կամ բարձր (կոնտանգո): Պայմանագրի ժամկետը լրանալու պահին ֆյուչերսային և սփոթ գները պետք է հավասարվեն, հակառակ դեպքում առաջանում է արբիտրաժային գործարք իրականացնելու հնարավորություն: Եթե ֆյուչերսային գինը բարձր է սփոթ գնից, ապա արբիտրաժորը վաճառում է պայմանագիրը և գնում է ակտիվը, իսկ հակառակ դեպքում վաճառում է ակտիվը և գնում է պայմանագիր:

Ըստ Ջ.Մ.Քեյնսի (Keynes) և Ջ.Հիքսի (Hicks), ֆյուչերսային գինը ցածր է ապագա սփոթ գնից, երբ սպեկուլյանտների մեծ մասն, ըստ պայմանագրի, բացում են երկար դիրքեր, քանի որ հետագայում ֆյուչերսային գնի բարձրացումն է նրանց շահույթ բերելու: Եթե սպեկուլյանտների մեծ մասը բացում են կարճ դիրքեր, ապա ֆյուչերսային գինը բարձր է ապագա սփոթ գնից:

Եթե ֆյուչերսային գինն, ըստ ժամանակի, աճող ֆունկցիա է, ապա ներդրողը կառաքի ակտիվը առաքման ժամկետի սկզբին և հակառակը, եթե ժամանակի ընթացքում նվազում է, ապա կառաքի այդ ժամանակահատվածի վերջում:

Ակտիվի ձեռքբերման գինը, պայմանագրի գործողության ողջ ժամանակահատվածում ակտիվի տնօրինման համար կատարված բոլոր ծախսերն են և բաց թողնված շահույթը (չհաշված սպասելիք պոտենցիալ շահույթը): Այն ներառում է ակտիվի պահպանման և ապահովագրման հետ կապված բոլոր ծախսերը: Ձեռքբերման գինը՝ հենց ինքը բազիսն է: Բազիսը որոշվում է որպես սփոթ գնի և ֆյուչերսային գնի տարբերություն: Եթե բազիսը ձեռքբերման գնից մեծ է կամ փոքր, ապա արբիտրաժային գործարքի հնարավորություն է ստեղծվում:

3.3.5. Ֆյուչերսային ռազմավարության տեսակները

Այժմ կքննարկենք ֆյուչերսային ռազմավարության հետևյալ տեսակները, որոնք կոչվում են *ժամանակային և միջապրանքային սփրեդներ*:

Ֆյուչերսային պայմանագրերի օգնությամբ ներդրողը կարող է ձևավորել ռազմավարության տարբեր տեսակներ, որոնք կոչվում են *սփրեդներ*: Այլ կերպ ասած նաև անվանում են *սթրեդդեր*: *Սփրեդը ֆյուչերսային պայմանագրերով երկար և կարճ դիրքերի միաժամանակյա բացումն է*: Ներդրողը դիմում է նման ռազմավարության, երբ գտնում է, որ տարաբնույթ ֆյուչերսային պայմանագրերի գների միջև եղած տարբերությունն իր չափով չի համապատասխանում սովորաբար նկատվող մեծություններին: Սփրեդի ձևավորումը պակաս ռիսկային ռազմավարություն է, քան միայն երկար կամ կարճ դիրքերի բացումը: Բացի դա, արևմուտքի բորսաներում մեկ բազիսային ակտիվով սփրեդի ձևավորման ժամանակ ներդրողը մուծում է ավելի փոքր սկզբնական մարժա, քանի որ այդ դեպքում հակառակ դիրքերն ամբողջությամբ կամ մասնակիորեն, փոխհատուցում են ներդրողի հնարավոր կորուստները: Սփրեդի օգնությամբ ներդրողը բացառում է գների ընդհանուր մակարդակի տատանումների հետ կապված կորուստների ռիսկը և շահույթ տալու հույս է տալով, ի հաշիվ մասնակի պատճառներով պայմանավորված գնային շեղումներից:

Գոյություն ունեն ժամանակային և ապրանքային սփրեդներ: Ժամանակային սփրեդի իմաստը տարբեր իրականացման ժամկետով, միևնույն ակտիվի ֆյուչերսային պայմանագրերի միաժամանակյա առք ու վաճառքն է: Այս ռազմավարության նպատակը՝ պայմանագրերի գների հարաբերությունների փոփոխությունից շահույթ ստանալու ձգտումն է:

Օրինակ. Սեպտեմբեր ամսին 1000 ԱՄՆ դոլարի ֆյուչերսային պայմանագիրը վաճառվում է 4630 դրամով: Ըստ պայմանագրի, առաքումը պետք է կատարվի դեկտեմբերին: Նոյեմբեր ամսվա ապրանքի առաքման պայմանագիրը վաճառվում է 4400 դրամով: Ելնելով նախորդ ժամանակահատվածների ընթացքում նկատվող գնի փոփոխության դինամիկայից, երկու ամիսների միջև ընկած ժամանակահատվածում սփրեդը՝ միջինում, պետք է կազմի 150 դրամ: Թրեյդերը ենթադրում է, որ դեկտեմբեր ամսվա համար դոլարի փոխարժեքը չափազանցված է, այդ պատճառով նա վաճառում է դեկտեմբերի պայմանագիրը և գնում է նոյեմբերի պայմանագիր: Ընդունենք, թե հաջորդ առևտրային սեփայում դեկտեմբերի պայմանագրի գինը նվազում է մինչև 4540 դրամ, իսկ նոյեմբերինը՝ 4380 դրամ: Դեկտեմբերի պայմանագրից նրա շահումը կկազմի.

$$90 \text{ դրամ} \cdot 1000 = 90000 \text{ դրամ}$$

Նրա կորուստը նոյեմբերի պայմանագրից հավասար է.

$$20 \text{ դրամ} \cdot 1000 = 20000 \text{ դրամ}$$

Սփրեդով պայմանավորված նրա շահումը կազմում է 70000 դրամ: Իհարկե, մեր օրինակում թրեյդերը կարող էր ստանալ ավելի մեծ շահույթ՝ վաճառելով միայն դեկտեմբերի պայմանագիրը կամ միաժամանակ՝ դեկտեմբերի և նոյեմբերի պայմանագրերը: Սակայն նման գործողություններն ուղեկցվում են մեծ ռիսկով: Եթե իրավիճակի փոփոխությամբ պայմանավորված դոլարի փոխարժեքը սկսի աճել, ապա ներդրողը մեծ կորուստներ կկրի:

Գոյություն ունեն *ցլի (ցուլ) և արջի սփրեդներ*: *Ցլի սփրեդը* ենթադրում է երկար դիրք հեռավոր պայմանագրի և կարճ դիրք՝ մոտակա պայմանագրերի համար: *Արջի սփրեդը*՝ հակառակը, ներառում է կարճ դիրք հեռավոր և երկար դիրք՝ մոտակա ամիսների համար: Երբ ներդրողը ձևավորում է առաջին ռազմավարությունը, ապա ասում են, որ նա գնում է սփրեդը, իսկ երկրորդի դեպքում՝ վաճառում է սփրեդը: Ներդրողը սփրեդը կգնի, եթե ենթադրում է, որ սփրեդի մեծությունը պետք է աճի և կվաճառի, եթե հույս ունի, որ այն կնվազի:

Ֆյուչերսային ռազմավարության շարքին է դասվում նաև այսպես կոչված *բազիսով առևտուրը*: Այն ենթադրում է ֆյուչերսային պայմանագրի առք (վաճառք) և միաժամանակ բազիսային ակտիվի վաճառք (առք): Ներդրողը գնում է բազիսը, եթե նա ձեռք է բերում ֆյուչերսային պայմանագիր և վաճառում է բազիսային ակտիվը: Բազիսի վաճառքը՝ նշվածի հակառակ գործողությունն է: Առաջինի դեպքում ներդրողը հույս ունի, որ բազիսի մեծությունը պետք է աճի, իսկ երկրորդի դեպքում՝ նվազի: Ներդրողը կօգտվի ռազմավարության նշված եղանակներից, եթե սփրեդի կամ բազիսի մեծությունները հավասար չեն լինի առաքման գնին:

Ռազմավարության հաջորդ տեսակն իրար է միացնում երեք պայմանագրեր և կոչվում է *սփրեդ թիթեռ*: Այն իր մեջ ներառում է ցլի և արջի սփրեդները, որնք համար միջին ֆյուչերսային պայմանագիրն ընդհանուր է: Ներդրողը ձևավորում է այս ռազմավարությունը, երբ միջին և վերջին պայմանագրերի միջև չի պահպանվում սփրեդի պահանջվող մեծությունը և պարզ չէ, թե ինչպես կփոփոխվեն ֆյուչերսային գները:

Օրինակ. 1000 ԱՄՆ դոլարի պայմանագիրը՝ հունվար ամսի առաքմամբ, վաճառվում է 4800 դրամով, փետրվարի առաքմամբ՝ 4900 դրամով, մարտինը՝ 5100 դրամով: Հունվար-փետրվար սփրեդը հավասար է 100 դրամի, իսկ փետրվար-մարտինը՝ 200 դրամի: Առևտրային հաջորդ շրջանում պայմանագրերի միջև գնային տարբերությունները պետք է որ հարթվեն, սակայն գները կարող են հավասարվել՝ հունվարի և փետրվարի պայմանագրերի գների աճման կամ մարտի պայմանագրի գնի նվազման հետևանքով: Ներդրողը ենթադրում է, որ հունվար - փետրվար սփրեդը կմեծանա, իսկ փետրվար - մարտը՝ կփոքրանա, այդ պատճառով նա գնում է հունվար - փետրվար սփրեդը և վաճառում է փետրվար - մարտ սփրեդը: Այս դեպքում ասում են, որ նա վաճառում է սփրեդ թիթեռ:

Ընդունենք, որ հաջորդ առևտրային շրջանում հունվար ամսի ֆյուչերսային գինը աճել է մինչև 4850 դրամ, փետրվարինը՝ 5000 դրամ, մարտինը՝ 5150 դրամ: Հունվար - փետրվար սփրեդից ստացվող եկամուտը՝ 1 դոլարի համար, կազմել է.

$$- (4850 - 4800) + (5000 - 4900) = +50 \text{ դրամ}$$

Փետրվար - մարտ սփրեդի եկամուտը հավասար է.

$$(5000 - 4900) - (5150 - 5100) = +50 \text{ դրամ}$$

1 դոլարի նկատմամբ ընդհանուր շահումը կազմում է 100 դրամ, կամ 100 հազար դրամ՝ 1000 դոլարից:

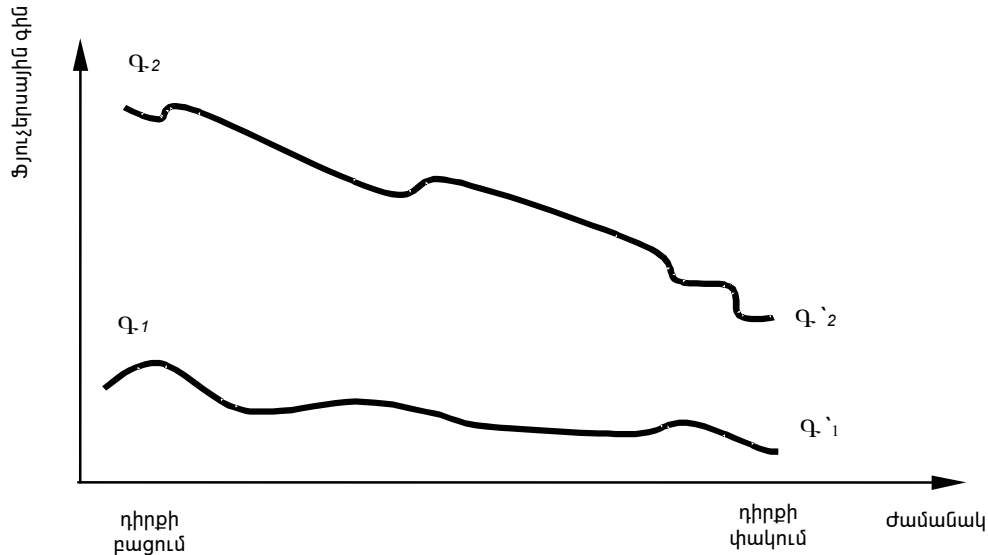
Ինչպես երևում է օրինակից, սկզբնապես, փետրվար - մարտ և հունվար - փետրվար սփրեդների միջև եղած տարբերությունը հավասար էր 100 դրամի, իսկ հաջորդ առևտրային շրջանում՝ 0: Թիթեռի սփրեդի վաճառքից շահումը հավասար է.

$$- (0 - 100) = 100 \text{ դրամ}$$

որը համապատասխանում է վերը նշված հաշվարկների արդյունքներին:

Միջապրանքային սփրեղը, դա տարբեր, սակայն փոխկապակցված ապրանքների ֆյուչերսային պայմանագրերի կնքումն է՝ պայմանագրերի գների հարաբերությունների փոփոխությունից շահույթ ստանալու նպատակով: Որպես օրինակ քննարկենք ցորենի և եգիպտացորենի պայմանագրերը: Ինչպես ցույց է տրված 17 նկարում, պայմանագրերի կնքման պահին նշված ապրանքների ֆյուչերսային գների միջև եղած տարբերությունն էական մեծ է, սակայն որքան մոտենում է առաքման օրը, այնքան այդ տարբերությունը փոքրանում է, քանի որ այդ գները փոխկապակցված են: Եթե ներդրողը գտնում է, որ գների տարբերությունը բավականին մեծ է և հետագայում պետք է փոքրանա, նաև դիտվում է կոնտանգո, ապա նա կվաճառի սփրեղ, այսինքն կվաճառի ավելի բարձր ֆյուչերսային գին ունեցող պայմանագիրը և կգնի առավել ցածր գնով պայմանագիրը: Արդյունքում ստացվող շահույթը հավասար է.

$$(Q_2 - Q_1) - (Q'_2 - Q'_1)$$



Նկար 17. Միջապրանքային սփրեղ

Դիտարկենք տոկոսային ֆյուչերսային պայմանագրերով առևտրի մեկ օրինակ: Ներդրողը ենթադրում է, որ տոկոսադրույքներն հետագայում աճելու են և այդ պատճառով նա վաճառում է երկարաժամկետ տոկոսային ֆյուչերսի պայմանագիր և գնում է կարճաժամկետ տոկոսային ֆյուչերսի պայմանագիր, այսինքն վաճառում է սփրեղ: Տոկոսադրույքների աճի դեպքում երկարաժամկետ տոկոսադրույքներն ավելի մեծ աճ կունենան քան կարճաժամկետները և այդ պատճառով առաջին պայմանագրի գինն ավելի մեծ չափով կնվազի քան երկրորդինը: Այս ամենի արդյունքում ներդրողը շահույթ կստանա:

Միջապրանքային սփրեղի շարքին կարելի է դասել ելակետային ապրանքի պայմանագրի և նրանից ստացվող արտադրանքի պայմանագրի միջև սփրեղը, օրինակ, ձիթապտղի և ձիթապտղի յուղի: Ներդրողը կարող է սփրեղ ձևավորել՝ միևնույն ակտիվի, նույն ամսվա, բայց տարբեր բորսաների համար:

Ամփոփ եզրակացություններ

Սփրեղը ռազմավարություն է, որի դեպքում միաժամանակ գնվում ու վաճառվում են տարբեր ֆյուչերսային պայմանագրեր: Ներդրողը ձեռնարկում է այս գործողությունը, երբ ենթադրում է, որ ապագայում այդ պայմանագրերի գների միջև եղած տարբերությունը պետք է փոփոխվի: Այն կոչված է մասնավոր պատճառների հետևանքով առաջացած գների փոփոխությունները որսալու համար: Սա ավելի պակաս ռիսկային ռազմավարություն է, քան պարզապես ֆյուչերսային պայմանագրի առքն ու վաճառքը:

Գոյություն ունեն ժամանակային և միջապրանքային սփրեղներ, ցլի, արջի և թիթեռի սփրեղներ:

Ժամանակային սփրեղի իմաստը՝ միևնույն ակտիվի, տարբեր գործողության ժամկետով ֆյուչերսային պայմանագրերի միաժամանակյա առքն ու վաճառքի մեջ է: Միջապրանքային սփրեղի համար ընտրվում են փոխկապակցված ակտիվներ: Ցլի սփրեղը ներառում է երկար դիրք հեռավոր պայմանագրի և կարճ դիրք՝ մոտակա պայմանագրերի համար: Արջի սփրեղը՝ հակառակը, ներառում է կարճ դիրք հեռավոր և երկար դիրք՝ մոտակա ամիսների համար: Ներդրողը կկիրառի՝ ցլի սփրեղը, եթե ենթադրում է, որ սփրեղի մեծությունը պետք է աճի և արջի սփրեղը, եթե հույս ունի, որ այն կնվազի: Թիթեռի սփրեղը ներառում է երեք պայմանագրեր: Ներդրողը ընտրում է այս ռազմավարությունը, երբ չի իմանում, թե հատկապես որ պայմանագրերի գների փոփոխության հետևանքով են նրանք հավասարվելու: Բազիսով առևտուրը ենթադրում է ֆյուչերսային պայմանագրի առք (վաճառք) և միաժամանակ բազիսային ակտիվի վաճառք (առք):

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Որո՞նք են ֆյուչերսային պայմանագրի տարբերությունները ֆորվարդային պայմանագրերից:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ֆյուչերսային պայմանագիրը:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել, բացատրել ֆյուչերսային առևտրի կազմակերպումը՝ կոնկրետ օրինակների վրա:
4. Ի՞նչ է մարժային հաշիվը և վարիացիոն մարժան:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել ֆյուչերսային պայմանագրով գնային տատանումների սահմանափակումները կոնկրետ օրինակների վրա:
6. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում դիրքային չափաբաժինը:
7. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում ֆյուչերսային գինը:
8. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում կոնտանգոն (պարզաավճարը) և բեքուորդեյշնը (գեղջը) և ինչպե՞ս կարելի է դրանք պատկերել գրաֆիկորեն:
9. Ինչպե՞ս կարելի է գրաֆիկորեն պատկերել և բացատրել ֆյուչերսային գնի հնարավոր իրավիճակները:
10. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում բազիսը:
11. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում ապագա սփոթ գինը:
12. Ինչպե՞ս կարելի է պայմանական օրինակի վրա բացատրել գնորդի և վաճառողի դիրքերը:
13. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել ֆյուչերսային պայմանագրերի գնանշումը:
14. Որո՞նք են ֆյուչերսային ռազմավարության տեսակները:
15. Ինչպե՞ս կարելի է կոնկրետ օրինակի վրա բացատրել ժամանակային սպրեդը:
16. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել բազիսով առևտուրը:
17. Ինչպե՞ս կարելի է գրաֆիկորեն պատկերել և բացատրել միջապրանքային սփրեդը:

3.4. Օպցիոնային շուկայի կազմակերպումն ու գործունեությունը

3.4.1. Օպցիոն պայմանագրերի ընդհանուր բնութագիրը

Եթե ներդրողը վստահ է ապագայում շուկայի իրավիճակի զարգացման վերաբերյալ իր կանխատեսումներում, նա կարող է կնքել ֆյուչերսային պայմանագիր: Սակայն նման պայմանագրի պայմանները պահանջում են գործարքի պարտադիր կատարում: Այդ պատճառով իրավիճակի զարգացման սխալ կանխատեսումների կամ պատահական շեղումների դեպքում ներդրողը կարող է կրել խոշոր կորուստներ: Նա, որպեսզի սահմանափակի իր ֆինանսական ռիսկը, հարկ է, որ օգտվի օպցիոնային պայմանագրերից: Այդ պայմանագրերը ներդրողին թույլ են տալիս միայն որոշակի գումարի չափով սահմանափակել ռիսկը: Այդ գումարը նա կորցնում է իրադրության անբարենպաստ ավարտի դեպքում, միևնույն ժամանակ նրա կողմից ստացվելիք պոտենցիալ շահումը՝ սահմանափակված չէ: Որպես օպցիոն պայմանագրերի հիմք կարող են հանդես գալ տարաբնույթ ակտիվներ: Ներկայումս՝ արևմուտքի երկրներում, հիմնականում կնքում են բաժնետոմսերի, ինդեքսների, տոկոսային արժեթղթերի, արտարժույթի, ֆյուչերսային պայմանագրերի, ապրանքների օպցիոն պայմանագրեր:

«Օպցիոն» բառը թարգմանաբար նշանակում է ընտրություն: Ըստ էության օպցիոնը գործարքի կողմերից մեկին տրամադրվող իրավունքն է՝ կատարելու կամ չկատարելու պայմանագրով պայմանավորված պարտավորությունը: Գործարքին մասնակցում են երկու անձ: Նրանցից մեկը գնում է օպցիոնը, այսինքն ձեռք է բերում ընտրելու իրավունքը: Մյուսը՝ վաճառում է, կամ ինչպես ընդունված է ասել՝ դուրս է գրում օպցիոն, այսինքն տրամադրում է ընտրության իրավունք: Ձեռք բերված իրավունքի դիմաց գնող կողմը՝ վաճառողին վճարում է որոշ գումար, այսպես կոչված՝ պարզաավճար: Վաճառող կողմը պարտավոր է կատարել իր պայմանագրային պարտավորությունները, եթե գնող կողմը (սեփականատերը) որոշում է այն կատարել: Գնորդը ունի օպցիոնը կատարելու (իրականացնելու) իրավունք, այսինքն գնել կամ վաճառել ակտիվ, միայն այն գնով, որն ամրագրված է պայմանագրում:

Կատարման ժամկետների տեսանկյունից օպցիոնը լինում է երկու տիպի.

1. Ամերիկյան:
 2. Եվրոպական:
- Ամերիկյան օպցիոնը կարող է իրականացվել մինչև պայմանագրի գործողության ժամկետի ավարտը՝ ցանկացած օր կամ հենց այդ օրը: Եվրոպական օպցիոնն իրականացվում է միայն պայմանագրի ժամկետը լրանալու օրը: Հարկ է նշել, որ օպցիոնների անվանումները ոչ մի առընչություն չունեն գործարքի կատարման աշխարհագրական վայրի հետ: Ինչպես ցույց է տալիս համաշխարհային փորձը, պայմանագրերի մեծ մասը կնքվում են, որպես ամերիկյան օպցիոն:

Գոյություն ունեն երկու տեսակի օպցիոններ.

ա) *Գնման (առքի) օպցիոն*, կամ եթե օգտվենք անգլերենի լեզվական տերմինաբանությունից՝ *քոլ օպցիոն*, որն օպցիոնի սեփականատիրոջն ակտիվը գնելու իրավունք է տալիս:

բ) *Վաճառքի օպցիոն կամ փութ օպցիոն*, որն օպցիոնի սեփականատիրոջն ակտիվը վաճառելու իրավունք է տալիս: Նախահեղափոխական Ռուսաստանում, բորսայի լեզվով ասած, դրանք համապատասխանաբար կոչվում էին «ընդունում՝ պարզաավճարով» կամ «նախնական պարզաավճարով» և «հանձնում՝ պարզաավճարով» կամ «հետադարձ (հակառակ) պարզաավճարով»: Հետագա տեքստում մենք հիմնականում կգործածենք «քոլ» և «փութ» հասկացությունները:

Դուրս գրելով օպցիոն, վաճառողը տվյալ գործարքի համար բացում է կարճ դիրք, իսկ գնորդը՝ երկար դիրք: Համապատասխանաբար «կարճ քոլ» կամ «կարճ փութ» նշանակում է քոլ կամ փութ օպցիոնների վաճառք, իսկ «երկար քոլ» կամ «երկար փութ»՝ դրանց առք:

Ներդրողը կարող է սահմանափակվել օպցիոնի միայն առքով կամ վաճառքով, առանց իր դիրքն ապահովագրելու: Նման օպցիոնը (դիրքը) կոչվում է չծածկված: Սա նշանակում է, որ իրավիճակի ոչ բարենպաստ զարգացման դեպքում ներդրողը կորուստներ կկրի: Միևնույն ժամանակ, նա կարող է որոշակի չափով խուսափել կորուստներից՝ լրացուցիչ գնելով կամ վաճառելով օպցիոնի հիմքը հանդիսացող ակտիվները: Նման օպցիոնը կոչվում է ծածկված, իսկ դիրքը՝ հեղջավորված, այսինքն կորուստներից ապահովագրված:

3.4.2. Քոլ օպցիոն

Քոլ օպցիոնը գնորդին իրավունք է տալիս օպցիոնը վաճառողից, պայմանագրում վերապահված ակտիվը, սահմանված ժամկետում և կատարման գնով գնելու կամ հրաժարվելու այդ գնումից: Ձեռք բերելով քոլ օպցիոն, ներդրողն ակնկալում է ակտիվի փոխարժեքի բարձրացում:

Օրինակ. Ներդրողը՝ կնքելով եվրոպական օպցիոն, ձեռք է բերել Ա ընկերության 100 բաժնետոմս յուրաքանչյուր բաժնետոմսի դիմաց՝ 120 դոլար վճարման գնով: Օպցիոնի գինը (պարգևավճարը) մեկ բաժնետոմսի դիմաց կազմում է 5 դոլար: Բաժնետոմսերի ընթացիկ փոխարժեքը հավասար է 120 դոլարի, պայմանագրի ժամկետը լրանում է 3 ամսից:

Օպցիոն ձեռք բերելով, գնորդը հույս ունի, որ 3 ամսից հետո բաժնետոմսերի փոխարժեքը կգերազանցի 120 դոլարը: Ենթադրենք, թե նրա սպասելիքներն արդարանում են և պայմանագրի ժամկետը լրանալու պահին փոխարժեքը կազմում է 130 դոլար: Այդ դեպքում նա իրականացնում է օպցիոնը, այսինքն, օպցիոնը վաճառողից արժեթղթեր է գնում 120 դոլարով և վաճառում է դրանք սփոթ շուկայում՝ 130 դոլարով: Այս գործարքից ստացվող շահույթը կկազմի.

$$130 \text{ դոլար} - 120 \text{ դոլար} = 10 \text{ դոլար}$$

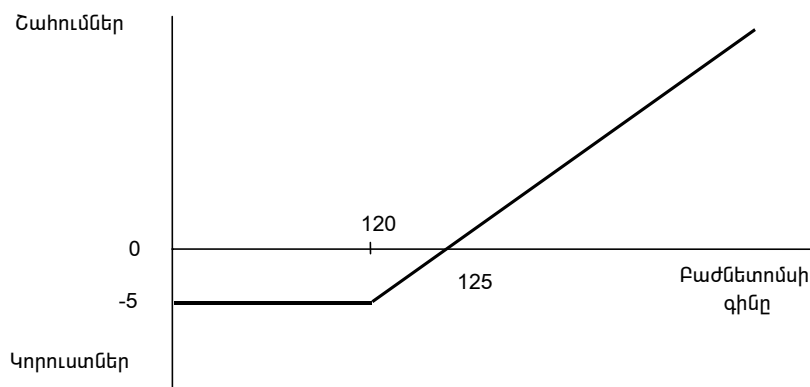
Սակայն, պայմանագիրը կնքելիս ներդրողը յուրաքանչյուր բաժնետոմսի համար վճարել է 5 դոլարի չափով պարգևավճար, այդ պատճառով մեկ բաժնետոմսի դիմաց նրա ստացած շահույթը հավասար կլինի.

$$10 \text{ դոլար} - 5 \text{ դոլար} = 5 \text{ դոլար}$$

Այժմ ընդունենք, թե երեք ամսից հետո բաժնետոմսերի փոխարժեքը 120 դոլարից չի բարձրացել և, օրինակի համար, կազմել է 110 դոլար: Այս դեպքում ներդրողը չի իրականացնում օպցիոնը, քանի որ, ըստ պայմանագրի, նա իրավունք ունի բաժնետոմսը գնելու 120 դոլարով: Միևնույն ժամանակ նա շուկայում ավելի ցածր գնով, այսինքն 110 դոլարով, բաժնետոմսեր ձեռք բերելու հնարավորություն ունի: Անհմաստ է իրականացնել օպցիոն նաև այն դեպքում, երբ պայմանագրի գործողության ժամկետը լրանալու պահին բաժնետոմսերի փոխարժեքը հավասար է գործարքի կատարման գնին, քանի որ օպցիոնի տերը նման գործարքից շահույթ չի ստանում: Այսպիսով, ներդրողը վճարված պարգևավճարին հավասար կորուստ է կրում, այն է՝ 5 դոլար:

Ինչպես հետևում է կատարված դատողություններից, առավելագույն կորուստը, որը կկրի օպցիոնի տերը, կկազմի միայն 5 դոլար (յուրաքանչյուր բաժնետոմսի դիմաց), և հակառակը, եթե բաժնետոմսերի փոխարժեքը նշանակալիորեն աճի, ապա նա կստանա պոտենցիալ մեծ շահույթ: Կատարված հաշվարկներում մենք հաշվի չառանք կոմիսիոն վճարումները: Իրական գործարք կնքելիս՝ հաշվարկներում, այդ վճարումները նույնպես հաշվի են առնվում:

Ամփոփենք վերը ասվածը և ակներևության համար ներկայացնենք գրաֆիկորեն: Նկար 18-ում պատկերված է եվրոպական օպցիոն գնող կողմի համար գործարքի ավարտի հնարավոր տարբերակները՝ կախված բաժնետոմսերի փոխարժեքից, որը կհաստատվի շուկայում պայմանագրի գործողության ժամկետը լրանալու պահին:



Նկար 18. Քոլ օպցիոնը գնող կողմի շահումները (կորուստները)

Ինչպես երևում է պատկերված գրաֆիկից, ներդրողը շահույթ կստանա, եթե պայմանագրի գործողության ժամկետը լրանալու պահին բաժնետոմսերի փոխարժեքը 125 դոլարից բարձր լինի, գործարքը զրոյական արդյունքով կավարտվի, եթե փոխարժեքը կազմի 125 դոլար, և կորուստներ կկրի, եթե փոխարժեքը 125 դոլարից ցածր լինի: Հարկ է ուշադրություն դարձնել արքցիսների առանցքի՝ 120-ից մինչև 125 դոլար հատվածի վրա: Բաժնետոմսերի տվյալ փոխարժեքի դեպքում ներդրողը կիրականացնի օպցիոնը, որպեսզի նվազեցնի իր կորուստները: Օրինակ, եթե փոխարժեքը հավասար է 123 դոլարի, ապա շահույթը հավասար է.

$$123 \text{ դոլար} - 120 \text{ դոլար} = 3 \text{ դոլար}$$

Ներդրողն իր կորուստները նվազեցրել է.

$$3 \text{ դոլար} - 5 \text{ դոլար} = -2 \text{ դոլար}$$

Օպցիոն գնողի շահումները (կորուստները) հաշվարկելու համար կատարված դատողություններն ամփոփենք աղյուսակի տեսքով.

Քու օպցիոն գնող կողմի շահույթը

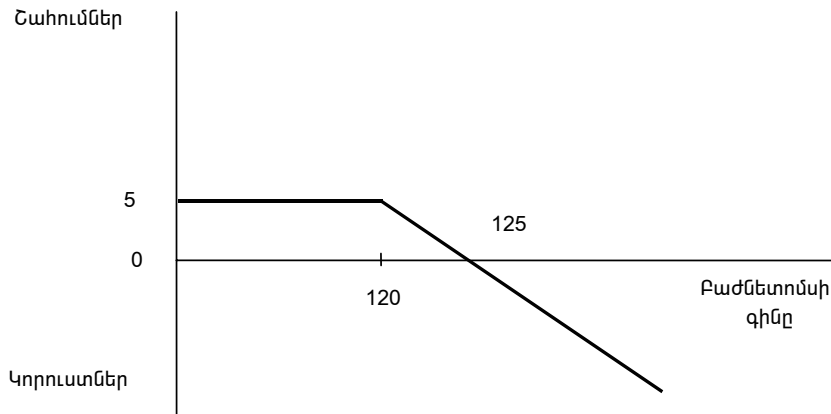
Բաժնետոմսի գինը	Շահույթը
$Q_1 > Q_2$	$Q_1 - Q_2 - \eta$
$Q_1 \leq Q_2$	$-\eta$

Q_1 - բաժնետոմսի գինը օպցիոնի կատարման (իրականացման) պահին

Q_2 - կատարման (իրականացման) գինը

η - օպցիոնի դիմաց վճարված պարգևավճարը

Օպցիոնը վաճառող կողմի արդյունքները՝ գնող կողմի արդյունքների համեմատությամբ, կլինեն հակառակը: Վաճառող կողմի առավելագույն շահումը՝ օպցիոնը չկատարելու դեպքում, հավասար է պարգևավճարին, այսինքն երբ $Q_1 \leq 120$ դոլար: Եթե $120 < Q_1 < 125$ դոլար նա նույնպես շահույթ կստանա, բայց արդեն 5 դոլարից պակաս գումարի չափով: $Q_1 = 125$ դոլարի դեպքում՝ գործարքը նրա համար կավարտվի զրոյական արդյունքով: $Q_1 > 125$ դոլարի դեպքում՝ նա կորուստներ կկրի: Վաճառողի շահումները (կորուստները) գրաֆիկորեն պատկերված է նկար 19-ում:



Նկար 19.Քու օպցիոնը վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)

Վաճառողի շահումները (կորուստները) հաշվարկելու համար կատարված դատողություններն ի մի բերենք հետևյալ աղյուսակում.

Քու օպցիոն վաճառող կողմի շահույթը

Բաժնետոմսի գինը	Շահույթը
$Q_1 \leq Q_2$	η
$Q_1 > Q_2$	$-(Q_1 - Q_2) + \eta$

«Միմուսի» նշանն ասում է այն մասին, որ դա վաճառողի կրած կորուստն է:

3.4.3. Փութ օպցիոն

Փութ օպցիոնը գնորդին իրավունք է տալիս օպցիոնը վաճառողից, պայմանագրում վերապահված ակտիվը, սահմանված ժամկետում, պայմանագրի կատարման գնով վաճառելու կամ հրաժարվելու այդ վաճառքից:

Ներդրողը ձեռք է բերում փութ օպցիոն, եթե սպասում է, որ ակտիվի փոխարժեքը պետք է նվազի: Օրինակ. Ներդրողը ձեռք է բերում Ա ընկերության 100 բաժնետոմսերի եվրոպական փութ օպցիոն՝ 70 դոլար կատարման (իրականացման գնով): Բաժնետոմսերի ընթացիկ փոխարժեքը կազմում է 70 դոլար: Պայմանագրի գործողության ժամկետը լրանում է երեք ամիս հետո: Պարգևավճարը՝ մեկ բաժնետոմսի դիմաց, հավասար է 5 դոլարի:

Գնելով օպցիոն, ներդրողը ենթադրում է, որ պայմանագրի կատարման պահին բաժնետոմսերի գինը 70 դոլարից ցածր կլինի: Ընդունենք, թե նրա սպասելիքներն արդարանում են և փոխարժեքը կազմում է 60 դոլար: Այս դեպքում օպցիոնը գնող կողմը (տերը)՝ սփոթ շուկայում ընթացիկ փոխարժեքով գնում է բաժնետոմսեր և կատարում է օպցիոնը, այսինքն բաժնետոմսերը վաճառում է 70 դոլարով: Գործարքից ստացվող շահույթը կկազմի.

70 դոլար – 60 դոլար = 10 դոլար

Ներդրողի կողմից կատարված ծախսերում անհրաժեշտ է ներառել նաև վճարված պարգևավճարը, այդ դեպքում յուրաքանչյուր բաժնետոմսի դիմաց սպասվող շահույթը հավասար կլինի.

10 դոլար – 5 դոլար = 5 դոլար

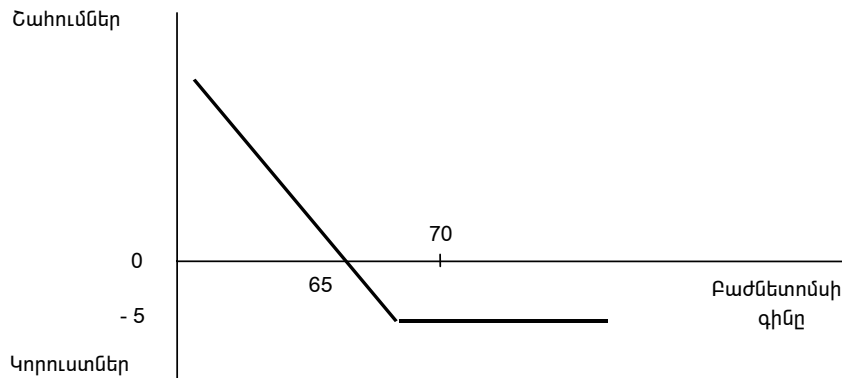
Այժմ ենթադրենք, թե բաժնետոմսերի փոխարժեքն աճել է մինչև 75 դոլար: Այս դեպքում օպցիոնը չի կատարվում, քանի որ՝

ա) Ներդրողին ձեռնտու է բաժնետոմսերը վաճառել ոչ թե ըստ պայմանագրի, այլ սփոթ շուկայում՝ ավելի բարձր գնով (եթե օպցիոնի ժամկետը լրանալու պահին նա արդեն տիրում էր բաժնետոմսերին):

բ) Նա պարզապես կգրկվի՝ բաժնետոմսերն ավելի ցածր գնով ձեռք բերելու և դրանք առավել բարձր գնով վաճառելու հաշվին շահույթ ստանալու հնարավորությունից: Ներդրողը կկորցնի միայն իր կողմից վճարած պարգևավճարը:

Ասվածն առավել ակնառու ներկայացված է նկար 20-ում:

Ինչպես երևում է գրաֆիկից, ներդրողը շահույթ կունենա, երբ $Q_1 < 65$ դոլարից: Երբ $Q_1 \geq 70$ դոլար, նրա կորուստը կկազմի 5 դոլար՝ յուրաքանչյուր բաժնետոմսի դիմաց: Երբ $65 \leq Q_1 < 70$ դոլար նա կկատարի (կիրականացնի) օպցիոնը, որպեսզի նվազեցնի իր կորուստները: Երբ $Q_1 = 65$ դոլար՝ գործարքը նրա համար կունենա զրոյական արդյունք:



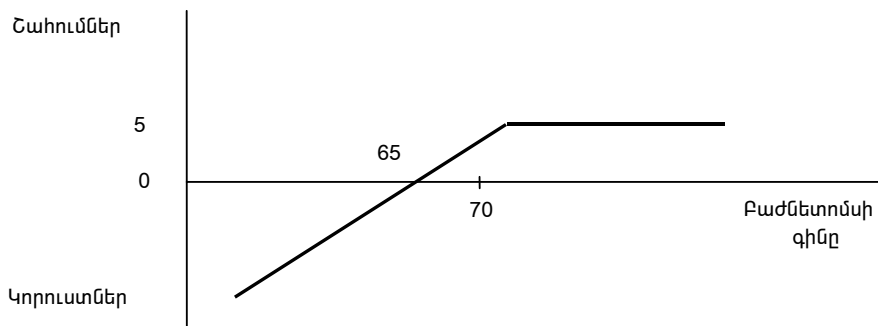
Նկար 20. Փութ օպցիոնը գնող կողմի շահումները (կորուստները)

Գնորդի ունեցած շահումները (կորուստները) հաշվարկելու համար, վերևում ասվածն ամփոփենք աղյուսակի տեսքով:

Փութ օպցիոն գնող կողմի շահույթը

Բաժնետոմսի գինը	Շահույթը
$Q_1 < 65$	$Q_2 - Q_1 - \eta$
$65 \leq Q_1 < 70$	$Q_2 - Q_1 - \eta$
$Q_1 \geq 70$	$-\eta$

Օպցիոնը վաճառող կողմի համար գործարքի արդյունքները հակառակ են գնող կողմի արդյունքներին: Օպցիոնը չկատարելու (չիրականացնելու) դեպքում նրա առավելագույն շահումը հավասար է պարզևաճարին, այսինքն երբ $Q_1 \geq 70$ դոլար: Հնարավոր են բավական մեծ կորուստներ՝ բաժնետոմսերի փոխարժեքի նշանակալի իջեցման դեպքում: Երբ $Q_1 = 65$ դոլար՝ վաճառողը գործարքից կունենա զրոյական արդյունք: Եվրոպական օպցիոն վաճառող կողմի շահումները (կորուստները) ներկայացված են 21 նկարում:



Նկար 21. Փութ օպցիոնը վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)

3.4.4. Օպցիոնների տեսակները

Օպցիոնները կարելի է բաժանել երեք խմբի. շահումով օպցիոն, առանց շահումի օպցիոն, պարտությամբ (կորստով) օպցիոն: Շահումով (պարտությամբ) օպցիոնը (*In the money, ITM*), այն օպցիոնն է, որի անհապաղ կատարումը ներդրողին շահույթ է բերում: Առանց շահումի օպցիոնը (*At the money, ATM*), այն օպցիոնն է, որի անհապաղ իրականացումը օպցիոնը տիրապետողի համար, արտահայտվում է միջոցների զրոյական հոսքով: Պարտությամբ (կորստով) օպցիոնը (*Out the money, OTM*) այն օպցիոնն է, որի անհապաղ իրականացման դեպքում ներդրողը ֆինանսական կորուստներ է կրում: Քոլ օպցիոնը կլինի շահումով, երբ $Q_1 > Q_2$, առանց շահումի, երբ $Q_1 = Q_2$, կորստով, երբ $Q_1 < Q_2$: Փութ օպցիոնը կլինի շահումով, երբ $Q_1 < Q_2$, առանց շահումի, երբ $Q_1 = Q_2$, կորստով, երբ $Q_1 > Q_2$: Օպցիոնները կատարվում են (իրականացվում են), եթե կատարման պահին նրանք հանդիսանում են շահումով օպցիոններ:

3.4.5 Պարզևաճար

Օպցիոնը գնելիս գնորդը վաճառողին վճարում է պարզևաճար: Այն բաղկացած է երկու բաղադրիչներից՝ ներքին և Ժամանակային արժեքներից: Ներքին արժեքը, դա ակտիվի ընթացիկ փոխարժեքի և շահումով օպցիոնի կատարման գնի տարբերությունն է: Ժամանակային արժեքը պարզևաճարի գումարի և ներքին

արժեքի միջև եղած տարբերությունն է: Օրինակ Ա ընկերության բաժնետոմսերի ընթացիկ փոխարժեքը կազմում է 70 դոլար: Օպցիոնի կատարման գինը հավասար է 67 դոլարի: Օպցիոնի դիմաց վճարվել է 5 դոլար: Այս դեպքում քոլ օպցիոնի ներքին արժեքը հավասար է.

$$70 \text{ դոլար} - 67 \text{ դոլար} = 3 \text{ դոլար}$$

Ժամանակային արժեքը կազմում է.

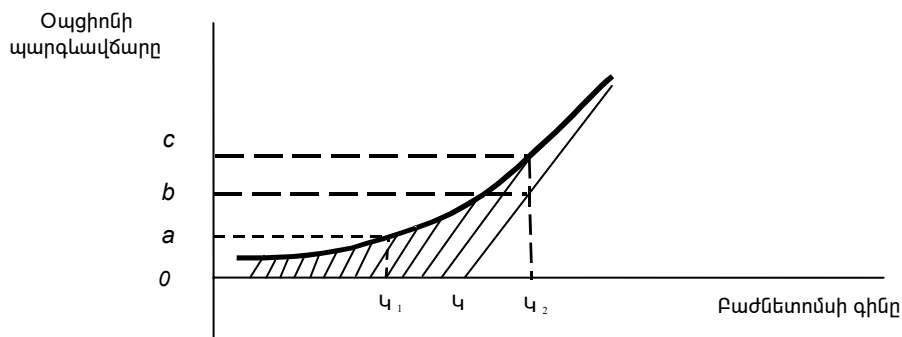
$$5 \text{ դոլար} - 3 \text{ դոլար} = 2 \text{ դոլար}$$

Օպցիոնի պարգևավճարի բաղադրիչները գրաֆիկորեն ներկայացված են 22 (քոլ օպցիոն) և 23 (փոք օպցիոն) նկարներում:

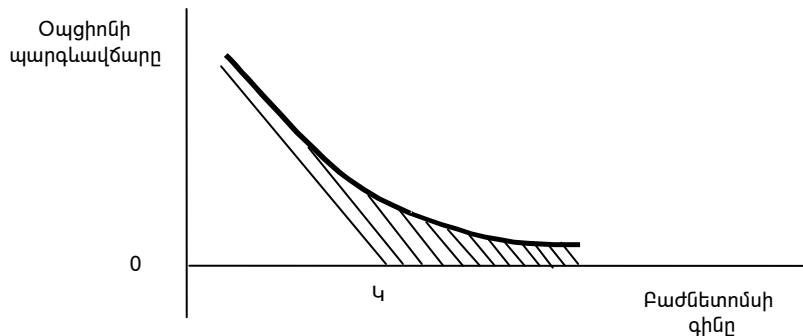
Բերված նկարներում ստվերագծված հատվածը՝ դա պարգևավճարի արժեքն է: Օրինակ, U_1 սփոթ գնի դեպքում (նկար 22) քոլ օպցիոնի պարգևավճարը կազմված կլինի միայն ժամանակային արժեքից, որը հավասար է ao հատվածին: U_2 գնի դեպքում պարգևավճարը հավասար է ներքին արժեքի (bo հատված) և ժամանակային արժեքի (cb հատված) գումարին:

Եթե մինչև պայմանագրի ժամկետի ավարտը դեռ շատ ժամանակ է մնում, ապա ժամանակային արժեքը կարող է էական մեծություն կազմել: Որքան մոտենում է այդ ժամկետը՝ ժամանակային արժեքը փոքրանում է և պայմանագրի ժամկետը լրանալու օրը՝ հավասարվում է զրոյի: Առանց շահումի և պարտությամբ (կորստով) օպցիոնները ներքին արժեք չեն ունենում, իսկ պարգևավճարն ամբողջովին կազմված է ժամանակային արժեքից:

Օպցիոնի պարգևավճարը ոչ այլ ինչ է, քան տվյալ ֆինանսական ածանցյալ գործիքի գինը կամ նրա փոխարժեքը:



Նկար 22. Քոլ օպցիոնի պարգևավճարի բաղադրիչները



Նկար 23. Փոք օպցիոնի պարգևավճարի բաղադրիչները

3.4.6. Օպցիոնային առևտրի կազմակերպումը

Մեր երկրում ներկայումս օպցիոն պայմանագրերի առևտուրը գործնականում բացակայում է և այդ իսկ պատճառով նպատակահարմար ենք գտնում դիտարկել ԱՄՆ-ում օպցիոնային առևտրի կազմակերպման և գործունեության ընդհանուր հիմունքները: Օպցիոնային առևտրի հետագա տարածմանը զուգահեռ, այս բնագավառում արևմտյան երկրների կուտակած փորձն, անկասկած, կգտնի լայն կիրառում: Որպես օրինակ, մենք հիմնականում կդիտարկենք բաժնետոմսերի օպցիոնային պայմանագիրը:

Օպցիոն պայմանագրերը կնքվում են ինչպես բորսայական, այնպես էլ արտաբորսայական շուկայում: Մինչև 1973թ. գոյություն ուներ օպցիոնների միայն արտաբորսայական առևտուր: 1973թ. ապրիլին Չիկագոյի օպցիոնների բորսայում (CBOE) առաջին անգամ իրականացվեց օպցիոններով բորսայական առևտուր: Սկզբում, դրանք առավել ակտիվորեն առուվաճառվող, հասարակ բաժնետոմսերի 16 հատ քոլ օպցիոններն էին: Այժմ ԱՄՆ-ում կնքվում են ավելի քան 500 բաժնետոմսերի օպցիոն պայմանագրեր: Բորսայական գործարքների իրականացմամբ զգալիորեն կրճատվեցին արտաբորսայական առևտրի ծավալները:

Արտաբորսայական պայմանագրերը կնքվում են բրոքերների կամ դիլերների միջոցով: Այդ պայմանագրերը նույնատիպ չեն (ստանդարտ), որն էլ սահմանափակում է (նեղացնում է) դրանց երկրորդական շուկան: Գործարքի կատարումը երաշխավորվում է բրոքերային ընկերության կողմից:

Ներդրողներին առավել գրավում է օպցիոնների բորսայական առևտուրը: Այդ առևտրի կատարման տեխնիկան հիմնականում նմանվում է ֆյուչերսային առևտրի տեխնիկային: Բորսաները մեծամասնությամբ օգտվում են դիլերների ինստիտուտից, որոնք «շուկա են ստեղծում», այսինքն հանդես են գալիս գնորդի և վաճառողի դերում, հայտարարելով իրենց գնանշումները: Սփրեդի սահմանները՝ կախված օպցիոնների գնից, սահմանում է ինքը՝ բորսան: Առևտրի կազմակերպման այսպիսի համակարգն ապահովում է պայմանագրերի բարձր իրացվելիություն, քանի որ ցանկացած ժամանակ դրանք կարելի է գնել կամ վաճառել՝ որոշակի գնով: Օպցիոնների բորսայական պայմանագրերի բարձր իրացվելիությունը պայմանավորված է դրանց ստանդարտ բնույթով: ԱՄՆ-ում մեկ օպցիոն պայմանագիրը կնքվում է 100 հատ բաժնետոմսերի համար՝ ստանդարտ ժամանակահատվածի համար: Բորսայական օպցիոնները, հիմնականում ամերիկյան տիպի օպցիոններ են:

Այն բանից հետո, երբ օպցիոնի վաճառողը և գնորդը բորսայում կնքում են պայմանագիր, նրանց միջև վերանում են բոլոր տեսակի կապերը և յուրաքանչյուր ներդրողի համար, որպես գործարքի կողմ, հանդես է գալիս հաշվարկային պալատը: Եթե սեփականատերը որոշում է կատարել օպցիոնը, նա այդ մասին հայտնում է իր բրոքերին, վերջինս էլ՝ տեղեկացնում է հաշվարկային պալատին: Պալատն այդ դեպքում կամայական ընտրությամբ, ընտրում է կարճ դիրք ունեցող ցանկացած անձ և իրականացնում է օպցիոնը: Երբ բորսան նոր պայմանագրով առևտուր է սկսում իրականացնել, նշանակում է, որ մինչև դրա ժամկետը լրանալը մնում է մոտավորապես 9 ամիս: Այդ ժամանակահատվածի ընթացքում՝ տվյալ բաժնետոմսերի փոխարժեքի փոփոխության դեպքում, բորսան կարող է բացել նոր պայմանագրեր: Սակայն նրանք բոլորն էլ կունենան ավարտման միևնույն ժամկետը՝ ամսաթիվը, ըստ որի բացվել էր առաջին պայմանագիրը: Նման պայմանագրերի կնքման ժամանակ CBOE-ի կողմից, օրինակ, ներկայացվում է այսպիսի մի պահանջ, որ մինչև ժամկետի վերջին օրվա դրությամբ մնացած լինի առնվազն 60 օր: Օպցիոնների երկրորդային առևտուրը դադարեցվում է պայմանագրով սահմանված ժամկետի վերջին ամսվա երրորդ ուրբաթ օրը՝ Նյու-Յորքի ժամանակով 15:00-ին: Պայմանագրի ժամկետը լրանում է հաջորդ օրը՝ շաբաթ օրը, ժամը 11:00-ին: 9-ամսյա ժամանակահատվածի նոր պայմանագիրը բացվում է նախորդ պայմանագրի ժամկետի վերջին օրվան հաջորդող առաջին աշխատանքային օրը:

Բորսան ինքն է սահմանում օպցիոնների կատարման գինը: Համապատասխան բաժնետոմսերի ընթացիկ փոխարժեքի մեծություներից կախված այդ գինը սովորաբար սահմանվում է 2,5, 5 կամ 10 դոլար տարբերությամբ: Երբ սկսվում է առևտուրը նոր 9-ամսյա ժամանակահատվածի համար, ապա որպես կատարման գին վերցնում են տվյալ բաժնետոմսերի ընթացիկ փոխարժեքի մեծությամբ մոտ գտնվող երկու գին: Օրինակ, Ա ընկերության բաժնետոմսերի ընթացիկ փոխարժեքը 70 դոլար է: Այդ դեպքում բորսան բացում է նոր պայմանագրեր՝ 65 և 75 դոլար, կատարման գներով: Եթե հետագայում բաժնետոմսերի փոխարժեքը 75 դոլարից բարձրանա, ապա կառաջարկվեն 80 դոլար կատարման գնով օպցիոններ, իսկ եթե փոխարժեքը նվազի 65 դոլարից՝ 60 դոլար կատարման գնով:

Քանի որ, ընթացիկ փոխարժեքի փոփոխության դեպքում բորսան բացում է նոր օպցիոններ, ապա նույն բաժնետոմսերի համար միաժամանակ կարող են գոյություն ունենալ մի քանի տարբեր օպցիոններ: Միևնույն տեսակի բոլոր օպցիոնները, այսինքն՝ փութ կամ քոլ, կոչվում են *օպցիոնային դաս*: Օրինակ, Ա ընկերության բաժնետոմսերի փութ օպցիոնները մեկ դաս է, իսկ քոլ օպցիոնները՝ մեկ այլ: Միևնույն դասի օպցիոնները, որոնք ունեն կատարման նույն գինը և պայմանագրի ավարտման միևնույն ժամկետը, կազմում են *օպցիոնային սերիա*: Օրինակ, Ա ընկերության բաժնետոմսերի քոլ օպցիոնները՝ 100 դոլար կատարման գնով և ապրիլին պայմանագրի ավարտման ամսաթիվով, կազմում են օպցիոնային սերիա:

Ներդրողը, որը գնել կամ վաճառել է օպցիոնը, կարող է փակել իր դիրքը՝ կնքելով օֆսեթային գործարք: Երբ կնքվում է նոր պայմանագիր, ապա բոլոր պայմանագրերի թիվը մեծանում է մեկ միավորով: Միայն մեկ ներդրողի կողմից օֆսեթային գործարքի իրականացման դեպքում կնքված պայմանագրերի թիվը մնում է անփոփոխ: Եթե օֆսեթային գործարքն իրականացվում է երկու հոգու կողմից, որոնք ունեն հակառակ դիրքեր, ապա պայմանագրերի թիվը պակասում է մեկ միավորով:

Որպեսզի պակասեցվի որևէ ներդրողի ազդեցությունը շուկայի իրավիճակի վրա, բորսան յուրաքանչյուր տեսակի բաժնետոմսի համար, սահմանում է երկու սահմանափակումներ. դիրքային չափաբաժին և կատարման չափաբաժին:

Դիրքային չափաբաժին սահմանվում է պայմանագրերի այն առավելագույն քանակը, որոնք կարող է բացել ներդրողը՝ շուկայի յուրաքանչյուր կողմից: Տվյալ դեպքում շուկայի կողմերից մեկը համարվում են՝ երկար քոլ և կարճ փութ օպցիոնները, մյուս կողմը՝ կարճ քոլ և երկար փութ օպցիոնները: Կատարման չափաբաժին սահմանվում է պայմանագրերի այն քանակը, որոնք կարող են կատարվել ներդրողի կողմից՝ հետագա իրար հաջորդող առևտրային օրերի ընթացքում, որն ԱՄՆ-ի համար կազմում է 5 օր:

Կոմիսիոն և երաշխաքային վճարներ

Գործարքի կնքման դեպքում հաճախորդն իր բրոքերին վճարում է կոմիսիոն գումար: Այդ գումարի մեծությունը սահմանվում է, որպես ամրագրված մի մեծություն՝ գումարած պայմանագրի ընդհանուր գումարից որոշ տոկոս: Գործարքի կատարման դեպքում ներդրողը կրկին վճարում է կոմիսիոն գումար: Այդ դեպքում վճարվող գումարի մեծությունը համապատասխանում է բրոքերի կողմից բաժնետոմսերով կանխիկ գործարք իրականացնելիս գանձվող կոմիսիոն գումարի չափին: Ներդրողներին չի թույլատրվում օպցիոնը ձեռք բերել վարկի օգնությամբ, ինչպես դա հաճախ նկատվում է կանխիկ գործարքների դեպքում: Գնելով օպցիոնը, հաճախորդը պարտավոր է մինչև հաջորդ առևտրային օրվա առավոտը լիովին կատարել վճարումը: Նա բրոքերի միջոցով պարգևավճարը փոխանցում է հաշվարկային պալատ, իսկ վերջինս էլ այն փոխանցում է վաճառող կողմի բրոքերին: Ներդրողը, որը դուրս է գրում օպցիոնը, իր բրոքերի հաշվի վրա պետք է որպես գրավ մուծի որոշ մարծա: Մարծայի մեծությունը կախված է տվյալ պայմանագրի համար սահմանված առևտրի կոնկրետ պայմաններից: Իր հերթին բրոքերը մարծան փոխանցում է հաշվարկային պալատի անդամ

հանդիսացող բրոքերային ընկերության հաշվի վրա: Նա էլ արդեն հենց հաշվարկային պալատում բացում է համապատասխան հաշիվ: Մարժայի նվազագույն չափերը սահմանում է պալատը՝ գործարքի կատարման պայմաններն ապահովելու նպատակով: Բրոքերային ընկերությունն իր հաճախորդների համար կարող է նախատեսել երաշխիքային վճարների առավել բարձր մակարդակ:

Եթե դուրս է գրվում (վաճառվում է) շահումով օպցիոն, ապա որպես մարժա մուծվում է մի գումար, որը հավասար է՝ բաժնետոմսերի գումարի որոշակի տոկոսին ավելացրած շահած գումարի չափով գումար: Եթե պարտությամբ (կորստով) օպցիոն է, ապա բաժնետոմսերի նշված արժեքից հանվում է կորցրած գումարը:

Օրինակ. Ներդրողը դուրս է գրում երկու քոլ օպցիոն: Պարզևավճարը հավասար է 7 դոլարի: Կատարման գինը՝ 50 դոլար է: Բաժնետոմսերի ընթացիկ փոխարժեքը՝ 53 դոլար է: Որպես պարտադիր վճար, հաշվարկային պալատը պահանջում է մուծել բաժնետոմսերի արժեքի 30%-ի չափով գումար: Մարժայի գումարի առաջին մասը հավասար է.

$$53 \text{ դոլար} \cdot 200 \cdot 0,3 = 3180 \text{ դոլար}$$

Մեկ բաժնետոմսի դիմաց շահումը հավասար է 3 դոլարի, այդ պատճառով մարժայի երկրորդ մասը կկազմի.

$$200 \cdot 3 = 600 \text{ դոլար}$$

Ընդհանուր մարժան հավասար է.

$$3180 \text{ դոլար} + 600 \text{ դոլար} = 3780 \text{ դոլար}$$

Վաճառողը՝ հաշվի առնելով գնորդի կողմից վճարված պարզևավճարը, կարող է չվճարել ողջ գումարը, այսինքն.

$$200 \cdot 7 = 1400 \text{ դոլար}$$

Այդ պատճառով այս դեպքում պահանջվում է մուծել միայն հետևյալ գումարը

$$3780 \text{ դոլար} - 1400 \text{ դոլար} = 2380 \text{ դոլար}$$

Եթե ներդրողը վերը նշված պայմաններով դուրս է գրել փութ օպցիոն, ապա անհրաժեշտ է մուծել միայն հետևյալ մարժան.

$$3180 \text{ դոլար} - 1400 \text{ դոլար} - 600 \text{ դոլար} = 1180 \text{ դոլար}$$

Բերված հաշվարկներն իրականացվում են ամեն օր՝ կախված շուկայում առկա իրավիճակի արդյունքներից: Եթե այդ հաշվարկները ցույց են տալիս, որ երաշխիքային հաշվի վրա մնացած գումարն ավելի քիչ է քան պահանջվում է, ապա բրոքերի պահանջով ներդրողը պետք է լրացնի պակասող գումարը: Եթե մարժան գերազանցում է տվյալ գումարը, ապա ներդրողը կարող է իր հաշվից հանել ավելցուկ գումարը: Ներդրողից պահանջվում են նշված վճարումները, եթե նա դուրս է գրում չծածկված օպցիոն, այսինքն այնպիսի օպցիոն, որը չի ուղեկցվում տվյալ բաժնետոմսերի օֆսեթային գործարքի կնքմամբ:

Ներդրողը կարող է դուրս գրել ծածկված օպցիոն: Դա նշանակում է, որ պայմանագրի կնքման պահին նա արդեն տիրապետում է այն բաժնետոմսերը, որոնք պետք է առաքի: Այդ արժեթղթերը կարող են ձեռք բերվել բրոքերի կողմից տրամադրված վարկի հաշվին, այսինքն բրոքերի մոտ մարժայի հաշիվը բացվում է կանխիկ գործարքով: Եթե դուրս է գրվում պարտությամբ (կորստով) օպցիոն, ապա չի պահանջվում մուծել երաշխիքային գումար: Շահումով օպցիոն վաճառելու դեպքում նույնպես երաշխիքային վճարներ չեն գանձվում, սակայն մարժայի հաշիվը կանխիկ գործարքով նվազեցվում է շահումի չափով:

Օրինակ. Բրոքերից վերցրած վարկի հաշվին ներդրողը գնում է 300 բաժնետոմս և դրանց դիմաց դուրս է գրում երեք հատ քոլ օպցիոն: Կատարման գինը՝ 40 դոլար է: Պարզևավճարը՝ 6 դոլար է: Բաժնետոմսերի փոխարժեքը՝ 44 դոլար է: Նրան թույլ է տրվում վարկ վերցնել բաժնետոմսերի արժեքի 50%-ի չափով՝ համաձայն շահումը կազմող գումարը:

Շահումը կազմում է 4 դոլար, այդ պատճառով բրոքերը հաճախորդին տրամադրում է վարկ, որը հավասար է.

$$300 \cdot (44 \text{ դոլար} \cdot 0,5 - 4 \text{ դոլար}) = 5400 \text{ դոլար}$$

Բաժնետոմսեր ձեռք բերելու համար ներդրողը կարող է օգտագործել օպցիոնի դիմաց ստացած պարզևավճարը.

$$300 \cdot 6 \text{ դոլար} = 1800 \text{ դոլար}$$

Այսպիսով, դուրս գրելով օպցիոն, ներդրողն ավանսավորում է հետևյալ գումարը.

$$300 \cdot 44 \text{ դոլար} - 5400 \text{ դոլար} - 1800 \text{ դոլար} = 6000 \text{ դոլար}$$

Ինչպես արդեն նշվել է, իրականացվում են շահումով օպցիոնները: Սակայն, հաշվի առնելով այն փաստը, որ օպցիոնի սեփականատերը պայմանագիրը կատարելիս վճարում է լրացուցիչ կոմիսիոն վճարներ, որոշ դեպքերում առավել ձեռնառու է լինում ոչ թե կատարել պայմանագիրը, այլ դա վաճառել մեկ ուրիշին (խոսքն ամերիկյան օպցիոնի մասին է):

Օրինակ. Ներդրողը գնել է երեք քոլ օպցիոն՝ 30 դոլար կատարման գնով: Պարզևավճարը կազմում է 3 դոլար: Բաժնետոմսերի փոխարժեքը՝ 28 դոլար է: Պայմանագիրը ձեռք բերելիս նա վճարել է 30 դոլար կոմիսիոն վճար: Հետագայում բաժնետոմսերի գինն աճել է մինչև 37 դոլար և ներդրողը կատարել է օպցիոնը: Կանխիկ գործարքի կոմիսիոն վճարը կազմել է բաժնետոմսերի արժեքի 1,3%-ը: Այսպիսով, գործարքից ստացած եկամուտը հավասար է.

$$300 \cdot (37 \text{ դոլար} - 30 \text{ դոլար} - 3 \text{ դոլար}) - 30 \text{ դոլար} \cdot 3 - 37 \text{ դոլար} \cdot 0,013 \cdot 300 = 965,7 \text{ դոլար}$$

Այժմ ենթադրենք, թե ներդրողին հաջողվել է օպցիոնը վաճառել 7 դոլարով: Այդ դեպքում նրա եկամուտը կկազմի.

$$300 \cdot (7 \text{ դոլար} - 3 \text{ դոլար}) - 30 \text{ դոլար} \cdot 3 \cdot 2 = 1020 \text{ դոլար}$$

Արդյունքում, երկրորդ դեպքում, ներդրողը լրացուցիչ ստացավ.

$$1020 \text{ դոլար} - 965,7 \text{ դոլար} = 54,3 \text{ դոլար}$$

Բաժնետոմսերի տրոհումը և դիվիդենդներ

Եթե ընկերության բաժնետոմսերի գինը զգալի չափով աճի, ապա ընկերությունը կարող է կատարել իր բաժնետոմսերի տրոհում: Արդյունքում բաժնետոմսերի փոխարժեքը կընկնի: Նման իրավիճակը ձեռնառու է փութ օպցիոնի գնորդին և բացասաբար կանդադարեցնի քոլ օպցիոնի սեփականատիրոջ վրա: Որպեսզի

բացառվի այս ամենը, բաժնետոմսերը մասնատելիս, բորսան՝ գործող պայմանագրերում, կատարում է համապատասխան փոփոխություններ, այն է. մեծացնում է օպցիոն պայմանագրերի թիվը կամ մեկ պայմանագրում բաժնետոմսերի քանակը և փոքրացնում է օպցիոնի կատարման գինը: Օրինակ, ընկերությունը հայտարարել է իր բաժնետոմսերի մասնատման մասին 3:2 հարաբերությամբ (փոխարկում): Քանի որ պայմանագիրը սկզբնապես ներառում էր 100 հատ բաժնետոմս, ապա մասնատումից հետո դրանց թիվը կավելանա մինչև 150 հատ: Եթե կատարման գինը կազմել է 51 դոլար, ապա բաժնետոմսերի մասնատումից հետո այն կիջնի մինչև 34 դոլար:

Եթե ընկերությունը որոշել է դիվիդենդները վճարել բաժնետոմսերի դիմաց, ապա օպցիոնային պայմանագիրը ևս համապատասխանեցվում է նոր պայմաններին: Օրինակ, ընկերությունը հայտարարել է բաժնետոմսերի 20%-ի չափով դիվիդենդների վճարման մասին: Դա նշանակում է, որ բաժնետերերը ամեն հինգ բաժնետոմսի դիմաց կստանան մեկական լրացուցիչ բաժնետոմս: Կարելի է ասել, որ փաստորեն կատարվում է բաժնետոմսերի տրոհում՝ 6:5 հարաբերությամբ: Այսպիսով, օպցիոն պայմանագրով պայմանավորված բաժնետոմսերի թիվը կմեծանա մինչև 120 հատ: Եթե կատարման գինը կազմում էր 51 դոլար, ապա այն կնվազի մինչև 42,5 դոլար:

Օպցիոն պայմանագրերը փոփոխության չեն ենթարկվում, եթե դիվիդենդները վճարվում են դրամով:

3.4.7. Օպցիոն պայմանագրերի գնանշումը

Քննարկենք գործնական մամուլում հրապարակվող օպցիոնների գնանշումները: I աղյուսակում ներկայացված է "Wall Street Journal" թերթի 1992թ. մարտի 9-ին հրապարակված գնանշումը, որտեղ բերվում է 1992թ. մարտի 6-ին կայացած առևտրի մասին տեղեկատվություն:

I աղյուսակ. Օպցիոնների գնանշումը

Option & NY closing	Strike Price	Calls - Last			Puts – Last		
		Mar	Apr	Jun	Mar	Apr	Jun
Ford	22 1/2	13 1/4	s	r	r	s	r
35 7/8	25	r	s	10 5/8	r	s	r
35 7/8	30	6 1/8	s	6 5/8	1/16	s	r

Ձախից առաջին սյունակում նշվում է ընկերության անվանումը և Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայում առևտրային օրվա փակման գինը: Ինչպես տեսնում ենք, այն կազմել է 35 7/8 դոլար: Երկրորդ սյունակում նշվում է օպցիոնի կատարման գինը: III, IV և V սյունակներում բերվում են քոլ օպցիոնների գները, իսկ VI, VII և VIII սյունակներում՝ փութ օպցիոններինը՝ մեկ բաժնետոմսի հաշվով: r տառը նշանակում է, որ մարտի 6-ին տվյալ օպցիոններով գործարքներ չեն կատարվել: s տառը ցույց է տալիս, որ կատարման տվյալ ժամկետով օպցիոն պայմանագիր գոյություն չունի: Գնանշումները պարունակում են ԱՄՆ բորսաներում օպցիոնների առևտրի ծավալների մասին տեղեկատվություն: Այդ տեղեկությունները նշվում են վերջում օպցիոն պայմանագրերն ըստ յուրաքանչյուր բորսայի թվարկելուց հետո (II աղյուսակ):

II աղյուսակ. Օպցիոններով առևտրի ընդհանրացված տվյալներ

Total	Call	Vol	3,698	Call	Open	Int	367,624
Total	Call	Vol	1,894	Put	Open	Int	129,427

Աղյուսակում բերված են 1992թ. մարտի 6-ին Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայում կատարված օպցիոններով առևտրի տվյալները: Ձախ սյունակի թվերը ցույց են տալիս քոլ (I տող) և փութ (II տող) պայմանագրերի ընդհանուր քանակը, որոնք գնվել և վաճառվել են այդ օրը: Աջ սյունակի թվերը ցույց են տալիս բորսայում օպցիոն պայմանագրերով բաց դիրքերի ընդհանուր քանակը:

Ամփոփ եզրակացություններ

Գոյություն ունեն երկու տիպի օպցիոններ. ամերիկյան և եվրոպական: Ամերիկյան օպցիոնը կարող է կատարվել պայմանագրի գործողության ժամկետի ընթացքում՝ ցանկացած օր, իսկ եվրոպականը՝ միայն ժամկետը լրանալու օրը: Կան երկու տեսակի օպցիոններ. քոլ և փութ: Քոլ օպցիոնը հնարավորություն է տալիս օպցիոնի սեփականատիրոջը գնելու կամ չգնելու պայմանագրի հիմք հանդիսացող ակտիվը: Փութ օպցիոնը սեփականատիրոջն իրավունք է տալիս վաճառել ակտիվը կամ հրաժարվել այդ վաճառքից: Ներդրողը ձեռք է բերում քոլ օպցիոն, եթե հույս ունի, որ ակտիվի փոխարժեքը բարձրանալու է, և փութ օպցիոն, եթե սպասում է, որ այն իջնելու է:

Եվրոպական քոլ օպցիոնն իրականացվում է, եթե պայմանագրի ժամկետը լրանալու պահին ակտիվի սփոթ փոխարժեքը բարձր է կատարման գնից: Եվրոպական փութ օպցիոնն իրականացվում է, եթե ակտիվի սփոթ փոխարժեքը ցածր է կատարման գնից:

Օպցիոնի սեփականատիրոջ ունեցած ֆինանսական արդյունքների տեսանկյունից, որը նա ունենում է պայմանագրի անմիջապես կատարման հետևանքով, օպցիոնները լինում են՝ շահուծով, առանց շահուծի, պարտությամբ (կորստով):

Ներդրողը՝ գնելով օպցիոն, վաճառող կողմին վճարում է պարզակալ՝ Պարզակալ՝ բաղկացած է երկու մասերից՝ ներքին և ժամանակային արժեքներից: Առանց շահուծի և կորստով օպցիոնների պարզակալ՝ հավասար է միայն ժամանակային արժեքին:

Օպցիոնային պայմանագրերով առևտուրը հիմնականում կազմակերպվում է նույն կերպ, ինչպես ֆյուչերսային պայմանագրերով՝ առևտուրը: Պայմանագրի վաճառող կողմը՝ դիրքը բացելիս, պարտավոր է մուծել երաշխիքային մարժա, եթե նա դուրս է գրում չծածկված օպցիոն:

Սպեկուլյատիվ ակտիվությունը սահմանափակելու նպատակով բորսան սահմանում է դիրքային և պայմանագրերի կատարման չափաբաժիններ:

Ընկերության բաժնետոմսերի մասնատման կամ դիվիդենդները բաժնետոմսերով վճարելու դեպքում բորսան փոփոխություններ է կատարում համապատասխան օպցիոն պայմանագրերում:

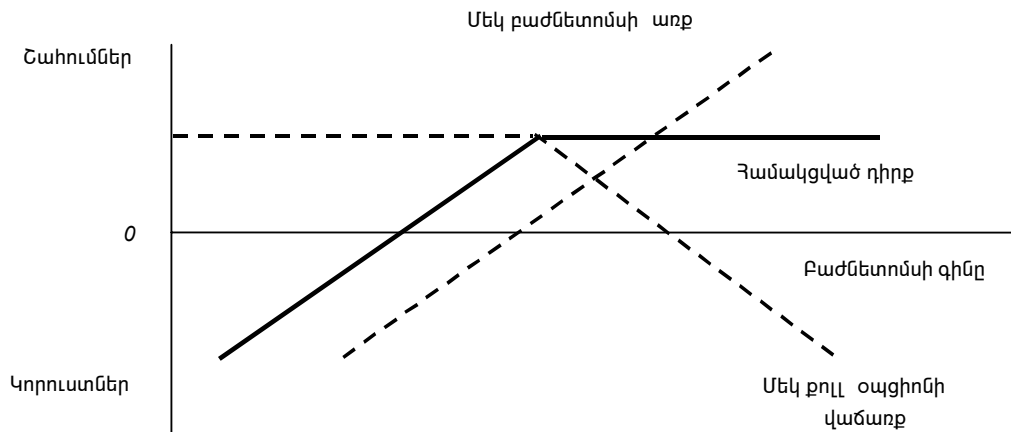
3.4.8. Օպցիոնային ռազմավարության տեսակները

Այս բաժնում կքննարկենք ռազմավարության մի քանի տեսակներ, որոնք ներդրողները կարող են ձևավորել օպցիոն պայմանագրերի օգնությամբ: Շարադրելու առումով նպատակահարմար է որպես օրինակ դիտարկել բաժնետոմսերի օպցիոնները: Բոլոր գրաֆիկները, կառուցված են պայմանագրի ժամկետը լրանալու պահի դրությամբ:

Օպցիոնների և բաժնետոմսերի համադրությունները

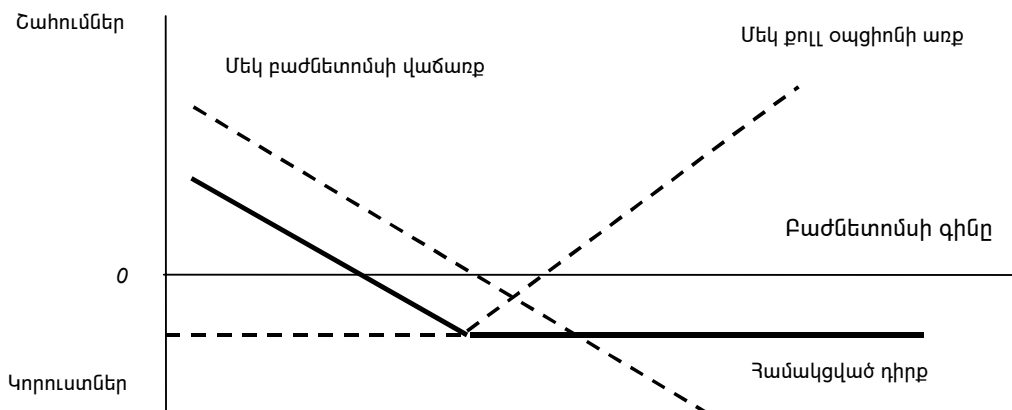
Օպցիոնները ներդրողներին թույլ են տալիս ձևավորելու ռազմավարության տարբեր տեսակներ: Դրանցից պարզագույնները՝ օպցիոնների և բաժնետոմսերի համադրություններն են: Ներդրողը դիմում է այդ ռազմավարությանը՝ բաժնետոմսերով պայմանավորված իր դիրքը հեղջավորելու նպատակով: Հաջորդաբար դիտարկենք հնարավոր տարբերակները:

1. Ներդրողը դուրս է գրում մեկ քոլ օպցիոն և գնում է մեկ բաժնետոմս (նկար 24): Հնարավոր շահումների և կորուստների տեսանկյունից, նման ռազմավարության դեպքում ներդրողի համակցված դիրքը ոչ այլ ինչ է, քան փուլ օպցիոնի վաճառք:



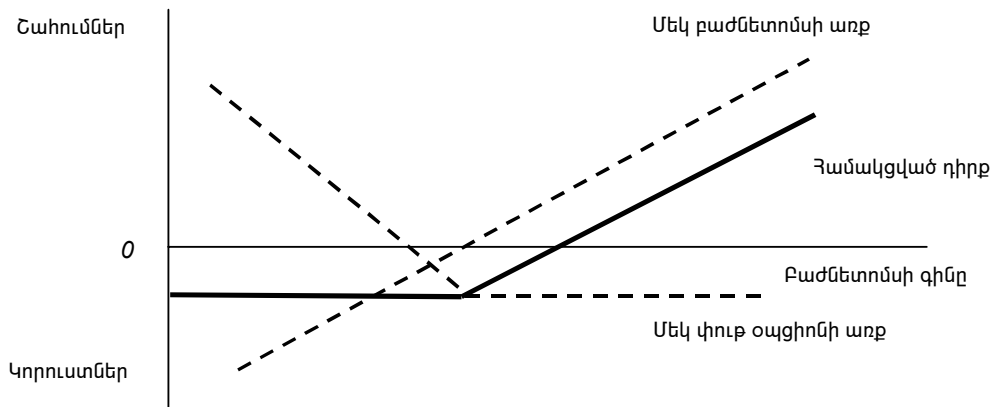
Նկար 24. Մեկ բաժնետոմսի առք և մեկ քոլ օպցիոնի վաճառք

2. Ներդրողը վաճառում է մեկ բաժնետոմս և գնում է մեկ քոլ օպցիոն (նկար 25): Այս ռազմավարությունը համանման է ներդրողի կողմից մեկ փուլ օպցիոն գնելուն:



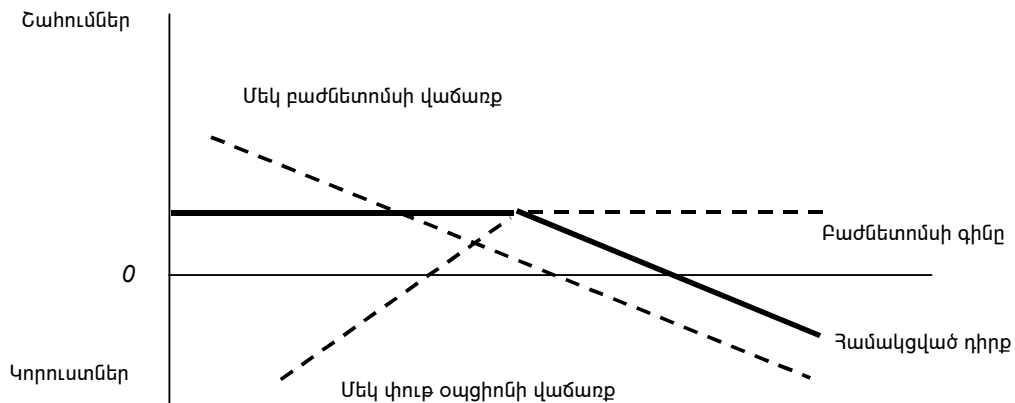
Նկար 25. Մեկ բաժնետոմսի վաճառք և մեկ քոլ օպցիոնի առք

3. Ներդրողը գնում է մեկ բաժնետոմս և մեկ փուլ օպցիոն (նկար 26): Այս ռազմավարությունը նման է քոլ օպցիոն գնելուն:



Նկար 26. Մեկ բաժնետոմսի և մեկ փութ օպցիոնի առջ

4. Ներդրողը վաճառում է մեկ բաժնետոմս և մեկ փութ օպցիոն (նկար 27): Այս ռազմավարությունը նման է քոլ օպցիոն վաճառելուն:



Նկար 27. Մեկ բաժնետոմսի և մեկ փութ օպցիոնի վաճառք

Վերը քննարկված համադրությունների օգնությամբ ստեղծված արհեստական օպցիոնները կոչվում են սինթետիկ (համադրական):

Ինչպես հետևում է 24 - 27 նկարներից, բերված օրինակներում ներդրողի հնարավոր շահումները (կորուստները) համանման են համապատասխան օպցիոնի պարզ առքին կամ վաճառքին: Միևնույն ժամանակ, գործնականում, նշված գործարքների դերը, այսինքն օպցիոնի առքը (վաճառքը) կամ օպցիոնի և բաժնետոմսի առքը (վաճառքը), ներդրողի համար ոչ միշտ է, որ միանշանակ է:

Օրինակ, նկար 26-ում պատկերված դիրքը թույլ է տալիս ձևավորել երկար քոլ՝ բաժնետոմս և փութ օպցիոն գնելու հաշվին: Ներդրողը դիմում է նման ռազմավարությանը, երբ ձգտում է ապահովագրել իրեն բաժնետոմսերի փոխարժեքի՝ մի որոշ մեծությունից ավելի ցածր, իջնելուց: Փոխարժեքն ընկնելու դեպքում նա կկատարի փութ օպցիոնը: Այս դեպքում պարզ քոլ օպցիոնի ձեռք բերումը չի բխում ներդրողի շահերից, քանի որ նա ցանկանում է ոչ թե խաղալ փոխարժեքի փոփոխության վրա (այսինքն, արժեթղթերը գնել կատարման գնից ավելի ցածր գնով և դրանք վաճառել ավելի բարձր փոխարժեքով՝ իրադրության բարենպաստ ավարտի դեպքում), այլ տվյալ պահին այդ բաժնետոմսերի սեփականատերը լինել, բայց միևնույն ժամանակ իրեն ապահովագրել ֆինանսական մեծ կորուստներից:

Սինթետիկ փութ օպցիոնի կիրառումն ունի հետաքրքիր պատմական նրբերանգ: Ինչպես արդեն նշվել է CBOE ստեղծման սկզբնական շրջանում թույլ էր տրվում միայն քոլ օպցիոնների առևտուր: Փութ օպցիոնները բորսայում հայտնվեցին 1977թ. հունիսին: Մինչ այդ ներդրողները գնում կամ վաճառում էին փութ օպցիոններ, որոնք արհեստականորեն ձևավորում էին բաժնետոմսից և օպցիոնից բաղկացած պորտֆելի օգնությամբ, ինչպես դա ներկայացրել էինք վերևում:

Հնարավոր է մի քանի օպցիոնների միաժամանակյա վաճառքի և (կամ) առքի միջոցով առավել հետաքրքիր ռազմավարություններ ձևավորել: Ռազմավարության այդ տեսակները կարելի է բաժանել երկու խմբի. կոմբինացիաներ (համակցություններ) և սփրեդներ:

Կոմբինացիան, օպցիոնների պորտֆել է, որը բաղկացած է միևնույն ակտիվների տարբեր տեսակի օպցիոններից, որոնք՝ ունեն պայմանագրի գործողության միևնույն ժամկետը, միաժամանակ երկար են կամ կարճ, իսկ կատարման գինը կարող է լինել նույնը կամ տարբեր:

Սփրեղը, օպցիոնների պորտֆել է, որը բաղկացած է միևնույն ակտիվների՝ միևնույն տեսակի օպցիոններից, բայց կատարման տարբեր գներով և (կամ) ավարտման ժամկետով, ընդ որում դրանցից մի քանիսը կարող են լինել երկար, իսկ մյուսները՝ կարճ: Իր հերթին սփրեղը կարող է լինել՝ ուղղահայաց (զլանային կամ դրամական), հորիզոնական (օրացուցային կամ ժամանակային) և անկյունագծային:

Ուղղահայաց սփրեղը կապակցում է այնպիսի օպցիոններ, որոնք ունեն պայմանագրի ավարտման միևնույն ամսաթիվը, սակայն կատարման տարբեր գներ:

Հորիզոնական սփրեղը կազմված է այնպիսի օպցիոններից, որոնց կատարման գինը նույնն է, սակայն տարբեր են պայմանագրի ավարտման ժամկետները: Անկյունագծային սփրեղը կառուցվում է պայմանագրի կատարման տարբեր գներ և ավարտման ժամկետներ ունեցող օպցիոններից: Երբ սփրեղը ձևավորվում է այնպիսի օպցիոնների հիմքի վրա, որոնք ստանդարտ համադրության հետ համեմատած ունեն հակառակ դիրքեր, այն անվանում են հետադարձ սփրեղ:

Սփրեղի յուրաքանչյուր տեսակն ունի երկու տարատեսակներ. *աճող (բարձրացող) և նվազող*: Աճող ուղղահայաց սփրեղի ձևավորման դեպքում այն օպցիոնը, որը ձեռք է բերվում. ունի ավելի ցածր կատարման գին, քան այն օպցիոնը, որը վաճառվում է: Աճող հորիզոնական սփրեղի դեպքում այն օպցիոնը, որը գնվում է, ունի պայմանագրի առավել ուշ ավարտման ժամկետ: Աճող անկյունագծային սփրեղի դեպքում՝ ձեռք բերվող օպցիոնն ունի ավելի ցածր կատարման գին և դուրս գրվող օպցիոնի հետ համեմատած՝ պայմանագրի ժամկետն ավելի ուշ է ավարտվում: Ուղղահայաց սփրեղի համար նրա աճող կամ նվազող տարատեսակները կապված են ներդրողի շահույթ ստանալու պլանների հետ՝ արժեթղթերի փոխարժեքի բարձրացումից կամ իջեցումից: Հորիզոնական և անկյունագծային սփրեղների համար ոչ միշտ է դիտվում նման օրինաչափություն:

Կոմբինացիաներ (համակցություններ)

Սթելլաժային գործարք (սթրեդդլ)

Սթելլաժային գործարքն իրենից ներկայացնում է միևնույն բաժնետոմսերի քոլլ և փութ օպցիոնների կոմբինացիա՝ կատարման միևնույն գնով և պայմանագրերի ավարտման միևնույն ժամկետով: Ներդրողը գրավում է միայն երկար կամ միայն կարճ դիրք: Ներդրողն ընտրում է տվյալ ռազմավարությունը, երբ սպասում է բաժնետոմսերի փոխարժեքի նշանակալի փոփոխություն, սակայն չի կարող ստույգ որոշել, թե որ ուղղությամբ է դա կատարվելու: Եթե նման շեղում կատարվի, ապա նա շահույթ կստանա: Սթելլաժը վաճառող կողմն իր հերթին հույս ունի արժեթղթերի փոխարժեքների ոչ մեծ տատանումների:

Տվյալ գործարքի համաձայն, գնող կողմը, վճարում է երկու պարզակալների գումարը, որը վճարում էր գնորդը, կոչվում էր սթելլաժի լարվածություն: Եթե ըստ օպցիոնների պարզակալները միմյանցից շատ էին տարբերվում, օրինակի համար, 5 ռուբլի ըստ քոլլ օպցիոնի և 3 ռուբլի ըստ փութ օպցիոնի, ապա նման իրավիճակը կոչվում էր արհեստական սթելլաժ:

Օրինակ. Բաժնետոմսերի գինը կազմում է 50 դոլար: Ներդրողը սպասում է բաժնետոմսերի փոխարժեքի էական փոփոխության և ձեռք է բերում սթելլաժ՝ 51 դոլար կատարման գնով և 3 ամիս հետո պայմանագրի ավարտման ժամկետով: Քոլլ և փութ օպցիոններից յուրաքանչյուրի պարզակալները կազմում է 3 դոլար: Պայմանագրերի ժամկետը լրանալու պահին շուկայում հնարավոր են հետևյալ իրավիճակները:

1. Բաժնետոմսերի գինը բարձրանում է մինչև 51 դոլար: Այդ դեպքում օպցիոնները չեն կատարվում և ներդրողը յուրաքանչյուր բաժնետոմսի հաշվով կրում է 6 դոլարի չափով կորուստ:
2. Բաժնետոմսի գինը բարձրացել է մինչև 57 դոլար: Ներդրողը կկատարի քոլլ օպցիոն և եկամուտ կունենա:

57 դոլար – 51 դոլար = 6 դոլար

Սակայն նա, որպես պարզակալժար, սթելլաժը վաճառողին արդեն վճարել է 6 դոլար, այդ պատճառով գործարքի ընդհանուր արդյունքը նրա համար հավասար է զրոյի:

1. Բաժնետոմսի գինը գերազանցել է 57 դոլարը, օրինակի համար կազմել է 60 դոլար: Ներդրողը կատարում է քոլլ օպցիոն և կունենա հատկալ շահույթը:

60 դոլար – 51 դոլար – 6 դոլար = 3 դոլար

2. Բաժնետոմսի գինն իջել է մինչև 45 դոլար: Ներդրողը կատարում է փութ օպցիոնը: Սակայն նրա եկամուտն ամբողջությամբ փոխհատուցում է սթելլաժի դիմաց նրա վճարած պարզակալները և այդ պատճառով գործարքի ընդհանուր արդյունքը հավասար է զրոյի:

51 դոլար – 45 դոլար – 6 դոլար = 0

3. Բաժնետոմսի գինը 45 դոլարից ցածր է իջել և օրինակի համար կազմել է 40 դոլար: Սեփականատերն իրականացնում է փութ օպցիոն և շահույթ է ստանում:

51 դոլար – 40 դոլար – 6 դոլար = 5 դոլար

Այսպիսով, ներդրողը գործարքից շահույթ կստանա, եթե բաժնետոմսերի փոխարժեքը բարձր լինի 57 դոլարից և ցածր՝ 45 դոլարից: Այն դեպքում, երբ փոխարժեքը հավասար է 57 դոլարի և 45 դոլարի, գործարքը նրա համար կունենա զրոյական արդյունք: Եթե գինը բարձր է 45 դոլարից, բայց ցածր է 57 դոլարից, սթելլաժի գնող կողմը կորուստներ է կրում: Կորստի առավելագույն մեծությունը կազմում է 6 դոլար, երբ փոխարժեքը հավասար է 51 դոլարի: Երբ արժեթղթի գինը այս մակարդակից շեղվում է վերև կամ ներքև (սթելլաժի լարվածության սահմաններում), ապա ներդրողը կկատարի օպցիոններից որևէ մեկը, որպեսզի պակասեցնի իր կորուստները: Օրինակ, փոխարժեքը հավասար է 53 դոլարի: Գնորդը կատարում է քոլլ օպցիոն և կրճատում է իր կորուստները մինչև:

6 դոլար – 53 դոլար + 51 դոլար = 4 դոլար

Եթե փոխարժեքն իջել է մինչև 48 դոլար, ապա գնորդը կատարում է փութ օպցիոն և պակասեցնում է կորուստները մինչև:

6 դոլար – 51 դոլար + 48 դոլար = 3 դոլար

Սթելլաժի վաճառող կողմը շահույթ կստանա, եթե բաժնետոմսերի փոխարժեքը գտնվի սթելլաժի լարվածության սահմաններում, այսինքն, երբ կիրականացվի հետևյալ պայմանը:

45 դոլար < Բաժնետոմսի գին < 57 դոլար

Սթեյլաժի վաճառող կողմի շահումները (կորուստները) հաշվարկելու համար մեր կողմից կատարված դատողություններն ընդհանրացնենք աղյուսակի տեսքով (III աղյուսակ): Քննարկված օրինակի շահումները (կորուստները) կարելի է պատկերել գրաֆիկորեն: 28 նկարում ցույց է տրված գնորդի շահումները (կորուստները), իսկ 29 նկարում սթեյլաժը վաճառողի:

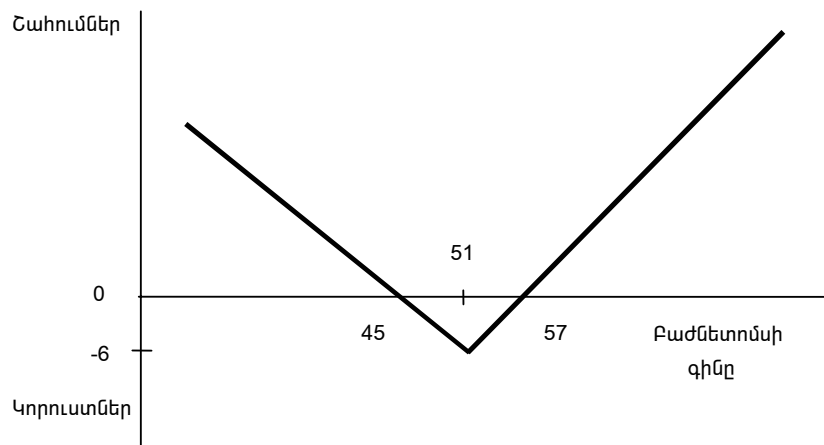
III աղյուսակ. Սթեյլաժային գործարքի գնող կողմի շահույթը

Բաժնետոմսի գինը	Շահույթը
$\Phi < Q_1$	$Q_1 - \Phi - \eta$
$\Phi = Q_1$	$-\eta$
$\Phi > Q_1$	$\Phi - Q_1 - \eta$

Φ - բաժնետոմսի փոխարժեքը պայմանագրերի ժամկետը լրանալու պահին

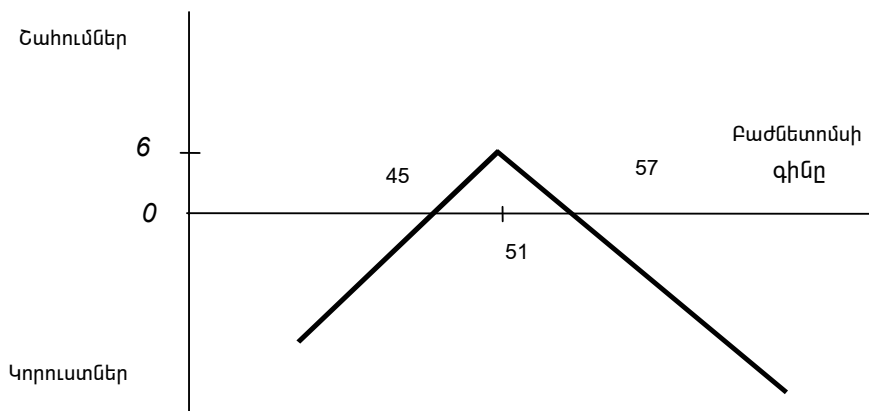
Q_1 - կատարման գինը

η - վճարված պարգևավճարների գումարը:



Նկար 28. Սթեյլաժը գնող կողմի շահումները (կորուստները)

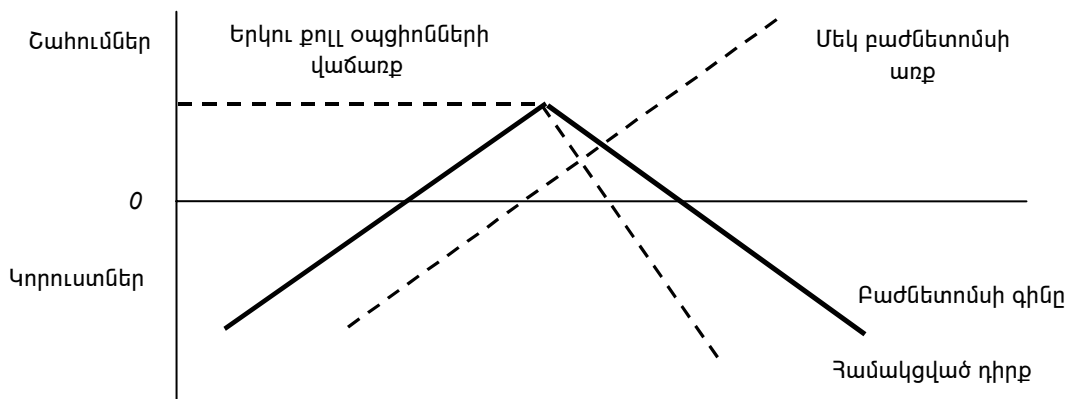
Վերը քննարկված օրինակում քոլլ և փուֆ օպցիոնների պարգևավճարները նույնն էին: Արհեստական սթեյլաժի դեպքում կատարվող դատողություններն ու հաշվարկները նույն ընթացքը կունենան: Գնորդի կոմբինացիան երբեմն անվանում են ստորին կամ երկար սթեյլաժ, վաճառողինը՝ վերին կամ կարճ սթեյլաժ:



Նկար 29. Սթեյլաժը վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)

Սթեյլաժային գործարքին համանման կոմբինացիա կարելի է նաև ստանալ՝ ձեռք բերելով (վաճառելով) մեկ բաժնետոմս և գնելով (վաճառելով) երկու քոլլ կամ փուֆ օպցիոններ: Քննարկենք հնարավոր համադրությունները:

1. Ներդրողը գնում է մեկ բաժնետոմս և վաճառում է երկու քոլլ օպցիոններ (նկար 30): Համակցված դիրքը համանման է կարճ ստեյլաժին:

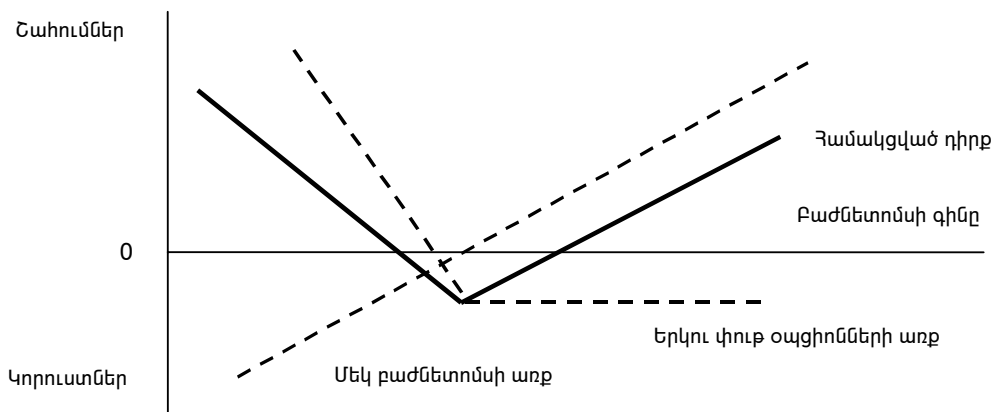


Նկար 30. Մեկ բաժնետոմսի առք և երկու քոլ օպցիոնների վաճառք

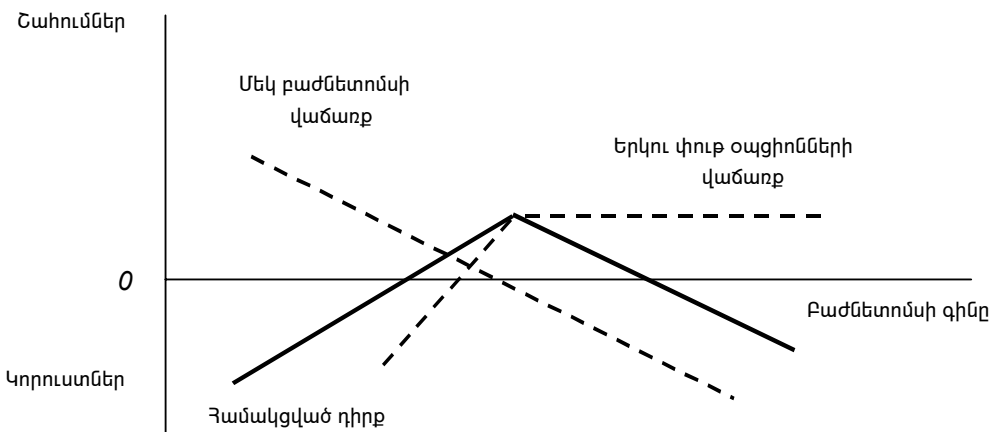
Ներդրողը գնում է մեկ բաժնետոմս և երկու փութ օպցիոն (նկար 31): Այս ռազմավարությունը համանման է երկար սթելլաժին:

2. Ներդրողը վաճառում է մեկ բաժնետոմս և գնում է երկու քոլ օպցիոն (նկար 32): Ռազմավարությունը նման է երկար սթելլաժին:

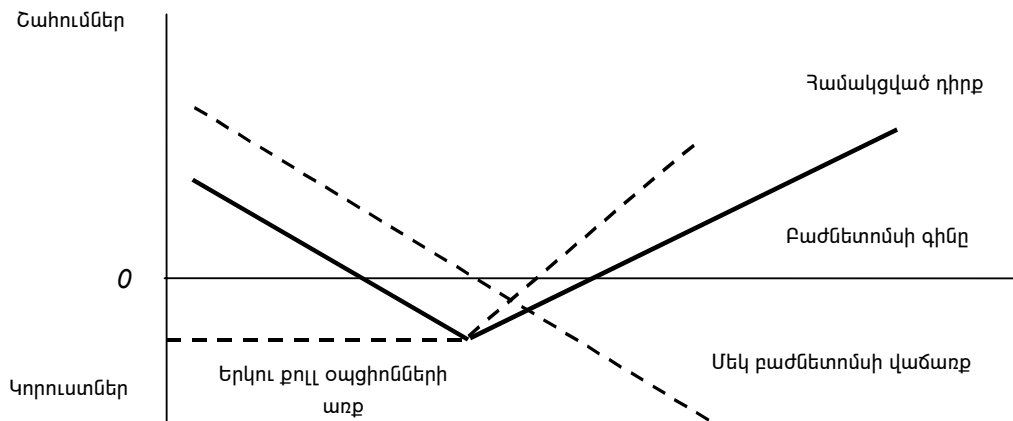
3. Ներդրողը վաճառում է մեկ բաժնետոմս և երկու փութ օպցիոն (նկար 33): Ռազմավարությունը նման է կարճ սթելլաժին:



Նկար 31. Մեկ բաժնետոմսի և երկու փութ օպցիոնների առք



Նկար 32. Մեկ բաժնետոմսի վաճառք և երկու քոլ օպցիոնների առք



Նկար 33. Մեկ բաժնետոմսի և երկու փութ օպցիոնների վաճառք

Սթրենգլ

Հաջորդ կոմբինացիան (համակցությունը) կոչվում է սթրենգլ: Այն իրենից ներկայացնում է միևնույն արժեթղթերի քոլլ և փութ օպցիոնների համադրություն, որոնք ունեն պայմանագրերի գործողության միևնույն ժամկետը, սակայն տարբեր կատարման գներ: Ըստ իր տեխնիկայի այս կոմբինացիան նման է սթելլաժին, սակայն օպցիոնը վաճառող կողմի համար այն առավել գրավիչ է, քանի որ բաժնետոմսերի փոխարժեքի փոփոխության լայն միջակայքի դեպքում շահույթ ստանալու հնարավորություն է ընձեռում: Նշված կոմբինացիայում քոլլ օպցիոնի կատարման գինը բարձր է փութ օպցիոնի կատարման գնից:

Օրինակ. Ներդրողը գնում է սթրենգլ: Քոլլ օպցիոնի կատարման գինը 60 դոլար է, փութ օպցիոնինը՝ 55 դոլար: Պարզեցված մեթոդները 5 դոլար է՝ ըստ յուրաքանչյուր օպցիոնի: Բաժնետոմսերի ընթացիկ գինը՝ 53 դոլար է: Պայմանագրի ժամկետը լրանում է երեք ամիս հետո:

Գնորդը շահույթ կստանա, եթե բաժնետոմսի փոխարժեքը՝ պայմանագրի ժամկետը լրանալու պահին, բարձր է 70 դոլարից կամ ցածր է 45 դոլարից: Նա կորուստ կկրի, եթե գինը բարձր լինի 45 դոլարից, բայց ցածր՝ 70 դոլարից: Առավելագույն կորուստը կկազմի 10 դոլար, երբ գինը՝ $55 \leq \Phi \leq 60$ դոլար: Երբ գինը 45 դոլար $< \Phi < 55$ դոլար, ապա սեփականատերը կկատարի փութ օպցիոնը, իսկ 60 դոլար $< \Phi < 70$ դոլար գնի դեպքում՝ ներդրողի համար գործարքի ընդհանուր արդյունքը հավասար է զրոյի: Օպցիոնների վաճառող կողմը շահույթ կստանա 45 դոլար $< \Phi < 70$ դոլար գնի դեպքում:

Սթրենգլը գնող կողմի հնարավոր շահումները (կորուստները) որոշելու համար, հարմար է կազմել հետևյալ աղյուսակը:

IV աղյուսակ. Սթրենգլ կոմբինացիայի գնող կողմի շահույթը

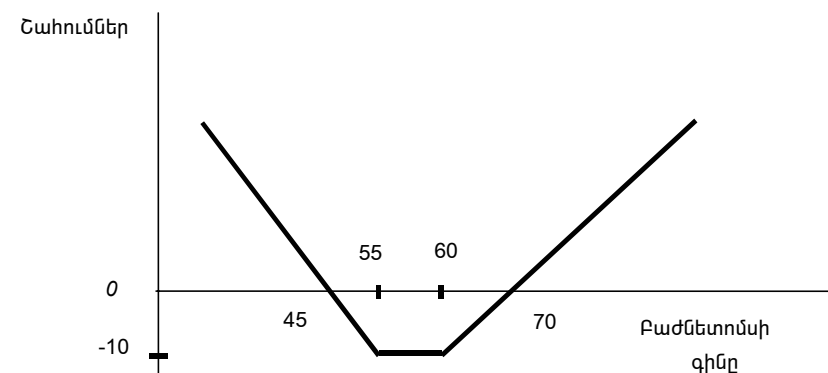
Բաժնետոմսի գինը	Շահույթը
$\Phi < q_{\text{փութ}}$	$q_{\text{փութ}} - \Phi - \eta$
$q_{\text{փութ}} \leq \Phi \leq q_{\text{քոլլ}}$	$-\eta$
$\Phi > q_{\text{քոլլ}}$	$\Phi - q_{\text{քոլլ}} - \eta$

$q_{\text{փութ}}$ - փութ օպցիոնի կատարման գինն է

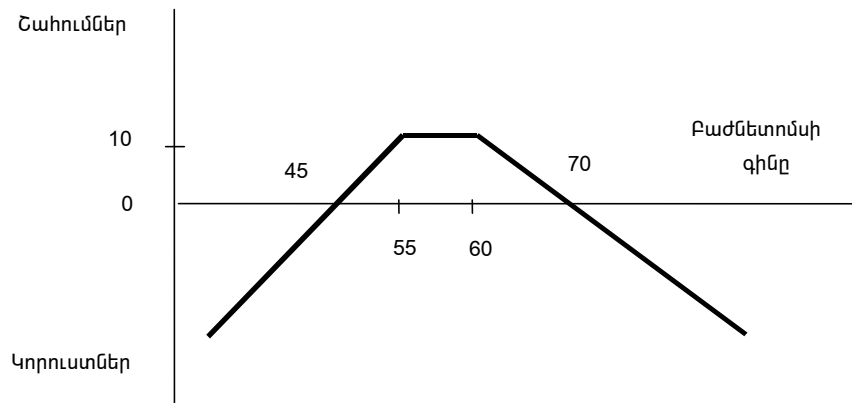
$q_{\text{քոլլ}}$ - քոլլ օպցիոնի կատարման գինն է

η - վճարված պարզեցված գումարների գումարը:

Նկար 34-ում ցույց է տրված սթրենգլը գնող կողմի, իսկ 35 նկարում՝ վաճառող կողմի, շահումները (կորուստները): Գնորդի սթրենգլը երբեմն անվանում են՝ ստորին ուղղահայաց կոմբինացիա, կամ երկար սթրենգլ, իսկ վաճառողինը՝ վերին ուղղահայաց կոմբինացիա կամ կարճ սթրենգլ:



Նկար 34. Սթրենգլը գնող կողմի շահումները (կորուստները)



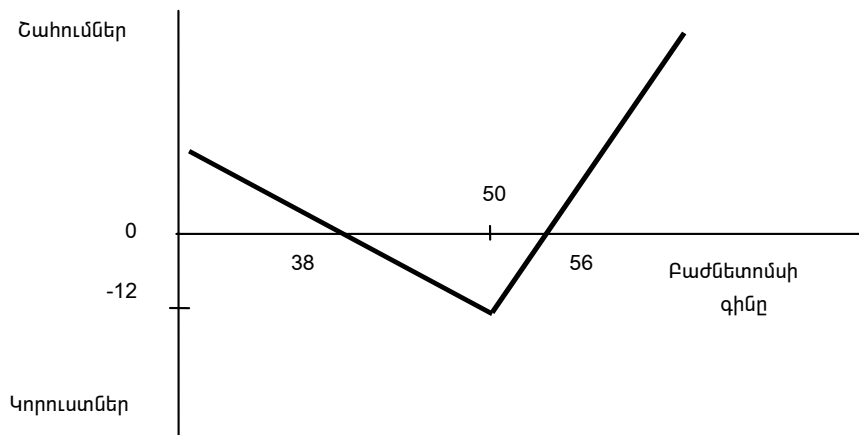
Նկար 35. Մթնոլորտ վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)

Մթնոլորտ

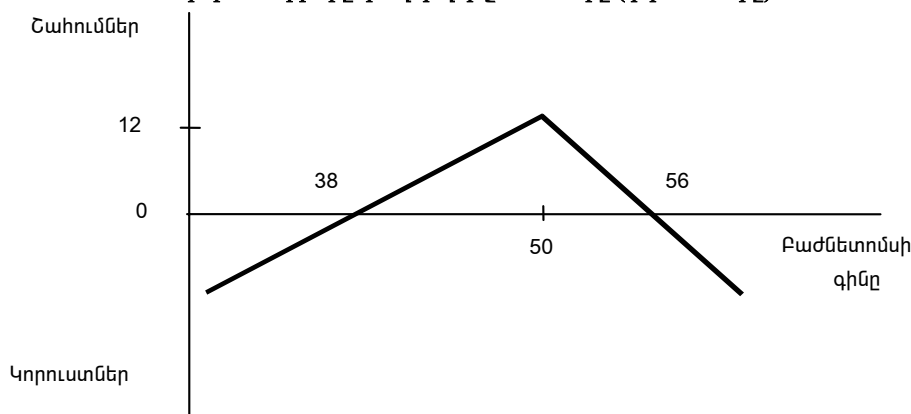
Մթնոլորտ մեկ փուլ օպցիոնից և երկու քոլլ օպցիոններից կազմված կոմբինացիա է: Պայմանագրերի ավարտման ժամկետները նույնն են, իսկ կատարման գները կարող են նույնը լինել կամ տարբեր: Ներդրողն ըստ բոլոր օպցիոնների գրավում է կամ կարճ կամ երկար դիրք: Գնորդը դիմում է մեծ կոմբինացիայի, եթե ենթադրում է, որ բաժնետոմսերի փոխարժեքի աճն առավել հավանական է:

Օրինակ. Ներդրողը 50 դոլար կատարման գնով գնում է երկու քոլլ օպցիոն և մեկ փուլ օպցիոն: Առկա փոխարժեքը 49 դոլար է: Պարզեցված ըստ յուրաքանչյուր օպցիոնի կազմում է 4 դոլար: Պայմանագրի ժամկետը լրանում է երեք ամիս հետո:

Գնորդը շահույթ կունենա, եթե $\Phi < 38$ դոլար կամ $\Phi > 56$ դոլար և կորուստներ կկրի՝ $38 < \Phi < 56$ դոլար գնի դեպքում: Համապատասխանաբար մթնոլորտ վաճառող կողմը շահույթ կստանա՝ $38 < \Phi < 56$ դոլար գնի դեպքում: $\Phi = 38$ դոլար և $\Phi = 56$ դոլար գնի դեպքում գործարքի երկու կողմերը կունենան զրոյական արդյունք:



Նկար 36. Մթնոլորտ գնող կողմի շահումները (կորուստները)



Նկար 37. Մթնոլորտ վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)

Սթրեփը գնող կողմի հնարավոր շահումները (կորուստները) ներկայացված է V աղյուսակում: Ըստ սթրեփի շահումները (կորուստները) ակնառու ձևով ներկայացված են 36-37 նկարներում:

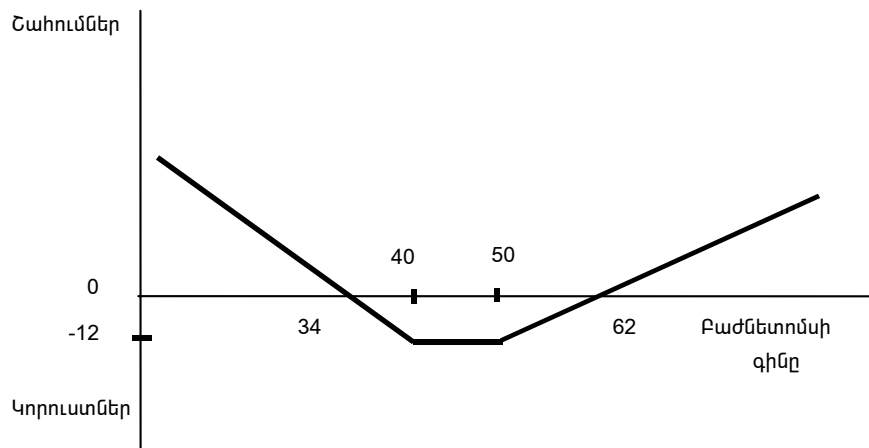
V աղյուսակ. Սթրեփի կոմբինացիայի գնող կողմի շահույթը

Բաժնետոմսի գինը	Շահույթը
$\Phi < q_{\text{բոլ}}$	$q_{\text{բոլ}} - \Phi - \eta$
$\Phi = q_{\text{բոլ}}$	$-\eta$
$\Phi > q_{\text{բոլ}}$	$2(\Phi - q_{\text{բոլ}}) - \eta$

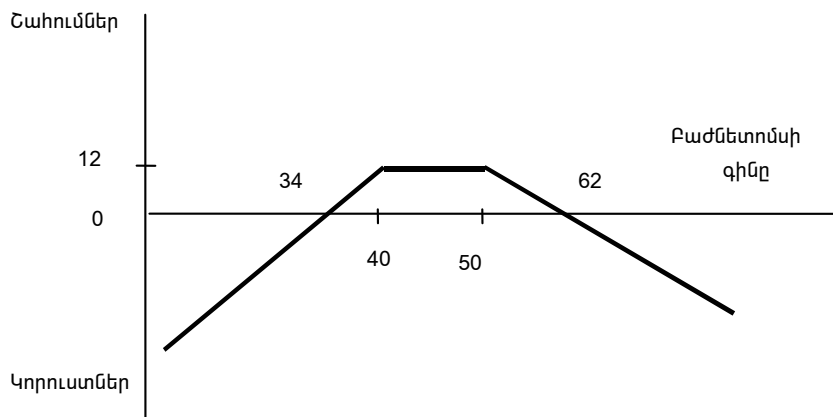
Ինչպես երևում է նկարներից, սթրեփի գծապատկերը նման է սթելլաժին, միայն այս դեպքում՝ երկու քուլլ օպցիոններ գնելու հետևանքով, գրաֆիկի աջ ճյուղն առավել կտրուկ է շեղվում: Գնորդի սթրեփը նաև անվանում են երկար սթրեփ, իսկ վաճառողինը՝ կարճ:

Սթրեփ

Այս կոմբինացիան կազմված է մեկ քուլլ և երկու փուլ օպցիոններից: Դրանք ունեն պայմանագրի ավարտման միևնույն ժամկետը, կատարման գները կարող են լինել նույնը կամ տարբեր: Ներդրողը ըստ բոլոր օպցիոնների զբաղեցնում է միևնույն դիրքը: Սթրեփը ձեռք է բերվում այն դեպքում, երբ հիմք կա ենթդրելու, որ բաժնետոմսերի փոխարժեքի նվազեցումն առավել հավանական է:



Նկար 38. Սթրեփը գնող կողմի շահումները (կորուստները)



Նկար 39. Սթրեփը վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)

Օրինակ. Ներդրողը ձեռք է բերում երկու փուլ օպցիոն՝ 40 դոլար կատարման գնով և մեկ քուլլ օպցիոն՝ 50 դոլար կատարման գնով: Պարզեցված ըստ յուրաքանչյուր օպցիոնի կազմում է 4 դոլար: Պայմանագրի ժամկետն ավարտվում է երեք ամիս հետո: Այս ռազմավարության դեպքում ներդրողի շահումները (կորուստները) որոշելու համար օգտվենք VI աղյուսակից:

VI աղյուսակ. Սթրեփի կոմբինացիայի գնող կողմի շահույթը

Բաժնետոմսի գինը	Շահույթը
$\Phi < q_{\text{փուլ}}$	$2(q_{\text{փուլ}} - \Phi) - \eta$
$q_{\text{փուլ}} \leq \Phi \leq q_{\text{բոլ}}$	$-\eta$
$\Phi > q_{\text{բոլ}}$	$\Phi - q_{\text{բոլ}} - \eta$

որտեղ,

$q_{\text{փուլ}}$ - փուլ օպցիոնի կատարման գինն է

$q_{\text{բոլ}}$ - քուլլ օպցիոնի կատարման գինն է:

Գնորդը շահույթ կստանա՝ 62 դոլար $< \Phi < 34$ դոլար գնի դեպքում և կորուստներ կկրի՝ 34 դոլար $< \Phi < 62$ դոլար դեպքում: Դրանք կկազմեն առավելագույնը 12 դոլար՝ 40 դոլար $\leq \Phi \leq 50$ դոլար դեպքում: Օպցիոններ վաճառող կողմը շահույթ կստանա՝ 34 դոլար $< \Phi < 62$ դոլար գնի դեպքում: Գործարքի երկու կողմերը կունենան զրոյական արդյունք, եթե $\Phi = 34$ դոլար և $\Phi = 62$ դոլար: Ըստ սթրիփի շահումները (կորուստները) ակնառու ձևով ներկայացված են 38-39 նկարներում:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է տալ օպցիոն պայմանագրի ընդհանուր բնութագիրը:
2. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում քոլ օպցիոնը:
3. Ինչպե՞ս կարելի է հաշվարկել և գրաֆիկորեն պատկերել քոլ օպցիոնը գնող կողմի և վաճառող կողմի շահումները (կորուստները):
4. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում փուք օպցիոնը:
5. Ինչպե՞ս կարելի է հաշվարկել և գրաֆիկորեն պատկերել փուք օպցիոնը գնող կողմի և վաճառող կողմի շահումները (կորուստները):
6. Որո՞նք են օպցիոնի երեք տեսակները:
7. Որո՞նք են օպցիոնի պարզակազմարի բաղադրիչները:
8. Ինչպե՞ս կարելի է գրաֆիկորեն պատկերել և բացատրել քոլ օպցիոնի պարզակազմարի բաղադրիչները:
9. Ինչպե՞ս կարելի է գրաֆիկորեն պատկերել և բացատրել փուք օպցիոնի պարզակազմարի բաղադրիչները:
10. Ինչպե՞ս կնկարագրեք օպցիոնային առևտուրը:
11. Ինչպե՞ս կբնութագրեք դիրքային և կատարման չափաբաժինները:
12. Ինչպե՞ս կբնութագրեք օպցիոն պայմանագրի կոմիսիոն և երաշխիքային վճարները:
13. Որո՞նք են օպցիոնային ռազմավարության տեսակները:
14. Ինչպե՞ս կբնութագրեք օպցիոնային սինթետիկ ռազմավարությունը:
15. Ինչպե՞ս կբնութագրեք կոմբինացիան:
16. Ինչպե՞ս կբնութագրեք սփրեդը:
17. Ինչպե՞ս կբնութագրեք սթելլաժային գործարքը (սթրեդլ):
18. Ինչպե՞ս կբնութագրեք ստրենգլը:
19. Ինչպե՞ս կբնութագրեք ստրիփը:
20. Ինչպե՞ս կբնութագրեք ստրեփը:

3.5. Սվոփներ, ռեյտ և ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագեր

3.5.1. Սվոփներ

Տոկոսային սվոփ

Սվոփը երկու կողմերի միջև համաձայնագիրն է՝ ապագայում, պայմանագրով սահմանված պայմանների համաձայն վճարումների փոխանակման մասին: Ընդհանուր առմամբ սվոփը կարելի է դիտարկել, որպես երկու կողմերի միջև կնքված ֆորվարդային պայմանագրերի պորտֆել (փաթեթ):

Տոկոսային սվոփն ամրագրված (հաստատագրված) տոկոսադրույքով պարտքային պարտավորվածության փոխանակումն է՝ լողացող տոկոսադրույքով պարտավորվածությանը: Համաձայնագրի կողմերը փոխանակում են միայն տոկոսավճարները և ոչ թե անվանական արժեքները: Վճարումներն իրականացվում են միասնական արժույթով: Սվոփի պայմանների համաձայն կողմերը պարտավորվում են վճարներ փոխանակել մի քանի տարվա ընթացքում:

Սովորաբար սվոփի մասին համաձայնագրի գործողության ժամկետը տատանվում է 2-ից մինչև 15 տարի: Մի կողմը վճարում է պայմանագրում ամրագրված անվանական արժեքի նկատմամբ հաստատում տոկոսադրույքով գումար, իսկ մյուս կողմը՝ տվյալ անվանական արժեքի նկատմամբ լողացող տոկոսադրույքով գումար: Սվոփում, որպես լողացող տոկոսադրույք հաճախ օգտագործում են LIBOR (London Interbank Offered Rate) տոկոսադրույքը: LIBOR-ը, դա լոնդոնյան միջբանկային շուկայում միջոցների՝ եվրոարժույթով, տրամադրման տոկոսադրույքն է: Դա լողացող տոկոսադրույք է և տնտեսական իրավիճակի փոփոխությունների դեպքում վերանայվում է: LIBOR-ը՝ միջազգային ֆինանսական շուկաներում, հանդես է գալիս որպես լողացող տոկոսադրույքի մասին տեղեկատու: Որպես այս տոկոսադրույքի կիրառման օրինակ կարող է հանդիսանալ Ռուսաստանի ֆինանսների նախարարության կողմից 1993թ. թողարկած ոսկե սերտիֆիկատը: Որն իրենից ներկայացնում էր լողացող արժեկտրոնով պարտատոմս, կտրոնով վճարումները կատարվում էին եռամսյակը մեկ անգամ և նրա մեծությունը սահմանված էր՝ LIBOR + 3%: LIBOR-ը հաշվարկվում է 360 օրվա հիման վրա:

Անձը, որը սվոփի համաձայն իրականացնում է ամրագրված վճարումներ, սովորաբար կոչվում է գնորդ (սվոփը գնող կողմ), իսկ նա՝ ով իրականացնում է լողացող տոկոսադրույքով վճարումներ՝ վաճառող (սվոփը վաճառող կողմ): Սվոփի միջոցով մասնակից կողմերը հնարավորություն են ստանում հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտավորությունները փոխանակելու՝ լողացող տոկոսադրույքով պարտավորություններով և հակառակը:

Նման փոխանակումն իրականացնելու ցանկությունն առաջանում է, օրինակ այն դեպքում, երբ ամրագրված պարտավորություններ թողարկած կողմն ապագայում սպասում է, որ տոկոսադրույքները կնվազեն և ամրագրված տոկոսադրույքը՝ լողացող տոկոսադրույքով փոխանակելու արդյունքում հնարավորություն կունենա պակասեցնելու պարտքի սպասարկման ծախսերի մի մասը: Մյուս կողմից, ընկերությունը, որը թողարկել է լողացող տոկոսադրույքով պարտավորություն և ապագայում սպասում է տոկոսադրույքի աճ, կարող է խուսափել պարտքի սպասարկման իր վճարումների մեծացումից՝ փոխանակելով լողացող

տոկոսադրույքը հաստատագրվածով: Քանի որ տնտեսական հարաբերությունների մասնակիցները տարբեր կերպ են գնահատում շուկայի ապագա իրավիճակը, ապա հնարավոր են նաև նման փոխանակումների իրականացումը: Միևնույն ժամանակ տոկոսային սվոփը գրավում է ոչ միայն կամ ոչ այնքան նրանով, որ հնարավորություն է տալիս ապահովագրվելու ապագայում տոկոսադրույքների ոչ բարենպաստ փոփոխություններից, այլ, որ հնարավորություն է ընձեռում պարտքային պարտավորությունները տեղաբաշխել առավել ցածր տոկոսադրույքով:

Ի սկզբանե տոկոսային սվոփի ստեղծման նպատակն այն էր, որ կարելի լիներ օգտվել արբիտրաժային հնարավորություններից, որն առկա է հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտատոմսերի շուկայի և կարճաժամկետ վարկային շուկայի (որին բնորոշ է լողացող տոկոսադրույքը) միջև: Նման հնարավորություններն առաջանում են այդ շուկաներում գործող փոխառուների կողմից վարկային ռիսկի տարաբնույթ գնահատականների արդյունքում: Օրինակ, AAA վարկանիշով Ա ընկերությունը կարող է շուկայում փոխառություններ գրավել (կնքել) LIBOR + 0,5% լողացող տոկոսադրույքով, իսկ BBB վարկանիշով Բ ընկերությունը՝ LIBOR + 0,75%: Տոկոսադրույքների միջև եղած տարբերությունը (դելտան) կազմում է 0,25%: Պարտատոմսերի շուկայում Ա ընկերությունը կարող է փոխառու միջոցներ ներգրավել 10 տարի ժամկետով՝ 13%-ով, իսկ Բ ընկերությունը՝ 14,5%-ով: Այստեղ տոկոսադրույքների միջև եղած տարբերությունն արդեն կազմում է 1,5%:

Այսպիսով, լողացող տոկոսադրույքով շուկայի 0,25%-ի հետ համեմատած ամրագրված տոկոսադրույքով պարտատոմսերի շուկայում ընկերությունների փոխառությունների տոկոսադրույքների միջև եղած տարբերությունն աճեց մինչև 1,5%: Պարտատոմսերի և կարճաժամկետ վարկային շուկայի դելտաների տարբերությունը կազմում է 1,25% (1,5% - 0,25%): Այս տարբերությունն էլ հենց միասին վերցրած այն պոտենցիալ շահուն է, որից կարող են օգտվել Ա և Բ ընկերությունները, փոխառությունների սպասարկման իրենց ծախսերը նվազեցնելու համար: Նման գործարքի մեխանիզմը հետևյալն է: Քանի որ գոյություն ունեն հաստատագրված և լողացող տոկոսադրույքներով պարտքային պարտավորությունների շուկաներ, ապա ընկերությունը, որը ցանկանում է միջոցներ ներգրավել, կարող է թողարկել ամրագրված տոկոսադրույքով պարտավորություններ կամ լողացող արժեկտրոնով պարտավորություններ: Տոկոսները, որով թողարկվում են այդ երկու պարտավորություններն էլ, կախված կլինեն ընկերության վարկային վարկանիշի մակարդակից:

Արդյունքում որոշ ընկերություններ (ի տարբերություն ուրիշների) հնարավորություն են ստանում միջոցներ փոխառել առավել ցածր տոկոսներով ինչպես հաստատագրված, այնպես էլ լողացող տոկոսադրույքներով: Սվոփի իրականացումից ընկերությունները շահույթ կստանան այն դեպքում, եթե նրանցից մեկն ունի ամրագրված տոկոսադրույքով փոխառության համեմատաբար լավ պայմաններ, իսկ մյուսը՝ լողացող տոկոսադրույքով փոխառության համեմատաբար լավ պայմաններ: Ինչպես ցույց է տրված վերը նշված օրինակում, Ա ընկերությունը կարող է թողարկել 13% հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտավորություն կամ LIBOR + 50 ր.կ. (բազիսային կետ) լողացող տոկոսադրույքով պարտավորություն: Բ ընկերությունը, որն ունի վարկային առավել բարձր ռիսկ, կարող է թողարկել 14,5%-ոց հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտավորություն կամ LIBOR + 75 ր.կ. լողացող տոկոսադրույքով պարտավորություն: Հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտավորությունների դելտան կազմում է 150 ր.կ., իսկ լողացող տոկոսադրույքով պարտավորություններինը՝ +25 ր.կ.: Առաջին և երկրորդ շուկաների դելտաների միջև եղած տարբերությունը հավասար է 125 ր.կ.: Այս ամենն առավել ակնառու ներկայացնենք աղյուսակի տեսքով.

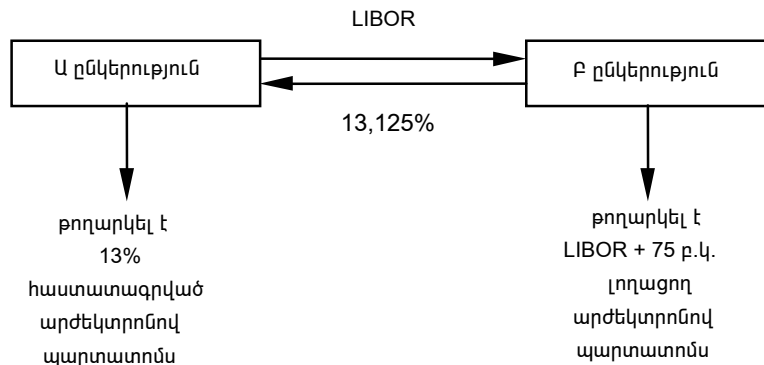
Տոկոսային սվոփի իրականացման նախնական պայմանները.

Տոկոսադրույք	Ա ընկերություն	Բ ընկերություն	Տոկոսադրույքների միջև դելտան
Հաստատագրված	13 %	14,5%	150 ր.կ.
Լողացող	LIBOR + 50 ր.կ.	LIBOR + 75 ր.կ.	25 ր.կ.
		Հաստատագրված և լողացող տոկոսադրույքների դելտաների տարբերությունը	125 ր.կ.

Բ ընկերությունը հաստատագրված տոկոսադրույքով վճարում է 150 ր.կ. ավելի քան Ա ընկերությունը, իսկ լողացող տոկոսադրույքով՝ միայն 25 ր.կ.: Այս տարբերությունն, ինչպես արդեն նշել ենք, առաջանում է ընկերությունների ունեցած վարկային ռիսկի տարբեր մակարդակների շնորհիվ: Այն իրենից ներկայացնում է վարկային ռիսկի դիմաց հարաբերական **պարզևավճար**: Բ ընկերության հետ համեմատած Ա ընկերության հաստատագրված տոկոսադրույքի վարկային ռիսկի դիմաց, հարաբերական պարզև (150 ր.կ.) մեծ է լողացող տոկոսադրույքի վարկային ռիսկի դիմաց հարաբերական պարզևից (25 ր.կ.): Երկու շուկաներում էլ Ա ընկերությունն իր փոխառություններում ունի բացարձակ առավելություն, սակայն հաստատագրված տոկոսադրույքով շուկայում նա ունի նաև համեմատական առավելություն, այսինքն Ա ընկերությունը կայուն տոկոսադրույքով վճարում է համեմատաբար ավելի փոքր տոկոս (Բ ընկերության հետ համեմատած), քան լողացող տոկոսադրույքով:

Այլ կերպ ասած, Ա ընկերության համար համեմատաբար էժան է միջոցներ փոխառել հաստատուն տոկոսադրույքով, քանի որ լողացող տոկոսադրույքով փոխառությունների դեպքում ծախսային բեռն աճում է ավելի մեծ համամասնությամբ (հարաբերակցությամբ), քան Բ ընկերության համար, երբ հաստատուն տոկոսադրույքով փոխառությունից անցում է կատարում լողացող տոկոսադրույքով փոխառության: Բ ընկերությունն էլ իր հերթին լողացող տոկոսադրույքով պարտավորությունների շուկայում, ունի համեմատական առավելություն: Սա չի նշանակում, որ Բ ընկերությունն այս շուկայում վճարում է ավելի քիչ քան Ա-ն, սակայն սա ասում է այն մասին, որ այս շուկայում Բ ընկերության կողմից լրացուցիչ վճարվող գումարը՝ լողացող տոկոսադրույքով, ավելի պակաս է, քան նրա վճարումները հաստատագրված

պարտավորությունների շուկայում, այսինքն, Բ ընկերության ֆինանսական ծախսերը մեծանում են ավելի փոքր համամասնությամբ (հարաբերակցությամբ), քան Ա ընկերության համար, երբ հաստատագրված տոկոսադրույքով փոխառությունից անցում է կատարում լողացող տոկոսադրույքով փոխառության։ Այժմ ընդունենք, թե Ա ընկերությունը թողարկում է հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտավորություն 13%-ով, իսկ Բ ընկերությունը՝ LIBOR + 75բ.կ. լողացող արժեկտրոնով պարտավորություն։ Սակայն, Ա-ն չահագործված է թողարկելու լողացող տոկոսադրույքով պարտավորություններ, իսկ Բ-ն՝ հաստատագրված տոկոսադրույքով։ Այդ պատճառով նրանք վճարումների փոխանակություն են կատարում, որը պատկերված է նկար 40-ում.



Նկար 40. Տոկոսային սվոփ

Ա ընկերության դրամական մուտքերն ու իրականացրած վճարումները հետևյալն են.

1. Ըստ թողարկած պարտատոմսի արժեկտրոնի վճարում է 13%:
2. Բ ընկերությանն է վճարում LIBOR տոկոսադրույքը:
3. Բ ընկերությունից ստանում է 13,125% տոկոսադրույք:

Արդյունքում Ա ընկերությունը վճարում է LIBOR – 12,5 բ.կ.:

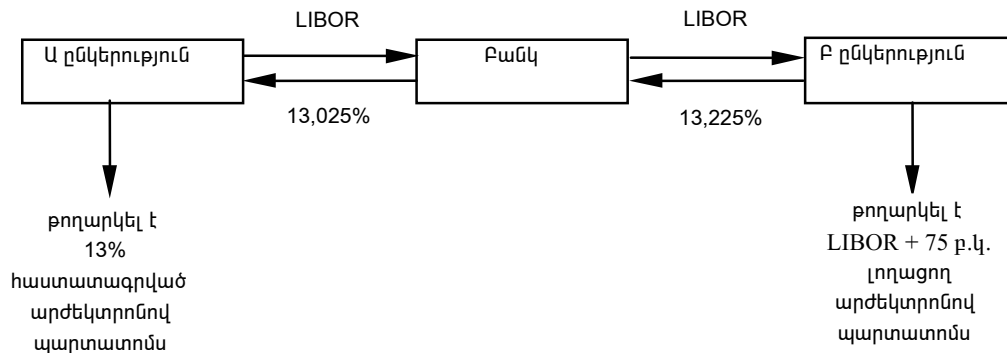
Բ ընկերությունը ստանում է իրականացնում է հետևյալ վճարումները.

1. Վճարում է LIBOR + 75 բ.կ.:
2. Ա ընկերությանն է վճարում 13,125% տոկոսադրույք:
3. Ա ընկերությունից ստանում է LIBOR տոկոսադրույք:

Արդյունքում Բ ընկերությունը վճարում է 13,875%:

Ինչպես հետևում է ներկայացվածից, սվոփի արդյունքում Ա ընկերությունը լողացող տոկոսադրույքով «տնտեսում է» 62,5 բ.կ. և Բ ընկերությունը հաստատագրված տոկոսադրույքով նույնպես «տնտեսում է» 62,5 բ.կ.: Ընդհանուր շահումը կազմում է 125 բ.կ., որը, ինչպես երևում է աղյուսակից, հանդիսանում է Ա և Բ ընկերությունների կողմից հաստատագրված և լողացող տոկոսադրույքներով փոխառությունների դեկտաների տարբերությունը։ Այս տարբերությունն էլ հենց այն շահումն է, որը կողմերը կարող են միմյանց մեջ կիսել՝ սվոփի արդյունքում։ Գործնականում սվոփը կազմակերպում են ֆինանսական միջնորդի օգնությամբ, որը շահումից նույնպես բաժին է ստանում։

Քննարկենք մեր օրինակը՝ արդեն միջնորդի մասնակցությամբ։ Այժմ ընդունենք, թե Ա ընկերությունը թողարկում է 13% հաստատում կտրոնով պարտատոմս, իսկ Բ-ն՝ LIBOR + 75 բ.կ. լողացող կտրոնով պարտատոմս։ Սրանից անմիջապես հետո բանկը Ա և Բ ընկերությունների միջև կազմակերպում է սվոփ։ Ա ընկերությունը բանկին վճարում է LIBOR տոկոսադրույքով լողացող կտրոն, իսկ բանկը՝ Ա ընկերությանը, 13,025% հաստատագրված կտրոն։ Բ ընկերությունը միջնորդին վճարում է 13,025% հաստատագրված կտրոն և նրանից ստանում է LIBOR տոկոսադրույքով լողացող կտրոն։ Այս վճարումները ներկայացված են 10 նկարում։ Սվոփի կատարման արդյունքում Ա ընկերությունը փաստորեն թողարկեց LIBOR – 12,5 բ.կ. լողացող տոկոսադրույքով պարտավորություն, որը 52,5 բ.կ. էժան է Ա ընկերության կողմից նման պարտավորությունների ուղղակի թողարկումից։ Իր հերթին, Բ ընկերությունը գործնականում ստացավ 13,975% հաստատագրված պարտավորություն, որը 52,5 բ.կ. էժան է իր կողմից նման պարտավորությունների ուղղակի թողարկումից։ Բանկը պարգևատրում է 20 բ.կ. (13,225% - 13,025%)։ Ընդհանուր շահումը՝ միասին վերցրած, հավասար է 125 բ.կ., այսինքն Ա և Բ ընկերությունների՝ հաստատագրված և լողացող տոկոսադրույքների դեկտաների տարբերությանը։ Ժամանակակից պայմաններում միջնորդների պարգևավճարը կազմում է 5–10 բ.կ.։ Ֆինանսական միջնորդի առկայության դեպքում բանկը յուրաքանչյուր ընկերության հետ կնքում է առանձին պայմանագիր։ Այդ պայմանագրերը հանդես են գալիս որպես ինքնուրույն սվոփներ։



Նկար 41. Միջնորդի մասնակցությամբ տոկոսային սվոփ

Ինչպես նշվեց վերևում, սվոփի կողմերը փոխանակում են միայն հաստատագրված և լողացող տոկոսադրույքները: Գործնականում պետք է կատարվեն միայն տվյալ տոկոսադրույքների տարբերության չափով վճարումներ: Այսպիսով, ի հայտ է գալիս մի սինթետիկ ակտիվ, որը, փաստորեն, իրենից ներկայացնում է երկու պարտավորությունների միջև եղած տարբերությունը: Այդ պատճառով սվոփն անվանում են նաև տարբերության պայմանագիր: Սվոփով պայմանավորված վճարումների կատարումը ներկայացնենք թվերով: Շարունակելով մեր օրինակը, ենթադրենք, թե սվոփի անվանական արժեքը հավասար է 10 մլն դոլար, վճարումներն իրականացվում են վեց ամիսը մեկ անգամ և 6 ամսյա LIBOR տոկոսադրույքը հավասար է 11%: Այդ դեպքում Բ ընկերությունը միջնորդին կփոխանցի հետևյալ գումարը.

$$10 \text{ մլն} \cdot 0,5 (0,13225 - 0,11) = 111,5 \text{ հազար դոլար}$$

Իր հերթին միջնորդը Ա ընկերությանն է փոխանցում հետևյալ գումարը.

$$10 \text{ մլն} \cdot 0,5 (0,13025 - 0,11) = 101,25 \text{ հազար դոլար}$$

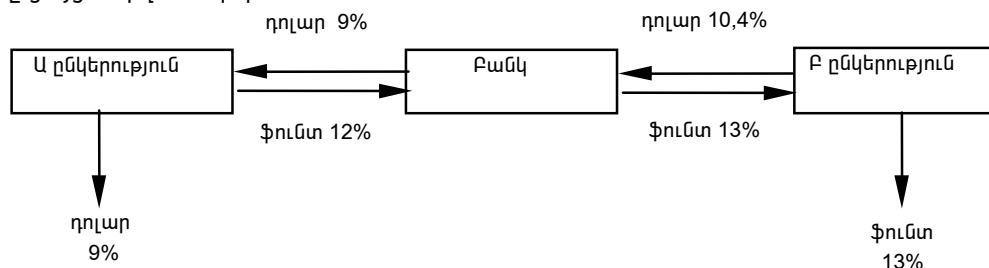
Առաջին վճարումները կկատարվեն սվոփը կնքելուց վեց ամիս հետո: Նրանցում կկիրառվի պայմանագրի կնքման պահի LIBOR տոկոսադրույքը և այդ պատճառով այն արդեն հայտնի էր: Հաջորդ վճարումների համար պայմանագրի կնքման պահին, LIBOR տոկոսադրույքներն անհայտ են:

Արժութային սվոփ

Սվոփի առավել տարածված մյուս տարատեսակը, դա արժութային սվոփն է: Այն իրենից ներկայացնում է որևէ արժույթով արտահայտված անվանական արժեքի և հաստատագրված տոկոսադրույքի փոխանակում, մեկ այլ արժույթով արտահայտված անվանական արժեքի և տոկոսադրույքի հետ: Երբեմն անվանական արժեքի իրական փոխանակում չի կատարվում: Արժութային սվոփի իրականացումը կարող է պայմանավորված լինել տարբեր պատճառներով, օրինակ, արտարժույթի փոխարկման նկատմամբ արժութային սահմանափակումներով, արժութային ռիսկից խուսափելու նպատակով կամ ցանկանալով այլ երկրի արժույթով պարտատոմս թողարկել այնպիսի պայմաններում, երբ արտասահմանյան ներդրողն այնքան էլ հայտնի չէ տվյալ երկրում և այդ պատճառով տվյալ արժույթի շուկայում ուղղակիորեն մուտքը նրա համար անհնարին է: Մինևս ժամանակ արժութային սվոփի գրավչությունը հարկ է քննարկել համեմատական առավելությունների տեսանկյունից: Օրինակ, Ա և Բ ընկերությունները հնարավորություն ունեն թողարկելու պարտատոմսեր ԱՄՆ դոլարով և ֆունտ ստերլինգով՝ հետևյալ պայմաններով.

	Ա ընկերություն	Բ ընկերություն
Դոլար	9%	11%
Ֆունտ	12,6%	13%
ստերլինգ		

Մեծ Բրիտանիայում տոկոսադրույքներն ավելի բարձր են, քան ԱՄՆ-ում: Ա ընկերությունը թե՛ դոլարով և թե՛ ֆունտով պարտատոմսերի թողարկման բացարձակ առավելություն ունի: Ինչպես տոկոսային սվոփի, այնպես էլ այս դեպքում՝ երկու շուկաներում առաջանում է տոկոսադրույքների տարբերություն: Բ ընկերությունը՝ Ա ընկերության հետ համեմատած, դոլարով՝ 2%, ֆունտով՝ 0,4%, ավելի է վճարում: Ա ընկերությունը երկու շուկաներում ունի բացարձակ առավելություն, նաև համեմատական առավելություն՝ ԱՄՆ-ի շուկայում, իսկ Բ ընկերությունը՝ համեմատական առավելություն՝ Մեծ Բրիտանիայի շուկայում: Ընդունենք, թե Ա ընկերությունը ցանկանում է թողարկել ֆունտով պարտավորություն, իսկ Բ-ն՝ դոլարով: Երկու ընկերություններն էլ կարող են պարտատոմսեր թողարկել այն շուկաներում, որտեղ ունեն համեմատական առավելություն և փոխանակվել պարտավորություններով: Նման փոխանակումից կողմերի ստացած շահումը կազմում է դոլարով և ֆունտ ստերլինգով տոկոսադրույքի դեֆտաների տարբերությունը, այն է՝ 1,6% (2% - 0,4%): Սվոփի իրականացման մեխանիզմը ցույց է տրված նկար 42-ում:



Նկար 42. Արժույթային սվոփ

Սվոփի արդյունքում Ա ընկերությունը ստանում է 12%-ով ֆունտով պարտավորություն, որը 0,6% էժան է ֆունտով ուղղակի թողարկումից: Բ ընկերությունը 10,4 %-ով դոլարով պարտավորություն է ստանում, որը 0,6% էժան է դոլարով ուղղակի թողարկումից: Միջնորդը ստանում է 1,4% դոլարով և վճարում է 1% ֆունտով: Եթե հաշվի չառնենք փոխարժեքի տարբերությունը, ապա նրա շահումը կկազմի 0,4%:

Այսպիսով, միասին վերցրած, մասնակից բոլոր կողմերը միմյանց միջև կիսում են 1,6%-ի չափով ստացած շահումը, որը հավասար է դոլարով և ֆունտով տոկոսադրույքների դելտաների տարբերությանը:

Արժույթային սվոփի դեպքում կողմերը՝ բացի տոկոսային վճարումներից, սվոփի սկզբում կամ վերջում փոխանակում են նաև անվանական արժեքները՝ (իրականում կամ պայմանականորեն): Անվանական արժեքները սահմանվում են այնպես, որպեսզի դրանք մոտավորապես հավասար լինեն սվոփի գործողության սկզբում փոխանակման փոխարժեքին: Փոխանակման փոխարժեքը, դա սովորաբար սփոթ գինն է, գնորդի և վաճառողի առաջարկած գների միջին մեծությունը: Օրինակ, ֆունտ ստերլինգի փոխարժեքը դոլարի նկատմամբ հավասար է. 1 \$.ստ. = 1,6 դոլար: Ա ընկերությունը թողարկել է 16 մլն. դոլարի պարտավորություն, իսկ Բ-ն՝ 10 մլն \$.ստ. : Այդ գումարները փոխանակվել են սվոփի գործողության ժամկետի սկզբում: Ըստ համաձայնագրի պայմանների Ա ընկերությունն ամեն տարի պետք է վճարի 1,2 մլն \$.ստ. (10 մլն · 0,12%) և ստանա 1,44 մլն դոլար (16 մլն · 0,09%): Բ ընկերությունը պետք է վճարի 1,664 մլն դոլար (16 մլն · 0,104) և ստանա 1,3 մլն \$.ստ. (10 մլն · 0,13): Սվոփի ժամկետի ավարտին ընկերությունները կրկին անվանական արժեքների փոխանակություն են կատարում, այսինքն, Ա-ն Բ-ին է վճարում 10 մլն \$.ստ., իսկ Բ-ն Ա-ին է վերադարձնում 16 մլն դոլար:

Ինչ վերաբերում է միջնորդին, ապա նա յուրաքանչյուր տարի կստանա 224 հազար դոլար [16 մլն · (0,104 – 0,09)] և կվճարի 100 հազար \$.ստ. [10 մլն · (0,13 – 0,12)]: Այս դեպքում ֆինանսական միջնորդի համար կարող է ստեղծվել արժույթային ռիսկի իրավիճակ՝ ֆունտ ստերլինգի փոխարժեքի աճի հետևանքով: Սակայն այդ ռիսկը հնարավոր է բացառել՝ սվոփով պայմանավորված յուրաքանչյուր ժամանակահատվածի համար, ձեռք բերելով ֆորվարդային պայմանագրեր՝ յուրաքանչյուրը 100 հազար \$.ստ.: Ինչպես տոկոսային սվոփի դեպքում, այս դեպքում էլ, միջնորդները հաճախ պայմանագիր են կնքում կողմերից մեկի հետ և այնուհետև փնտրում են երկրորդ կողմին՝ օֆսեթային սվոփի համար:

Ակտիվային սվոփ

Ակտիվային սվոփը սինթետիկ ակտիվի ստեղծման նպատակով ակտիվների փոխանակումն է, որն ավելի մեծ եկամուտ է ապահովում: Նման սվոփի շրջանակներում ակտիվը, որն ապահովում է հաստատգրված եկամուտ, հնարավոր է փոխանակել լողացող տոկոսադրույքով ակտիվով կամ տվյալ արժույթով արտահայտված ակտիվը փոխանակել այլ արժույթով արտահայտված ակտիվի հետ: Օրինակ, Ա ընկերությունը կարող է գնել 9% եկամտաբերությամբ հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտատոմս կամ լողացող արժեկտրոնով արժեթուղթ, որի եկամտաբերությունը հավասար է LIBOR տոկոսադրույքին: Բանկը հնարավորություն ունի գնելու 9% եկամտաբերությամբ պարտատոմս կամ տրամադրելու վարկ՝ LIBOR + 25 բ.կ. տոկոսադրույքով: Ա ընկերությունը, ղեկավարվելով սեփական կանխատեսումներով, ցանկություն ունի ձեռք բերելու լողացող արժեկտրոնով արժեթուղթ, սակայն նա որոշել է սվոփի օգնությամբ՝ սինթետիկ եղանակով, ստեղծել նման արժեթուղթ, որպեսզի բարձրացնի ստացվելիք եկամտաբերությունը: Կոնկրետ դեպքում, Ա ընկերությունը գնել է հաստատագրված տոկոսադրույքով պարտատոմս և բանկի հետ կնքել է հետևյալ պայմաններով սվոփ. բանկն ընկերությանը վճարում է LIBOR տոկոսադրույք, իսկ ընկերությունը բանկին՝ հաստատագրված 8,87% տոկոսադրույք:

Ընկերության գրաված դիրքը.

գնում է պարտատոմս՝	9% եկամտաբերությամբ
բանկին վճարում է՝	8,85%;
բանկից ստանում է՝	LIBOR

արդյունքում ստանում է	LIBOR + 15 բ.կ.
-----------------------	-----------------

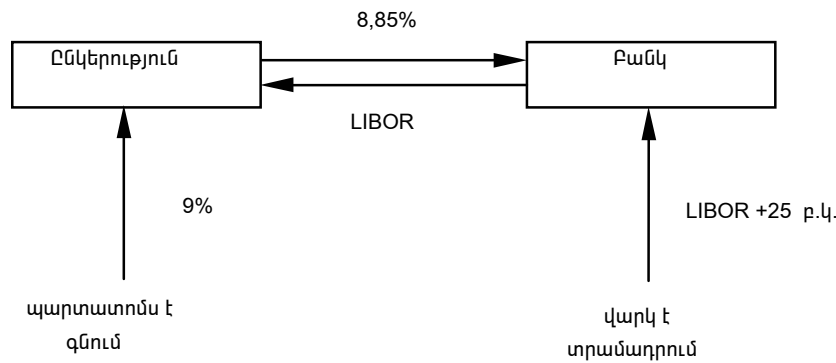
Այսպիսով, Ա ընկերությունը սինթեզեց լողացող տոկոսադրույքով ակտիվ, որը նրան 15 բ.կ. ավելի եկամտաբերություն է ապահովում, քան լողացող տոկոսադրույքով արժեթղթի ուղղակի ձեռք բերումը:

Բանկի գրաված դիրքը.

տրամադրում է վարկ՝	LIBOR + 25 բ.կ. տոկոսադրույքով;
Ա ընկերությունից ստանում է՝	8,85%;
Ա ընկերությանը վճարում է՝	LIBOR

արդյունքում ստանում է	9,10%
-----------------------	-------

Արդյունքում բանկը սինթեզում է 9,10% եկամտաբերությամբ հաստատագրված տոկոսադրույքով ակտիվ, որը 10 բ.կ. ավելի է 9% եկամտաբերություն ապահովող պարտատոմսից: Այս գործարքը ներկայացված է 43 նկարում:



Նկար 43. Ակտիվային սվոփ

Ապրանքային սվոփ

Ներկա պայմաններում զարգացում է ապրում մաս ապրանքային սվոփը: Սվոփի այս տեսակի էությունն ի վերջո հանգում է հաստատագրված վճարումների փոխանակմանը՝ լողացող վճարումների հետ, որոնց մեծությունը կապակցված է ապրանքի գնին: Այլ կերպ ասած, դրանք նման են այն տոկոսային սվոփներին, որոնց դեպքում հաստատագրված վճարումները փոխանակվում են լողացող վճարումներով:

Օրինակ, Ա ընկերությունը (նավթ սպառող, որի տարեկան պահանջը կազմում է 10000 բարել) սվոփով պայմանավորված պարտավորվում է Բ ընկերությանը՝ 5 տարվա ընթացքում, տարեկան վճարել 200 հազար դոլար: Բ ընկերությունը պարտավորվում է Ա ընկերությանը տարեկան վճարել 10000․Գ դոլար, որտեղ Գ-ն՝ 1 բարել նավթի ընթացիկ շուկայական գինն է: Այս սվոփը պատկերված է 13 նկարում: Կատարված գործարքի արդյունքում Ա ընկերությունն իրեն ապահովել է հետագա 5 տարիների ընթացքում 1 բարել նավթի ձեռքբերում՝ 20 դոլարով, ինչպես նաև ապահովագրել է իրեն նավթի գնի փոփոխության հետ կապված ռիսկից: Ինչ վերաբերում է Բ ընկերությանը, ապա նշված սվոփը նրան կարող է հետաքրքրել այնքանով, որ նա հետագա 5 տարիների ընթացքում կանխատեսել էր 1 բարել նավթի գնի արժեքը պետք է 20 դոլարից պակաս լինի:

Ժամանակակից պայմաններում ապրանքային սվոփի առավել լայն տարածմանը նպաստում է ապրանքային շուկայում, և առաջին հերթին, էներգակիրների շուկայում, նկատվող գների անկայունության աճը: Այս փաստը նպաստում է նաև ժամկետային պայմանագրերի բորսայական առևտրի աճին (մեծացմանը), սակայն բորսայական պայմանագրերի հետ համեմատած ապրանքային սվոփներն առաջին հերթին գրավում են նրանով, որ բորսայական պայմանագրերը երկարաժամկետ չեն և թույլ են տալիս հեղջավորելու տնտեսական հարաբերությունների մասնակիցների դիրքերը՝ ժամանակի մի որևէ պահին միայն: Իսկ ապրանքային սվոփները կարող են կնքվել երկար ժամանակահատվածի համար և ամրագրել գնի որոշակի մակարդակ՝ ապագայում, ժամանակի տարբեր պահերի համար:

3.5.2 Ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագիր

Ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագիրը (FRA – Forward rate agreement), դա երկու կողմերի միջև համաձայնագիրն է, ըստ որի նրանք պարտավորվում են ապագայում որոշակի օրվա դրությամբ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների հիման վրա, վճարումներ փոխանակել, որոնցից մեկը հաստատագրված է, իսկ մյուսը՝ լողացող: Վճարումները հաշվարկվում են կոնկրետ անվանական արժեքի նկատմամբ: Այն կողմը, որը պարտավորվում է վճարել հաստատագրված դրույքը, կոչվում է FRA գնող, իսկ լողացող դրույք վճարող կողմը՝ FRA վաճառող: Գործարքի իրականացումը հանգում է համաձայնագրի մի կողմից մյուս կողմին՝ համաձայնագրում ամրագրված դրույքի և FRA ժամկետը լրանալու պահին սփոթ դրույքի միջև եղած տարբերության գեղչված արժեքի գումարը փոխանցելուն: Որպես գեղչման դրույք, ընդունվում է սփոթ տոկոսադրույքը, իսկ գեղչման ժամանակահատված՝ այն ժամանակը, որի համար հաշվառվել էր ֆորվարդային տոկոսադրույքը, այսինքն, այն տոկոսադրույքը, որն ամրագրված է պայմանագրում: FRA-ի շրջանակներում համաձայնագրի ժամկետի ավարտին, իրականացվում է միայն մեկ վճարում՝ նշված գումարի չափով: Կնքելով FRA, գնորդն իր համար ապագա համապատասխան ժամանակահատվածի համար ապահովում է հաստատագրված (կայուն) տոկոսադրույք, իսկ վաճառողը՝ լողացող:

Եթե սփոթ տոկոսադրույքը գերազանցում է պայմանագրով համաձայնեցված տոկոսադրույքը, ապա վաճառողը վճարում է գնորդին վերը նշված գումարը, հակառակ դեպքում տվյալ գումարը գնորդն է վճարում վաճառողին: FRA-ն, որպես կանոն, անմիջականորեն կնքվում է բանկի հետ և գնանշվում է LIBOR տոկոսադրույքի հիման վրա:

Վերը նշվածը բացատրենք օրինակով: Ա ընկերությունը բանկում գնում է 10 մլն դոլարի FRA՝ 9 % 3-ամսյա տոկոսադրույքով: Մինչև FRA համաձայնագրի ավարտը մնացել է 3 ամիս: Ըստ օրինակի պայմանների 3 ամիս հետո Ա ընկերությունն իրեն ապահովել է 9%-ի չափով 3-ամսյա ֆորվարդային տոկոսադրույք: Եթե 3 ամիս հետո սփոթ տոկոսադրույքը տարբերվի պայմանագրում նշված տոկոսադրույքից, ինչպես նշված էր վերևում, կողմերից մեկը մյուսին պետք է վճարի համապատասխան գումար: Այդ գումարը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$\text{Վճարման գումարը} = \frac{U(t_{\text{տ}} - t_{\text{ս}}) / 365}{1 + t_{\text{ս}} * t / 365}$$

որտեղ,

Ա-Մ FRA-ի անվանական արժեքն է

տ_{ս-Մ} սփոթ տոկոսադրույքն էտ_{ֆ-Մ} FRA-ում ամրագրված տոկոսադրույքն է

t - Մ այն ժամանակն է, որի համար FRA-ի շրջանակներում հաշվարկվել էր ֆորվարդային տոկոսադրույքը:

$$\frac{10 \text{ մլն} * (0.1 - 0.09) 90 / 365}{1 + 0.1 * 90 / 365} = 24064 \text{ դոլար}$$

Ընդունենք, թե հունվարի 31-ին սփոթ տոկոսադրույքը հավասար է 10%, այդ դեպքում բանկը ընկերությանը կվճարի հետևյալ գումարը.

Եթե հունվարի 31-ին սփոթ տոկոսադրույքը հավասար է 8%-ի, ապա այդ դեպքում Ա ընկերությունը բանկին կվճարի հետևյալ գումարը.

$$\frac{10 \text{ մլն} * (0.09 - 0.08) 90 / 365}{1 + 0.08 * 90 / 365} = 24180 \text{ դոլար}$$

FRA-ներն ի հայտ եկան 1980-ական թվականներին, որպես տոկոսադրույքի միջբանկային պայմանագրերի ձև: FRA-ի կնքման հիմնական նպատակը՝ տոկոսադրույքի հեղափոխումն է: Դրանք օգտագործվում են նաև սպեկուլյացիայի համար: Եթե համեմատելու լինենք տոկոսային կարճաժամկետ գործիքների ֆյուչերսային պայմանագրերի հետ, որպես ֆորվարդային պայմանագրի տարատեսակ, նրանք ունենք իրենց առավելություններն ու թերությունները:

Լոնդոնը հանդիսանում է FRA-ների կնքման կենտրոնը: FRA-ների 90%-ը կնքվում է ֆունտ ստեռլինգով կամ դոլարով: Ֆունտ ստեռլինգով FRA պայմանագրերի միջին մեծությունը կազմում է 5 մլն, իսկ դոլարով՝ 10 մլն: Ժամանակակից պայմաններում FRA շուկան շարունակում է զարգանալ: Որպես նման համաձայնագրերի տարատեսակ կարելի է նշել երկարաժամկետ FRA-ները (կամ LDFRA – Long dated forward rate agreement), օրինակ, երկամյա LIBOR տոկոսադրույքով՝ հինգ տարի հետո, արժուպային փոխարժեքի համաձայնագիր (ERA – Exchange rate agreement), որում ֆորվարդային տոկոսադրույքի փոխարեն վերապահվում է ֆորվարդային արժուպային փոխարժեքը:

Ամփոփ եզրակացություններ

Սվոփը երկու կողմերի միջև համաձայնագիրն է՝ ապագայում, պայմանագրով սահմանված պայմանների համաձայն, վճարումների փոխանակման մասին: Տոկոսային սվոփը, դա վճարումների փոխանակումն է, որը հաշվարկվել է ամրագրված և լողացող տոկոսադրույքների հիման վրա: Արժուպային սվոփն իրենից ներկայացնում է որևէ արժույթով արտահայտված անվանական արժեքի և հաստատագրված տոկոսադրույքի փոխանակում, մեկ այլ արժույթով արտահայտված անվանական արժեքի և տոկոսադրույքի հետ: Ակտիվների սվոփը, դա սինթետիկ ակտիվի ստեղծման նպատակով ակտիվների փոխանակումն է, որն ավելի մեծ եկամուտ է ապահովում: Ապրանքային սվոփն իրենից ներկայացնում է հաստատագրված վճարումների փոխանակումը՝ լողացող վճարումների հետ, որոնց մեծությունը կապակցված է ապրանքի գնին:

Ժամանակակից պայմաններում սվոփները հիմնականում կնքվում են ֆինանսական միջնորդների օգնությամբ: Սվոփը կնքելով միջնորդն իր վրա է վերցնում վարկային և շուկայական ռիսկերը:

Սվոփը կարելի է պատկերացնել որպես կարճ և երկար դիրքերով պարտատոմսերի պորտֆել: Այդ պատճառով սվոփի արժեքը տվյալ պահին իրենից ներկայացնում է տվյալ պարտատոմսերի գների միջև եղած տարբերությունը:

Ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագիրը երկու կողմերի միջև համաձայնագիրն է, ըստ որի կողմերը պարտավորվում են ապագայում վճարումներ փոխանակել՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների հիման վրա: Կնքելով FRA գնորդն իրեն ապահովում է՝ ապագայում համապատասխան ժամանակահատվածի համար, ամրագրված տոկոսադրույք, իսկ վաճառողը՝ լողացող:

Տեսականորեն, սվոփները բերում են տարբեր շուկաների ինտեգրացմանը (ամբողջացմանը) ինչպես ազգային, այնպես էլ միջազգային տնտեսության շրջանակներում:

3.5.3 Ռեպո համաձայնագրեր

Ռեպո համաձայնագիրը ֆինանսական գործարք է, որը բաղկացած է երկու մասից: Գործարքի մասնակից մեկ կողմը արժեթղթեր է վաճառում մյուս կողմին և միաժամանակ պարտավորություն է վերցնում հետ գնել նույն արժեթղթերը որոշակի ժամանակ անց կամ մյուս կողմի պահանջով: Մյուս կողմը համապատասխանորեն պարտավորություն է վերցնում այդ արժեթղթերը վաճառել:

Հետգնումն իրականացվում է արժեթղթի սկզբնական վաճառքի գնից այլ գնով: Այդ գների տարբերությունը իրենից ներկայացնում է այն եկամուտը, որը ստանում է արժեթղթերի գնորդը (դրամական միջոցների վաճառողի) ռեպո գործարքի առաջին մասում:

Հակադարձ ռեպո գործարքը նշանակում է նույն գործարքը միայն հակառակ կողմի նեսանկյունից:

Գույություն ունի ռեպո գործարքի սահմանման ևս երկու տարբերակ:

Առաջինը. դա վարկի տրամադրումն է արժեթղթի գրավի դիմաց:

Երկրորդը. արժեթղթերի վարկի տրամադրումն է, որոշակի դրամական միջոցների գրավի դիմաց:

Ի տարբերություն սովորական վարկավորման, վերոհիշյալ երկու դեպքերում էլ արժեթղթերի և դրամական միջոցների սեփականության իրավունքն անցնում է մյուս կողմին, մինչև պարտավորությունների կատարումը:

Ըստ ժամկետայնության, ռեպո գործարքները բաժանվում են երեք խմբի. գիշերային (մեկ օրյա), բաց (ժամկետը չի նշվում) և ժամկետային (ավելին քան մեկ օր, ամրագրված ժամկետով):

Ժամկետայնության հետ է կապված նաև տոկոսադրույքը:

Ռեպո գործարքները տարբերվում են ոչ միայն ժամկետայնությամբ, այլ նաև ըստ արժեթղթերի պահպանման վայրի:

Գործնականում հիմնականում օգտագործվում են հետևյալ երեք տարբերակները.

Առաջին տարբերակի դեպքում արժեթուղթը, որը գնվել է ռեպո գործարքի առաջին մասում, փոխանցվում է գնորդին: Այս դեպքում դնորդը նվազեցնում է իր ռիսկը, սակայն արժեթղթի փոխանցման ծախսերը կարող են բավականին զգալի լինել:

Երկրորդ տարբերակի դեպքում արժեթղթերը փոխանցվում են երրորդ անձի: Այս ռեպո գործարքը ստացել է «եռակողմ ռեպո» անվանումը: Ըստ պայմանագրի, երրորդ անձը որոշակի պատասխանատվություններ է կրում ռեպո գործարքի կողմերի առջև, այլն է. ստուգում է մի կեղմից մյուս կողմին փոխանցված արժեթղթերի տեսակը, հետևում է մարժայի վիճակը և անհրաժեշտության դեպքում լրացուցիչ գումարներ է պահանջում: Քանի որ երկու հաշիվներն էլ գտնվում են երրորդ անձի մոտ, ապա ծախսերը կապված փոխանցումների հետ այս դեպքում նվազագույն են: Այս դեպքում երրորդ կողմը հանդես է գալիս որպես ռեպո գործարքի ճիշտ կատարման երաշխիք և դրա համար ստանում է որոշակի պարգևավճար:

Երրորդ տարբերակի դեպքում ռեպո գործարքի առաջին մասում վաճառած արժեթղթերը մնում է վաճառողի մոտ, որը հանդես է գալիս որպես պահառու դրանց գնորդի համար: Այս տեսակի ռեպո գործարքը նաև կոչվում է «հավատարմագրային ռեպո» և բնութագրվում է փոխանցումների նավագագույն ծախսերով, սակայն ռիսկի առավելագույն մակարդակով: Այս դեպքում վաճառողը այդ արժեթղթերի համար վարում է առանձին հաշիվ:

Քանզի ռեպո գործարքի առաջին մասում արժեթղթերի սեփականությունը անցնում է գնորդին, ուստի արժեթղթի գնորդը կարող ռեպո գործարքի գործողության ժամկետի ընթացքում տիրապետել այդ արժեթղթերը ըստ հայացողության (զնել, գրավադնե և այլն), սակայն ռեպո գործարքի ժամկետը լրանալուց, պարտավոր է հետ վաճառել այդ արժեթղթերը: Ընդ որում, պարտադիր չէ, որ դրանք լինեն այն նույն արժեթղթերը, որոնք ձեռք էին բերվել (պետք է լինեն նույն տեսակի; օրինակ կարող են լինել նույն թողարկողի, սակայն տարբեր թողարկումների բաժնետոմսեր):

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել տոկոսային սվոփը:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել արժութային սվոփը:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ակտիվային սվոփը:
4. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ֆորվարդային տոկոսադրույքի մասին համաձայնագիրը:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ռեպո համաձայնագիրը:

ԳԼՈՒԽ 4 . ԹՈՂԱՐԿՈՂՆԵՐ ԵՎ ՆԵՐԴՐՈՂՆԵՐ

Թեմայի նպատակն է՝ տալ արժեթղթեր թողարկողի և ներդրողի սահմանումները, ներկայացնել թողարկողների և ներդրողների կազմը, դասակարգել ներդրողներին, ամփոփ նկարագրել ՀՀ արժեթղթերի շուկայում այսօր տիրող իրավիճակը:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագրիր: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

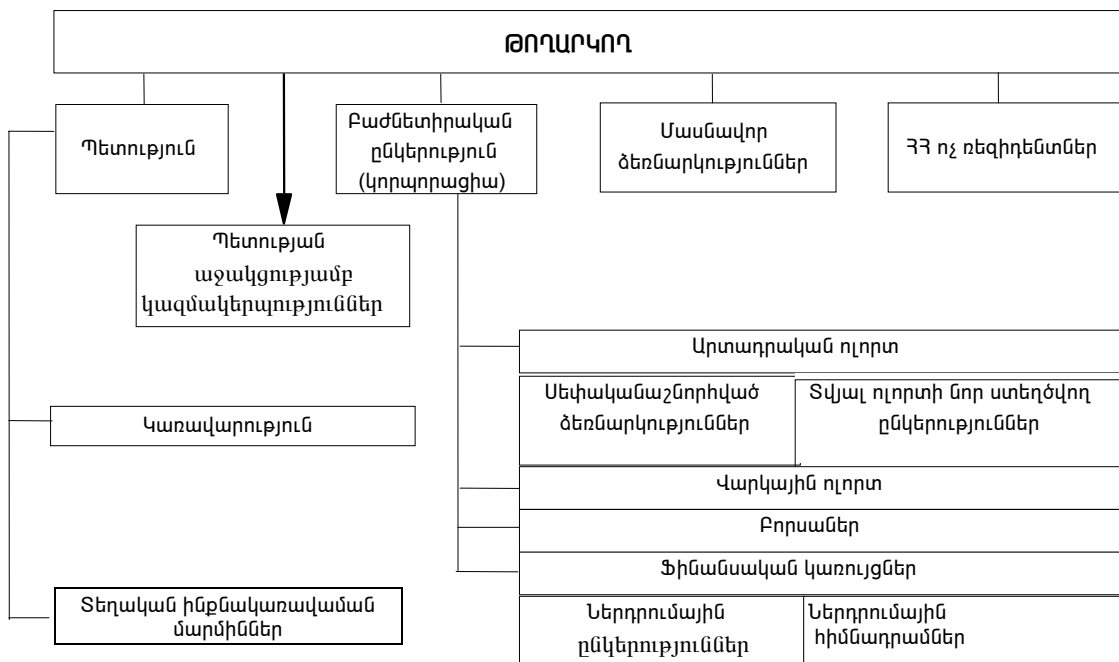
- տալ արժեթղթեր թողարկողի սահմանումը
- սխեմատիկորեն ներկայացնել թողարկողների կազմը
- բնութագրել թողարկողների մեջ պետության դերը
- բնութագրել թողարկողների առանձին տեսակները
- բնութագրել ՀՀ արժեթղթերի շուկայում այսօր տիրող իրավիճակը
- թվարկել հայրենական ֆոնդային շուկայում հաջողությունների հասնելու ընդհանուր կանոնները
- տալ ներդրողի սահմանումը
- դասակարգել ներդրողներին
- ներկայացնել ներդրողների կազմը:

4.1. Թողարկողներ

«Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքը սահմանում է, որ թողարկողը այն անձն է, որն արժեթուղթ է թողարկում (թողարկել) կամ, որն արժեթուղթ թողարկելու առաջարկություն է անում:

Թողարկողը ֆոնդային շուկա է մատակարարում մի ապրանք՝ արժեթուղթ, որի որակը որոշվում է թողարկողի կարգավիճակով, նրա գործունեության ֆինանսատնտեսական արդյունքներով:

Սակայն չպետք է մտածել, որ թողարկողը մատակարարելով արժեթղթեր, հեռանում է շուկայից: Թողարկողը մշտապես ներկա է այնտեղ, քանի որ նա կրում է պարտավորություններ արժեթղթերի գնորդների (ներդրողների) հանդեպ՝ դրանցով հավաստված իրավունքների իրականացման համար: Բացի այդ, թողարկողն ինքն է գործառնություններ կատարում սեփական արժեթղթերով՝ իրականացնելով դրանց գնումը կամ վաճառքը:



Նկար 44. Թողարկողների կազմ

Արժեթղթերի շուկայում թողարկողն առաջին հերթին զնահատվում է իր կողմից թողարկվող (վաճառքի դրվող) արժեթղթերի ներդրումային հատկությունների տեսանկյունից:

Թողարկողների մեջ առաջնությունը պատկանում է պետությանը: Այս թողարկողի արժեթղթերի հատուկ ժողովրդականությունը պայմանավորված է նրանց կարգավիճակով: Համարվում է, որ պետական արժեթղթերն ունեն գրոյական ռիսկ, քանի որ հնարավոր է բանկի լիակատար փլուզում, բաժնետիրական ընկերության սնանկացում, սակայն պետությունը մշտապես կրում է իր պարտավորությունները, քանի որ նրա հետ նման ոչ մի բան չի կարող կատարվել: Ներդրումային վերլուծության տեսության համաձայն, այն արժեթղթերը, որոնք ունեն ռիսկի գրոյական կամ գրոյին մոտ մեծություն կարող են վաճառվել՝ ապահովելով նվազագույն եկամուտ: Ձարգացած ֆոնդային շուկաներում արժեթղթերով կատարվող առևտրի փորձը հաստատում է վերը նշված պոստուլատը: Հայաստանի կառավարության կողմից թողարկվող պետական արժեթղթերն իրենց մեջ համադրում են ներդրողների համար մի քանի շահավետ հատկություններ. իրականում լինելով ցածր ռիսկային ունեն բավականաչափ բարձր եկամտաբերություն և լավ կարգավորված տեխնոլոգիայի շնորհիվ՝ գրեթե բարձր իրացվելիություն: Այս պատճառով պետությունը, որպես արժեթղթերի թողարկող, Հայաստանի ֆոնդային շուկայում գրավում է ամուր դիրքեր:

իշխանության տեղական մարմինները, որպես ապահովություն կարող են առաջարկել միայն մուլտիցիպալ սեփականությունը, օրինակ բնակարանային ֆոնդը, որի իրացվելիությունը սահմանափակ է: Այդ պատճառով թողարկողը պետք է դիմի հարկային կամ վարձակալական արտոնությունների տրամադրման, եկամտաբեր պարտատուների թողարկման և այլն:

Ոչ պետական կառույցներն արժեթղթերի թողարկման ժամանակ կարող են օգտվել իշխանության տարբեր մակարդակի մարմինների աջակցությունից, որոնք կամ հանդես են գալիս որպես երաշխիք այդ արժեթղթերի թողարկման համար կամ սահմանում են հարկային արտոնություններ և այլն:

Արտադրական ոլորտին պատկանող բաժնետիրական ընկերությունները՝ որպես թողարկողներ, որակապես տարբերվում են իրարից. սեփականաշնորհված ձեռնարկությունները կազմում են մեկ առանձին խումբ, իսկ նորաստեղ բաժնետիրական ընկերությունները մեկ այլ խումբ:

Բաժնետիրական ընկերությունը, որն առաջացել է սեփականաշնորհման արդյունքում, որպես թողարկող բնորոշվում է ցածր եկամտաբերությամբ, փակ տեղեկատվությամբ, տնտեսական հեռանկարների անորոշությամբ և ցուցանիշների չնչին կանխատեսելիությամբ: Շուկան գրավելու համար այս թողարկողները պետք է ապահովեն ռեեստրի տեխնիկական մատչելիություն, ապահովեն գոնե նվազագույն դիվիդենդներ կամ արժեթղթերը շուկա դուրս գալուց հետո, նրանք պետք է ապահովեն իրենց արժեթղթերի փոխարժեքի զգալի տատանումներ:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում այսօր տիրող իրավիճակը որոշակի դժվարություններ է ստեղծում թողարկողների համար, անգամ նրանց համար, ովքեր ունեն լավագույն ներդրումային նախագծեր: Այդ պատճառով արժեթղթերի նոր թողարկումների նախագծման գործընթացը ոչ միայն գիտություն է, այլ նաև արվեստ: Այնպիսի մի ապրանքի նախապատրաստման աշխատանքներին, ինչպիսին արժեթուղթն է, նպատակահարմար է ներգրավել ներդրումային խորհրդատու մասնագետների, որոնք, որպես կանոն, կիրառում են տարաբնույթ նորույթներ ներդրողներին գրավելու համար:

Սակայն, գոյություն ունեն ընդհանուր կանոններ, որոնք կիրառելով հնարավոր է հայրենական ֆոնդային շուկայում հասնել որոշակի հաջողությունների, դրանք են.

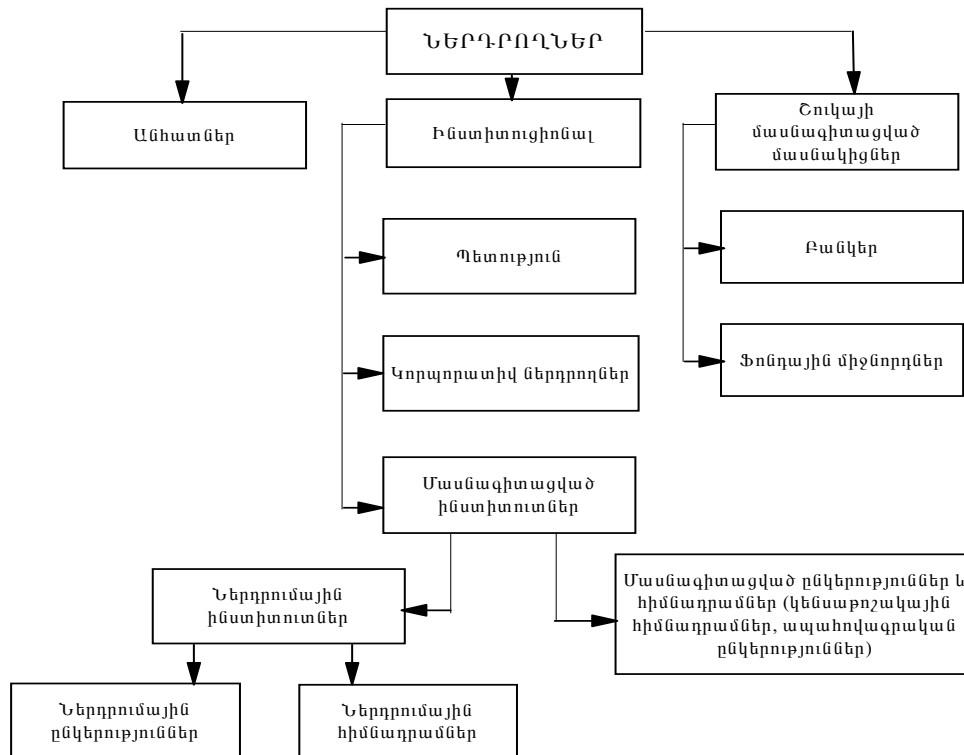
- արժեթղթերի թողարկումները պետք է ունենան հասցեատեր, այսինքն՝ կողմնորոշված լինեն որոշակի ներդրողի համար
 - երկրում ֆինանսական իրավիճակի գնահատման հիման վրա պետք է մանրամասնորեն մշակել և որոշել արժեթղթերի թողարկման պահը
 - արժեթղթերի նախատեսվող թողարկման պայմաններում կարևոր է արտացոլել թողարկողի և նրա ներդրումային ծրագրի առավելությունները
 - որքան ցածր է թողարկողի կարգավիճակը, այնքան ներդրողների համար շատ իրավունքներ, երաշխիքներ պետք է պարունակի արժեթղթերի թողարկումը, իսկ հնարավորության սահմաններում նպատակահարմար է արժեթուղթն օժտել ներդրողի համար եզակի արտոնություններով: Օրինակ, այլ արժեթղթերով փոխարկման, թողարկվող բաժնետոմսերը «փութ» օպցիոնով միավորելու իրավունք և այլն:
- Կորպորատիվ արժեթղթեր թողարկողների շրջանում առաջատար տեղը գրավում են բանկերը: Դա բացատրվում է նրանով, որ բանկային գործունեությունը, նույնիսկ ճգնաժամային իրավիճակում, հանդիսանում է առավել շահութաբեր, որն էլ թույլ է տալիս բանկերին ըստ հուսալիության աստիճանի գրավել երկրորդ տեղը՝ պետական արժեթղթերից հետո:

4.2. Ներդրողներ

Ֆոնդային շուկայում **ներդրողի** դերը դժվար է գերազնահատել: Ցանկացած արժեթղթի շուկա գործում և զարգանում է, եթե նրա հիմքում ընկած է արժեթուղթ ձեռք բերելու ներդրողի շահագրգռությունը: Այս պատճառով, ֆոնդային շուկայում հաջողության հասնելու գրավականը՝ ներդրողի հետաքրքրությունները հասկանալն ու հենց նրա պահանջներին համապատասխան արժեթղթեր առաջարկելն է:

Համաձայն «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքի. «Ներդրողը՝ ֆիզիկական, իրավաբանական կամ իրավաբանական անձի կարգավիճակ չունեցող սուբյեկտ է, որը հանդիսանում է արժեթղթերի սեփականատեր կամ նրա կողմից լիազորված անձ»:

Ներդրողներին կարելի է դասակարգել համաձայն մի շարք ցուցանիշների: Այդ ցուցանիշներից առավել կարևոր է համարվում նրա կարգավիճակը, ըստ որի նրանց կարելի է բաժանել հետևյալ խմբերի. *անհատ ներդրողներ (ֆիզիկական անձինք), ինստիտուցիոնալ ներդրողներ (կոլեկտիվ) և շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներ*: Ներդրողների կազմը ներկայացված է նկարում.



Նկար 45. Ներդրողների կառուցվածքը

Եթե արժեթղթերի շուկայում որպես հիմնական թողարկող հանդես է գալիս պետությունը, ապա ֆոնդային շուկայի իրավիճակը որոշող հիմնական ներդրողն անհատ ներդրողն է, այսինքն՝ ֆիզիկական անձը, որն օգտագործում է իր խնայողություններն արժեթղթեր ձեռք բերելու համար:

Ներդրողների հիմնական մասը, որոնք ներդրումներ են կատարել բաժնետոմսերում, հանդիսանում են սեփականաշնորհված ձեռնարկությունների աշխատակիցները:

Այն իրավաբանական անձինք, որոնք արժեթղթերի շուկայում որպես միջնորդ հանդես գալու մասնագիտացված գործունեության թույլտվություն (լիցենզիա) չունեն, սակայն իրենց անունից և հաշվին ձեռք են բերում արժեթղթեր, կազմում են *ինստիտուցիոնալ ներդրողների* խումբը:

Դժվար է պատկերացնել, որ Հայաստանի նման պետությունը, ունենալով բյուջեի դեֆիցիտ, կարող է զբաղվել արժեթղթերի ձեռքբերմամբ: Սակայն, մի շարք դեպքերում, պետությունը հանդես է գալիս որպես ռազմավարական ներդրող, որի նպատակն է փոփոխել սեփականության ձևը, կայունացնել շուկան, եկամուտ ստանալ՝ միջազգային շուկաներում միջոցների ներդրմամբ, դիվերսիֆիկացնել սեփական ռեսուրսները և այլն: Նմանապես երկակի է *կորպորատիվ ներդրողների* դիրքորոշումը, որոնք թվին են պատկանում այն ձեռնարկություններն ու կազմակերպությունները, որոնք տնօրինում են դրամական միջոցներ, սակայն հնարավորություն չունեն իրականացնելու սեփական ներդրումները:

Մի կողմից, ձեռնարկությունը թողարկում է արժեթղթեր՝ ֆինանսական ռեսուրսներ ներգրավելու համար, իսկ մյուս կողմից, փնտրում է ժամանակավորապես ազատ սեփական դրամական միջոցների շահութաբեր տեղաբաշխման հնարավորություն: Ձեռնարկությունների գործունեության այս ուղղությունների հարաբերակցությունը կախված է մակրո և միկրոտնտեսական գործոնների համախմբվածությունից: Հատկապես ակնառու է կորպորատիվ ներդրողի դերը ժամանակակից պայմաններում: Արտադրության անկումը և սեփական արտադրության ֆինանսավորման կրճատումները դրդում են ձեռնարկությանը ներդրումներ կատարելու պետական արժեթղթերում:

Այսպիսով, թողարկողն ու ներդրողը, դրանք մեկ ընդհանուրի՝ ֆոնդային շուկայի, երկու կողմերն են: Դիտարկված բոլոր ներդրողների կարգավիճակները նրանց թույլ են տալիս հանդես գալու որպես թողարկող, այսինքն՝ շուկա արժեթղթեր մատակարարող: Բացի այդ, գոյություն ունեն ներդրումային ինստիտուտներ, որոնք մասնագիտացված կերպով են իրականացնում իրենց գործունեությունը: Դրանք ներդրումային ընկերություններն ու ներդրումային (փայտիտրական) հիմնադրամներն են: Այս խմբում կարելի է ներառել նաև կենսաթոշակային հիմնադրամները, ապահովագրական ընկերությունները և այլ ինստիտուտներ, որոնք կազմում են ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքը և ֆոնդային շուկայում՝ եկամտի ստացման նպատակով, զբաղվում են դրամական միջոցների կուտակմամբ և տեղաբաշխմամբ:

Անկասկած, որպես ներդրողներ հանդես են գալիս նաև ֆոնդային շուկայի մասնագիտացված մասնակիցները, որոնց գործունեությունը գարծաղքների մի ամբողջականություն է կազմում, բայց միայն այն դեպքում, եթե նրանք արժեթղթերում ներդրումներ են կատարում սեփական միջոցներից:

Պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի շուկայում, որպես հիմնական ներդրողներ հանդես են գալիս բանկերը:

Ներդրողներին կարելի է դասակարգել նաև ըստ նրանց կողմից կատարվող ներդրումների նպատակների: Այդ դեպքում նրանք բաժանվում են՝ ռազմավարական և պորտֆելային ներդրողների:

Ռազմավարական ներդրողը ենթադրում է ստանալ սեփականություն, ձեռք բերելով բաժնետիրական ընկերության նկատմամբ վերահսկման իրավունքը և հույս ունի այդ սեփականությունն օգտագործելով ստանալ եկամուտ, որն անպայման ավելի մեծ կլինի, քան պարզապես բաժնետոմսերի տնօրինումից ստացվող եկամուտը: Բացի դա, ռազմավարական ներդրողը կարող է նպատակադրվել ընդլայնելու իր ազդեցության ոլորտը, վերահսկել սեփականության վերաբաշխումը:

Պորտֆելային ներդրողը հույս ունի եկամուտ ստանալ միայն իրեն պատկանող արժեթղթերից, այդ պատճառով՝ ի՞նչ գնել, ինչպե՞ս գնել, որտե՞ղ գնել և ե՞րբ գնել հարցերը նրա համար միշտ հրատապ են: Նախքան այս հարցերին պատասխանելը, ներդրողը պետք է որոշի, թե ի՞նչ նպատակներով է նա իրականացնում միջոցների ներդրումներն արժեթղթերում (ֆինանսական գործիքներում), որքանով է նա պատրաստ ռիսկի դիմելու միջոցները ներդնելիս, ի՞նչն է նրա համար առավել կարևոր՝ միջոցների ներդրման անվտանգությունն ու պահպանությունը, թե՞ ներդրումների բարձր ռիսկին համապատասխան եկամտաբերության բարձր մակարդակը:

Այս պատճառով ներդրողներին կարելի է դասակարգել ըստ ներդրումների նպատակի և ռիսկի նկատմամբ նրանց վերաբերմունքի:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել արժեթղթեր թողարկողին:
2. Ինչպե՞ս կարելի է սխեմատիկորեն ներկայացնել թողարկողների կազմը:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել թողարկողների մեջ պետության դերը:
4. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել թողարկողների առանձին տեսակները:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ՀՀ արժեթղթերի շուկայում այսօր տիրող իրավիճակը:
6. Որո՞նք են հայրենական ֆոնդային շուկայում հաջողությունների հասնելու ընդհանուր կանոնները:
7. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել ներդրողին:
8. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել ներդրողներին:
9. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել ներդրողների կազմը:

ԳԼՈՒԽ 5. ՖՈՆԴԱՅԻՆ ԲՐՈՔԵՐ ԵՎ ԴԻԼԵՐ

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել բրոքերի և դիլերի կողմից իրականացվող գործունեության տեսակները: **Ուսակությունների և հմտությունների նկարագիրը:** Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ բրոքերի սահմանումը
- բնութագրել բրոքերային գործունեությունը
- թվարկել բրոքերին ներկայացվող որակավորման պահանջները
- բնութագրել բրոքերի և հաճախորդների միջև փոխհարաբերությունները
- տալ դիլերի սահմանումը
- բնութագրել դիլերային գործունեությունը:

Ինչպես բազմիցս նշվել է, շուկայի գործունեության համար անհրաժեշտ են՝ վաճառողներ, գնորդներ և նրանց շահերը ներկայացնող միջնորդներ: Արժեթղթերի շուկայում որպես միջնորդներ սովորաբար հանդես են գալիս **բրոքերներն ու դիլերները:** Բրոքերը արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցն է, որն զբաղվում է բրոքերային գործունեությամբ: *Բրոքերային գործունեություն է համարվում հանձնարարության, կոմիսիայի կամ գործակալության պայմանագրի հիման վրա արժեթղթերով գործարքների պարբերական կատարումը:*

Պրպես բրոքեր կարող են հանդես գալ ինչպես ֆիզիկական անձինք, այնպես էլ կազմակերպությունները: Ֆոնդային շուկայում բրոքեր է համարվում արժեթղթերի շուկայում սահմանված կարգով բրոքերային գործունեության լիցենզիա ստացած իրավաբանական անձը: Օրենքով թույլատրվում է բրոքերային գործունեության համատեղումը արժեթղթերի շուկայի այլ գործունեության տեսակների հետ:

Արժեթղթերի շուկայում գործունեության համար բրոքերը կամ բրոքերային կազմակերպությունը պետք է բավարարեն որակավորման հետևյալ պահանջներին.

- հաստիքում ունենալ միայն որակավորված մասնագետներ
- ունենալ սահմանված նվազագույն սեփական կապիտալը, ներդրողների նկատմամբ անհրաժեշտ նյութական պատասխանատվության համար
- ունենալ հաշվառման և հաշվետվության մշակված համակարգ, որը ճշգրիտ և ամբողջական ձևով արտացոլում է արժեթղթերի հետ կատարվող գործարքները:

Գործնականում բրոքերի և դիլերի միջև խիստ տարանջատում չի սահմանվում: Այդ պատճառով, եթե բրոքերն իրականացնում է դիլերային գործունեություն, նա պարտավոր է այդ մասին տեղեկացնել իր հաճախորդներին: Բրոքերի պարտավորություններից է նաև հաճախորդների հանձնարարականների բարեխիղճ կատարումը: Նա պարտավոր է հաճախորդի շահերը դասել առաջին տեղում և դրանք կատարել ըստ ընդունման հերթականության:

Բրոքերի և հաճախորդի միջև հարաբերությունները կառուցվում են պայմանագրային հիմունքներով: Կարող է կիրառվել ինչպես հանձնարարության պայմանագիրը, այնպես էլ կոմիսիայի պայմանագիրը: Եթե կնքվել է հանձնարարության պայմանագիր, ապա դա նշանակում է, որ բրոքերը հանդես է գալիս հաճախորդի անունից և նրա հաշվին, այսինքն կնքված գործարքների դեպքում, որպես պայմանագրի կողմ հանդես է գալիս հաճախորդը և նա է կրում գործարքի կատարման պատասխանատվությունը: Եթե նախընտրությունը տրվում է կոմիսիայի պայմանագրին, ապա գործարքի կնքման դեպքում բրոքերը հանդես է գալիս իր անունից, բայց գործում է ելնելով հաճախորդի շահերից և նրա հաշվին: Այս դեպքում որպես գործարքի կողմ հանդես է գալիս բրոքերը և ինքն է պատասխանատվություն կրում դրա կատարման համար:

Հանձնարարության կամ կոմիսիայի պայմանագրի կատարում է համարվում՝ հաճախորդին, գործարքի կնքման մասին բրոքերի կողմից տրվող պաշտոնական հաղորդագրությունը: Բրոքերը, որպես կանոն, գրանցում է կնքված գործարքը և վերահսկում է սեփականատիրոջ փոփոխությունը՝ բաժնետերերի ռեսսորում ժամանակին կատարելով համապատասխան փոփոխությունները:

Իր հիմնական եկամուտը բրոքերը ստանում է գործարքի գումարից գանձվող կոմիսիոն վճարների հաշվին: Այդ պատճառով բրոքերի խնդիրն այն է, որ ունենա ոչ միայն արժեթղթեր մատակարարող, այլ նաև դրանք գնող, այսինքն ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցներ ունեցող, հաճախորդներ:

Հաճախ բրոքերն իր գործունեությունը համատեղում է արժեթղթերի շուկայի հաճախորդներին խորհրդատվության տրամադրմամբ: Եթե արտասահմանում որպես ներդրումային խորհրդատուներ հանդես են գալիս խոշոր ներդրումային բանկերը կամ ընկերությունները, ապա մեզ մոտ այդ գործառնությամբ կարող է կատարել ֆիզիկական անձը, որին տվյալ մասնագիտացված գործունեության համար պետք չէ ունենալ թույլտվություն (լիցենզիա), այլ բավական է ունենալ որակավորման վկայական:

Դիլեր է կոչվում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցը (ֆիզիկական անձ կամ կազմակերպություն), որն իրականացնում է դիլերային գործունեություն:

Դիլերն այն անձն է, որն իր հաշվին արժեթղթերի առուվաճառքի գործունեություն է իրականացնում (դիլերային գործունեություն), բացի բանկերից և այն անձանցից, որոնք արժեթղթեր են գնում և վաճառում ոչ որպես իրենց հիմնական գործունեության մաս:

Դիլերի եկամուտը գոյանում է գնման և վաճառքի գների տարբերությունից: Այդ պատճառով դիլերը պարտավոր է մշտապես վերահսկել և հաշվի առնել շուկայի իրավիճակի փոփոխությունները: Սովորաբար դիլերը մասնագիտանում է արժեթղթերի որոշակի տեսակների ուղղությամբ, բայց խոշոր կազմակերպությունները կարող են սպասարկել արժեթղթերի շուկան ամբողջովին վերցված:

Հանդես գալով որպես շուկայի օպերատոր, դիլերը հայտարարում է՝ առքի ու վաճառքի գները, գնվող և/կամ վաճառվող արժեթղթերի նվազագույն և առավելագույն քանակը, ինչպես նաև հայտարարված գնի գործողության ժամկետը:

Հայկական շուկայում որպես դիլեր կարող է հանդես գալ ներդրումային ընկերությունը, որի գործառնությամբ մեկն էլ հենց հանդիսանում է միջոցների ներդրումը արժեթղթերում, դրանց հետ գործարքների իրականացումն իր անունից, այդ թվում դրանց գնանշման միջոցով (որոշակի արժեթղթերի «գնման գնի» և «վաճառքի գնի» հայտարարությունը, որոնցով ներդրումային ընկերությունը պարտավորվում է վաճառել կամ գնել):

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել բրոքերին:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել բրոքերային գործունեությունը:
3. Որո՞նք են բրոքերին ներկայացվող որակավորման պահանջները:
4. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել բրոքերի և հաճախորդների միջև փոխհարաբերությունները:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել դիլերին:
6. Ինչո՞վ է բրոքերը տարբերվում դիլերից:
7. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել դիլերային գործունեությունը:

ԳԼՈՒԽ 6. ԱՆԴԵՐՐԱՅԹԻՆԳ

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել անդերրայթինգը, ներկայացնել թողարկողի և անդերրայթերի միջև փոխհարաբերությունները:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բացատրել անդերրայթինգի անհրաժեշտությունը
- տալ անդերրայթերի սահմանումը
- թվարկել ներդրումային ընկերության գործառնությունները
- բացատրել անդերրայթինգը՝ «լավագույն ջանքերի հիման վրա»
- բացատրել անդերրայթինգը՝ «ամուր պարտավորությունների հիման վրա»:

Կյանքը ցույց է տալիս, որ բաժնետիրական ընկերությունն, անգամ ամենախոշորը, ինքնուրույն չի կարող և պետք էլ չէ, որ լուծի իր արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության հետ կապված բոլոր հարցերը: Չափազանց թանկ հաճույք է հատուկ ֆոնդային բաժին պահելը, որը մասնագիտական բարձր մակարդակով մշտապես կգտնվի արժեթղթերի շուկայի հարցերով:

Պատրաստել և ճիշտ կազմակերպել թողարկված արժեթղթերի տեղաբաշխումը, այնուհետև ապահովել երկրորդային շուկայում դրանց իրացվելությունը, կարող է միայն արժեթղթերի շուկայի մասնագետը (պրոֆեսիոնալը), որը մասնագիտացել է ֆոնդային շուկայում իրականացվող տարբեր գործարքների ուղղությամբ:

Ֆոնդային շուկայի մասնագետների մասնակցությունն առաջնային շուկայում արժեթղթերի թողարկումների տեղաբաշխման գործում բնութագրվում է անդերրայթինգի ընթացակարգով:

Անդերրայթինգը (ֆոնդային շուկայում ընդունված իմաստով)՝ առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ արժեթղթերի գնումն է կամ գնման երաշխավորումը՝ հանրությանը վաճառելու համար:

Անդերրայթերը՝ ներդրումային հաստատություն է (ինստիտուտ կամ դրանց խումբ), որը համաձայնեցված պայմաններով և վարձավճարով սպասարկում է թողարկողին և երաշխավորում է արժեթղթերի շուկայում առաջնային տեղաբաշխումը: Անդերրայթերն իրականացնում է արժեթղթերի առքը՝ հետագայում մասնավոր ներդրողներին վերավաճառելու համար: Ֆոնդային շուկայում կորպորատիվ արժեթղթերի առաջնային թողարկման տեղաբաշխման ծառայությունները՝ անդերրայթինգը, մատուցում են ներդրումային և առևտրային բանկերը, բրոքերային գրասենյակները, ներդրումային և ֆինանսական ընկերությունները:

Ներդրումային ընկերության գործառնությունները՝ որպես անդերրայթեր, որն ընդունված է աշխարհում, արտացոլված է հետևյալ սխեմայում:

1. Թողարկման պատրաստում. աջակցություն ընկերության վերականգնվող մասնաշաղկապներում, թողարկման նախագծում և գնահատում՝ թողարկողի, իրավաբանական գրասենյակների, ներդրումային խորհրդատուների հետ համատեղ, թողարկող արժեթղթերի գնահատում, թողարկողների և կարևոր ներդրողների, արժեթղթերի տարածման սինդիկատի անդամների միջև կապերի հաստատում:
2. Տարածում. թողարկման ողջ գումարի կամ նրա մի մասի հետգնում, թողարկման ուղղակի տարածում (անմիջական վաճառք ներդրողներին), վաճառք՝ թողարկող սինդիկատի միջոցով, ռիսկերի երաշխավորում, երկրորդային շուկայում առաջնային տեղաբաշխման ընթացքում, փոխարժեքի պահպանում:
3. Հետշուկայական աջակցություն. երկրորդային շուկայում արժեթղթի փոխարժեքի պահպանում (սովորաբար մեկ տարվա ընթացքում):
4. Վերլուծական և հետազոտական աջակցություն. արժեթղթի փոխարժեքի և նրա վրա ազդող գործոնների փոփոխության վերահսկումը: Թողարկողի և ներդրումային հիմնադրամի՝ անդերրայթերի, միջև հնարավոր են փոխհարաբերությունների հետևյալ տարբերակները:

I. Անդերրայթինգ՝ «լավագույն ջանքերի հիման վրա»

Անդերրայթերը, որը հանդես է գալիս որպես բրոքեր, պայմանագրի պայմաններից կախված կարող է իրականացնել արժեթղթերի տեղաբաշխում՝ «լավագույն ջանքերի գործադրմամբ»: Այս դեպքում, ըստ թողարկողի հետ կնքած համաձայնագրի պայմանների, անդերրայթերը ոչ մի պարտավորություն չի կրում թողարկման չբաշխված մասի հետգնման կապակցությամբ: Անդերրայթերի պարտավորությունները կայանում են նրանում, որ արժեթղթերի տեղաբաշխման նպատակով՝ գործադրի առավելագույն ջանքեր, սակայն վերջնական արդյունքի համար անդերրայթերը ֆինանսական պատասխանատվություն չի կրում: Դրանով պայմանավորված տեղաբաշխման ռիսկն ամբողջությամբ ընկնում է թողարկողի վրա, իսկ անդերրայթերը ստանում է կոմիսիոն վճարներ՝ իրացված արժեթղթերի քանակին համապատասխան: Թողարկման չիրացված մասը վերադարձվում է թողարկողին:

II. Անդերրայթինգ «ամուր պարտավորությունների հիման վրա»

Տվյալ դեպքում ներդրումային ընկերությունն իր հաշվին է իրականացնում թողարկված արժեթղթերի տեղաբաշխումը: Արժեթղթերի նոր թողարկման գնման և անհատ ու ինստիտուցիոնալ ներդրողներին դրանց հետագա վաճառքի գործողությունը կոչվում է բաժանորդագրություն, իսկ այն ընկերությունը, որն իրականացնում է արժեթղթերի բաժանորդագրությունը, հանդես է գալիս ներդրումային դիլերի դերում:

Ներդրումային դիլերը բաժանորդագրվում է արժեթղթերի ողջ թողարկումը կամ նրա մի մասը և իրականացնում է դրանց գնումը միասնական գնով, իսկ հետո դրանք վաճառում է շուկայական ավելի բարձր գնով: Ընդ որում անդերրայթերն ըստ թողարկողի հետ կնքած համաձայնագրի պարտավորություններ է կրում ամբողջ թողարկման կամ նրա մի մասի գնման: Այդ պատճառով, եթե անգամ թողարկման մի մասը պահանջարկ չունի առաջնային ներդրողների կողմից, անդերրայթերը պարտավոր է այն ձեռք բերել, դրանով նա իր վրա է վերցնում արժեթղթերի տեղաբաշխման ֆինանսական ռիսկերը: Իսկ եթե առաջնային տեղաբաշխումը համընկնում է երկրորդային շուկայում փոխարժեքի կտրուկ անկման հետ, ապա անդերրայթերը, որը գնում է թողարկումը ամրագրված գնով, կարող է կրել էական կորուստներ:

Երբեմն անդերրայթերը օպցիոնային պայմանագիր է կնքում բաժանորդագրության համար, այսինքն թողարկումը թողարկողից գնելու իրավունք է ստանում: Այդ իրավունքը նա իրականացնում է այն դեպքում, եթե այդ արժեթղթերի համար գնորդներ է գտնում: Դիվերը նույնպես կարող է ձեռք բերել թողարկման մի մասը, իսկ մնացածի համար՝ օպցիոնային պայմանագիր կնքել:

Արժեթղթերի նշանակալի թողարկումների տեղաբաշխումն իրականացնելու համար ձևավորվում են ներդրումային (էմիսիոն) սինդիկատներ՝ անդերրայթերների խմբեր (ներդրումային ինստիտուտներ), ստացված շահույթի բաժանման սկզբունքով, որոնք երաշխավորում են արժեթղթերի թողարկումը և իրականացնում են տեղաբաշխումը: Էմիսիոն սինդիկատներն իրավաբանական անձ չեն հանդիսանում, դրանք՝ մեկ խնդրի իրականացման համար, կոնկրետ թողարկողի և արժեթղթերի թողարկման նկատմամբ համատեղ պարտավորությունների ընդունման հիման վրա ստեղծված ներդրումային ընկերությունների ժամանակավոր միավորումներ են:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ո՞րն է անդերրայթինգի անհրաժեշտությունը:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել անդերրայթինգը:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել անդերրայթերին:
4. Որո՞նք են ներդրումային ընկերության գործառնությունները:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել անդերրայթինգը՝ «լավագույն ջանքերի հիման վրա»:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել անդերրայթինգը՝ «ամուր պարտավորությունների հիման վրա»:

ԳԼՈՒԽ 7. ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՀԻՄՆԱԴՐԱՄ

Թեմայի նպատակն է՝ տալ ներդրումային հիմնադրամի սահմանում, ներկայացնել ներդրումային հիմնադրամների էվոյուցիան և զարգացման օրինաչափությունը, բնութագրել դրանց տեսակները և կառավարումը: **Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը:** Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ ներդրումային ընկերության սահմանում
- բնութագրել ներդրումային հիմնադրամները, ներկայացնել դրանց պատմության հիմնական փուլերը
- քվարկել և բացատրել ԱՄՆ-ում գոյություն ունեցող ներդրումային հիմնադրամների երեք հիմնական ձևերը
- դասակարգել ներդրումային հիմնադրամները, բնութագրել դրանց տեսակները
- բնութագրել ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման վիճակը ՀՀ-ում
- բացատրել ներդրումային հիմնադրամների կառավարումը:

Ներդրումային հիմնադրամը՝ իրավաբանական անձ է, որն իր բաժնետոմսերի վաճառքի միջոցով դրամական միջոցներ է ներգրավում և կառավարում է հիմնադրամի կապիտալում սեփականատերերի կոլեկտիվ ներդրումները՝ տարբեր արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու միջոցով:

Այժմ աշխարհի շատ երկրներում ներդրումային ընկերություններն ու հիմնադրամները կենտրոնացնում են միլիոնավոր ներդրողների միջոցները: Նրանք կապիտալի ներդրման և ավելացման առավել հարմար ձև են հանդիսանում: Մարդիկ բանկային հաշիվներից հանում են դրամական միջոցները և ներդրումներ են կատարում հիմնադրամների բաժնետոմսերում, որոնք հետագայում կարելի է հեշտությամբ վաճառել՝ ստանալով եկամուտ, որի մեծությունը հավասար է 1 բաժնետոմսին բաժին ընկնող հիմնադրամի զուտ ակտիվների արժեքին (Net Assets Value (NAV)): ԱՄՆ-ում ներդրումային հիմնադրամները կոչվում են «այլընտրանքային ամերիկյան բանկային համակարգ»:

Բացի սրանից, ներդրումային ընկերությունների բաժնետերերին պատկանող գույքային արժեթղթերը, որոնք, բացի ընթացիկ եկամտից և կատարված ներդրումների արժեքի մեծացումից, թողարկողի լուծարման դեպքում՝ սեփականությունից մաս ստանալու իրավունք են տալիս:

1990թ. մինչև 1993թ. միայն փոխադարձ ֆոնդերը բաժնետոմսերում 300 մլրդ դոլարի ներդրումներ են կատարել: Այժմ զարգացած երկրներում սովորական բաժնետոմսերում ներդրումների 94%-ը կատարվում է ներդրումային հիմնադրամների կողմից և միայն 4%-ը՝ անհատ ներդրողների կողմից:

Սակայն ներդրումային հիմնադրամների գործունեությունն ունի նաև բացասական կողմեր: Կառավարումն ամբողջովին կենտրոնացնում է ինվեստիցիոն կառավարիչների ոչ մեծ խմբի ձեռքում: Դա նշանակում է, որ նրանք կարող են միանձնյա տնօրինել խոշոր ակտիվներ: Երբ մի որևէ ընկերություն սկսում է «թափել» բաժնետոմսերը, կարող է բորսայական խուճապ ստեղծվել, ինչպես դա եղավ Ռուսաստանում 1997թ. հոկտեմբերի 19-ին, որը կոչվեց «սև երկուշաբթի»: Ընդ որում, կարևոր չէ զներն են աճել, թե օբյեկտիվ պատճառներով է տեղի ունեցել բաժնետոմսերի անկում: Խուճապը մեծ մասամբ իրահրված էր հիմնադրամների գործողություններով, երբ նրանք 800 մլն դոլար ընդհանուր գումարի բաժնետոմսեր էին «թափում»:

Որպեսզի ուսումնասիրենք ներդրումային հիմնադրամների էվոյուցիան և զարգացման օրինաչափությունները, տեսնենք, թե իրենց պատմության ընթացքում ինչ հիմնական փուլեր են անցել նրանք:

Աշխարհում առաջին ներդրումային ընկերությունը հիմնվել է Բելգիայում 1822թ. օգոստոսին, այնուհետև Շվեյցարիայում՝ 1849թ. և Ֆրանսիայում՝ 1852թ.: Դրանք զանգվածաբար սկսեցին հայտնվել Մեծ Բրիտանիայում, որն այդ ժամանակ առաջատարն էր կապիտալի արտահանման քաղաքականության մեջ և նապոլեոնյան պատերազմներից հետո համաշխարհային վարկատու էր հանդիսանում, քանի որ գաղութներում կար կապիտալի հսկայական պահանջարկ: Շատ չանցած, XIX դարի երկրորդ կեսին, կապիտալի արտահանման քաղաքականությունն ամրապնդվում է և երկիրը այն ասանում է կապիտալ ներդրումների համար բացառիկ բարենպաստ պայմաններ: Բայց գոյություն չունեն այն հաստատությունը, որը կկարողանար ապահովել կողմնորոշումը հենց այդ տնտեսական քաղաքականության նկատմամբ, ըստ որում, շեշտը դրվում էր նոր ձեռնարկությունների ստեղծման վրա: Որպես այդպիսիք հանդիսացան ներդրումային ընկերությունները, որոնք այդ ժամանակ կառուցվել էին հավատարմագրային (տրաստային) հիմունքների վրա և կոչվում էին «ներդրումային տրաստներ»:

Բեկումը նկատվեց XIX դարի վերջին քառորդում, երբ տեղի ունեցան զների համաշխարհային անկում և բանկային տոկոսադրույքների անկում: Այդ ժամանակ պատահեցին բորսայական մի շարք անկարգություններ (էքսցեսներ), հատկապես 1897թ. և հիմնականում սնանկացան ներդրումային տրաստները: Դրանից հետո ֆինանսական կառավարիչների շրջանում սկսեց գերակշռել պահպանողական կառավարման ուղղությունը և «շրջահայաց մարդու կանոնները»:

Բրիտանիան հետզհետե կորցնում էր համաշխարհային վարկատուի իր դերը և դրան զուգահեռ անկում էր ապրում նաև ինվեստիցիոն տրաստների դերը: Առաջնությունն անցավ Միացյալ Նահանգներին: Պատճառը նույնն էր՝ կապիտալի արտահանման մեծացումը: Դեռևս մինչև առաջին համաշխարհային պատերազմը, ԱՄՆ-ում գոյություն ունեին ներդրումային ընկերություններ, որոնցից առաջիններն ի հայտ էին եկել XIX դարի սկզբին: Բայց դրանք քիչ էին, բացակայում էր ներդրող միջին դասակարգը և նախընտրությունը տրվում էր բանկային ավանդներին: Արդյունքում զարգացում էր ապրում ֆինանսական տրաստային բիզնեսը և անկախ ֆինանսական սպասարկման ավանդույթները: Հիմնական հաճախորդներն ունևոր ընտանիքներն էին, և սկզբում ծառայությունները մատուցվում էին անհատական տրաստի շրջանակներում, իսկ հետագայում նաև կոլեկտիվ: Ի հայտ եկավ «տրաստի միավորված միջոցներ» հասկացությունը (endorsement trust): Առաջին անգամ տրաստային հիմնադրամները սկսեցին միավորվել և պարզապես տրամադրվող խորհրդատվությունից անցնել դրամական միջոցների ներդրմանը՝ ակտիվների տարաբնույթ անբաժանելի փաթեթներում: Որպես մասն կազմակերպությունների հովանավոր հանդես էին գալիս բանկերը, որոնք իրենց վրա էին վերցնում

կապիտալի կառավարման հետ կապված ծախսերը: Աստիճանաբար բանկերը դառնում էին նաև խորհրդատուներ, ձգտելով շրջանցել արժեթղթերի հետ կատարվող գործարքների նկատմամբ գոյություն ունեցող սահմանափակումները: Ամերիկյան առաջին ներդրումային ընկերությունները նույնպես կոչվում էին «ներդրումային տրաստներ» և կառավարվում էին սեփականության բաժնետիրական հիմունքներով: Դրանք բուն զարգացումն ապրեցին ընդհուպ մինչև 1929թ.:

Բացի 1929-33թթ. ճգնաժամի մակրոպատճառներից կային նաև իրավական բնույթի պատճառներ, արժեթղթերի շուկայի իրավական հիմքը (բազան): ԱՄՆ-ում, մինչև 1929թ., չկար շուկան կարգավորող օրենք և ֆոնդային շուկայում կատարվում էին ցանկացած մեքենայություններ («օդի վաճառք», գնային մեքենայություններ, շանտաժ (նենգաշորություն) և ներդրումային ընկերությունների կառավարիչների ներգրավում կորպորացիաների հաստիքում, վերահսկիչ փաթեթի գնում և կորպորացիաների վարչություններին անընդունելի պահանջների ներկայացում): 30-ական թվականների ընթացքում անցկացվեցին հետաքննություններ՝ ֆոնդային շուկայում ներդրումային տրաստների և բանկերի գործունեության չարաշահումների մասին: Եվ 1940թ. ընդունվեցին երկու կարևոր օրենքներ. «Ներդրումային տրաստների և ներդրումային ընկերությունների մասին» օրենքը և «Ներդրումային խորհրդատուների մասին» օրենքը: Այս օրենքների ընդունումից հետո էականորեն կրճատվեցին խոշոր չարաշահումները, իսկ ներդրողների շահերն արժանի պաշտպանություն ստացան:

ԱՄՆ կոնգրեսն ընդունեց մի շարք օրենքներ, որոնք պաշտպանում են փոքր ներդրողների շահերը: 1933թ. ընդունվեց «Արժեթղթերի մասին» օրենքը, որով երաշխավորվում էր շուկայի բոլոր մասնակիցների մուտքը՝ ներդրումային որոշումներ կայացնելու համար անհրաժեշտ կարևոր տեղեկատվությանը: Թողարկողը՝ գրանցման ընթացքում, պետք է ամբողջությամբ բացեր (ներկայացներ) իր գործունեությանը վերաբերող տեղեկատվությունը: Գրանցումը կատարվում էր Արժեթղթերի ու բորսաների ԱՄՆ հասարակական հանձնաժողովի կողմից:

1934թ. ընդունված «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» օրենքով նախատեսվում էր մի շարք արգելքներ այն անձանց համար, որոնք առնչվում էին զաղտնապահական տեղեկատվության հետ: Այդ օրենքով ընկերության բոլոր պաշտոնատար անձինք և տնօրենները, որոնք ունեն բաժնետիրական կապիտալի 10%-ից ավելին, պետք է ներկայացնեն տեղեկություններ իրենց եկամուտների մասին:

1940թ. ընդունված օրենքների համաձայն, ներդրումային ընկերություններին և ներդրումային խորհրդատուներին պարտավորություն է վերագրվում ներդրողներին կանոնավոր կերպով տեղեկացնելու իրենց ֆինանսական դրության և ներդրումային քաղաքականության մասին: Նրանց արգելվում է իրենց գործունեության մեջ էական փոփոխություն կատարել առանց բաժնետոմսերի սեփականատերերի հավանության. աշխատանքի ընդունել այնպիսի անձանց, որոնք մեղադրվել են արժեթղթերի հետ չարաշահումներում; ձևավորել տնօրենների խորհուրդ, որում մեծամասնությունը կպատկանի բրոքերներին, ներդրումային բանկիրներին և ֆոնդային շուկայի այլ մասնագիտացված մասնակիցներին: Օրենքի այլ դրույթներով կարգավորվում է խորհրդատուների հոնդարի մեծությունը, արժեթղթերի վաճառքի և վերավաճառքի ընթացակարգը, ներդրումային պլանների կառուցման մեխանիզմը: Արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողովին իրավունք է վերապահվում քրեական գործեր հարուցել անգամ ընկերության վերակազմավորման անցկացման դեպքում, եթե այն իրականացվել է հաշվի չառնելով բաժնետերերի շահերը: Հանձնաժողովին օրենքով իրավունք է տրվում սահմանելու, թե որն է համարվում չարաշահում, սպեկուլյացիա և մեքենայություն:

Այսպես, մինչև 30-ական թվականները ֆինանսական այդ հաստատությունը կոչվում էր «ներդրումային տրաստ», 1940 թվականից հետո՝ «ներդրումային ընկերություն»: Ըստ էության դա նույն բանն էր, պարզապես անունը փոխվեց: 70-ականների ճգնաժամից հետո իրենց մասամբ հեղինակազդեցիկ ներդրումային ընկերությունները նույնպես փոխեցին իրենց անվանումը՝ չփոխելով իրենց գործունեության ուղղվածությունը, և գործնականում լայն տարածում գտան «ներդրումային հիմնադրամներն» ու «փոխադարձ հիմնադրամները»:

Այսպիսով, ԱՄՆ-ի արժեթղթերի շուկայում ներդրումային հիմնադրամների գործունեության իրավական հիմքը կազմում է տարբեր ժամանակներում ընդունված և ֆոնդային շուկայի կոնկրետ ոլորտը կարգավորող հատուկ օրենքների համախումբը: Ընդ որում, օրինաստեղծ գործընթացը երկար ժամանակահատված էր զրավել և համապատասխանում էր այդ հաստատության կայացման հիմնական փուլերին: Նման օրենսդրություն գոյություն ունի զարգացած տնտեսությամբ բոլոր երկրներում:

Այժմ ԱՄՆ-ում գոյություն ունեն ներդրումային հիմնադրամների երեք հիմնական ձևեր. անվանական արժեքով հավաստագրերի հիմնադրամ (Faceamount certificates companies), միավորված ներդրումային տրաստներ (Unit investment trusts), կառավարչական հիմնադրամներ (Management companies):

Միավորված ներդրումային տրաստներում գլխավոր դերում հանդես է գալիս ոչ թե կառավարիչը, այլ պահառուն (դեպոզիտորը)՝ տրաստի հիմնադիրը: Պահառուն հիմնադրում է տրաստը, հանդիսանում է առաջին դիլերը, կառավարիչը, սեփականատերը և բենեֆիցիարը (այսինքն տրաստին հանձնված գույքից եկամուտ ստացողը): Նա կարող է, ենթադրեմք, իր կապիտալը բաժանել 10 մասի և վաճառել այն բոլոր ցանկացողներին, որպես կանոն, փոխարժեքին ավելացնելով առևտրային հավելավճարը: Սրանք՝ մասնաբաժնով մասնակցության (փայտիրական) հավաստագրերն են: Այսպիսով, բաժիններն այս հիմնադրամում հետ զվճած արժեթղթերն են: Սեփականատերը կարող է ցանկացած պահի դրանք վաճառել և ստանալ գումար: Նման ընկերությունն ունի արժեթղթերի ամրագրված պորտֆել:

Հիմնադրամն իր հավաստագրերն անվանական արժեքով կարող է հավասարեցնել պարտատոմսերին: Նման հավաստագրերը հանդիսանում են պարտքային պարտավորությամբ արժեթղթեր, որոնք ունեն ժամկետների և եկամտաբերության մասին պայմաններ; ընկերությունն իր ողջ գույքով պատասխանատվություն է կրում ներդրողների հանդեպ:

Կառավարչական ներդրումային հիմնադրամները չունեն ամրագրված ներդրումային պորտֆել: Այն մշտապես գտնվում է շարժման մեջ: Նման հիմնադրամները լինում են բաց և փակ: Այժմ առավելապես տարածված են

բաց տիպի ընկերությունները, որոնք էլ հենց կոչվում են փոխադարձ հիմնադրամներ: Նրանում կա կառավարիչ (իրավաբանական կամ ֆիզիկական անձ) և հավատարմատար անձ (խնամակալ, պահառու), որպես այդպիսին սովորաբար հանդես է գալիս բանկը, որն իրականացնում է հիմնադրամի ակտիվների հաշվառումը, պահպանում և կառավարչի հրամանի համաձայն դրանցով գործարքներ է իրականացնում:

Ներդրումային հիմնադրամը հաճախ հանդես է գալիս որպես «ներդրումային ընկերություն» տերմինի հոմանիշ: Ներկայիս որոշ ընկերություններ տիրում են մի քանի ներդրումային հիմնադրամների, որոնցից յուրաքանչյուրն ունի արժեթղթերի որոշակի հավաքածու (ներդրումների պորտֆել), որոնք կառավարվում են կառավարիչների առանձին խմբերի կողմից: Այս դեպքում ձևավորվում է հոլդինգի կառուցվածքին համանման մի կառույց: Յուրաքանչյուր ներդրումային հիմնադրամ արժեթղթեր է թողարկում և դրանց վաճառքի հաշվին ստացած կապիտալը ներ է դնում արժեթղթերում: Ընդ որում, հիմնադրամի բաժնետոմսերը կամ դրանց վերահսկիչ փաթեթը գտնվում են գլխամասային ընկերության տնօրինման ներքո, որը կոչվում է «կառավարիչ ընկերություն»: Եթե նա ունի միայն մեկ ներդրումային պորտֆել, այդ դեպքում նա իրենից ներկայացնում է ներդրումային հիմնադրամ:

Ընկերությունն իր կարողությունները ձևավորում է միայն սեփական միջոցների և սեփական արժեթղթերի թողարկման հաշվին, որոնք հաճախ իրացվում են միայն իրավաբանական անձանց շրջանում: Ըստ Ռուսաստանում գործող օրենսդրության, ներդրումային հիմնադրամը ներգրավում է բնակչության միջոցները և կարող է հանդես գալ միայն որպես ԲԸ, ինչպես նաև օրենքով չի կարող մեկ թողարկողի արժեթղթերի ձեռքբերմանն ուղղել կապիտալի 5%-ից ավելին առանց մեկ թողարկողի արժեթղթերի 10%-ի ձեռքբերման իրավասության: Ռուսաստանի օրենսդրությունը նաև թույլ չի տալիս հիմնադրամում միավորելու արժեթղթերի հետ գործարքներ իրականացնել՝ գործունեության այլ տեսակների հետ:

Գոյություն ունի ներդրումային հիմնադրամների ևս մեկ տարատեսակ՝ դրամական շուկայի փոխադարձ հիմնադրամները: Դրանք գործում են ինչպես փոխադարձ հիմնադրամները, ինչպես նաև բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի հետ միասին գնում են կառավարության չափազանց անվտանգ և բարձր իրացվելիությամբ կարճաժամկետ պարտավորություններ, զանազան տեսակի մուրհակներ, առևտրային արժեթղթեր, ավանդային սերտիֆիկատներ: Այս հիմնադրամները հաճախորդներին թույլ են տալիս հիմնադրամի կապիտալում իրենց ունեցած մասի հաշվին չեկեր դուրս գրելու, բայց բավական մեծ գումարի, որպեսզի գործ չունենան մեծ թվով մանր աշխատանքի հետ: Այսպիսով, դրամական շուկայի փոխադարձ հիմնադրամները շատ մեծ են ավանդային ինստիտուտներին:

Ներդրումային ընկերությունների մեծամասնությունն իրենց հաճախորդներին ամրագրված եկամուտ չեն երաշխավորում: Ընկերությունները խոստանում են միայն այն, որ ներդրողների միջոցները կդրվեն արժեթղթերի մասնագիտորեն կազմված պորտֆելներում: Իսկ հաճախորդին՝ որոշումներ կայացնելու համար հիմք է ծառայում հիմնադրամի հաշվետվությունն անցած ժամանակահատվածի համար, որը ներկայացվում է ներդրողներին:

Ներդրումային հիմնադրամը կարող է թողարկել իր արժեթղթերը: Հաճախորդը կարող է հետ ստանալ ներդրված միջոցները և շահույթը (եթե այն կա) հիմնադրամին վերադառնելով նրա կողմից թողարկված արժեթղթերը կամ էլ այդ արժեթղթերը շուկայում այլ անձանց վաճառելով:

Ներդրումային հիմնադրամները կարող են լինել *բաց (open - end)*, այսինքն, իրենց բաժնետոմսերը վաճառում են բոլոր ցանկացողներին, կամ *փակ (closed - end)*, որոնք զբաղվում են ներդրողների միայն սահմանափակ խմբի միջոցների տեղաբաշխմամբ և իրենց բաժնետոմսերը հետ չեն գնում: Բաց հիմնադրամի բաժնետոմսերի ծավալը սահմանափակված չէ և անհրաժեշտության դեպքում՝ ցանկացած պահի, կարող է կատարվել լրացուցիչ թողարկում: Փակ հիմնադրամի բաժնետոմսերի թողարկման ծավալը խիստ սահմանափակ է:

Ըստ եկամտի բաշխման մեխանիզմների, ներդրումային հիմնադրամները կարող են լինել *կուտակման* և *բաշխման*: Կուտակման հիմնադրամներն իրենց եկամուտը չեն բաշխում, այլ կատարում են ներդրումներ՝ նոր բաժնետոմսերում, բաշխման հիմնադրամներն իրենց եկամուտն առավելապես ուղղում են ըստ իրենց բաժնետոմսերի շահութաբաժինների վճարմանը:

Ներդրումային հիմնադրամների գործունեությունը կարգավորվում է տնօրենների խորհրդի կողմից, որը վերահսկում է ընկերության կողմից պորտֆելների կազմման ու նորացման, ինչպես նաև խորհրդատվական ծառայությունների հետ կապված աշխատանքները:

Սովորաբար ներդրումային հիմնադրամը կապված է երաշխավոր-բանկի հետ, որում պահվում են հիմնադրամի կողմից ձեռք բերված արժեթղթերը և իրականացվում են նրա գործունեության հետ կապված հաշվարկները: Օրենքով սովորաբար սահմանված են բանկերի նկատմամբ որոշ պահանջներ, կապված ընկերության գործունեության հետ: Այսպես, Գերմանիայում, որպես երաշխավոր-բանկ կարող են հանդես գալ վարկային կազմակերպությունները, որոնց բաժնետիրական կապիտալը պետք է լինի ոչ պակաս քան 10 մլն DEM:

Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի անկատար օրենսդրական դաշտը չի նպաստում ինվեստիցիոն հիմնադրամների ստեղծմանը, ինչպես նաև եղած հիմնադրամների ակտիվ գործունեությանը: Ներկայումս գործում է «Ինվեստիցիոն հիմնադրամների մասին» ՀՀ կառավարության 1994թ. սեպտեմբերի 30-ի թիվ 469 որոշումը, որով հաստատվել է ինվեստիցիոն հիմնադրամների վերաբերյալ կանոնադրությունը: Կանոնադրությամբ սահմանվել է, որ ինվեստիցիոն հիմնադրամը հիմնադրվում է բացառապես որպես բաց բաժնետիրական ընկերություն և իր անվանման մեջ պետք է մատնանշի պետական կամ սերտիֆիկատային լինելը: Այն պետք է ունենա առնվազն հինգ (բացի պետականից) և ոչ ավելի քան քսան հիմնադիր:

Հայաստանում հիմնադրված կամ բնակվող ցանկացած անձ կարող է հանդես գալ որպես ինվեստիցիոն հիմնադրամի (այսուհետև ԻՀ) հիմնադիր, բացի նախարարություններից, պետական վարչություններից, գերատեսչություններից, տեղական իշխանության մարմիններից (բացառությամբ ՀՀ կառավարության որոշմամբ նախատեսվող դեպքերի): ԻՀ լիցենզավորումը բաղկացած է մի քանի փուլերից: Սինգլ նախնական լիցենզիա ստանալու համար դիմելը, ինվեստիցիոն հիմնադրամի հիմնադիրները պետք է ա/հաստատեն ԻՀ կանոնադրությունը; բ/պատրաստեն ԻՀ կառավարման և պահառության պայմանագրերի նախագծերը՝ նախապես ձեռք բերելով որևէ լիցենզավորված կառավարչի և լիցենզավորված պահառուի գրավոր համաձայ-

նություններն այդպիսի պայմանագիր կնքելու վերաբերյալ, հիմնադրամի պահառուի կողմից բացված բաժանորդագրական հաշվին նույն առնվազն 20000 ԱՄՆ դոլար (կամ դրամով արտահայտված համարժեքը), որը համարվում է հիմնադիրների կապիտալ ներդրում (սկզբնական կանոնադրական դրամագումար):

Նախնական լիցենզիան ձեռք բերելուց հետո ԻՅ հիմնադիրները պետք է պետքեզիստրուում գրանցվեն որպես ԲԲԸ, կնքեն վերը նշված պայմանագրերը, պատրաստեն ազդագիր ԻՅ բաժնետոմսերի բաց տեղաբաշխման համար և ներկայացնեն գրանցման: ԻՅ նախնական լիցենզիա չունեցող որևէ անձի ԻՅ հիմնական լիցենզիա չի կարող տրվել: ԻՅ դրամագումարը ձևավորվում է բացառապես միևնույն կարգի անվանական հասարակ բաժնետոմսերի թողարկման միջոցով, որոնցից բացի այլ արժեթղթեր նա չի կարող թողարկել: ԻՅ բաժնետոմսերը թողարկվում են սերիաներով և յուրաքանչյուր սերիայի բաժանորդագրության ժամկետը չպետք է գերազանցի 4 ամսից: Յուրաքանչյուր սերիայի բաժանորդագրության ավարտից հետո ԻՅ պետք է փոփոխություններ կատարի իր կանոնադրության մեջ, յուրաքանչյուր սերիայի թողարկման համար պետք է գրանցի առանձին ազդագիր: ԻՅ բաժնետոմսերի բաժանորդագրությունը համարվում է կայացած՝ անկախ իրացված բաժնետոմսերի քանակից: ԻՅ չեն կարող թողարկել վերադարձվող արժեթղթեր:

ԻՅ ղեկավար մարմիններն են՝ բաժնետերերի ընդհանուր ժողովը և վարչությունը:

Յուրաքանչյուր ԻՅ պետք է նշանակի լիցենզավորված կառավարիչ, որը չպետք է հանդիսանա տվյալ ԻՅ աշխատող: ԻՅ-ն և իր կառավարիչը գործում են «կառավարման պայմանագրի» հիման վրա: Իր կողմից մատուցած ծառայությունների համար որևէ մեկ տարվա ընթացքում կառավարիչի ստացած փոխհատուցման գումարը չի կարող գերազանցել տվյալ տարում ԻՅ միջոցների միջին զուտ արժեքի 3 տոկոսը: ԻՅ ընդհանուր ժողովի որոշմամբ կառավարիչին կարող է տրվել տարեկան պարգևավճար՝ տվյալ տարում հիմնադրամի ստացած զուտ շահույթի նկատմամբ որոշակի տոկոսադրույթով:

Բոլոր ԻՅ նշանակում են լիցենզավորված պահառու, որի հետ կնքում են գրավոր պայմանագիր: Այդ պայմանագիրը կարող է փոփոխվել միայն ԻՅ բաժնետերերի ձայների 2/3-ի որոշմամբ: Որպես պահառու կարող են հանդես գալ միայն բանկը կամ ֆինանսական այլ կազմակերպություն, որն ի վիճակի է կատարել պահառուի համար նախատեսված պարտականությունները: ԻՅ միջոցները պահառուի կողմից չպետք է օգտագործվեն կամ ներկայացվեն որպես իր սեփական միջոցներ կամ վարկային ռեսուրսներ:

Բոլոր ԻՅ նշանակում են անկախ վերահսկիչ, որը պարբերաբար պետք է ստուգի ԻՅ և նրա կառավարիչի հաշվապահական և այլ փաստաթղթերը:

ԻՅ չի կարող՝

- ձեռք բերել որևէ անձի ձայնի իրավունք տվող արժեթղթեր, եթե դրա հետևանքով ինվեստիցիոն հիմնադրամն ու իր հետ փոխկապված խումբը կունենան այդ անձի՝ ձայնի իրավունք տվող արժեթղթերի ընդհանուր թվի ավելի քան 40 տոկոսը

- ներդնել իր զուտ ակտիվների ավելի քան 10 տոկոսը որևէ անձի արժեթղթերում
- ներդրում կատարել այլ ինվեստիցիոն հիմնադրամների կողմից թողարկված արժեթղթերում
- ներդրում կատարել տվյալ ԻՅ բաժնետոմսերի ավելի քան 5 տոկոսն ունեցող որևէ անձում
- պարտավորվել վաճառել իր սեփականությունը չհանդիսացող արժեթղթերը
- փոխ առնել դրամ կամ ստանալ որևէ տեսակի վարկ:

ԻՅ կառավարիչը, պահառուն և անկախ վերահսկիչը չեն կարող լինել մյուսի հետ փոխկապված անձինք:

ԻՅ պարտավոր են իրենց զուտ միջոցների հաշվարկը կատարել յուրաքանչյուր ամսվա վերջում, ինչպես նաև իրենց բաժնետոմսերի յուրաքանչյուր սերիայի թողարկման համար բաժանորդագրության բացման օրը:

Յուրաքանչյուր ֆինանսական եռամսյակի ավարտից ոչ ուշ, քան 60 օր հետո, ԻՅ հանրապետական մամուլում պարտավոր է հրապարակել և պետական լիազորված մարմնին ներկայացնել իր եռամսյակային ֆինանսական հաշվետվությունը, իսկ ֆինանսական տարվա ավարտից ոչ ուշ, քան 90 օր հետո՝ իր տարեկան հաշվետվությունը:

ԻՅ չի թույլատրվում գրավոր կամ հրապարակային գովազդման միջոցով իրենց ներդրողներին խոստանալ եկամուտներ կամ որևէ հաստատագրված գնով իրենց բաժնետոմսերի վերադարձում:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել ներդրումային ընկերության սահմանումը:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել ներդրումային հիմնադրամները:
3. Որո՞նք են ներդրումային հիմնադրամների պատմության հիմնական փուլերը:
4. Որո՞նք են ԱՄՆ-ում գոյություն ունեցող ներդրումային հիմնադրամների երեք հիմնական ձևերը, Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել դրանք:
5. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել ներդրումային հիմնադրամները:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել դրանց տեսակները:
7. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ներդրումային հիմնադրամների ստեղծման վիճակը ԶԴ-ում:
8. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել ներդրումային հիմնադրամների կառավարումը:

ԳԼՈՒԽ 8. ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐՆ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել բանկային գործունեության և արժեթղթերի շուկայում գործունեության համադրման նկատմամբ գոյություն ունեցող երկու մոտեցումները, բնութագրել բանկերի կողմից արժեթղթերի շուկայում գործունեություններ կատարելու իրավական դաշտը ԶՀ-ում:

Ուսուցությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան բնութագրել առևտրային բանկերի գործունեությունը արժեթղթերի շուկայում, դրա իրավական կարգավորումը ԶՀ-ում:

Կախված տվյալ երկրի՝ ազգային օրենսդրությունից, պատմական ավանդույթներից և ազգային ֆոնդային շուկայի ձևավորման առանձնահատկություններից, բանկերը դրանցում կարող են տարբեր դեր ունենալ:

Այստեղ, թե տեսական և թե գործնական հիմնական խնդիրն այն է, թե ինչպես բաժանել ռիսկերը, որոնք բնորոշ են սովորական «դասական» բանկային գործարքներին (ավանդավարկային և հաշվարկային), այն ռիսկերից, որոնք ծագում են ֆոնդային շուկայում բանկերի մասնակցության հետ կապված:

Սովորական բանկային գործունեության և արժեթղթերի շուկայում գործունեության համադրման խնդրի նկատմամբ՝ համաշխարհային փորձի արդյունքում, ձևավորվել է երկու մոտեցում:

Մոտեցումներից մեկի համաձայն, որը կիրառվում է ԱՄՆ-ում, բանկերին արգելվում է զբաղվել արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված գործունեությամբ որոշ տեսակներով (բորսերային, դիլերային, շուկայի կազմակերպիչ), ինչպես նաև, որպես ներդրողներ, էական սահմանափակումներ են սահմանվում ոչ մասնագիտական գործունեության առանձին տեսակների նկատմամբ (ներդրումներ ոչ պետական արժեթղթերում, բացի բանկային և դուստր ընկերություններից): ԱՄՆ-ում, XX դարի 30-ականների սկզբին, ունիվերսալ բանկերի բաժանումը՝ առևտրային և ներդրումային բանկերի, հանդիսանում էր բանկերի մասսայական սնանկացումների արձագանքը: Տնտեսական ճգնաժամի արդյունքում ԱՄՆ բանկային և արժեթղթերի շուկայի համակարգերն այնպես էին քայքայվել, թուլացել և հեղինակագրվել, որ ստիպված, փաստորեն, նորից պետք է վերակառուցեին ֆինանսական շուկայի (ինչպես արժեթղթերի շուկայի, այնպես էլ բանկային համակարգի) պետական կարգավորման համակարգը: Այս իրավիճակում բանկերի բաժանման հայեցակարգը հեշտությամբ ընդունվեց (այսպես կոչված «Գլասսի-Ստիգալի օրենքը»), և մի քանի տասնամյակների ընթացքում հաջողությամբ լուծում էր իր առջև դրված խնդիրը՝ մեծաթիվ ներդրողների միջոցների պաշտպանությունն արժեթղթերում կատարվող ներդրումներին բնորոշ տարբեր ռիսկերից:

Վերջին տասնամյակում նկատվում է առևտրային և ներդրումային բանկերի միջև գոյություն ունեցող սահմանի «լվացում»՝ օրենսդրության մեջ աստիճանական փոփոխություններ կատարելու ճանապարհով, որոնք մեծացնում են առևտրային բանկերի իրավասությունները, ինչպես նաև բանկային գործարքների նոր ձևերի ներդրման միջոցով (հատկապես ֆինանսական ածանցյալ գործիքներով), որոնց վրա ուղղակիորեն չեն տարածվում գոյություն ունեցող սահմանափակումները:

Երկրորդ մոտեցման համաձայն բանկերին թույլ է տրվում սովորական բանկային գործարքները համադրել արժեթղթերի շուկայում իրականացվող մեծ թվով գործարքների հետ (ինչպես մասնագիտացված, այնպես էլ ոչ մասնագիտացված): Այս մոտեցումը գերակշռում է եվրոպական երկրներում և ընդունվել է որպես հիմք ապագա միավորված Եվրոպայի համար:

Առավել ավարտուն տեսքով այս մոտեցումը գերակշռում է Գերմանիայում, որտեղ ըստ օրենքի, բացառապես բանկային կազմակերպություններն իրավունք ունեն՝ հատուկ թույլտվության (լիցենզիայի) հիման վրա, հաճախորդների ֆինանսական միջոցներով աշխատել ինչպես բանկային «դասական» գործարքների իրականացման ոլորտում, այնպես էլ ներդրումային գործունեության և դրան սպասարկող գործունեության (դեպոզիտարիա) ոլորտում:

Եվրոպայում որոշ բանկեր, մրցության ազդեցությամբ պայմանավորված, իրենք են իրենց մոտ ներդնում տարբեր բաժանմունքներում և դուստր ընկերություններում բանկային տարբեր ֆունկցիաների տարբերակման և բաժանման հայեցակարգը: Ընդ որում, անհրաժեշտ է նշել, կամավորության սկզբունքը, բանկային ռազմավարության ընտրության ինքնուրույնությունը, օրենսդրորեն ամրագրված հնարավորությունը՝ մեկ իրավաբանական անձի համար, անհրաժեշտության դեպքում համադրելու բանկային տարբեր գործարքները:

Ժամանակակից հայկական բանկային համակարգի վերածնման առաջին իսկ պահից (90-ական թվականների սկզբին) օրենսդրությունը կողմ էր երկրորդ մոտեցմանը բանկերի ունիվերսալությանը: Ըստ 1994թ. ուժի մեջ մտած «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ԶՀ օրենքի, Հայաստանում բանկերն ունիվերսալ են, այսինքն սովորական բանկային գործարքները կարող են համատեղել արժեթղթերի շուկայում իրականացվող գործարքների հետ (մասնագիտացված և ոչ մասնագիտացված): Համաձայն «Արժեթղթերի կարգավորման մասին» ԶՀ օրենքի, բանկերը չեն կարող համարվել ԶՀ արժեթղթերի շուկայի մասնակից, ուստի մասնագիտացված գործունեություն իրականացնելու համար բանկն անհրաժեշտություն կունենա ստեղծելու առանձին իրավաբանական կարգավիճակ ունեցող կազմակերպություն, որը սահմանված կարգով արտոնագիր կստանա ԶՀ արժեթղթերի շուկայի կարգավորումն իրականացնող պետական լիազորված մարմնի կողմից: Այդ հանգամանքը կբացառի ԶՀ բանկերի երկակի կարգավորումը ԶՀ ԿԲ և ԶՀ արժեթղթերի հանձնաժողովի կողմից: Այս հանգամանքը ամբողջությամբ չի բացառում բանկերի մասնակցությունը ԶՀ արժեթղթերի շուկայում:

Բանկերը կարող են իրականացնել ներդրումային գործունեություն՝ իրենց անունից և հաշվին նախնական, պարտատուներ և ներդրումային այլ արժեթղթեր գնել կամ այլ կերպ ձեռք բերել, օտարել: Առանց Կենտրոնական բանկի նախնական համաձայնության բանկերին արգելվում է այնպիսի գործարքներ կամ գործառնություններ իրականացնել, որոնց արդյունքում բանկի մասնակցությունը, ա. մեկ այլ անձի կանոնադրական հիմնադրամում 4.99 տոկոս և ավելի մասնակցություն է, բ. մեկ անձի կանոնադրական հիմնադրամում գերազանցում է տվյալ բանկի ընդհանուր կապիտալի 15 տոկոսը, գ. բոլոր անձանց կանոնադրական հիմնադրամներում գերազանցում է տվյալ բանկի ընդհանուր կապիտալի 35 տոկոսը:

Բանկերը չեն կարող իրականացնել միջնորդական գործառնություններ կորպորատիվ արժեթղթերով, սակայն կարող են մատուցել ծառայությունների ողջ փաթեթ՝ պետական արժեթղթերի համար: Բանկերը կարող են իրենց անունից իրականացնել նաև արժեթղթերով այնպիսի գործառնություններ, ինչպիսիք են մուրհակներով գործառնությունները կամ գործառնությունները ժամկետային շուկաներում:

Եվ վերջապես, բանկերն ունեն ցանկալի և կարևոր դեր արժեթղթերի շուկայում՝ որպես արժեթուղթ թողարկող: Համաշխարհային բանկային պրակտիկայում ամենատարածված ծառայությունը արժեթղթերի շուկայում կայանում է պահառուական կամ դեպոզիտար գործառնությամբ, որի ստեղծումը Հայաստանում դեռևս կախված է մի շարք օրենսդրական սահմանափակումներից:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել բանկային գործունեության և արժեթղթերի շուկայում գործունեության համադրման նկատմամբ գոյություն ունեցող երկու մոտեցումները,
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել բանկերի կողմից արժեթղթերի շուկայում գործունեություններ կատարելու իրավական դաշտը ՀՀ-ում:

ԳԼՈՒԽ 9. ԳՈՐԾԱՐՔՆԵՐԻ ԿՆՔՈՒՄՆ ԱՊԱՀՈՎՈՂ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

9.1. Ֆոնդային բորսայի խնդիրներն ու գործառնությունները

Թեմայի նպատակն է՝ տալ ֆոնդային բորսայի սահմանում, բացատրել դրա խնդիրներն ու գործառնությունները: *Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը:* Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ ֆոնդային բորսայի սահմանում
- բացատրել ֆոնդային բորսայի դերը և խնդիրները
- բացատրել ֆոնդային բորսայի գործառնությունները
- նկարագրել բորսայական առևտրի կանոնները:

Համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի, ֆոնդային բորսա է համարվում ինքնակարգավորվող կազմակերպություն, որը որոշակի տեղում, օրենքով և այլ իրավական ակտերով ու իր կանոններով սահմանված կարգով կազմակերպում է արժեթղթերով հրապարակային առևտուր և արժեթղթերի գնանշում: Ֆոնդային բորսան իրավունք չունի ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն իրականացնել որևէ այլ ձեռնարկատիրական գործունեություն: Հայաստանում ֆոնդային բորսան կարող է ստեղծվել բացառապես ինքնակարգավորվող կազմակերպության կարգավիճակով և նրա անդամ կարող են դառնալ միայն բրոքերային (դիլերային) ընկերությունները: Ֆոնդային բորսայի միջոցների օգտագործմամբ արժեթղթերի և ֆոնդային այլ ապրանքների առևտրին ուղղակիորեն մասնակցելու իրավունք ունեն նրա անդամները: Այլ անձինք կարող են մասնակցել ֆոնդային բորսայում իրականացվող գործարքներին միայն նրա անդամների միջոցով:

Հանդիսանալով արժեթղթերի շուկայի կազմակերպիչ, ֆոնդային բորսան սկզբնապես զբաղվում էր բացառապես արդյունավետ առևտրի իրականացման համար անհրաժեշտ պայմանների ստեղծմամբ, սակայն շուկայի զարգացմանը զուգընթաց նրա խնդիրը ոչ այնքան առևտրի կազմակերպումն է, որքան նրա սպասարկումը:

Ի սկզբանե ֆոնդային բորսան ստեղծվել էր նրա համար, որպեսզի խրախուսի և աջակցի արժեթղթերով կատարվող առևտուրը, որը կապահովեր նրա մասնակիցների շահերի պաշտպանումը: Այդ պատճառով բորսան դիտվում էր, որպես առևտրի իրականացման համար պատշաճ ձևով կազմակերպված մի վայր:

Բորսայի առաջին խնդիրը՝ շուկայի համար տեղ տրամադրելն է, այսինքն, մի վայր կենտրոնացնելը, որտեղ կարող է իրականացվել ինչպես արժեթղթերի վաճառքը առաջին սեփականատերերին, այնպես էլ դրանց երկրորդային վերավաճառքը:

Ընդ որում, բորսայի որպես արժեթղթերի կազմակերպված մեծածախ շուկայի, գոյության սկզբունքային դրույթներից է առևտրի բոլոր մասնակիցներին ներկայացվող պարտադիր պահանջների պահպանումը, այն է՝ գործել ընդունված կանոնների համաձայն: Ֆոնդային բորսան իրենից ներկայացնում է պատմականորեն ձևավորված կանոններով առևտրի իրականացման մի կազմակերպություն: Եվ չնայած այն բանին, որ ներկայումս բաց բորսայական առևտուրը, որը պահանջում է մասնակիցների ֆիզիկական ներկայությունը, փոխարինվում է համակարգչայինով (էլեկտրոնային), հնարավորություն տալով առևտրին մասնակցել սեփական աշխատատեղից, պարտադիր է մնում առևտրի կարգավորման սահմանված կանոնների և համակարգերի պահպանումը, ինչպես նաև առևտրի բոլոր մասնակիցների կողմից այդ կանոնների պահպանման պատրաստակամությունը:

Առաջին խնդրի իրագործման համար բավարար չէ միայն առևտրի կարգավորման կանոնների և համակարգերի մշակումը, անհրաժեշտ է բավականաչափ կոշտ պահանջներ ներկայացնել արժեթղթերը վաճառքի ներկայացրած ընկերություններին և բորսայի անդամներին, որոնք առևտուրը վարում են մասնագիտական մակարդակով և ներկայացնում են համախորդների շահերը, որոնք հնարավորություն չունեն անմիջականորեն մասնակցել բորսայում իրականացվող առևտրին, այլ ստիպված դիմում են միջնորդների ծառայությանը: Բորսան իր տրամադրության տակ նաև պետք է ունենա բարձր որակավորմամբ ամենակազմ, որը ոչ միայն կարող է վարել բորսայական առևտուրը, այլև ապահովել բորսայում կնքված գործարքների կատարման արդյունավետ հսկողությունը: Սա բացատրվում է նրանով, որ ներդրողն ու թողարկողը փնտրում են իրացվելի և արդյունավետ շուկաներ, որոնք բնութագրվում են «Ենդ» սփրեդով, արդյունավետ առևտրային համակարգերով, մեծ շրջանառությամբ և ներդրողի արդյունավետ պաշտպանությամբ:

Ֆոնդային բորսայի երկրորդ խնդիրը՝ բորսայական հավասարակշռված զնի հայտնաբերումն է: Այս խնդրի իրականացումը հնարավոր է շնորհիվ այն բանի, որ բորսան հավաքում է մեծ թվով ինչպես վաճառողներ, այնպես էլ գնորդներ, նրանց տրամադրելով մի վայր (շուկայական), որտեղ նրանք կարող են հանդիպել ոչ միայն առևտրի պայմանները քննարկելու և համաձայնեցնելու, այլ նաև կոնկրետ արժեթղթերի զնի հայտնաբերման համար: Բացի այդ, բորսան հասնում է բորսայական առևտրի ընթացքում ձևավորված (ձեռք բերված) զնի հավաստիության նկատմամբ վստահությանը: Նշված խնդրի իրականացման համար բորսան ապահովում է՝ ազատ (բաց) տեղեկատվությունը, որը բնութագրվում է ինչպես թողարկողին, այնպես էլ նրա արժեթղթերը, զնի սահմանման պայմանների միատիպությունը, զների գնանշումների և գործարքների մասին տեղեկատվության տարածման համար զանգվածային լրատվամիջոցների օգտագործումը: Դա թույլ է տալիս բորսայի անդամներին և մասնագիտացված մասնակիցներին իմանալու ամենավերջին զները, որոնցով կարելի է իրականացնել գործարքները, ինչպես նաև իմանալ իրականացված ամենավերջին գործարքների մասին: Արևմուտքի բորսաներում առավել տարածված է գտնում բորսաներում գրանցված բաժնետոմսերի գնանշումների ցուցադրման միտումը հեռուստատեսային վրա՝ մասնավոր անձանց համար, Տելետեքստ կոչվող ծառայության օգնությամբ (էլեկտրոնային էկրանի հանդեսներ): Դա հնարավորություն է տալիս շահագրգռելու բորսայական առևտրում նոր մասնակիցներին՝ ամենից առաջ գնորդներին:

Բորսայի երրորդ խնդիրը՝ ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցների կուտակմանը և սեփականության իրավունքի փոխանցմանը նպաստելն է: Ներգրավելով արժեթղթերի գնորդներին, բորսան թողարկողներին հնարավորություն է տալիս իրենց ֆինանսական պարտավորությունների դիմաց ստանալ

ներդրումների համար իրենց անհրաժեշտ միջոցները, այսինքն, մի կողմից նպաստում է նոր միջոցների հավաքագրմանը, իսկ մյուս կողմից՝ մեծացնում է սեփականատերերի շրջանակը: Ընդ որում, բորսան հնարավորություն է ստեղծում ձեռք բերված արժեթղթերի վերականգնողի համար, այսինքն, ապահովում է սեփականության իրավունքի փոխանցումը՝ մշտապես բորսայում ներգրավելով նոր ներդրողներ, որոնք ունեն ժամանակավորապես ազատ խոշոր կամ փոքր չափի դրամական միջոցներ:

Ապահովելով նախկինում գնված արժեթղթերի վերականգնողը, բորսան գնորդին ազատում է դրանց «հավերժ» տնօրինումից: Նրա համար հնարավորություն է ստեղծվում վաճառելու նախկինում գնված արժեթղթերը և որոնելու իր դրամական միջոցների օգտագործման այլ հնարավորություններ կամ դրանք ներդնել իր համար առավել գրավիչ այլ արժեթղթերում: Սեփականատերերի նման փոփոխությունը թողարկողին ոչնչով չի դիպչում, նրա կողմից ստացած դրամական միջոցները մնում են իր տրամադրության տակ, փոխվում է միայն վարկատուն կամ բաժնետերը:

Ֆոնդային բորսայի չորրորդ խնդիրը՝ թափանցելի և մատչելի բորսայական առևտրի ապահովումն է: Պետք է հաշվի առնել, որ բորսան չի երաշխավորում, որ արժեթղթերում ներդրված միջոցներն անպայման եկամուտ կբերեն: Օրինակի համար, բաժնետոմսերի ինչպես փոխարժեքը, այնպես էլ դիվիդենդները, կարող են աճել և նվազել, սակայն ֆոնդային բորսան երաշխավորում է, որ առևտրի մասնակիցները, իրենց ունեցած արժեթղթերի եկամտաբերության մասին սեփական դատողությունների համար կարող են ունենալ բավականաչափ հավաստի տեղեկություններ և տնօրինել արդարացի կանոններին: Բորսան պարտավոր է յուրաքանչյուրին ով հետաքրքրություն է ցուցաբերում, հայտնել երբ և որ ժամին են կնքվում գործարքները, գործարքի առարկա հանդիսացող արժեթղթերի անվանումները, արժեթղթերի պետական գրանցման համարները, վաճառված (գնված) արժեթղթերի քանակի և մեկ արժեթղթի գնի մասին:

Ընդ որում, հարկ է առանձնակի ուշադրություն դարձնել այն բանին, որ բորսան պետք է բորսայական առևտրի բոլոր մասնակիցների համար ժամանակի միևնույն պահին ապահովի տեղեկատվության մատչելիությունը, որը կարող է ազդել արժեթղթերի շուկայական փոխարժեքի վրա: Բացի այս, նրանք բոլորն էլ պետք է տնօրինեն միևնույն տեղեկատվությանը, այսինքն, պետք է գտնվեն միևնույն իրավիճակում: Բորսան պատասխանատու է բորսայական տեղեկատվության կենտրոնացված տարածման համար: Նա նաև պետք է ստանա և բացատրի կառավարության ցանկացած որոշումը, որոնք կարող են ազդել տվյալ բորսայում գնանշվող արժեթղթերի փոխարժեքի վրա:

Բորսայի հինգերորդ խնդիրը՝ արբիտրաժի ապահովումն է: Ընդ որում, որպես արբիտրաժ պետք է հասկանալ վեճերի անարգել լուծման մեխանիզմը: Նա պետք է որոշի անձանց այն շրջանակը, որոնք կարող են կատարել իրենց առջև դրված խնդիրը, ինչպես նաև տուժող կողմի համար հնարավոր փոխհատուցումները: Բազմաթիվ բորսաներ այդ խնդրի լուծման համար ստեղծում են հատուկ արբիտրաժային հանձնաժողովներ, որոնց կազմում ներառում են անկախ անձանց, որոնք ունեն ինչպես բորսայական առևտրի վարման, այնպես էլ վեճերի լուծման փորձ, կարողանում են անկողմնակալորեն լսել երկու կողմերին էլ և ընդունում են հավասարակշռված որոշումներ: Արբիտրաժային հանձնաժողովի ազդեցիկությունը պետք է ունենա համընդհանուր ճանաչում: Առավել նշանակալի լինելու համար նրան երբեմն տրվում է միջնորդ դատարանի կարգավիճակ և այդ դեպքում արբիտրաժային հանձնաժողովի որոշումներն ունենում են ոչ միայն հանձնարարական, այլ նաև պարտադրող բնույթ: Այս պատճառով էլ փոխհատուցման մասին որոշումը պետք է ընդունելի լինի ինչպես տուժող, այնպես էլ պատասխանող կողմի համար և կատարման համար պարտադիր: Չնայած յուրաքանչյուր արբիտրաժ բողոքարկման հնարավորություն է ենթադրում:

Բորսայի վեցերորդ խնդիրը՝ բորսայի հարթակում կնքված գործարքների կատարման երաշխիքների ապահովումն է: Դա իրականացվում է շնորհիվ այն բանի, որ բորսան երաշխավորում է իր մոտ գնանշվող արժեթղթերի հուսալիությունը: Իսկ մյուս կողմից էլ, բորսայում թույլատրվում է այն արժեթղթերի շրջանառությունը, որոնք անցել են լիստինգ (ցուցակում), այսինքն համապատասխանում են ներկայացված պահանջներին:

Բացի սրանից, բորսայում հնարավոր է հաստատել արժեթղթի առքի կամ վաճառքի պայմանները:

Յենց որ առևտրի մասնակիցները (բորսայի անդամները, բրոքերները՝ գնորդի և վաճառողի ներկայացուցիչները) համաձայնեցնում են գործարքի պայմանները, անմիջապես գրանցվում են և առևտրին մասնակցող կողմը բորսայից ստանում է դրա մասին համապատասխան հաստատումը: Այդ պատճառով չի կարող լինել որևէ վեճ այն մասին, թե կոնկրետ ինչ համաձայնություն է կայացվել այդ գործարքի շուրջ:

Իրականացնելով նշված խնդիրը, բորսան իր վրա պարտավորություն է վերցնում հաշվարկների իրականացման ժամանակ հանդես գալու որպես միջնորդ: Սրա տակ պետք է հասկանալ այն, որ բորսան իր վրա պատասխանատվություն է վերցնում երաշխիքներ տալու բոլոր հաստատված գործարքների համար, որ գնումները կվճարվեն, իսկ վաճառված բոլոր բաժնետոմսերը կտրամադրվեն նոր գնորդի կամ նրա ցուցումով մեկ ուրիշի անունով փոխանցելու համար: Սա բորսայի կարևորագույն ֆունկցիան է: Նա, փաստորեն, բոլոր գնորդներին և վաճառողներին երաշխիքներ է տալիս, որ նրանք ամբողջովին կստանան իրենց գործարքների արդյունքները, բանի որ հակառակ դեպքում բորսան՝ ղեկավարվելով սեփական կանոններով, գործարքները չեղյալ կհամարի:

Բորսայական առևտրի կարևոր խնդիրներից է համարվում գործարքների կատարման հետ կապված խնդիրը, այսինքն, կարող է, արդյոք, գնորդը վճարել գնված արժեթղթերի դիմաց, որոնց գնման համար հանձնարարական է տվել կամ կարող է, արդյոք, վաճառողն իրոք տրամադրել այն արժեթղթերը, որոնց վաճառքի մասին ցուցում է տվել: Չնայած բորսան չի կարող ստուգել յուրաքանչյուր կոնկրետ գնորդին և վաճառողին, բայց նա կարող է և պետք է խիստ պահանջներ ներկայացնի ինչպես առևտրի մասնակիցների արհեստավարության, այնպես էլ նրանց ֆինանսական վիճակի նկատմամբ: Բացի այդ, գործարքների կատարման երաշխիքն ապահովվում է մշտապես կատարելագործվող քլիրինգի և հաշվարկների համակարգի շնորհիվ:

Գործարքների կատարման երաշխիքն ապահովվում է բորսան սպասարկող համակարգի վերահսկմամբ (համակարգում վթարների հետ կապված ռիսկի նվազեցում կամ ֆինանսական պայմանների շրթայական (իրար հաջորդող) չիրականացում):

Բորսան պետք է ապահովի իր կապի հաղորդակցությունների (կոմունիկացիաների) ներքին համակարգի պարունակության մշտական վերահսկումը, որպեսզի երաշխավորի դրանց հուսալիությունը և իրականացնի իր անդամների՝ առևտրի մասնակիցների, ֆինանսական կարգապահության հսկողությունը, որպեսզի անդամներից մեկի (մասնակցի) սնանկացումը իր հետևից չբերի մյուսների սնանկացումը:

Բորսայում կնքված գործարքների կատարման երաշխիքը սերտորեն կապված է հաճախորդի գումարի (դրամական միջոցների) պաշտպանության խնդրի հետ: Բորսան ինքնուրույն չի կարող լուծել այս խնդիրը, սակայն առևտրի իր պայմաններում նա նշում է, որ բորսայի անդամները, որոնք կառավարում են հաճախորդի դրամական միջոցները, որոնցով դեռ չի եկել գործարքի դիմաց վճարման պահը, դրանք պետք է պահեն իրենց սեփական դրամական միջոցներից առանձին: Բորսայի առևտրի կանոնները կարող են ներառել պահանջ այն մասին, որ նման գումարները դրվեն երրորդ կողմ հանդիսացող բանկի ներդրումային հաշվում այնպես, որ բորսայի անդամ հանդիսացող գրասենյակն իր սեփական ֆինանսական պարտավորությունների կատարման անհրաժեշտության դեպքում անգամ հաճախորդի միջոցները չկարողանա օգտագործել: Կարգավորման համակարգն այստեղ չափազանց կոշտ է և բորսան պետք է խիստ կանոնավոր ձևով անցկացնի գործարքների հաշվառման իրականացման ստուգումներ և վերահսկի, թե ինչպես է վարվում բանկային հաշիվը (հիմնականում ամեն օր):

Բորսայի յոթերորդ խնդիրը՝ էթիկայի կանոնների (ստանդարտների), բորսայական առևտրի մասնակիցների վարքի կոդեքսի մշակումն է: Դրա իրականացման համար բորսայում ընդունվում են հատուկ համաձայնագրեր, որոնք թույլ են տալիս առանձնահատուկ բառերի օգտագործումը և վերապահում են դրանց բացատրությունների խիստ պահպանումը. սահմանում են առևտրի վայրը և եղանակները (բորսայի դահլիճ, տերմինալ, էկրան, հեռախոս), ինչպես նաև ժամանակահատվածը, որի ընթացքում կարող են իրականացվել գործարքները, առևտրի մասնակիցների նկատմամբ ներկայացնում են որակավորման որոշակի պահանջներ (քննությունների պարտադիր հանձնում՝ որակավորման վկայական կամ կարգավիճակ ստանալու համար):

Բորսան պետք է վերահսկի իր կողմից մշակված ստանդարտները և վարքի կոդեքսը, դրանք չպահպանելու դեպքում կիրառելով պատժամիջոցներ ընդհուպ գործունեության դադարեցումը կամ լիցենզիայից զրկումը:

Արտասահմանում ընդունված է բորսայի համար մշակել գործնական կանոնների հատուկ ցուցակ: Դրանում շարադրվում են հաճախորդների հետ շփման հիմունքները. ինչ է թույլատրվում և ինչ չի թույլատրվում օգտագործել գովազդում, գործարքի հաստատման մասին ծանուցում՝ մանրամասների նվազագույն թվարկմամբ, որոնց մասին անհրաժեշտ է հայտնել: Հեռախոսագրույցներ՝ երբ են դրանք թույլատրվում, երբ չեն թույլատրվում և խոսակցության հնարավոր թեմաները, ներդրումային խորհրդատվության տեսակները՝ հավատարմագրային, մասնավոր, մասնագիտացված, զնահատման ծառայություններ՝ նվազագույնը ինչ տեղեկություններ պետք է տրամադրվի, խորհրդատվության որակը՝ տալ այնպիսի մեկնաբանություններ, որոնք մոլորության մեջ չեն գցի, անձնակազմի այնպիսի որակավորում, որն ի վիճակի է մատուցելու ներդրումային խորհրդատվություններ, հաճախորդի դրամական միջոցների պաշտպանություն՝ հատուկ կանոններ և բանկային առանձին հաշիվներ, բավարար միջոցներ (կապիտալ)՝ հրամանի կատարման համար գրասենյակի պահանջները կապիտալով ապահովելու համար, առևտրի կանոնների պահպանման վերահսկում՝ անկախ պաշտոնատար անձինք, որոնք երաշխավորում են դրանց պահպանումը: հաճախորդների փաստաթղթերը և գրասենյակի կողմից տեղեկությունների տրամադրում՝ գրասենյակի իրավունքները հաստատող փաստաթղթերի ստուգում և բրոքերների կողմից մատուցվող ծառայությունների մասին տեղեկություններ: Նոր թողարկման նկատմամբ գործողություններ՝ հաճախորդների կողմից դիմումների տրման կարգը: բողոքարկման ընթացակարգը՝ սկզբնական և անկախ գործողություններ, խախտումների մասին կարգավորող մարմնին տեղեկացում և այլն:

Գործնական կանոնների հավաքածուն և գործառնությունների կոդեքսը պետք է լուծեն շատ հարցեր, բայց որպեսզի այդ կանոններն ու ցուցումները ամբողջական ձևով հասնեն մասնակից գրասենյակներին ի գիտություն և վերահսկվի դրանց խստիվ պահպանումը, բորսան իրականացնում է նաև առևտրի մասնակիցների վարքագծի հսկողություն: Նա երաշխավորում է, որ բրոքերները տեղեկացված են կանոններում կատարված վերջին փոփոխությունների մասին և իրենց գործողությունների մեջ կատարում են համապատասխան շտկումներ և որ սպասվող բարձր ստանդարտները չեն նվազեցվում: Նման հսկողության արդյունքում հայտնաբերվում են կանոններում կամ դրանց կիրառման մեջ առկա անհամապատասխանությունները (եթե դրանք իհարկե կան):

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում ֆոնդային բորսան:
2. Որո՞նք են ֆոնդային բորսայի դերը և խնդիրները:
3. Որո՞նք են ֆոնդային բորսայի գործառնությունները:
4. Ինչպե՞ս կարելի է նկարագրել բորսայական առևտրի կանոնները:

9.2. Արտաբորսայական ֆոնդային շուկաներ

Թեմայի նպատակն է՝ բնութագրել արտաբորսայական ֆոնդային շուկաները, ներկայացնել արժեթղթերի արտաբորսայական շուկայի կազմակերպման միջազգային փորձը:

Ուսնակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան

- թվարկել արտաբորսայական շուկայի տարբերիչ հատկանիշները
- բնութագրել բորսայական և արտաբորսայական շուկաների նշանակությունը տարբեր երկր-ներում

- քվարկել արտաբորսայական առևտրի կազմակերպված համակարգչային շուկաները
 - ներկայացնել արժեթղթերի արտաբորսայական շուկայի կազմակերպման միջազգային փորձը:
- Արժեթղթերով կատարվող առևտուրը կարող է կազմակերպվել տարբեր ձևերով, իսկ առուվաճառքի գործարքներ կնքելու համար վաճառողի և գնորդի հանդիպումները կարող են կատարվել առևտրային տարաբնույթ հարթակներում:
- Ֆոնդային շուկան կազմակերպվել է անցնելով երկար ճանապարհ, այսպես կոչված արժեթղթերի «փողոցային» (վայրի) անկազմակերպ շուկայից մինչև ֆոնդային բորսա և արժեթղթերով կատարվող առևտրի ժամանակակից էլեկտրոնային համակարգերը:
- Ֆոնդային բորսան արժեթղթերով կատարվող առևտրի առավել զարգացած ձևերից մեկն է: Պետք է նշել, որ բորսայական շուկան իրենից ներկայացնում է ինստիտուցիոնալ կազմակերպված հատուկ շուկա, որտեղ շրջանառության մեջ են գտնվում առավել բարձր որակ ունեցող արժեթղթերը և որտեղ գործարքները կատարում են արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցները:
- Բորսայական շուկայի տարբերիչ հատկանիշներն են՝
- առևտրի իրականացման որոշակի ժամը և վայրը
 - մասնակիցների որոշակի շրջանակը (ֆոնդային շուկայի մասնագետները)
 - առևտրի որոշակի կանոնները և մասնակիցների կողմից այդ կանոններին ենթարկվելը
 - առևտրի կազմակերպիչ է հանդիսանում որոշակի հաստատությունը (կազմակերպությունը, որն ունի համապատասխան թույլտվություն):
- Արժեթղթերի արտաբորսայական և «փողոցային» շուկաները միևնույն հասկացությունները չեն, քանի որ արտաբորսայական շուկան կարելի է բաժանել *կազմակերպված և ոչ կազմակերպված շուկաների*: «Փողոցային» (վայրի) շուկան կարող է բնութագրվել որպես արտաբորսայական ոչ կազմակերպված շուկա: Հետագա տեքստում մեր դիտարկումների առարկան է հանդիսանալու արժեթղթերի արտաբորսայական կազմակերպված շուկան:
- Տարբեր երկրներում արժեթղթերով կատարվող առևտրի կազմակերպման գործում բորսայական և արտաբորսայական շուկաների նշանակությունը տարբեր է, ինչպես նաև միևնույնը չէ նրանց հարաբերակցությունը: Մի քանի պետություններում բորսայից դուրս կատարվող առևտուրը ոչ մի էական դեր չի խաղում, իսկ այլ երկրներում նույնիսկ արգելվում է: Միևնույն ժամանակ մի շարք երկրներում արժեթղթերի բավականաչափ մեծ զանգված գտնվում է արտաբորսայական շրջանառության մեջ:
- Չնայած զարգացած շուկայական տնտեսությամբ երկրներում ֆոնդային բորսաները դեռևս բավական մեծ դեր են խաղում արժեթղթերի շրջանառության կազմակերպման գործում, բայց և այնպես բորսայի և բորսայական մեխանիզմներով ֆոնդային արժեքների առուվաճառքի նշանակությունն անընդհատ նվազում է: Ըստ էության, կապի բարձր արդյունավետությամբ միջոցների առկայության դեպքում բորսայի գոյությունն այնքան էլ անհրաժեշտ չէ և Արևմուտքում բորսան՝ որպես ֆինանսական ակտիվների առևտրի իրականացման վայր, հետզհետե կորցնում է իր դիրքերը: Նրա հիմնական մրցակիցներն են հանդիսանում առևտրային և ներդրումային բանկերը, որոնք կամաց-կամաց վերածվում են հաշվարկային և ֆոնդային արժեքների առևտրի կենտրոնների: Իրենց մասին ավելի վճռականորեն են հայտարարում համակարգչային տեխնիկայի և կապի միջոցների օգտագործմամբ արտաբորսայական շրջանառությունը կազմակերպող նոր ձևերը:
- Արտաբորսայական շուկան առավելապես զարգացում է ապրել ԱՄՆ-ում, որտեղ պետական արժեթղթերով կատարվող առևտրային գործարքների գերազանցող մեծամասնությունն իրականացվում է առանց բորսայական միջնորդների՝ համակարգիչների միջոցով կամ հեռախոսների և հեռատիպի օգնությամբ:
- ԱՄՆ-ում պետական արժեթղթերի նշանակալի մասը գոյություն ունի միայն համապատասխան գրքերում գրությունների տեսքով կամ պահվում է Ֆեդերալ պահուստային համակարգի տվյալների բազայում: Երբ այդ արժեթղթերը վաճառվում են, ապա Ֆեդերալ պահուստային բանկը հեռագրի կամ հեռատիպի միջոցով իրականացնում է սեփականության իրավունքի փոխանցումը: ԱՄՆ-ում բորսայական շուկայի այլընտրանքային տարբերակ է հանդիսանում Դիլերների ազգային ասոցիացիայի արժեթղթերի ավտոմատացված գնանշման համակարգը՝ NASDAQ, որը ստեղծվել էր որպես գրանցված, սակայն բորսայում չգնանշվող արժեթղթերի միջդիլերային շուկա: Այս ասոցիացիայի հովանու ներքո 1971թվականից ԱՄՆ-ում գործում է յուրատիպ էլեկտրոնային բորսա: Նմանօրինակ գործընթացներ կան նաև Արևմուտքի զարգացած այլ երկրներում: Բորսայի հետ մրցակցում են արժեթղթերով կատարվող առևտրի կազմակերպական նոր ձևերը (մեխանիզմներն ու տեխնոլոգիաները):
- Ֆոնդային շուկայի կազմակերպական ձևերի զարգացման օրինաչափ երևույթ է հանդիսանում արժեթղթերով կատարվող առևտրի կազմակերպման բորսայական և արտաբորսայական ձևերի միջև եղած տարբերությունների աստիճանաբար վերացումը, անցումային տարբեր ձևերի ի հայտ գալը: Դրանց ստեղծումը պայմանավորված էր ֆոնդային բորսաների կողմից իրենց շուկան ընդլայնելու ձգտումով, առավել ժամանակակից տեխնոլոգիաների կրող հանդիսացող միջին և ոչ մեծ ընկերությունների ֆինանսավորման համար արժեթղթերի կանոնակարգված կարգավորվող շուկա ստեղծելու ցանկությամբ:
- Այդ պատճառով, բորսայական շուկաների հետ համեմատած այս շուկաներն արժեթղթերի որակի նկատմամբ ունեն ավելի ցածր պահանջներ, իրենցում ներառում են փոքր և միջին ընկերությունների բաժնետոմսեր, բայց դրա հետ միասին պահպանում են առևտրի, գնանշման կանոնավոր կատարումը, կանոնների միասնականությունը և այլն:
- Միևնույն ժամանակ, արտաբորսայական շրջանառության արդյունքում են ծնվում ժամանակակից հաղորդակցության միջոցների և համակարգչային տեխնոլոգիաների վրա հիմնված արժեթղթերի առևտրի համակարգերը: Այդ համակարգերը նմանվում են ըստ տարածքների տեղաբաշխված էլեկտրոնային բորսայի: Նրանք ունեն առևտրի կազմակերպման իրենց կանոնները, շուկայում արժեթղթերի մուտքի թույլտվությունը (լիստինգ), մասնակիցների ընտրումը և այլն:
- Արտաբորսայական առևտրի կազմակերպված համակարգչային շուկաներից են.

- Դիլերների ազգային միության արժեթղթերի ավտոմատացված գնանշման համակարգը՝ NASDAQ:
 - Արտաբորսայական ավտոմատ առևտրի կանադական համակարգը՝ COATC:
 - Սինգապուրի ֆոնդային բորսային կից ավտոմատ գնանշման և դիլինգի համակարգը՝ SESDAQ: 1991-92թթ. Ռուսաստանում ստեղծված ֆոնդային բորսաներն արժեթղթերի շուկայում առաջատար դիրքեր չգրավեցին: Դրանց մեծ մասը 1994-95թթ. արդեն իսկ դադարեց գործել: 90-ականների ֆոնդային բորսան չդարձավ ռուսաստանյան արժեթղթերի շուկայի առևտրային, մասնագիտացված և տեխնոլոգիական միջուկը: Ռուսաստանում հենց սկզբից էլ արժեթղթերի արտաբորսայական շուկան գերակշռում էր բորսայական շուկայի նկատմամբ, որը կապված էր այն հանգամանքի հետ, որ արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխումն առավելապես իրականացվում էր արտաբորսայական շուկայում, ինչպես դա ընդհանրապես կատարվում էր աշխարհում:
 - 1995թ. Ռուսաստանում գործող արժեթղթերի արտաբորսայական շուկան ուներ կազմակերպական հետևյալ ձևերը.
 - Պետական զանձապետական պարտավորությունների առևտրի համակարգ: Առևտրային ցանցի հիմքը կազմում են լիազորված առևտրային բանկերը, որոնք հանդիսանում են դեպոզիտարիաներ և որոնցում, ըստ ՌԴ ֆինանսների նախարարության հետ կնքած պայմանագրի, ավանդադրվում են գլոբալ սերտիֆիկատները և նրանց օգնությամբ էլ ձևակերպվում են զանձապետական պարտավորությունների առանձին թողարկումները:
 - Խնայողական բանկի առևտրային ցանցը (հիմքը կազմում է Ռուսաստանի Խնայքանկի բաժանմունքների ճյուղավորված ցանցը):
 - Սակարկությունների ցանցն իրականացնում է սեփականաշնորհված ձեռնարկությունների կողմից թողարկված արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխումը (վաուչերային սեփականաշնորհում):
 - Առևտրային բանկերի արժեթղթերի արտաբորսայական շուկա:
 - Հեռախոսային դիլերային շուկաներ, որոնք զարգացում ապրեցին սեփականաշնորհման ընթացքում, երբ շուկա մտան սեփականաշնորհված ձեռնարկությունների բաժնետոմսերի նշանակալի ծավալներ:
 - Էլեկտրոնային արտաբորսայական շուկաներ:
 - «Բորսայական սակարկությունը», որը կազմակերպվել էր «Ամտարիս» և «Պրինցիպ Լոդ.» ֆիրմաների կողմից, «Սատտարով և Կ» ֆիրմայի սակարկությունները, ինչպես նաև «Բրոք -ԻնվեստՍերվիս» ընկերության կողմից ստեղծված EL-BIS դիլերային ցանցը, արժեթղթերի արտաբորսայական շուկայում առանձնապես չզարգացան:
 - Դրանց փոխարինեցին.
 - Ռուսաստանյան առևտրի համակարգը (PTC «ԿՏՐՅՈՍ»), որը կազմակերպվել էր ֆոնդային շուկայի մասնակիցների մասնագիտացված ասոցիացիայի կողմից (ԿԸՁԴԿՅ):
 - Ինտերֆաքս - Դիլինգ (Ինտերֆաքս Գործակալության կողմից ստեղծված առևտրային համակարգ):
 - Արժեթղթերի տարերայնորեն ստեղծված արտաբորսայական շուկաներ (որպես օրինակ կարող է ծառայել MMM ընկերության «արժեթղթերի» փողոցային առևտուրը):
- Ռուսաստանյան առևտրի համակարգը արժեթղթերի արտաբորսայական առևտրի համակարգ է: Որպես նրա սկզբնական տարբերակ՝ «Торгаи», ընդունվել էր ամերիկյան NASDAQ արտաբորսայական առևտրի համակարգի ենթահամակարգներից մեկը: «Торгаи»-ի տեխնիկական միջոցները կատարելագործվեցին ռուս մասնագետների կողմից և համակարգը ստացավ իր այսօրվա անվանումը: PTC-ը ստեղծվեց ԱՄՆ կառավարության ֆինանսական աջակցությամբ: Նրա հիմնական թերություններն են. համակարգի փակ տեղեկատվությունը (թափանցիկ չէ), առևտրի մասնակիցների դիսկրիմինացիան (իրավունքների ունախարում), համակարգի առավելապես տեղեկատվական և ոչ թե առևտրային բնույթը (այն վատ է ապահովում գործարքի կնքման ընթացքը և չի ապահովում նրա իրացման պայմանները):

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Որո՞նք են բորսայական շուկայի տարբերիչ հատկանիշները:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել բորսայական և արտաբորսայական շուկաների նշանակությունը տարբեր երկրներում:
3. Որո՞նք են արտաբորսայական առևտրի կազմակերպված համակարգչային շուկաները:
4. Որո՞նք են արժեթղթերի արտաբորսայական շուկայի կազմակերպման ձևերը ՌԴ-ում:

9.3. ՀՀ արժեթղթերի առևտրային համակարգեր

Թեմայի նպատակն է՝ բնութագրել ՀՀ արժեթղթերի առևտրային համակարգերը:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագրողը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- թվարկել ՀՀ տարածքում ներկայումս գործող ֆոնդային բորսաները
- բնութագրել արժեթղթերի երկրորդային շուկան ՀՀ-ում :

Մինչև «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումը, Հայաստանում գործում էր երեք ֆոնդային բորսա՝ Երևանի ֆոնդային բորսա, Գյումրիի ֆոնդային բորսա, Միավորված ֆոնդային բորսա, և մեկ ապրանքաֆոնդային բորսա՝ «Ադամանդ»: Ի սկզբանե, արժեթղթերի շուկայի թերզարգացած լինելու պատճառով, բոլոր թվարկված բորսաներն իրենց գործունեությունը կենտրոնացրեցին արտաբորսային գործառնությունների վրա, երբ, դրամավարկային քաղաքականության այլընտրանքային գործիքների բացակայության պատճառով, ՀՀ կենտրոնական բանկը (ԿԲ) բորսաների միջոցով սկսեց արտաբորսային ինտերվենցիաներ իրականացնել: Դրամավարկային քաղաքականության նոր գործիքների ներդրումից հետո,

Կենտրոնական բանկը հրաժարվեց արտարժույթային ինտերվենցիաներից, որից հետո նկատվեց բորսաների աշխուժության կտրուկ նվազում:

«Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումից հետո, երբ բորսաներին պարտադրվեց ստեղծվել բացառապես ինքնակարգավորվող կազմակերպության կարգավիճակով և ունենալ առնվազն տասն անդամ, բոլոր վերը թվարկված բորսաների արտոնագրերն անվավեր ճանաչվեցին՝ նրանց կողմից սահմանված կարգով չվերագրանցվելու պատճառով: Սակայն նույն օրենքի պահանջներին համաձայն գրանցվեց նոր ֆոնդային բորսա՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսա, որը և հաղթող ճանաչվեց ԱՄՆ զարգացման գործակալության կողմից հայտարարված մրցույթում, որի արդյունքում գործակալությունը պարտավորվեց բորսայում ներդնել արժեթղթերով առևտրի էլեկտրոնային համակարգ: Համակարգը նմանակն է այսօր ԱՄՆ-ում գործող NASDAQ և Ռուսաստանում գործող PTC համակարգերին: Համակարգը թույլ կտա ոչ միայն առևտուր իրականացնել բորսայում գտնվող բրոքերների միջև, այլ նաև համակարգչային ցանցի միջոցով՝ «հեռավոր տերմինալներից» (իրենց գրասենյակներում գտնվող համակարգչերից):

Մի շարք օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ պատճառներով, մինչ այսօր Հայաստանի արժեթղթերի երկրորդային շուկան գերադասաբար մնում է փողոցային շուկայի տրամադրության տակ: Այսօր ՀՀ տարածքում գործող մոտ 1200 բաց բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերի առջ ու վաճառքը հիմնականում իրականացվում է կամ բրոքերային գրասենյակների միջոցով կամ ուղղակիորեն՝ գնորդ-վաճառող: Բացառություն է կազմում պետական արժեթղթերի շուկան, որոնք թողարկված լինելով ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի տեսքով, իրենց տեղը չգտնելով բորսաներում, ՀՀ ԿԲ միջամտությամբ տեղափոխվեցին առևտրի այլ համակարգեր, այդ թվում՝ համակարգչային և հեռախոսային:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Որո՞նք են ՀՀ տարածքում ներկայումս գործող ֆոնդային բորսաները:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել արժեթղթերի երկրորդային շուկան ՀՀ-ում:

9.4. Դեպոզիտարիա

Թեմայի նպատակն է՝ տալ դեպոզիտարիայի սահմանումը, բացատրել դեպոզիտարիայի դերը և հիմնական գործառնությունները:

Ուսակությունների և հմտությունների նկարագրողը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ դեպոզիտարիայի սահմանումը
- նկարագրել դեպոզիտարիաների ստեղծման պատմությունը
- բացատրել դեպոզիտարիայի դերը և հիմնական գործառնությունները
- նկարագրել անցումը արժեթղթերի անկանխիկ ձևով թողարկմանը
- բացատրել «դեպոզիտարիա» տերմինի կիրառումը Արևմուտքում:

Դեպոզիտարիա են անվանվում այն կազմակերպությունները, որոնց կողմից մատուցվում են արժեթղթերի հավաստագրերի պահպանման և/կամ արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքի հաշվառման ծառայություններ, այսինքն, դեպոզիտարիան վարում է հաճախորդների կողմից ի պահպանություն տրված արժեթղթերի հաշվառման հաշիվները, ինչպես նաև իրականացնում է այդ արժեթղթերի հավաստագրերի պահպանումը: Հաշիվները, որոնք սահմանված են արժեթղթերի հաշվառման համար, կոչվում են *«դեպոզիտարիա»*:

Դեպոզիտարիաներն ի հայտ եկան արժեթղթերի կազմակերպված շուկաներում հաշվարկներն արագ կատարելու համար: Առաջին դեպոզիտարիաները ստեղծվում էին ֆոնդային բորսաները սպասարկելու համար, քանի որ այնտեղ շուկայի մասնակիցներն իրար միջև անընդհատ իրականացնում են գործարքներ և սեփականատիրոջ փոփոխության գրանցման օպերատիվության և այդ գործողության արդյունավետության նկատմամբ պահանջները հատկապես բարձր են:

Կարող ենք պատկերացնել այսպիսի մի իրավիճակ, բորսայում գործող բրոքերները՝ պայմանավորվելով, հավաքում են իրենց մոտ պահպանվող բոլոր արժեթղթերի հավաստագրերը (սեփական և իրենց հաճախորդներին պատկանող) և պահառության են տալիս բորսայի դեպոզիտարիային: Ընդ որում, այդ արժեթղթերը բոլոր ռեեստրներում բրոքերների հաշիվներից փոխանցվում են բորսայական դեպոզիտարիայի հաշվի վրա, որը հանդես է գալիս անվանական սեփականատեր: Բորսայական դեպոզիտարիայում յուրաքանչյուր բրոքերի համար բացվում է դեպոզիտարիա, որում հաշվառվում են նրան պատկանող բոլոր արժեթղթերը: Այնուհետև, տվյալ բորսայում, բրոքերների միջև իրականացված գործարքների արդյունքները ձևակերպելու համար հարկ չկա դիմելու ռեեստրավարի ծառայություններին: Սեփականատիրոջ փոփոխությունն արտացոլվում է բորսայական դեպոզիտարիայի **դեպոզիտարիա**: Ընդ որում, վերանում է դեպոզիտարիայի անունով դուրս գրված և նրա պահոցում գտնվող հավաստագրերի վերաձևակերպման անհրաժեշտությունը: Այսպիսով, արժեթղթերի հետ կապված հաշվարկները դառնում են անկանխիկ և հանգեցվում են լոկալ դեպոզիտարիայում փոփոխությունների գրանցմանը:

Պահառության ընդունված արժեթղթերի թողարկումներից որևէ մեկի ռեեստրը կազմելիս (եթե դա անհրաժեշտ է թողարկողին) դեպոզիտարիան, լինելով անվանական սեփականատեր, հայտնում է ռեեստրավարին իրական սեփականատերերի անունները: Սակայն, հաճախ, թողարկողները նախընտրում են կազմել ոչ ամբողջական ռեեստր, իսկ իրենց պարտականությունները կատարում են դեպոզիտարիայի օգնությամբ: Օրինակ, շահութաբաժինների վճարման ժամանակ թողարկողը դեպոզիտարիա է փոխանցում դեպոզիտարիայի հաշվում գտնվող արժեթղթերի քանակին համապատասխան գումար: Դեպոզիտարիան էլ իր հերթին դիվիդենդների գումարը փոխանցում է իր հաճախորդներին՝ նրանց դեպոզիտարիայի հաշիվներում գտնվող, տվյալ թողարկման արժեթղթերի քանակին համապատասխան: Այստեղից սկիզբ է առնում դեպոզիտարիայի մի նոր գործառնություն: Նա հանդես է գալիս որպես միջնորդ՝ թողարկողի և ներդրողի միջև: Դեպոզիտարիան օգնում է

արժեթղթերն պահառության հանձնած հաճախորդին ստանալու իր հասանելիքը, փոխանցում է՝ թողարկողից ստացվող, նրան ուղղված ողջ տեղեկատվությունը:

Մյուս կողմից, դեպոզիտարիան թողարկողից վերցնում է այդ պարտականությունները, որով թեթևացնում է արժեթղթերով պայմանավորված նրա պարտավորությունների կատարումը: Օրինակ, թողարկողը կարող է դիմել՝ դեպոզիտարիայի օգնությամբ՝ հեռակա քվեարկություն կազմակերպելու համար: Այսպիսով, դեպոզիտարիայի առկայությունը՝ թողարկողի և ներդրողի միջև եղած շղթայում, որպես միջանկյալ օղակ, կարող է հեշտացնել արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնակիցների գործունեությունը: Հասկանալի է, որպեսզի դեպոզիտարիան լիարժեք կատարի իր միջնորդական պարտավորությունները (ֆունկցիաները) նրա տեղը պետք է «օրինականացվի», այսինքն՝ դեպոզիտարիան ինչ որ կերպ պետք է ներգրավվի արժեթղթերի տվյալ թողարկման սպասարկումն ապահովող համակարգի մեջ և այդ որակով ճանաչվի թողարկողի կողմից: Դրա համար, որպես կանոն, դեպոզիտարիան հանդես է գալիս որպես անվանական սեփականատեր կամ, թողարկողի հետ կնքելով պայմանագիր, արժեթղթերի տվյալ թողարկման համար՝ գլխավոր (վերադաս) դեպոզիտարիա:

Դեպոզիտարիաների ստեղծումը, և որպես դրա հետևանք՝ արժեթղթերի շրջանառության անկանխկացումը, հանգեցրին նրան, որ փաստաթղթային տեսքով արժեթուղթն ավելի հազվադեպ է կիրառվում: Փաստաթղթի (հավաստագրի) դերը, որով հավաստվում է արժեթղթի նկատմամբ սեփականատիրոջ իրավունքը, սկսում է իրականացնել դեպո հաշվում կատարված գրառումը: Մի շարք երկրներում, այդ թվում Հայաստանում, այդ դրույթը ամրագրված է օրենսդրությամբ: Սեփականատիրոջը որոշելու նպատակով՝ հատուկ օրենքներում, դեպո հաշիվներում կատարված գրառումները ճանաչվում են որպես արժեթղթի հավաստագրի իրավական համարժեք:

Այժմ շատ երկրներում արժեթղթերը թողարկվում են բացառապես ոչ փաստաթղթային ձևով: Եթե արժեթուղթը փաստաթղթային է, ապա նրա սեփականատերն իրավունք ունի պահանջելու, որպեսզի իրեն հանձնեն մի փաստաթուղթ, որով հավաստվում է իրեն պատկանող արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքը: Այդ փաստաթուղթը, որն անպայման պետք է տրվի սեփականատիրոջը՝ կոչվում է արժեթղթերի հավաստագիր: Թողարկողը պարտավոր է ապահովել՝ կեղծումներից բավական լավ պաշտպանված, անհրաժեշտ քանակի հավաստագրերի պատրաստումը: Թողարկողի համար սա թանկ է և հոգսաշատ:

Ոչ փաստաթղթային արժեթղթի համար՝ թողարկման պայմաններին համաձայն, սեփականատերն իրավունք չունի պահանջելու, որպեսզի իրեն առձեռն հանձնվի հավաստագիր և սեփականության իրավունքը հավաստվում է դեպոզիտարիայի կամ ռեգիստրատորի հաշիվների վրա կատարված գրառումներով: Դեպոզիտար պայմանագրի պայմաններին համապատասխան, պահատուի՝ տրվում են զանազան քաղվածքներ կամ նմանօրինակ փաստաթղթեր, որոնք վկայում են դեպո հաշվի վիճակի մասին: Այս դեպքում արժեթղթերի պահպանման անկանխիկ ձևը դառնում է միակ հնարավոր ձևը:

Հարկ է հիշել, որ մեկ արժեթղթի համար կատարված գրառումը, որով որոշվում է նրա սեփականատերը, տվյալ պահի դրությամբ կարող է գտնվել միայն մեկ վայրում, այսինքն՝ չի կարող լինել այնպես, որ միևնույն արժեթղթի նկատմամբ սեփականության իրավունքը որոշվի երկու դեպոզիտարիաներում՝ կամ դեպոզիտարիայում և ռեգիստրի մոտ: Հաճախորդը կարող է ունենալ մի քանի հաշիվներ՝ տարբեր դեպոզիտարիաներում, բայց մեկ արժեթուղթը յուրաքանչյուր կոնկրետ պահի հաշվառվում է նրա միայն որևէ մեկ հաշվում: Այդ հաշվի պատճենները՝ հուսալիությունն ապահովելու նպատակով, կարող են պահվել մեկ այլ տեղ, սակայն բնօրինակի գտնվելու վայրը որոշակի է (ֆիքսված է):

Այսպիսով, փաստաթղթային արժեթղթի հավաստագրերը տրվում են պահատուին՝ նրա պահանջի դեպքում, մինչդեռ ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի համար հավաստագրերի տրամադրումը չի նախատեսվում: Իրավական տեսանկյունից ոչ փաստաթղթային ձևի արժեթղթերը բաժանվում են երկու խմբի՝ *ապաշարժեցված (իմմոբիլիզացված) և ապանյութականացված*: Նրանց միջև եղած ոչ էական տարբերությունները կայանում են հետևյալում: Ապաշարժեցված արժեթղթերի հավաստագրերը տպագրվում են: Դա կարող է լինել մի քանի գումարային (համախմբված) հավաստագրերի կամ մեկ գլոբալ հավաստագրի տեսքով, որոնք իրավական տեսակետից իրարից չեն տարբերվում:

Հավաստագրերը (հավաստագիրը) պատրաստվում և պահպանվում են դեպոզիտարիայում, սակայն թողարկման պայմաններով արգելվում է դրանց առձեռն հանձնումը սեփականատերերին: Ապանյութակա-նացված թողարկումների համար հավաստագրեր ընդհանրապես չեն պատրաստվում: Դրանց փոխարեն ներդրողների հանդեպ թողարկողի ունեցած պարտավորությունները (այսինքն, արժեթղթով պայմանավորված իրավունքները) հավաստվում են որևէ այլ փաստաթղթով, որի պատճենը նույնպես գտնվում է դեպոզիտարիայում: Ինչպես տեսնում ենք, տարբերությունները բավական ձևական բնույթ են կրում և տեխնոլոգիական առումով ապաշարժեցված և ապանյութականացված թողարկումները գրեթե նույնն են: Սակայն իրավաբանական տեսանկյունից այդ թողարկումները տարբեր են: *Ըստ օրենսդրության տերմինաբանության, կանխիկ թողարկումները կոչվում են «փաստաթղթային թողարկումներ, առանց պարտադիր կենտրոնացված պահպանության», ապաշարժեցված թողարկումները՝ «փաստաթղթային պարտադիր կենտրոնացված պահպանությամբ», իսկ ապանյութականացված թողարկումները՝ «ոչ փաստաթղթային»:*

Աշխարհում անցումը արժեթղթերի անկանխիկ ձևով թողարկմանը կատարվում է աստիճանաբար և մինչ օրս դեռ չի ավարտվել: Առավել մեծ առաջընթաց ունեն այն երկրները, որոնք ընդունել են փորձագետների մի խմբի՝ G30-ի (Group of Thirty), խորհուրդները և, մասնավորապես այն երկրները, որոնք ստեղծել են ազգային կենտրոնական դեպոզիտարիաներ: Շվեդիայում նման դեպոզիտարիան կոչվում է VPC, Գերմանիայում՝ DKV: ԱՄՆ-ում չկա կենտրոնական դեպոզիտարիա: Ամերիկյան ամենամեծ դեպոզիտարիան՝ DTSS, մինչ այսօր շարունակում է իրականացնել իր սկզբնական գործառնությունները. սպասարկում է կազմակերպված շուկաները: SICOVAM-ը (Ֆրանսիա) ստեղծվել է 1949 թ-ին «Շուկայի մասնակիցների միջև արժեթղթերի շրջանառությունը Book-entry համակարգի միջոցով իրականացնելու նպատակով», որը վերացրեց արժեթղթերի ֆիզիկական փոխանակումը: Առ այսօր տևած բարեփոխումներից հետո արժեթղթերի հաշվառման և հաշիվների

համակարգչային կառավարման սկզբունքը դարձավ Ֆրանսիայի ֆինանսական շուկայի ուժեղագույն հատկանիշը: Այս առաջխաղացումը հավանաբար հնարավոր չէր լինի առանց կենտրոնացված պահառուի, որը հիմք դարձավ ֆրանսիական շուկայի մոդերնիզացիայի համար: Անկասկած, այս գործընթացն ունի միջազգային բնույթ, քանզի դա այն ճանապարհն է, որը տանում է Եվրոպայի ֆինանսական շուկաների ունիֆիկացիային:

FCSD-ն (Finnish Central Securities Depository Ltd) սկսել է գործել 1997թ-ից, որպես Ֆինլանդիայի ազգային ավանդատուն և շուկայի մասնակիցների համար ծառայում է արժեթղթերի կենտրոնացված ոչ փաստաթղթային գրանցման (Book-entry) ու հաշվանցման համակարգ: FCSD-ն ամբողջությամբ իր վրա է վերցրել Արժեթղթերի ասոցիացիայի, Ֆինլանդիայի բաժնետոմսերի կենտրոնական ռեգիստրի, Յեյսինկիի դրամական շուկաների կենտրոնի, ինչպես նաև Յեյսինկիի ֆոնդային բորսայի հաշվանցումների և հաշվարկների իրականացման վարչության խնդիրները: Նրա գործունեությունը կարգավորվում է համակարգչային հաշվառման մասին օրենքով: INTERBOLSA-ն (Պորտուգալիա) գործում է որպես Արժեթղթերի կենտրոնական ղեկավարության, Հաշվարկա-քլիրինգային կենտրոն: Առևտրի շարունակական համակարգ: Ազգային համարակալման գործակալություն: Այնտեղ ենթակա են պարտադիր գրանցման բաժնետոմսերը, պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերը, որոնք թողարկված են թղթային; ոչ թղթային և թղթային ձևով՝ որոնք պետք է փոխանակվեն ոչ թղթային:

Արժեթղթերի առավելապես անկանխիկ ձևով թողարկմանն անցնելու ժամանակ ծագում է հետևյալ հիմնախնդիրը. ի՞նչ անել հին թողարկումների հետ: Սովորաբար որոշում է կայացվում դրանց աստիճանաբար անկանխիկ ձևի փոխադրման մասին: Կախված թողարկման վերջնական ձևից, նման գործընթացն ընդունում է, անշարժացման (իմմոբիլիզացիայի) կամ ապանյութականացման բնույթ:

Այսպիսով, *ղեկավարության հիմնական գործառնությունն են*. ըստ հաճախորդի հետ կնքած պայմանագրի՝ ղեկավար հաշիվների վարում (այդ պայմանագիրը կոչվում է ղեկավարության կամ ղեկավար հաշվի պայմանագիր); արժեթղթերի հավաստագրերի պահպանում, ներդրողի և թողարկողի միջև միջնորդի դերի իրականացում: Դեպոզիտարիան կարող է իրականացնել նաև իր գործունեությանը մոտ կամ ուղեկցող այլ աշխատանքներ, օրինակի համար, տեղափոխել հավաստագրերը, ստուգել դրանց իսկությունը և վճարունակությունը և այլն: Բնական է, որ ղեկավարության կարող է կազմել անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրը: Քանի որ հաճախորդների ղեկավար հաշիվները գտնվում են ղեկավարության տեխնոլոգիաների օգնությամբ՝ այդ հաշիվների հիման վրա դժվար չէ կազմել տվյալ ներդրողի ռեեստրը: Որոշ երկրներում հենց դա էլ բերեց նրան, որ ռեգիստրատորները, որպես այդպիսիք, դադարեցին գործել: Դեպոզիտարիան համակարգը փոխ է առնում նրանց գործառնությունները, նույնը կատարելով ավելի արագ, էժան և արդյունավետ և, եթե ռեգիստրատորներին արհեստականորեն չպաշտպանեն մրցակցությունից, ապա ժամանակակից ֆոնդային շուկայի ենթակառուցվածքում պարզվում է, որ նրանք պետք չեն: Ընդհանրապես, ղեկավարության և ռեգիստրատորի միջև եղած տարբերությունը մտացածին է: Նրանք ունեն մեկ ընդհանուր պարտավորություն՝ արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքի հաշվառում: Մնացածն, ըստ էության, երկրորդական բնույթ են կրում:

Ֆոնդային շուկայում մասնագիտացված գործունեության մի շարք տեսակներ բնորոշ չեն ղեկավարության: Դրանք, առաջին հերթին՝ ըստ հաճախորդի համծնարարության կամ սեփական անունից, առքուվաճառքի կատարման հետ կապված ակտիվ գործարքներն են: Հաճախորդի արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարումը ևս ղեկավարության գործունեությունն է չի հանդիսանում: Նման տարանջատումը պատահական չէ: Արժեթղթերի հաշվառումը տեղեկություններ է տալիս արժեթղթերի սեփականատերերի, գների փոփոխության միտումների, իրականացվող գործարքների զարգացման ընթացքի (դինամիկայի) մասին: Այդ տեղեկությունների օգտագործմամբ ղեկավարության ֆոնդային շուկայի մյուս մասնակիցների նկատմամբ, կարող է իր համար ստեղծել արտոնյալ դիրք, որն արդյունավետ շուկաների համար անթույլատրելի է համարվում: Այդ իսկ պատճառով զարգացած ֆոնդային շուկաներում ընդունված է սահմանազատել հաշվառման գործունեությունը՝ ակտիվ գործարքների իրականացումից: Երբեմն դա կատարվում է պարզապես արգելելով մեկ կազմակերպության ներսում հաշվառման գործունեության և գործունեության ակտիվ տեսակների համատեղում:

Սակայն, մենք մասամբ, բավարար է համարվում կազմակերպության ղեկավարության կողմից հայտարարությունն այն մասին, որ հաշվառման և ակտիվ գործարքներ իրականացնող ստորաբաժանումների միջև գոյություն ունի «չինական պարիսպ», այսինքն ղեկավարությունը երաշխավորում է, որ այն տեղեկությունը, որը հայտնի է մեկ ստորաբաժանման ներսում, չի օգտագործվի մյուս ստորաբաժանման աշխատանքում: Այդ ինքնասահմանափակումը կազմակերպությանը թույլ է տալիս բավարարել ղեկավար մարմինների կողմից ներկայացվող պահանջները և պահպանել մրցունակությունը, քանի որ իրականում տարբեր տեսակի գործունեությունների բաշխումը տարբեր կազմակերպությունների միջև, հաճախորդին որը ցանկություն ունի մեկ վայրում ստանալու ֆինանսական ծառայությունների ողջ սպեկտրը, կարող է հարմար չլինել:

Իրականում հիմնախնդիրը շատ ավելի խորն է, քան պարզապես ղեկավարության կամ ռեգիստրատորի գործունեության բաժանումը ֆոնդային շուկայում ակտիվ գործարքներից: Դա, ծառայողական տեղեկությունների օգտագործման հիմնախնդիրն է, որը մասնագիտական գործունեության բերումով հասանելի է դառնում ֆիզիկական և իրավաբանական այն անձանց, որոնք ֆոնդային շուկայում հարստանալու նպատակ են հետապնդում: Հավանաբար, այդ հիմնախնդիրը «հավերժ է» և երբեք բացարձակ լուծում չի ստանա: Սակայն զարգացած ֆոնդային շուկաներում վերահսկող մարմինները զգալի ջանքեր են գործադրում «կասկածելի» գործարքները բացահայտելու և դրանց կատարման հանգամանքներն ուսումնասիրելու (հետաքննելու) ուղղությամբ:

Արևմուտքում «ղեկավարության» տերմինը, որպես կանոն, կիրառվում է ոչ այնպես ինչպես մեզ մոտ: Որպես ղեկավարության (depository) սովորաբար հասկացվում է խոշոր ղեկավարության, որն արժեթղթերի հետ կապված հաշվարկներ է իրականացնում և ինստիտուցիոնալ ներդրողների համար հաշիվներ է բացում: Այն

դեպոզիտարիաները, որոնք սպասարկում են վերջնական հաճախորդին, ընդունված է նշել «կաստոդի (պահառու)» (custody) կամ «կաստոդիան» (custodian) արտահայտություններով: Բացի իր դեպոզիտարային գործունեությունից կաստոդին իր հաճախորդին մեծ ծավալի տարաբնույթ ֆինանսական ծառայություններ է մատուցում: արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարում, հաճախորդի հանձնարարությունների կատարում շուկայում, խորհրդատվություն և այլն:

Այժմ մոդայիկ է դարձել խոսել «համաշխարհային դեպոզիտարային պահպանության» մասին, երբ կազմակերպությունը, որն իր վրա է վերցրել ձեր դեպո հաշիվների վարումը, ունի իր հաշիվները աշխարհի տարբեր ֆինանսական շուկաների դեպոզիտարիաներում և հետևաբար, կարող է արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքի հաշվառման ծառայություններ մատուցել՝ ազգային հաշվառման համակարգերից դուրս:

Այսպիսով, արևմուտքում դեպոզիտարիան, որպես կանոն, արժեթղթերի հաշվառման խոշոր համակարգ է, իսկ կաստոդին (պահառուն), այն կազմակերպությունն է, որի գործունեությունն ուղղված է վերջնական ներդրողին ծառայություններ մատուցելուն (պահառու սպասարկում): Ըստ էության ինքը՝ դեպոզիտարիան, կոչվում է հաշվարկային դեպոզիտարիա, իսկ կաստոդի (պահառու)-դեպոզիտարիան՝ հաճախորդների դեպոզիտարիա: Հետագայում հնարավոր է, որ կատարվի տարբեր տեսակի դեպոզիտարիաների գործառնությունների առավել հստակ տարանջատում, և որպես դրա հետևանք, տերմիններն ավելի որոշակի դառնան:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ի՞նչ է իրենից ներկայացնում դեպոզիտարիան:
2. Ո՞րն է կոչվում դեպո - հաշիվ:
3. Ինչպե՞ս կարելի է նկարագրել դեպոզիտարիաների ստեղծման պատմությունը:
4. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ապաշարժեցված (ինմոբիլիզացված) և ապանյութականացված ոչ փաստաթղթային արժեթղթերը:
5. Ո՞րն է դեպոզիտարիայի դերը:
6. Որո՞նք են դեպոզիտարիայի հիմնական գործառնությունները:
7. Ինչպե՞ս կարելի է նկարագրել անցումը արժեթղթերի անկանխիկ թողարկմանը:
8. Ինչպիսի՞ն է «դեպոզիտարիա» տերմինի կիրառումն Արևմուտքում:

9.5. Ռեեստրավար

Թեմայի նպատակն է՝ տալ ռեեստրավարի և ռեեստրի սահմանումները, բացատրել ռեեստրավարի հիմնական գործառնությունները և գործունեությունը:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- տալ ռեեստրավարի սահմանումը
- տալ ռեեստրի սահմանումը
- բացատրել ռեեստրավարի հիմնական գործառնությունները և գործունեությունը
- բացատրել ռեեստրավարի հիմնական պարտականությունները
- բնութագրել ռեեստրավարների ինստիտուտը զարգացած երկրներում:

Արժեթղթերի շուկայում **ռեեստրավար** են համարվում այն կազմակերպությունները, որոնք արժեթղթեր թողարկողի հետ կնքված պայմանագրի հիման վրա վարում են նրանց ռեեստրը: *Ռեեստրը*՝ անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի մասին ամբողջական տեղեկությունների ցուցակ է, որը կազմված է որոշակի օրվա դրությամբ: Ռեեստրավարի խնդիրը կայանում է նրանում, որ ժամանակին և անսխալ թողարկողին ներկայացնի ռեեստրը: Իսկ ինչի համար է թողարկողին պետք ռեեստրը: Առաջին հերթին նրա համար, որ նա կարողանա կատարել իր պարտականությունները՝ իր կողմից թողարկած արժեթղթերի սեփականատերերի առջև, ավելի պարզ ասած, թողարկողն արժեթղթերով պայմանավորված իր պարտավորությունները կատարում է հետևյալ կերպ:

Թողարկողի աշխատակիցները, ռեեստրի տվյալների համաձայն, փոխանցում են շահութաբաժինները կամ, օրինակի համար, բաժնետերերին ծանուցում են բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին մասնակցելու մասին և այլն: Անվանական արժեթղթերը սրանով էլ հենց տարբերվում են ըստ ներկայացնողի արժեթղթերից: Ըստ ներկայացնողի արժեթղթի դիմաց շահութաբաժինը վճարվում է նրան, ով ներկայացնում է հավաստագիրը, իսկ անվանական արժեթղթի համար դիվիդենդը վճարվում է նրան, ում անունը նշված է ռեեստրում: Բացի սրանից, ռեեստրը կարող է պետք զալ թողարկողի ղեկավարությանը՝ սեփականատերերի կազմը վերահսկելու, ինչպես նաև բաժնետոմսերի զանգվածային առքը և այլ ոչ ցանկալի գործողությունները հետևելու համար:

Ռեեստրավարի գործառնությոնը կարող է կատարել ինքը՝ բաժնետիրական ընկերությունը, սակայն հաճախ, իրենց ոչ բնորոշ գործառնությոնից խուսափելու համար, նրանք ռեեստրի վարման գործը հանձնում են ռեեստրի վարման մասնագիտացված ծառայություններ մատուցող որևէ կազմակերպության: Ավանդաբար այդ դերում հանդես են գալիս բանկերը կամ մասնագիտացված ռեեստրավարները (նշենք, որ ԱՄՆ-ում ռեեստրավարներին անվանում են «տրանսֆեր-գործակալներ», իսկ Ռուսաստանում տրանսֆեր-գործակալներ սովորաբար կոչվում են այն կազմակերպությունները, որոնք իրենք ռեեստր չեն վարում, այլ ներդրողին օգնում են իրականացնելու սեփականության փոփոխման գրանցումը): Թողարկողը ռեեստրավարի հետ կնքում է ռեեստրի վարման պայմանագիր և իրականացվող աշխատանքի դիմաց վճարում է նրան:

Բացի իր հիմնական գործառնություններից ռեեստրավարը, որպես կանոն, կատարում է ռեեստրի վարման հետ կապված լրացուցիչ պարտավորություններ: Փաստաթղթային թողարկումների դեպքում ռեեստրավարը պատասխանատվություն է կրում արժեթղթերի հավաստագրերն առ ձեռն հանձնելու և դրանց շրջանառությունը վերահսկելու համար: Սեփականատիրոջ փոփոխության ժամանակ ռեեստրավարը պետք է հավաստագիրը լրացնի նոր սեփականատիրոջ անունով, միաժամանակ պետք է հանդիպի այն բանում, որ վերածնակերպման համար իրեն հանձնված հավաստագիրն իրոք պատկանում է նրան, ով այն հանձնել է, այլ ոչ թե զողացված է կամ գտնվում է հետախուզման մեջ: Բացի այդ, ռեեստրավարն իրականացնում է արժեթղթերի «մեկուսացում» (արգելանք է դնում), որը կապված է կալանքի, գրավի կամ այլ գործողության

հետ: Ռեեստրավարը, որպես կանոն, հանդես է գալիս որպես թողարկողի գործակալ՝ արժեթղթերի նկատմամբ կորպորատիվ գործողություններ կատարելիս (սպլիտ (բաժնետոմսերի տրոհում), համախմբում, փոխարկում և այլն): Ռեեստրավարի միջոցով թողարկողը կարող է տեղեկություններ հայտնել իր ներդրողներին: Բացի սրանից, եթե ռեեստրավարը բանկ է, ապա նա կարող է հանդես գալ որպես թողարկողի վճարման գործակալ: Որպես կանոն, ռեեստրավարը վարում է արժեթղթերի սեփականատերերի դիմային հաշիվները: Դիմային հաշվում նշվում է արժեթղթերի սեփականատիրոջը պատկանող արժեթղթերի քանակը, ինչպես նաև սեփականատիրոջ մասին անհրաժեշտ այլ տեղեկություններ: Եթե առուվաճառքի գործարք է կատարվում, ապա սեփականատիրոջ փոփոխությունը պետք է ռեեստրում նշվի: Այսպիսին է անվանական արժեթղթերի հիմնական հատկությունը: Այլ կերպ այս ամենը կարելի է ձևակերպել նաև այսպես. անվանական արժեթղթի սեփականատիրոջ փոփոխությունը իրականացվում է պահանջների զիջման (ցեսսիա) համար նախատեսված կարգով, այսինքն, գործարքի կողմերը թողարկողին կամ ռեեստրավարին պետք է տեղեկացնեն սեփականատիրոջ փոփոխության մասին: Հակառակ դեպքում թողարկողն օրինական ձևով պետք է շարունակի կատարել իր պարտավորությունները նախկին սեփականատիրոջ նկատմամբ: Անվանական արժեթղթերը կարող են լինել ինչպես փաստաթղթային (հավաստագրերն առձեռն հանձնելով), այնպես էլ ոչ փաստաթղթային: Ոչ փաստաթղթային թողարկման դեպքում սեփականության իրավունքը հավաստվում է հաշվի վրա համապատասխան գրառումով, իսկ սեփականատերն առձեռն ստանում է քաղվածք կամ դրան համանման փաստաթուղթ, որը վկայում է այն մասին, թե ինչ վիճակում է իր հաշիվը: Այս դեպքում կարելի է հաստատապես ասել, որ ռեեստրավարը հաշվառում է ներդրողներին պատկանող արժեթղթերի նկատմամբ իրենց սեփականության իրավունքը:

Այսպիսով, բացի նրանից, որ ռեեստրավարը թողարկողին է ներկայացնում նրա ռեեստրը, այլ մեծ մասամբ զբաղվում է արժեթղթերի սեփականատերերի դիմային հաշիվների վարմամբ և ի լրումն դրա նաև պահում է այլ տեղեկություններ: Այս ամենն էլ հենց այն է, ինչն ընդունված է անվանել «ռեեստրի վարման համակարգ»:

Իրականում ռեեստրավարի գործունեությունը դժվարությունների է հանդիպում: Օրինակ, անչափ անհարմար է յուրաքանչյուր գործարքի համար գնալ ռեեստրավարի մոտ, հատկապես եթե տարածաշրջանային առումով նա հեռու է գտնվում: Դա դանդաղեցնում է գործարքի կատարումը և արհեստականորեն բարձրացնում է գրանցման արժեքը: Թողարկողին էլ ռեեստրը պետք է ոչ թե ամեն օր, այլ որոշակի պահի դրությամբ: Այս պատճառով լայն տարածում պետք է գտնի «անվանական սեփականատիրոջ» ինստիտուտը:

Անվանական սեփականատերն այն անձն է, ում անունով ռեեստրում գրանցված է որոշակի թվով արժեթղթեր, սակայն իրականում նա չի հանդիսանում դրանց սեփականատերը: Անվանական սեփականատերն ինքն է վարում իրական սեփականատերերի հաշվառումը: Եթե արժեթղթի հին և նոր սեփականատերերն անվանական սեփականատիրոջ մոտ հաշիվներ են բացել, ապա առուվաճառքի դեպքում փոփոխվում են անվանական սեփականատիրոջ մոտ վարվող հաշիվները, իսկ նրա անունով գրված արժեթղթերի ընդհանուր քանակը մնում է անփոփոխ, ինչպես նաև ռեեստրավարի մոտ վարվող նրա հաշիվը ևս փոփոխություն չի կրում: Այդ պատճառով կարիք չկա երկար ճանապարհ կտրել կատարված գործարքը ռեեստրավարի մոտ գրանցելու համար: Սա շատ հարմար է, եթե թողարկողն ու իր ռեեստրավարը հիմնական ֆինանսական շուկաներից հեռու են գտնվում: Անվանական սեփականատիրոջ ինստիտուտը թույլ է տալիս սեփականատիրոջ փոփոխության ձևակերպման վայրը մոտեցնելու այն վայրին, որտեղ կատարվում են մեծ քանակությամբ գործարքներ և դրա արդյունքում էականորեն արագացնել և էժանացնել գործարքի գրանցումը: Այն պահին, երբ թողարկողին անհրաժեշտ է իր արժեթղթերի սեփականատերերի ամբողջական ռեեստրը, ռեեստրավարը հարցում է ուղարկում անվանական սեփականատիրոջը, որն էլ ներկայացնում է իրական սեփականատերերի ամբողջական ցուցակը, ում հաշիվները նա վարում է:

Այսպես ուրեմն, ռեեստրավարի հիմնական պարտականությունը ճիշտ ժամանակին ռեեստրը թողարկողին ներկայացնելն է: Ռեեստրավարի մյուս պարտականությունը, որը սերտ կապված է հիմնականին, արժեթղթերի սեփականատերերի դիմային հաշիվների վարումն է, որով ոչ փաստաթղթային թողարկման դեպքում հավաստվում են արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքը: Այսպիսով, ռեեստրավարի գործունեությունը, որպես կանոն, համատեղում է երկու պարտականությունների կատարում. թողարկողի համար կազմել ռեեստրը և հաշվառել արժեթղթերի նկատմամբ ներդրողների ունեցած սեփականության իրավունքը:

Զարգացած շատ երկրներում ռեեստրավարների ինստիտուտը, որպես այդպիսին, բացակայում է: Թողարկողների ռեեստրների կազմման և հանձնման պարտականությունները հաջողությամբ կատարվում է դեպոզիտարային համակարգի միջոցով: Նման պատկեր, որպես կանոն, նկատվում է այն երկրներում, որոնք G30-ի խորհուրդների համաձայն իրենց մոտ ստեղծել են կենտրոնացված դեպոզիտարիա (օրինակ, Գերմանիան, Շվեդիան և սկանդինավյան մյուս երկրները, Շվեյցարիան և այլն): Որոշ երկրներում (օրինակ Ֆրանսիայում) ռեեստրավարները դեռևս գոյություն ունեն և գործում են, սակայն գրեթե դուրս են մղվել ֆոնդային շուկայի շրջագծից: ԱՄՆ-ում դեռ գործում են ռեեստրավարները, սակայն այնտեղ ևս ընդարձակվող դեպոզիտարային համակարգն ավելի ու ավելի է նրանց դուրս մղում: Ըստ երևույթին հարկավոր է ընդունել, որ ռեեստրավարի գործունեությունը այլևս չունի հեռանկարից: Դեպոզիտարային համակարգերը, որոնք հատկապես հարմարեցված են սեփականատերերի արժեթղթերի հաշիվները վարելու համար, հեշտությամբ կատարում են տվյալ տեսակի արժեթղթերի սեփականատերերի ամբողջական ցուցակի կազմման երկրորդական ֆունկցիան, որն ի վերջո ռեեստրավարներին դարձնում է ոչ պետքական:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ո՞րն է ռեեստրավարի սահմանումը:
2. Ո՞րն է ռեեստրի սահմանումը:
3. Որո՞նք են ռեեստրավարի հիմնական գործառնությունները և գործունեությունը:
4. Որո՞նք են ռեեստրավարի հիմնական պարտականությունները:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել ռեեստրավարների ինստիտուտը զարգացած երկրներում:

9.6. Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպություններ

Թեմայի նպատակն է՝ ներկայացնել հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունների դերը և նպատակները, իրավական կարգավիճակը, բացատրել նրանց կողմից իրականացվող գործունեությունը:

Ուսակությունների և հմտությունների նկարագրողը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բնութագրել հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպություններին, նրանց դերը և իրավական կարգավիճակը
- բացատրել հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունների կողմից իրականացվող գործունեությունը

քվարկել հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունների եկամտի հիմնական աղբյուրները: Արժեթղթերով գործարքների իրականացումն ուղեկցվում է ոչ միայն դրանց փոխանցմամբ մի տիրոջից մյուսին կամ դեպոզիտարիայում (կամ էլ ռեեստրավարի մոտ) դրանց նկատմամբ սեփականության իրավունքի վերահաշվառմամբ, այլ նաև գնորդից՝ վաճառողին այդ արժեթղթերի դիմաց գումարների փոխանցմամբ: Եթե դա վերաբերում է միանվագ կամ ոչ մեծաթիվ գործարքներին, ապա դրանց հաշվարկներն իրականացվում են սովորական եղանակով, ինչպես այլ ապրանքների առուվաճառքի դեպքում: Սակայն արժեթղթերի շուկայում, որը կազմակերպվել է բորսայական առևտրի ձևով կամ առևտրի համակարգչային համակարգի հիման վրա և առևտրի մասնակիցների ու գործարքների թիվը շատ մեծ է, որն էլ օբյեկտիվորեն հանգեցրեց արժեթղթերով կատարվող հաշվարկների գործունեության առանձնացմանը, որպես հատուկ ոլորտ, դրան բնորոշ վերոհիշյալ հաշվարկների գծով մասնագիտացված **հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունների** ձևավորմանը:

Գործնականում այդ կազմակերպությունները կարող են ունենալ հետևյալ անվանումները. Հաշվարկային պալատ, Քլիրինգային պալատ, Քլիրինգային կենտրոն, Հաշվարկային կենտրոն և այլն: Ընդհանուր առմամբ հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունը բանկային տիպի մասնագիտացված կազմակերպություն է, որն իրականացնում է արժեթղթերի կազմակերպված շուկայի մասնակիցների հաշվարկների սպասարկման աշխատանքները: Նրա գլխավոր նպատակներն են.

- շուկայի մասնակիցների հաշվարկների սպասարկման նվազագույն ծախսեր
- հաշվարկների կատարման ժամկետի նվազագույնացում
- հաշվարկների ժամանակ առկա բոլոր տեսակի ռիսկերի իջեցում նվազագույն աստիճանի:

Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունը սովորաբար գործում է նույն իրավաբանական կարգավիճակով, որով առևտրային բանկերը, բայց առավել հաճախ հանդես են գալիս փակ բաժնետիրական ընկերությունների ձևով: Բազմաթիվ երկրներում այն պետք է ունենա Կենտրոնական բանկի կողմից տրված արժեթղթերի շուկայում հաշվարկների իրականացման գործարքների սպասարկման իրավունքի թույլտվություն:

Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունը կարող է սպասարկել որևէ մեկ ֆոնդային բորսայի կամ միանգամից մի քանի ֆոնդային բորսաների կամ արժեթղթերի շուկաների: Նախընտրելի է վերջին տարբերակը, քանի որ մասնագիտացված ֆոնդային միջնորդները, սովորաբար, աշխատում են միանգամից մի քանի ֆոնդային բորսաներում և նրանց համար ձեռնտու և հարմար է, եթե այդ բոլոր շուկաների հաշվարկային սպասարկումն իրականացվի մեկ վայրում:

Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունը կարող է լինել ոչ միայն ազգային, այլ նաև միջազգային, իսկ ապագայում համաշխարհային: Դա արժեթղթերի ազգային շուկաների միջազգայնացման գործընթացի արտացոլումն է:

Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպություններն իրականացնում են հաշվարկա-քլիրինգային գործունեություն, որը մասնավորապես, ներառում է՝

- հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպության անդամների միջև հաշվարկային գործողությունների իրականացում (մի շարք դեպքերում՝ ֆոնդային շուկայի այլ մասնակիցների հետ)
- հաշվարկների մասնակիցների միջև փոխադարձ պահանջների հաշվանցման իրականացում (քլիրինգի իրականացում)

▪ տվյալ կազմակերպության կողմից սպասարկվող շուկաներում կատարվող գործարքների մասին տեղեկությունների հավաքում, ստուգում (համեմատում) և շտկում

▪ հաշվարկների իրականացման մշակում, այսինքն սահմանվում են խիստ ժամկետներ, որի ընթացքում դրամական միջոցները և դրանց համապատասխան տեղեկություններն ու փաստաթղթերը պետք է ընդունվեն հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպություն

▪ պայմանագրերի կատարման արդյունքում՝ արժեթղթերի (կամ բորսայական գործարքների հիմք հանդիսացող այլ ակտիվների) տեղաշարժերի նկատմամբ վերահսկողության իրականացում

- բորսայում կնքված պայմանագրերի (գործարքների) կատարման երաշխավորում
- իրականացված հաշվարկների հաշվապահական և փաստաթղթային ձևակերպում
- այլ գործունեություն:

Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունները, ինչպես և դեպոզիտարիաները և ռեեստրավարները, սովորաբար ստեղծվում են որպես ոչ առևտրային, շահույթի ստացման նպատակ չհետապնդող կազմակերպության կարգավիճակով: Նրա կանոնադրական կապիտալը ձևավորվում է իր անդամների կողմից կատարած մուծումների հաշվին: Եկամտի հիմնական աղբյուրներն են՝

- գործարքների գրանցման դիմաց կատարված վճարները
- տեղեկությունների վաճառքից ստացվող եկամուտը
- կազմակերպության տրամադրության տակ գտնվող դրամական միջոցների շրջանառությունից ստացվող եկամուտը

- հաշվարկների սեփական տեխնոլոգիաների և ծրագրային հնարավորությունների վաճառքից
- այլ եկամուտներ:

Ածանցյալ արժեթղթերով՝ ֆյուչերսային պայմանագրերով և բորսայական օպցիոններով, կատարվող առևտրում հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունները կենտրոնական տեղ են գրավում: Ժամանակակից արժեթղթերի շուկայի կայացումն առանց այդ կազմակերպությունների՝ անհնար է:

Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպության փոխհարաբերություններն իր անդամների, բորսաների և այլ կազմակերպությունների հետ կառուցվում է համապատասխան պայմանագրերի հիման վրա:

Սովորաբար, հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպության անդամներ են հանդիսանում խոշոր բանկերն ու ֆինանսական ընկերությունները, ինչպես նաև ֆոնդային և ֆյուչերսային բորսաները:

Հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպություններն ի տարբերություն առևտրային բանկերի, իրավունք չունեն

իրականացնելու վարկային և մի շարք այլ ակտիվ գործարքներ (արժեթղթերում դրամական միջոցների

ներդրում և այլն):

Հաշվարկա - քլիրինգային կազմակերպություններն իրենց գործունեությունը հաճախ չեն սահմանափակում միայն հաշվարկների սպասարկմամբ, այլ միաժամանակ իրականացնում են նաև դեպոզիտարային բնույթի ծառայություններ:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպություններին:
2. Ո՞րն է հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունների դերը և իրավական կարգավիճակը:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունների կողմից իրականացվող գործունեությունը և ի՞նչ է այն ներառում:
4. Որո՞նք են հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունների եկամտի հիմնական աղբյուրները:

9.7. Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիա

Թեմայի նպատակն է՝ ներկայացնել Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիան (ՀԿԴ), բացատրել նրա գործառնությունները և մատուցվող ծառայությունները:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բնութագրել Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիան (ՀԿԴ)
- բացատրել ՀԿԴ գործառնությունները
- քվարկել ՀԿԴ կողմից առաջարկվող ծառայությունները:

10.01.1996թ-ին ՀՀ Կառավարության թիվ 4 որոշմամբ ստեղծվել էր «Ազգային կենտրոնացված ռեեստր» ՊՁ-ն, որը կոչված էր իրականացնելու ՀՀ տարածքում գործող բաց բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետերերի ռեեստրի վարումն ու պահպանումը: Դրան զուգընթաց բաժնետիրական ընկերություններն այլընտրանք ունեին իրենք վարելու իրենց ռեեստրները կամ այն հանձնելու լիցենզավորված անկախ ռեեստրավարներին: Սակայն ինչպես ցույց է տալիս համաշխարհային փորձը, ստեղծված անկախ ռեեստրավարները ի սկզբանե կամ ժամանակի ընթացքում վեր են ածվում «գրպանի» ռեեստրավարներին: Իսկ ինչպես ցույց տվեցին ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կողմից իրականացված ստուգումները, ՀՀ-ում ռեեստրի վարման պարտականությունները սեփական ուժերով իրականացնող ընկերությունների 80-85%-ը ռեեստր վարում են ՀՀ օրենսդրության կոպիտ խախտումներով: Արդյունքում, առաջնորդվելով նաև G30-ի խորհուրդներով, ՀՀ Կառավարության 08.04.1999թ. թիվ 210 որոշմամբ «Ազգային կենտրոնացված ռեեստր» ՊՁ-ն վերանվանվեց «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» ՓԲԸ-ի (ՀԿԴ), որի միակ հիմնադիրն է Հայաստանի Հանրապետությունը: Նույն որոշման համաձայն սահմանվեց, որ «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» ՓԲԸ-ն մինչև 2000թ. դեկտեմբերի 31-ը պետք է սեփականաշնորհվի արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցներին՝ ինքնակարգավորվող կազմակերպության կարգավիճակով: Համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի այդ ժամկետը երկարաձգվեց, մինչև 2001թ. հունիսի 31-ը:

Ինքնակարգավորվող կազմակերպության (ԻԿԿ) կարգավիճակով սովորաբար ստեղծվում են արժեթղթերի շուկան սպասարկող կազմակերպությունները՝ ֆոնդային բորսաները, դեպոզիտարիաները, ռեեստրավարները, հաշվարկա-քլիրինգային կազմակերպությունները և այլն, որոնք ոչ առևտրային կազմակերպություն են, չափույթ ստանալու նպատակ չեն հետապնդում և որոնց անդամ են դառնում արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցները, որոնք էլ օրենսդրության շրջանակներում իրենք են որոշում խաղի այն կանոնները, որոնք պետք է կիրառվեն իրենց նկատմամբ: ԻԿԿ անդամները վճարում են անդամավճար և ունենում են մեկ ձայնի իրավունք: Այսինքն ի տարբերություն բաժնետիրական ընկերությունների, որտեղ գործում է մեկ բաժնետոմս-մեկ ձայն սկզբունքը, ԻԿԿ-ում գործում է մեկ անդամ-մեկ ձայն սկզբունքը:

ՀԿԴ-ին վերապահված է իրականացնելու երեք հիմնական գործառնություն՝ կենտրոնական դեպոզիտարիայի, կենտրոնական ռեեստրի և հաշվարկա-քլիրինգային կենտրոնի: Ներկայումս ՀԿԴ-ն իրականացնում է արժեթղթերի Կենտրոնական ռեեստրավարի գործառնությունները: Սյուս երկու գործառնությունները կիրականացվեն 2001թ.-ից: ՀՀ Կառավարության 08.04.99թ. թիվ 211 որոշմամբ սահմանվել է, որ ՀՀ տարածքում գործող բոլոր թողարկողները, որոնց ազատ շրջանառության իրավունքով թողարկած միևնույն տեսակի անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի թիվը 25-ից ավելի է, պարտավոր են անվանական արժեթղթերի ռեեստրի վարման և պահպանման գործն իրականացնել մասնագիտացված կազմակերպության «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» փակ բաժնետիրական ընկերության միջոցով: «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքը սահմանում է, որ անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրը Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիային պետք է հանձնեն բոլոր հաշվետու թողարկողները: Որպես հաշվետու թողարկող համարվում են այն թողարկողները, որոնց ա) ցանկացած արժեթղթուղթ գրանցված է բորսայում, բ) նույն դասի արժեթուղթը 50 և ավելի գրանցված սեփականատերեր ունի, և որի զուտ ակտիվները գերազանցում են ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովի կողմից սահմանված մեծությունը: Այլ խոսքերով, Հայաստանում ընդունվել է կենտրոնացված ռեեստրավարի գաղափարը:

ՀԿԴ-ն հագեցած է ժամանակակից համակարգչային համակարգերով, ծրագրային ապահովվածությամբ և գործառնական ընթացակարգերով, որոնք մշակվել են ԱՄՆ միջազգային զարգացման գործակալության

(USAID) և Համաշխարհային բանկի աջակցությամբ, համապատասխանում են միջազգային չափանիշներին: Կենտրոնական դեպոզիտարիայի համակարգերը և ընթացակարգերը ապահովում են ռեեստրում և անձնական հաշիվներում պարունակվող տեղեկությունների գաղտնիությունն ու պահպանությունը: Տվյալների ողջ բազան կրկնօրինակվում է և հուսալիորեն պահպանվում է՝ անօրինական օգտագործման հանգամանքից զերծ մնալու նպատակով: Հաշիվների վերաբերյալ տեղեկությունները տրամադրվում են միայն հաշվի տիրոջը կամ ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված կարգով՝ պետական լիազորված մարմիններին: Կենտրոնական դեպոզիտարիայի ռեեստրների վարման ստորաբաժանումը ծառայություններ է մատուցում ինչպես արժեթղթերի թողարկողներին, այնպես էլ դրանց սեփականատերերին:

Կենտրոնական դեպոզիտարիան թողարկողներին մատուցում է հետևյալ ծառայությունները՝

- արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրի ձևավորում և վարում (փաստաթղթային և ոչ փաստաթղթային)
 - արժեթղթերի հավաստագրերի հետ կատարվող գործառնություններ (թողարկում, փոխարկում, ոչնչացում)
 - արժեթղթերի սեփականատերերի ցուցակի ներկայացում (ըստ թողարկողի կողմից սահմանված ժամկետների)
 - բաժնետերերի ընդհանուր ժողովների նախապատրաստման և կազմակերպման հարցում օգնության ցուցաբերում (ծանուցումների ուղարկում, հաշվարկային հանձնաժողովի գործառնությունների կատարում, իրավաբանական օժանդակություն և այլն)
 - շահութաբաժինների վերջնահաշվարկ և դրանց վճարումների կատարում արժեթղթերի սեփականատերերին
 - թողարկողի կորպորատիվ գործողությունների մշակում (բաժնետոմսերի տրոհում, միաձուլում և փոխարկում)
 - արժեթղթերի նոր թողարկումների մշակում
 - խորհրդատվական ծառայություններ:
- Կենտրոնական դեպոզիտարիան արժեթղթերի սեփականատերերին մատուցում է հետևյալ ծառայությունները.
- ռեեստրում անձնական հաշիվների բացում և վարում
 - նոր սեփականատիրոջ անունով արժեթղթերի վերագրանցում
 - արժեթղթերի սառեցում
 - գրավադրված արժեթղթերի ի պահ ընդունում
 - ռեեստրից քաղվածքների և անձնական հաշվով կատարվող գործառնությունների մասին տեղեկանքների տրամադրում
 - արժեթղթերի հավաստագրերի տրամադրում, փոփոխում և մարում:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիան (ՀԿԴ):
2. Որո՞նք են ՀԿԴ գործառնությունները:
3. Ի՞նչ ծառայություններ են առաջարկվում ՀԿԴ կողմից:

ԳԼՈՒԽ 10. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ԱՌԱՋՆԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱ

10.1. Արժեթղթերի թողարկում հասկացությունը

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել արժեթղթերի թողարկում հասկացությունը, բնութագրել դրանց թողարկման ձևերը, ներկայացնել բաժնետիրական ընկերությունների հիմնադրման գործընթացը:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- քվարկել և բացատրել արժեթղթերի «կյանքի» (գոյության) ոգջ շրջանի փուլերը
- բացատրել «արժեթղթերի թողարկում» հասկացությունը
- քվարկել ՀՀ-ում արժեթղթերի թողարկումը կանոնակարգող նորմատիվ ակտերը
- բնութագրել արժեթղթերի թողարկման երկու ձևերը
- բացատրել բաժնետոմսերի թողարկման տեսակները
- ներկայացնել բաժնետիրական ընկերությունների հիմնադրման գործընթացը և ձևերը:

Արժեթղթերի «կյանքի» (գոյության) ոգջ շրջանը կազմված է հետևյալ փուլերից՝

- արժեթղթերի նոր թողարկման պլանավորում
- արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխում (առաջնային թողարկում)
- արժեթղթերի շրջանառություն (առքուվաճառք)
- պարտքային արժեթղթերի (պարտատոմսեր և այլն) մարում (հետգնում):

Դիտարկենք կորպորատիվ արժեթղթերի թողարկման ընթացակարգը, այսինքն արժեթղթերի շուկայում դրանց սկզբնական տեղաբաշխումը կամ շրջանառության մեջ մտնելը:

Արժեթղթերի թողարկումը՝ ընկերությունների կողմից՝ իրենց հիմնադրման ընթացքում, ինչպես նաև կանոնադրական հիմնադրամի մեծացման կամ լրացուցիչ ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման դեպքում, իրականացվող բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ ֆինանսական գործիքների բացթողումն է շրջանառության մեջ:

Համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի, արժեթուղթ թողարկելը թողարկողի կողմից ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն արժեթուղթն առաջին ներդրողին վաճառելն է:

ՀՀ տարածքում արժեթղթերի թողարկման ընթացակարգը կանոնակարգվում է.

- «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին»
- «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքներով
- ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքով:

Արժեթղթերի առաջնային թողարկումը կատարվում է հետևյալ ձևերով՝

- արժեթղթերի բաց (հրապարակային) տեղաբաշխմամբ անսահմանափակ թվով ներդրողների միջև՝ հրապարակայնորեն հայտարարելով արժեթղթերի թողարկման մասին, իրականացնելով գովազդ և գրանցելով թողարկման ազդագիր,

- արժեթղթերի փակ (մասնավոր) տեղաբաշխմամբ՝ նախապես հայտնի սահմանափակ թվով ներդրողների միջև, առանց այդ մասին հրապարակայնորեն հայտարարելու, առանց գովազդի իրականացման, առանց թողարկման ազդագրի գրանցման և հրապարակման:

Բաժնետիրական ընկերության հիմնադրման պահին արժեթղթերի առաջնային թողարկումն սովորաբար իրականացվում է փակ (մասնավոր) տեղաբաշխմամբ:

Գործող օրենսդրության համաձայն արժեթղթերի թողարկումն ենթակա է պետական գրանցման: Եթե արժեթուղթը տեղաբաշխվում է հրապարակային վաճառքի ձևով, ապա նաև անհրաժեշտ է գրանցել և հրապարակել տվյալ թողարկման ազդագիրը:

Արժեթղթերի թողարկման էությունը, որպես կապիտալի ձևավորման և դրամական շուկայում ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման մեխանիզմ, հասկանալու համար մեծ նշանակություն ունի արժեթղթերի ազատ վաճառքի արժանիքների և թերությունների վերլուծությունը:

Բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխման ունեցած արժանիքների թվին կարելի է դասել՝

- Ընկերության արժեթղթերի իրացվելիության բարձրացման հնարավորությունը: Ազատ շրջանառության մեջ գտնվող բաժնետոմսերի սեփականատերերը դրանք վաճառելիս ավելի քիչ դժվարությունների են հանդիպում, քան փակ բաժնետիրական ընկերության հիմնադիրներն՝ ընկերությունից դուրս գալու դեպքում:

- Նոր դրամական միջոցների առավել լայնածավալ ներգրավումը: Դրամական շուկայում միջոցների փոխառության և իր մասնակիցների ունեցած կապիտալի ներգրավման համար փակ բաժնետիրական ընկերությունն ունի սահմանափակ հնարավորություններ: Բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխումը մեծ հնարավորություններ է տալիս խոշոր նախագծերի ֆինանսավորման համար:

- Ընկերությունների ակտիվների արժեքի շուկայական գնահատման օգտագործումը:

Բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխման թերություններից են՝

- Կորպորատիվ կապիտալի սպասարկման ծախսերի մեծացումը: Այսպես, ա)բաց բաժնետիրական ընկերությունն իր գործունեության մասին եռամսյակային և տարեկան հաշվետվություններ կազմելու և այն իր բաժնետերերին ուղարկելու համար պետք է ծախսեր կատարի, բ)բաժնետերերի ռեեստրը պետք է վարվի անկախ ռեեստրավարի կողմից, որի համար թողարկողը լրացուցիչ պետք է վճարի, գ)տարեկան մեկ անգամ անկախ աուդիտորների եզրակացության ստացումը և այլն: Նմանօրինակ ծախսերը ծանր են համեմատաբար ոչ մեծ ընկերությունների համար:

- Ընկերության կողմից սեփական բաժնետոմսերի փոխարժեքի պահպանումը երկրորդային շուկայում և դրա հետ կապված որոշակի ծախսերը:

- Բաժնետիրական ընկերության գաղտնապահական տեղեկությունների մի մասի պարտադրված տրամադրումը (բացահայտումը), որը մի շարք դեպքերում ընկերության հիմնադիրներին ձեռնտու է:

- Հիմնադիրների և անձնակազմի կողմից իրենց բարձր աշխատավարձերի և դիվիդենդների սահմանման, ինչպես նաև ընկերությունում սեփական գործունեությունից տարբեր օգուտներ քաղելու հարցում հնարավորությունների պակասեցումը, քանի որ ուժեղանում է հասարակական հսկողության դերը:

- Համեմատաբար ոչ մեծ ընկերությունների համար ցածր արդյունավետությունը, քանի որ դրանց բաժնետոմսերը՝ ոչ բարձր իրացվելիության պատճառով, գնվում և վաճառվում են ոչ կանոնավոր ձևով, իսկ շուկայական գինն էլ ոչ միշտ է համապատասխանում ընկերության իրական ներուժին:
 - Սեփականության նկատմամբ հսկողության կորուստը, քանի որ ընկերության նկատմամբ հսկողությունը կարող է ամբողջովին կամ մասամբ անցնել այլ մարդկանց ձեռքը:
 - Կարելի է առանձնացնել բաժնետոմսերի թողարկման երկու տեսակ.
 - բաժնետոմսերի թողարկում՝ բաժնետիրական ընկերության հիմնադրման ընթացքում՝ հիմնադրական թողարկում
 - արժեթղթերի թողարկում՝ բաժնետիրական ընկերության (ԲԸ) ներդրումային և արտադրատնտեսական գործունեության ֆինանսավորումն իրականացնելու համար:
- Բաժնետիրական ընկերության հիմնադրման ընթացքը բաղկացած է երկու հիմնական գործընթացներից. հիմնադրվող ԲԸ ֆինանսավորում և նրա բաժնետոմսերի թողարկում: Կախված այն բանից, թե ինչպես են այս գործընթացները կազմակերպվում և իրականացվում, համաշխարհային փորձի արդյունքում, ընդունված է տարբերել *միանվագ և աստիճանական հիմնադրում*:
- Բաժնետիրական ընկերության ֆինանսավորումն ասելով հասկանում են բաժնետոմսերի անվանական արժեքի վճարմամբ հիմնադրվող ընկերությանը կապիտալի տրամադրման գործողությունը: Այլ կերպ ասած, հիմնադրվող բաժնետիրական ընկերության ֆինանսավորումը դրամական կապիտալի սկզբնական ներդրումն է նրա բաժնետոմսերում կամ բաժնետոմսերի սկզբնական առքն է՝ դրանց անվանական արժեքով:
- Այսպիսով, հիմնադրման ընթացքում կապիտալի շրջապտույտն ընթանում է երկու միասնական գործընթացներիով. բաժնետիրական ընկերության ֆինանսավորմամբ և բաժնետոմսերի թողարկմամբ:
- Պատմականորեն հիմնադրման առաջին և առավել պարզ ձև է հանդիսանում (և ընդ որում բավականաչափ ամուր ձև) *միանվագ հիմնադրումը*: Հիմնադրման մեթոդը կայանում է նրանում, որ բաժնետիրական ընկերությունը համարվում է հիմնադրված և իր անունից իրավունք ունի գործարքներ կնքել, եթե իր կողմից թողարկված բոլոր բաժնետոմսերի դիմաց վճարումները լրիվ կատարվել են: Այս դեպքում ընկերության հիմնադիրներից սկզբնապես պահանջվում է հավաքել բաժնետիրական կապիտալի ոչ պակաս քան քառորդ մասը և որպես ավանդ ներդնել բանկում: Սա հանդիսանում է յուրատեսակ երաշխիքն այն բանի, որ ընկերությունը հիմնադրվելու է: Բաժնետիրական կապիտալն ամբողջովին վճարվում է հիմնադրվելուց հետո և իրականացվում ընկերության պետական գրանցումը որպես իրավաբանական անձ (ընկերությունն ընդգրկվում է առևտրային կամ այլ ռեգիստրում) և ընկերությունը սկսում է գործել: Մինչ այդ պահը ընկերությունը որպես ինքնուրույն տնտեսավարող սուբյեկտ և իրավաբանական անձ համարվում է, որ գոյություն չունի: Այդ պատճառով միանվագ հիմնադրման դեպքում հիմնադիրներն իրենք են վճարում բաժնետոմսերի դիմաց, որի հաշվին ձևավորվում է ընկերության կանոնադրական կապիտալը:
- Մի քիչ այլ է իրադրությունն *աստիճանական հիմնադրման* դեպքում, որն առավել տարածված է ԱՄՆ-ում և ԱՄՆ-ում: Այս դեպքում բաժնետիրական ընկերությունը համարվում է հիմնադրված, եթե նրա կազմակերպիչները ստացել են ընկերության հիմնադրման մասին վկայական, անկախ այն բանից, թե ընկերության կանոնադրական կապիտալն ամբողջովին վճարված է, թե ոչ: Ընկերության հիմնադիրները սկսում են աստիճանաբար հավաքել անհրաժեշտ կապիտալն արդեն ընկերության գրանցումից հետո, ներդրողներին առաջարկելով ընկերության բաժնետոմսերը:
- Առաջին հայացքից աստիճանական հիմնադրման դեպքում ընկերության ֆինանսավորման գործողությունը համընկնում է նրա բաժնետոմսերի թողարկման գործողության հետ, բայց ըստ էության դա այդպես չէ: Տվյալ դեպքում բաժնետիրական ընկերության կազմակերպիչ-հիմնադիրների և անմիջական ներդրողների (բաժնետոմսեր գնողների) միջև հանդես է գալիս միջնորդը, այսինքն իսկական (իրական) հիմնադիրը, որը բաժանորդագրվում է բաց թողնված բոլոր բաժնետոմսերը կամ նրա մի մասը, երաշխավորելով դրանց հետագա թողարկումը՝ տեղաբաշխումը ֆոնդային շուկայում: Այստեղ որպես իսկական հիմնադիր, որը բաժանորդագրվում է ողջ թողարկմանը, հանդես են գալիս ֆինանսա-վարկային կազմակերպություններն ու հաստատությունները (առևտրային և ներդրումային բանկերը, ֆինանսական և ներդրումային ընկերությունները, կենսաթոշակային և ապահովագրական հիմնադրամները և այլն): Որպեսզի բաժնետոմսերը վաճառքի հանվեն ֆոնդային շուկայում, անհրաժեշտ է դրանցում ներդնել որոշ (նվազագույն) դրամական կապիտալ: Այդ նվազագույն ներդրումը կարող է կազմել 500-1000 դոլար, երբեմն դրա մեծությունն ամրագրվում է 10-ից 25 տոկոսի չափով այն կապիտալի նկատմամբ, որի համար իրականացվում է բաժանորդագրությունը: Աստիճանական հիմնադրման դեպքում բաժանորդ-հիմնադիրը կարող է հանրությանը վաճառել, այսինքն թողարկել (տեղաբաշխել), բաժնետոմսեր, որոնք լրիվ վճարված չեն:
- Աստիճանական թողարկման դեպքում, սկզբում բաժնետոմսերի անվանական արժեքի մի մասը հանդիսացող դրամական կապիտալը ավանսավորվում է որպես հիմնադրվող ընկերության ֆինանսավորում, այնուհետև, քանի որ ոչ լրիվ վճարված բաժնետոմսերի շուկայական արժեքը բավականաչափ գերազանցում է բաժանորդագրության ժամանակ ներդրված գումարը, այդ բաժնետոմսերը վաճառվում են շուկայում, որի հետևանքով ձևավորվում է հիմնադրական շահույթ:
- Հայաստանում ընդունված է բաժնետիրական ընկերության հիմնադրման միանվագ կարգը: Ըստ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի. «Ընկերության հիմնադրման ժամանակ նրա բաժնետոմսերը պետք է լրիվ վճարվեն ընկերության կանոնադրությամբ սահմանված ժամկետում, ընդ որում, կանոնադրական հիմնադրամի առնվազն 50%-ը պետք է վճարված լինի ընկերության գրանցման հայտը ներկայացնելու պահին, իսկ մնացած մասը՝ ընկերության գրանցման պահից մեկ տարվա ընթացքում, եթե օրենքով այլ բան չի նախատեսված»: Ըստ ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի 111 Հոդվածի. «Բաժնետիրական ընկերության հիմնադիրները պարտավոր են մինչև ընկերության գրանցումն ամբողջությամբ վճարել կանոնադրական կապիտալը: Բաժնետիրական ընկերություն հիմնադրելիս նրա բոլոր բաժնետոմսերը պետք է բաշխվեն հիմնադիրների միջև»:

Վերոհիշյալից բխում է, որ ընկերության հիմնադրման ժամանակ, ընկերության բաժնետոմսերը պետք է տեղաբաշխված լինեն փակ տեղաբաշխմամբ՝ հիմնադիրների միջև և վճարված լինեն ամբողջությամբ: Ընկերության լրացուցիչ տեղաբաշխված բաժնետոմսերը պետք է վճարվեն դրանց տեղաբաշխման մասին որոշմամբ սահմանված ժամկետում, բայց ոչ ուշ, քան դրանց տեղաբաշխման պահից մեկ տարվա ընթացքում:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Որո՞նք են արժեթղթերի «կյանքի» ողջ շրջանի փուլերը, ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել դրանք:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել «արժեթղթերի թողարկում» հասկացությունը:
3. Որո՞նք են ՀՀ-ում արժեթղթերի թողարկումը կանոնակարգող նորմատիվ ակտերը:
4. Որո՞նք են արժեթղթերի թողարկման երկու ձևերը և ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել դրանք:
5. Որո՞նք են բաժնետոմսերի հրապարակային տեղաբաշխման առավելություններն ու թերությունները:
6. Որո՞նք են բաժնետոմսերի թողարկման տեսակները:
7. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել բաժնետիրական ընկերությունների հիմնադրման գործընթացը:
8. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել բաժնետիրական ընկերությունների հիմնադրման ձևերը:

10.2. Թողարկման ընթացակարգը և փուլերը

Թեմայի նպատակն է՝ ներկայացնել արժեթղթերի թողարկման ընթացակարգը, բացատրել դրա փուլերը: **Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը:** Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- քվարկել արժեթղթերի առաջնային թողարկման փուլերը.
 - արժեթղթերի հրապարակային (բաց) տեղաբաշխման դեպքում
 - արժեթղթերի փակ (մասնավոր) տեղաբաշխման դեպքում
 - նկարագրել արժեթղթերի թողարկման ընթացակարգը, այդ թվում՝
 - որոշման ընդունման գործընթացը, արժեթղթերի թողարկման ազդագրի մշակումը
 - արժեթղթերի թողարկման գրանցումը
 - թողարկման ազդագրի հրատարակումը
 - արժեթղթերի իրացումը
 - թողարկման արդյունքների մասին հաշվետվությունների կազմումը:
- Արժեթղթերի առաջնային թողարկման ընթացակարգը բաղկացած է հետևյալ փուլերից՝
1. **Արժեթղթերի հրապարակային (բաց) տեղաբաշխման դեպքում**
 - թողարկողի կողմից արժեթղթեր թողարկելու մասին որոշման ընդունում
 - անդերրայթերի հետ պայմանագրի կնքում (ցանկալի է)
 - արժեթղթերի թողարկման ազդագրի պատրաստում
 - թողարկման ազդագրի գրանցում ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովում՝ գրանցման հայտարարագիր ներկայացնելու միջոցով
 - արժեթղթերի գրանցում ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովում կամ ֆոնդային բորսայում
 - Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի հետ ռեեստրի վարման պայմանագրի կնքում (եթե կնքված չէ)
 - ազդագրի հրապարակում
 - արժեթղթերի տեղաբաշխում
 - թողարկման արդյունքների մասին հաշվետվության ներկայացում ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողով:
 2. **Արժեթղթերի փակ (մասնավոր) տեղաբաշխման դեպքում**
 - թողարկողի կողմից արժեթղթեր բաց թողնելու մասին որոշման ընդունում
 - արժեթղթերի գրանցում նոտարի կողմից հաստատված հիմնադիր փաստաթղթերի և թողարկողի համապատասխան կառավարման մարմնի կողմից արժեթղթերի թողարկման մասին որոշման (որում նշված են թողարկման պայմանները և թողարկման արդյունքում հավաքագրված միջոցների օգտագործման կոնկրետ ուղղությունները) պատճենների հիման վրա, ներդրողների ցուցակի հիման վրա, որում նշված է նրանց կողմից ձեռք բերված արժեթղթերի քանակը և այն, որ նրանք տեղյակ են արժեթղթերի շրջանառության պայմաններին, ինչպես նաև կատարված ներդրման նպատակներին
 - արժեթղթերի տեղաբաշխում (սահմանափակ թվով անձանց շրջանում)
 - թողարկման արդյունքների մասին հաշվետվության տպագրում:

Այսպիսով, թողարկման գործընթացը բաղկացած է մի քանի որոշիչ փուլերից, որոնցից *առաջինը* կարելի է համարել նախապատրաստական փուլը, որը կապված է բավականին լայնածավալ տարաբնույթ աշխատանքների և միջոցառումների իրականացման հետ: Արժեթղթերի նախատեսվող թողարկման հաջողությունը մեծ մասամբ կախված է այն բանից, թե ինչպես է այն պատրաստվել: Թողարկումը պետք է հիմնված լինի նպատակների մասին հստակ պատկերացումների և թողարկման միջոցով ֆինանսավորվող նախագծերի մանրակրկիտ մշակումների վրա:

Բաժնետիրական ընկերության հիմնադրման և հիմնադրական թողարկումը պատրաստելու ընթացքում ամենից առաջ պետք է որոշվի նոր տնտեսական կառույցի ստեղծման նպատակահարմարության մասին հարցը: Անհրաժեշտ է իրականացնել համապատասխան հաշվարկներ և վերլուծություն, որոնք համոզիչ կերպով ապացուցում են, որ նոր ԲԸ ստեղծումը հնարավորություն է տալիս առավել արդյունավետ կազմակերպել արտադրական և տնտեսական գործընթացները, ինչպես նաև իր կողմից արտադրվող արտադրանքի շուկայում ինքը մրցունակ կլինի:

Արժեթղթերի կրկնվող թողարկման դեպքում, որից ստացված միջոցներն օգտագործվում են ներդրումային գործունեությունը (արտադրական նոր ծրագրեր) ֆինանսավորելու համար, անհրաժեշտ է որոշել

ներդրումային և արտադրատնտեսական գործունեության վարկավորման և ֆինանսավորման առավել արդյունավետ աղբյուրների և մեխանիզմների ընտրության հարցը, որոշել, թե ինչ է ձեռնադրել իրականացնել. թողարկել բաժնետոմսեր, բաց թողնել պարտատոմսեր, բանկից վարկ վերցնել, թե մուրհակներով ներգրավել դրամական միջոցներ:

Այն ձեռնարկությունները, որոնք պլանավորում են նոր թողարկումների իրականացում, պետք է որոշեն՝

- թողարկման ծավալը
- արժեթղթերի տեղաբաշխման պայմանները
- շուկայում տեղաբաշխվող արժեթղթերի թողարկման գինը
- տեղաբաշխվող արժեթղթերի եկամտաբերությունը (պարտքային արժեթղթերի դեպքում):

Արժեթղթերի թողարկման մասին որոշման պատրաստման հարցը ենթադրում է հետևյալ ուղղություններով վերլուծական աշխատանքների իրականացում.

- այն բնագավառի վերլուծություն, որում գործում է ընկերությունը (կամ պատրաստվում է գործել նոր հիմնադրվող ընկերությունը)
- տվյալ բնագավառում ընկերության դիրքի ուսումնասիրում (մրցունակությունը)
- ԲԸ ֆինանսական վիճակի վերլուծություն (ընկերության ֆինանսական հաշվետվության ուսումնասիրում):

Վերը նշված աշխատանքների արդյունքում վճռվում է այն հարցը, արդյոք, ձեռնարկել, թե չձեռնարկել արժեթղթերի թողարկումը: Եթե վճռվում է իրականացնել արժեթղթերի թողարկումը, ապա ձեռնարկվում են հետևյալ քայլերը՝

- ընտրվում է թողարկվող արժեթղթերի տեսակը: Ընդ որում, հաշվի են առնվում՝ հասույթի կայունությունը, ապագայում ունեցած հեռանկարները, փոխառու միջոցների պահանջարկը, շուկայի իրավիճակը և այլն
- նախագծվում է արժեթղթերի թողարկումը, հիմնավորվում է արժեթղթերի թողարկման պահը և մասշտաբները, որոշվում են բաժնետոմսերի հրապարակային թողարկման համար անհրաժեշտ դրամական միջոցները:

Եթե առաջին անգամ է իրականացվում բաժնետոմսերի (պարտատոմսերի) հրապարակային տեղաբաշխում կամ թողարկումը կրկնվում է այն պայմանով, որ այդ արժեթղթերը երկրորդային շուկայում շրջանառության մեջ չեն գտնվում, այսինքն բացակայում է տվյալ ֆինանսական գործիքի շուկայական գինը, ապա անհրաժեշտ է կատարել դրանց արժեքի գնահատում:

Արժեթղթերի թողարկումը նախագծելիս հիմնական խնդիրներից է հանդիսանում թողարկման պատրաստվող լավագույն ներդրումային հատկություններով օժտված արժեթղթի ընտրությունը, որը թույլ է տալիս համադրել մի կողմից թողարկողի շահերը՝ իր գործունեությամբ պայմանավորված, իսկ մյուս կողմից էլ պոտենցիալ ներդրողի շահերը:

Արժեթղթերի թողարկման մասին որոշումը կայացվում է թողարկողի կառավարման այն մարմնի կողմից, որը համաձայն գործող օրենսդրության և կանոնադրության ունի այդ իրավասությունը: Այդ որոշմամբ պետք է հաստատվի ազդագիրը, որոշվի թողարկման հետ կապված միջոցառումների իրականացման կարգը և ժամկետները:

Նախապատրաստական աշխատանքի ընթացքում պետք է կազմվի կարևոր մի փաստաթուղթ՝ արժեթղթերի թողարկման ազդագիր:

Արժեթղթերի թողարկման ազդագրի մշակումը հանդիսանում է թողարկման երկրորդ փուլը:

Այդ փաստաթուղթն առանձնապես կարևոր նշանակություն ունի նոր ստեղծվող բաժնետիրական ընկերության համար կամ արժեթղթերի լրացուցիչ թողարկման դեպքում: *Թողարկման ազդագրի* նկատմամբ նորմատիվ փաստաթղթերով սահմանում են որոշակի պահանջներ:

Ազդագիրը պետք է ներառի ներդրողների պաշտպանության նպատակով Հանձնաժողովի որոշմամբ սահմանված այն տեղեկությունները, որոնք վերաբերում են՝

ա) թողարկողին, նրա հետ փոխկապակցված անձանց, նրա կառավարման համակարգին, մարմիններին և կառավարմանը մասնակցող անձանց, բաժնային արժեթղթերի նշանակալից սեփականատերերին

բ) թողարկողի՝ նախկինում թողարկված արժեթղթերին

գ) թողարկողի ֆինանսական վիճակին

դ) թողարկողի գործունեությանը, նախատեսվող գործունեությանը, տվյալ գործունեության շուկային

ե) թողարկվող արժեթղթերին:

Արժեթղթերի թողարկման երրորդ փուլը՝ արժեթղթերի թողարկման ազդագրի և արժեթղթերի գրանցումն է:

Գործող օրենսդրության համաձայն, արգելվում է ազդագրի միջոցով կամ այլ կերպ արժեթուղթ վաճառել կամ վաճառելու առաջարկ անելը, վաճառքի կամ գնորդին հանձնելու նպատակով արժեթուղթ առաքելը փոստով կամ այլ կերպ, գնորդին հանձնելը կամ փոխանցելն առձեռն, էլեկտրոնային եղանակով կամ այլ կերպ, եթե այդ արժեթղթի գրանցման հայտարարագիրը օրենքով սահմանված կարգով չի գրանցվել ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովում:

Հաշվետու թողարկողների արժեթղթերն ենթակա են գրանցման ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովում՝ սահմանված կարգով ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողով գրանցման հայտարարագիր ներկայացնելու միջոցով: Արժեթղթի գրանցումը կարող է իրականացվել նաև ֆոնդային բորսայում:

Համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի, հաշվետու թողարկող է հանդիսանում արժեթղթի այն թողարկողը, որի՝

ա) ցանկացած արժեթուղթը գրանցված է որևէ ֆոնդային բորսայում.

բ) նույն դասի արժեթուղթը հիսուն և ավելի գրանցված սեփականատեր ունի, և որի զուտ ակտիվները գերազանցում են Հանձնաժողովի կողմից սահմանված մեծությունը:

Թողարկման չորրորդ փուլը Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի հետ ռեեստրի վարման պայմանագրի կնքումն է:

Բոլոր հաշվետու թողարկողները պարտավոր են իրենց արժեթղթերի սեփականատերերի ռեսսորի վարումը հանձնել Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա ԻԿԿ-ին: Այդ նպատակով թողարկողը Դեպոզիտարիայի հետ պետք է կնքի ռեսսորի վարման պայմանագիր:

Թողարկման հիմնգերորդ փուլը թողարկման ազդագրի հրապարակումն է: Ազդագիրը կարող է հրապարակվել թողարկողին հարմար բոլոր եղանակներով, լինի դա տպագիր մամուլ, թե էլեկտրոնային կապի միջոցներով: Ազդագիրը հանրության ուշադրության է ներկայացվում նաև ՀՀ հանձնաժողովի կողմից:

Վեցերորդ փուլը՝ արժեթղթերի իրացումն է, այսինքն՝ առաջին գնորդներին կատարվող վաճառքը: Դա կարող է իրականացնել ինքը՝ թողարկողը, կամ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցը՝ անդերռայթերը: Բաժնետոմսերի իրացման դեպքում, նույն թողարկման բոլոր բաժնետոմսերի իրացման գինը պետք է լինի նույնը:

Արժեթղթերի թողարկման եզրափակիչ փուլը՝ թողարկման արդյունքների մասին հաշվետվություններն են: Հրապարակային տեղաբաշխումն սկսելու պահից յուրաքանչյուր 30-րդ օրվա ավարտից հետո՝ ոչ ուշ, քան 15-րդ օրը, ինչպես նաև տեղաբաշխման ավարտից հետո՝ 30 օրվա ընթացքում, թողարկողը պարտավոր է ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովին ներկայացնել հաշվետվություն՝ տեղաբաշխման ընթացքի և արդյունքների մասին: Հաշվետվությունների ձևը սահմանում է ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովը և պետք է ներառի.

ա) հաշվետու ժամանակաշրջանի սկզբի և ավարտի ամսաթվերը

բ) արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխման գինը և վաճառված արժեթղթերի միջին գինը

գ) վաճառված արժեթղթերի քանակը:

Ըստ էության, բացառությամբ թողարկման մասին որոշման կայացումից, վերը թվարկված բոլոր փուլերը կարող են հանձնարարվել արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված անձին՝ բրոքերին, որը թողարկողի հետ կնքված համապատասխան պայմանագրի հիման վրա կիրականացնի ողջ գործընթացը: Այս դեպքում մասնագիտացված անձը ավելի լավ տիրապետելով շուկային, շատ ավելի արդյունավետ կիրականացնի թողարկման և տեղաբաշխման գործընթացը, քան թողարկողը:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Որո՞նք են արժեթղթերի առաջնային թողարկման փուլերը արժեթղթերի հրապարակային (բաց) տեղաբաշխման դեպքում:
2. Որո՞նք են արժեթղթերի առաջնային թողարկման փուլերը արժեթղթերի փակ (մասնավոր) տեղաբաշխման դեպքում:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել արժեթղթերի թողարկման ընթացակարգը, այդ թվում՝
 - նախապատրաստական փուլը. արժեթուղթ թողարկող ձեռնարկության կողմից ձեռնարկվելիք քայլերը, որոշման ընդունման գործընթացը
 - արժեթղթերի թողարկման ազդագրի մշակումը, դրանում պարունակվող տեղեկությունները
 - արժեթղթերի թողարկման ազդագրի և արժեթղթերի գրանցումը
 - ռեսսորի վարման պայմանագրի կնքումը
 - թողարկման ազդագրի հրապարակումը
 - արժեթղթերի իրացումը
 - թողարկման արդյունքների մասին հաշվետվությունների կազմումը:

ԳԼՈՒԽ 11. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ԵՐԿՐՈՐԴԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱ

11.1. Արժեթղթերի ընդգրկումը շուկայական գործընթացներում

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել արժեթղթերի ընդգրկումը շուկայական գործընթացներում, ներկայացնել զարգացած երկրներում լիստինգի միասնականացված չափանիշները:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բացատրել արժեթղթերի բորսայական գնանշումը
- բացատրել արժեթղթերի լիստինգը
- բացատրել արժեթղթերի ընդգրկումը շուկայական գործընթացներում
- ներկայացնել զարգացած երկրներում լիստինգի միասնականացված չափանիշները:

Ֆոնդային շուկայում առկա են որակական տարբեր հատկություններով օժտված ապրանքներ. կարելի է գնել վստահելի թողարկողի բաժնետոմսեր, որոնք ապահովում են բարձր շահութաբաժիններ, ինչպես նաև հակառակը՝ ձեռք բերել բոլորովին անհայտ մի բան: Որքան բարձր է շուկայի կազմակերպման աստիճանը, այնքան ավելի կոշտ են նրանում շրջանառվող արժեթղթերի որակի նկատմամբ նախատեսվող սահմանափակումները:

Այսպես, բորսայական շուկան, կամ, ինչպես այն անվանում են զարգացած տնտեսությամբ երկրներում, պաշտոնական շուկան, ենթադրում է որակի առավելագույն երաշխիքներ: Որպեսզի արժեթղթերը դառնան բորսայական ապրանք, նրանք պետք է անցնեն մուտքի թույլտվության ընթացակարգը, որն անգլախոս երկրներում, Ռուսաստանում ընդունված է անվանել «լիստինգ», Ֆրանսիայում «ինտրոդուկցիա», Գերմանիայում՝ «մուտքի թույլտվություն», Հայաստանում՝ ցուցակում:

Արտաբորսայական կազմակերպված շուկան նույնպես ունի արժեթղթերը բորսայական առևտրին մասնակցելու թույլտվության իր ստանդարտները, որոնք շուկայի զարգացմանը զուգընթաց ավելի ու ավելի են մոտենում բորսայական շուկայում ընդունված ստանդարտներին:

Իրավիճակն այլ է ռուսական ֆոնդային շուկայում: Բորսաներում հիմնականում շրջանառվում են այնպիսի արժեթղթեր, որոնք չեն անցել լիստինգի սահմանված ընթացակարգը և գրեթե տարբերություն չկա արժեթուղթն ընդգրկվում է բորսայական, թե արտաբորսայական կազմակերպված առևտրի համկարգում:

Ոչ կազմակերպված, «փողոցային», ազատ կամ տարերային շուկան անգամ չի էլ ենթադրում, որ իր մոտ շրջանառվող արժեթղթերը պետք է անցնեն որակի փորձաքննություն:

Բորսայական և արտաբորսայական առևտուրը, ֆոնդային արժեքներով իրականացվող գործարքները, անհնարին է իրականացնել առանց գնանշման, այսինքն, առանձնահատուկ եղանակով կատարվող բորսայական գների ձևավորման, հաշվառման և իրապարակման: Բորսայական գնանշում ասելով հասկանում են բորսայի գնանշումն իրականացնող հանձնաժողովի գործողությունները, որոնք հետապնդում են հետևյալ նպատակները՝

- ֆոնդային բորսա արժեթղթերի մուտքի թույլտվություն՝ նրանցով տարբեր գործարքների իրականացման համար, այն բանից հետո, երբ կատարվել են այդ ֆոնդային գործիքներն առաջարկող կազմակերպության ֆինանսական վիճակի համապատասխան ստուգումներ և ուսումնասիրություններ
- արժեթղթերի փոխարժեքի մեծության որոշում, ինչպես նաև բորսայական տեղեկատու հանդեսներում ֆոնդային արժեքների փոխարժեքների (գների) գրանցում և իրապարակում:

Ամեն մի ընկերության համարել էլ անհրաժեշտություն է նման ծանապարհով համապատասխան բորսայի ցուցակներում գետեղել իր արժեթղթերը, որն անհրաժեշտ նախադրյալ է հանդիսանում նրանով կատարվող առևտրի թույլատրման համար: Երբեմն ֆոնդային բորսաները ոչ միայն թույլ չեն տալիս իրենց ցուցակներում բացակայող ֆոնդային արժեքների շրջանառությունն իրենց տարածքում, այլ նաև ամենախիստ պատժամիջոցներ սահմանելով կտրականապես արգելում են իրենց մոտ գրանցված անդամներին կատարելու որևէ գործարք նման արժեքների հետ, անգամ, եթե դա հաճախորդի նախաձեռնությունն է հանդիսանում: Բորսայական ցուցակներում տեղ չգտած արժեթղթերով կատարվող բոլոր գործարքները ենթակա են քննարկման և կատարման բացառապես մասնավոր կարգով՝ միայն մասնակիցների միջև և բորսայի տարածքից դուրս: Ընդ որում, բորսան պատասխանատվություն չի կրում նման գործարքների հուսալիության և օրինականության համար (քանզի իր իրավասության տակ չեն, և իր կողմից ընդունված կարգերին և կանոններին չեն համապատասխանում):

Արժեթղթերի կոնկրետ տեսակների *լիստինգը* (ցուցակում), այսինքն՝ բորսայական ցուցակներում նրանց հայտնվելու փաստն, ըստ էության, նշանակում է առևտրին նրանց մասնակցության թույլտվություն և նրանց տալիս է այն բոլոր արտոնությունները, որոնցով օժտված է բորսայական առևտրին արդեն մասնակցող ցանկացած այլ արժեթուղթ: Չուտ իրավաբանական տեսանկյունից ոչ մի բաժնետիրական ընկերություն պարտավոր չէ իր բաժնետոմսերը և մյուս արժեթղթերը գետեղել բորսայական ցուցակներում: Նա միայն ունի դրա իրավունքը, որը պարտադիր չէ իրականացման համար: Այնուամենայնիվ, բորսայական առևտուրը դարձել է այնքան գրավիչ և ձեռնտու միջոցառում, որ, որպես կանոն, ընկերությունների մեծ մասը ձգտում են իրենց արժեթղթերը գետեղել որևէ մեկ կամ նույնիսկ մի քանի բորսաներում: Դրա պատճառը որոշակի օգուտներն ու առավելություններն են, որոնք բխում են գործնականում այդ իրավունքի իրացումից:

Լիստինգի և համապատասխանաբար բորսայական առևտրի մասնակցության առավելություններից են. նախառաջ, բարձր շուկայականությունը, այսինքն՝ պիտանի է շուկայում իրացնելու համար, արժեթղթերի իրացվելիության բարձր մակարդակ, ինչպես նաև ակնհայտ օգուտներ նրանց գների հարաբերական կայունությունից: Ֆոնդային արժեքների շրջանառության գործընթացն իրականացվում է բորսայի մշտական հսկողության ներքո և ամփոփակաճորեն կարգավորվում է նրա կողմից, որն այդպիսով պահպանում է իր մոտ կնքված գործարքները տարբեր մեքենայություններից և չարաշահումներից:

Ներդրողը, որը ձեռք է բերում բորսայի գնանշման ցուցակում առկա արժեթուղթ, կարող է համոզված լինել, որ կարող է ճիշտ ժամանակին և հավաստի տեղեկություններ ստանալ թողարկող ընկերության և նրա արժեթղթերի շուկայի մասին: Նա պետք է հնարավորություն ունենա գնահատելու թողարկողի տնտեսական

զարգացման հեռանկարները և արժեթղթերի որակը: Այսպիսով, կարելի է հավաստել, որ ներդրողը, որը որոշել է միջոցներ ներդնել բորսայական ցուցակում առկա ֆոնդային արժեքներում, ինքնաբերաբար ձեռք է բերում ֆոնդային բորսաների կողմից առաջարկվող բոլոր առավելությունները: Սակայն, ֆոնդային բորսան չի երաշխավորում լիստինգն անցած ընկերությունների բաժնետոմսերում կատարված ներդրումների եկամտաբերության համար:

Համանման ձևով, այն ընկերությունները, որոնք լիստինգ են անցնում պաշտոնապես գրանցված բորսաներում, անկասկած իրենց համար օգուտ են քաղում և ձեռք են բերում որոշակի արտոնություններ: Նրանք ներդրողների շրջանում ավելի ճանաչված են դառնում: Որպես կանոն՝ բանկերը, ֆինանսական հաստատությունները և բրոքերները դժկամորեն են համաձայնվում զբաղվել այն ընկերությունների նոր բաժնետոմսերի և այլ արժեթղթերի բաժանորդագրությամբ, որոնք հրաժարվում են զետեղել այդ արժեթղթերը պաշտոնական գրանցում ունեցող թեկուզ մեկ ֆոնդային բորսայի ցուցակներում: Ընկերությունների բաժնետոմսերի գնանշումը բորսայում նրանց թույլ է տալիս շուկայում գրավելու հաստատուն դիրքեր:

Բորսան բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի գոյատևման համակարգ է: Ընկերությունների միաձուլման և միացման դեպքում նրանց ակտիվները գնահատելիս հիմնվում են բաժնետոմսերի շուկայական փոխարժեքի և ոչ թե գրքային, հաշվեկշռային արժեքների վրա, որը նման ընկերություններում, որպես կանոն, ցածր է: Մի շարք երկրներում լիստինգը հիմք է հանդիսանում հարկման ժամանակ ընկերությանը զգալի զեղչեր տրամադրելու համար: Ի վերջո, նման ցուցակներում ընդգրկված ընկերություններն ավելի հեշտ են գրավում բանկերի և ֆինանսական հաստատությունների վստահությունը և տրամադրվածությունը, երբ իրենց մոտ վարկերի և փոխառու միջոցների անհրաժեշտություն է առաջանում, ինչպես նաև, ընկերության համար հեշտանում է ցուցակված բաժնետոմսերի փոխարկվող պարտատոմսերի նոր թողարկումների տեղաբաշխումը: Այսպիսով, լիստինգը շուկայի գոյատևման մի համակարգ է, որը կազմակերպված շուկայի համար ստեղծում է առավելագույն բարենպաստ պայմաններ, թույլ է տալիս հայտնաբերելու առավել հուսալի և որակյալ արժեթղթեր, նպաստում է դրանց իրացվելիության բարձրացմանը:

Մեզանում, լիստինգը դեռևս նշանակալի ազդեցություն չի գործում արժեթղթերի որակի գնահատման վրա՝ ներդրողի տեսանկյունից, և թողարկողի գնահատականի վրա՝ գործընկերոջ տեսանկյունից: Սակայն նորմատիվային փաստաթղթերում ավելի ու ավելի հաճախ են հիշատակվում այն արժեթղթերը, որոնք ունեն շուկայական գնանշում:

Բորսաներն իրենք են սահմանում համապատասխան կանոններ այն թողարկող ընկերությունների համար, որոնք ցանկանում են զետեղել իրենց բաժնետոմսերը բորսայական ցուցակներում: Այս պատճառով յուրաքանչյուր բորսա ունի արժեթղթերի գնանշման թույլտվության իր «տեխնոլոգիան», տարբեր են նաև ընկերություններին ներկայացվող պահանջները, որոնք ցանկանում են, որ իրենց բաժնետոմսերը գնանշվեն տվյալ բորսայում:

Ձարգացած երկրներում լիստինգի չափանիշները հիմնականում միասնականացված են:

Օրինակ. Գերմանիայում գործում է ութ ֆոնդային բորսա: Սակայն, բավական է գերմանական կարևորագույն («ազգային») արժեթուղթ թողարկողն անցնի լիստինգի ընթացակարգը դրանցից թեկուզ մեկում՝ նրա արժեթուղթը կարող է գնանշվել նաև մնացած յոթում:

Բորսային վերաբերող օրենսդրությունը զարգանում է լիստինգի կանոնների խստացման ուղղությամբ՝ ներդրողներին առավել մեծ երաշխիքներ ապահովելու համար: Այս պատճառով, որպեսզի ընկերության բաժնետոմսերն ընդգրկվեն գնանշման, օրինակ Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայում, նա պետք է համապատասխանի մի շարք պահանջների: Դրանց մի մասը վերաբերում է ընկերության գործունեության քանակական ցուցանիշներին. ակտիվների մեծությունը. նվազագույնը՝ 18 մլն դոլար; թույլ զարգացած երկրների համար՝ 12 մլն դոլար; այն երկրների համար, որոնք չունեն ֆոնդային բորսաներ՝ 10 մլն դոլար; շահույթն ըստ վերջին տարվա հաշվեկշռի՝ 2,5 մլն դոլար, վերջին հաշվեկշռային տարվան նախորդող 2 տարիներից յուրաքանչյուրում՝ ոչ պակաս քան 2,5 մլն դոլար (կամ վերջին 3 տարիների ընթացքում ընդհանուր շահույթը՝ ոչ պակաս քան 6,5 մլն դոլար և յուրաքանչյուր տարի պետք է լինի շահույթով); շրջանառության մեջ բաց թողնված բաժնետոմսերի քանակը՝ ոչ պակաս քան 1,1 մլն հատ, 100 և ավելի բաժնետոմսերի սեփականատեր բաժնետերերի թիվը՝ 2 հազար մարդ կամ բաժնետերերի ընդհանուր թիվը՝ 2,2 հազար մարդ: Սակայն սա բավական չէ և ընկերությունը, որը համապատասխանում է բոլոր «քանակական» պահանջներին, ավտոմատաբար կարող է չդասվել այն ֆիրմաների թվին, որոնց բաժնետոմսերը գնանշվում են բորսայում: Բորսան գնահատում է, թե երկրի սահմաններում որքանով է ընկերությունը հայտնի, ինչ տեղ է գրավում նա իր բնագավառում և այլն:

Գերմանիայում, արժեթղթերին բորսայական առևտրին «մուտքի թույլտվություն» տալու ժամանակ, վճռորոշ դեր են խաղում վարկային հաստատությունները: Այս պատճառով թողարկողի հիմնական խնդիրը, որը ցանկանում է անցնել լիստինգի ընթացակարգը, որևէ բանկ գտնելն է, որն իր վրա պետք է վերցնի ընկերության արժեթղթերը բորսայում ներկայացնելու պատասխանատվությունը: Դրանք ունիվերսալ բանկեր են, նրանք իրականացնում են բանկային գործարքներ, ներառյալ արժեթղթերով առևտրի իրականացումը, արժեթղթերի պահպանումը և կառավարումը: Բանկը, զբաղվելով մուտքի թույլտվության փաստաթղթերի պատրաստման աշխատանքներով, իր վրա է վերցնում այդ ընթացակարգի իրականացման ղեկավարումը: Թողարկող ձեռնարկությունը՝ նախքան բորսայում պաշտոնական գնանշումներին իր արժեթղթերի համար մուտքի թույլտվության դիմում ներկայացնելը, պետք է ունենա առնվազն 3 տարվա գործունեություն: Դիմումի հետ պետք է կցվեն առևտրային ռեստորից պաշտոնապես հաստատված քաղվածք, վերջին գրանցված կանոնադրությունը, ինչպես նաև գործունեության երեք տարիների տարեկան հաշվեկշիռները և կատարած վճարումները: Ընկերության սեփական կապիտալը պետք է կազմի ոչ պակաս քան 1.75 մլն եվրո:

Թողարկման ծավալը պետք է հասնի ենթադրվող փոխարժեքին՝ մոտավորապես 1.25 մլն եվրո: Մուտքի թույլտվություն ստանալու համար նախատեսվող բաժնետոմսերի պահանջարկի բավականաչափ մակարդակ ապահովելու համար շուկայում անհրաժեշտ է տեղաբաշխել կանոնադրական կապիտալի գոնե 25%-ը: Շուկայում արժեթղթերը պետք է ազատ շրջանառվեն: Ընդ որում, տվյալ ընկերության կողմից տեղաբաշխվող

յուրաքանչյուր տեսակի և անվանական արժեքի բաժնետոմսը բորսայում պետք է մուտքի թույլտվություն ունենա: Հանձնաժողովը արտաբորսայական կազմակերպված շուկայի, կամ ինչպես այն անվանում են Գերմանիայում՝ կարգավորվող շուկայի, մուտքի թույլտվության պայմանները: Առաջին չափանիշը՝ ընկերության գոյության ժամկետը, նշանակություն չունի, սակայն, եթե բացակայում է ֆինանսական հաշվետվությունը, ապա բանկը ռիսկի չի գնա իրականացնելու համար այդպիսի արժեթղթերի առևտուրը:

Սեփական կապիտալը պետք է կազմի ոչ պակաս քան 250 հազար եվրո, իսկ բաժնետոմսերի բաշխման տոկոսը, այսինքն դրանց տարածումը բաժնետերերի միջև՝ 5-ից ոչ պակաս: Այսպիսով, սա միջին և մանր ձեռնարկությունների բաժնետոմսերի շուկա է, այդ պատճառով առևտրի մուտքի թույլտվության կանոններն այնքան էլ խիստ չեն, բացի դա, մնան ձեռնարկությունները մեկ ընտանիքի սեփականությունն են հանդիսանում, և բանկը՝ հաճախորդների հետ միասին որոշում է, թե բաժնետոմսերի որ մասը պետք է գնանշվի արտաբորսայական կազմակերպված (կարգավորվող) շուկայում:

Բորսաներում ստեղծվում են հատուկ բաժիններ՝ արժեթղթերի ներդրումային հատկությունների մշտական վերլուծության, ինչպես նաև արժեթղթերի տվյալ թողարկումը բնութագրող մեծությունների համապատասխանությունը սահմանված չափանիշներին ստուգելու համար: Հաճախ մնան բաժինը կոչվում է լիստինգի բաժին, որը գուգահեռաբար լուծում է նաև հետևյալ խնդիրները. իրականացնում է թողարկողի դիմումում նշված ցուցանիշների համապատասխանության փորձաքննություն՝ բորսայի կողմից սահմանված ցուցանիշների նկատմամբ, տալիս է իր առաջարկությունները:

Ներդրողների շահերի պաշտպանության նպատակով բորսան կարող է գնանշման ցուցակից ժամանակավորապես կամ ընդմիջտ հանել բաժնետիրական ընկերության արժեթղթերը: Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայում գնանշմանը ընկերությունների բաժնետոմսերի մուտքի թույլտվության գործող կանոններով, նրան իրավունք է վերապահվում ընդհատել ընկերության բաժնետոմսերի գնանշումը կամ այն ընդհանրապես հանել գնանշվողների ցուցակից, եթե առկա են հիմնավոր պատճառներ: Տնօրենների խորհրդի կողմից մնան որոշում կարող է կայացվել «քանակական» բոլոր պահանջներին համապատասխանող ընկերությունների նկատմամբ, որոնք սակայն գտնվում են ոչ նպաստավոր ֆինանսական վիճակում, քանի որ ընկերության սնանկացումը հարվածում է նաև բորսայի հեղինակությանը, որտեղ գնանշվում էին նրա բաժնետոմսերը:

Բորսայում գնանշումը ժամանակավորապես դադարեցվում է երեք ձևով.

- հետաձգվում է առևտրի սկիզբը. եթե բաժնետոմսերի որևէ տեսակի համար ստացվել են անսովոր մեծ թվով առքի կամ վաճառքի պատվերներ, բորսան՝ մինչ առևտուրը սկսելը, կարող է հրամայել թրեյդերներին հավասարակշռել գնման և վաճառքի պատվերները և այդպես որոշել առավել արդարացի գինը
- առևտուրն ընդմիջվում է ցանկացած ժամանակ, որպեսզի հաղորդվի որևէ կարևոր նորություն
- մեկ կամ մի քանի առևտրային շրջանով դադարեցվում է առևտուրը. իրականացվում է, եթե որևէ կարևոր իրադրության պարզաբանման համար ժամանակ է անհրաժեշտ, կամ ընկերության կողմից լիստինգի մասին համաձայնագիրը խախտելու դեպքում, մինչև դրա վերացումը կամ թողարկող ընկերության արժեթղթերի դեֆիսիտի մասին որոշման կայացումը:

Դեֆիսիտը կամ բորսայական ցուցակներից հանելը, կատարվում է, եթե.

- թողարկողը սնանկ է հայտարարվել կամ նրա ֆինանսական վիճակը ճանաչվել է անբավարար
- արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխումը հասնում է անընդունելի փոքր չափերի կամ առկա է արժեթղթերի այլ անհամապատասխանություն՝ լիստինգի նվազագույն պահանջներին
- թողարկող ընկերությունները գրավոր դիմում են ներկայացնում իրենց արժեթղթերը գնանշվողների ցուցակից հանելու համար
- թողարկող ընկերության կողմից արժեթղթերը հետ են կանչվում մարման նպատակով, կամ նորով փոխարկելու համար՝ նրանց տրոհման կամ այլ ընկերության հետ միաձուլվելու դեպքում
- խախտվել է լիստինգի համաձայնագիրը
- սահմանված ժամկետներում չի ներկայացվել տարեկան հաշվետվությունը կամ թողարկող ընկերության կողմից իր մասին լիարժեք տեղեկություններ չի տրվել:

Իրենց արժեթղթերը գնանշող ընկերություններին ներկայացվող պահանջներից մեկն այն է, որ նրանք ներդրողներին պարբերաբար պետք է ներկայացնեն բավականաչափ մեծ ծավալի տեղեկություններ, ինչպես նաև հրապարակեն իրենց ֆինանսատնտեսական գործունեության մասին հաշվետվությունները: Ընկերության ֆինանսական վիճակին վերաբերող տվյալների հրապարակումը կարևոր տեղ է գրավում ինչպես բորսայի կողմից իրականացվող ինքնակարգավորման, այնպես էլ ֆոնդային շուկայի պետական կարգավորման հարցերում:

Ամբողջ աշխարհում ընթանում են բորսայական գործունեության դեմոկրատացման գործընթացներ: Խոշոր բորսաներում կազմակերպվում են երկրորդային և երրորդային բորսայական շուկաներ: Նրանց տարբերությունը՝ լիստինգի ընթացակարգի բացակայությունն է: Գործարքները ձևակերպվում են նույն ձևով: Իրականացվում են ցանկացած ֆոնդային արժեքների գործարքներ, սակայն տվյալ դեպքում ներդրողի համար այն առավել ռիսկային է:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել արժեթղթերի բորսայական գնանշումը:
2. Ո՞րն է արժեթղթերի լիստինգը:
3. Ինչպե՞ս կարելի է ներկայացնել արժեթղթերի ընդգրկումը շուկայական գործընթացներում:
4. Որո՞նք են զարգացած երկրներում լիստինգի միասնականացված չափանիշները:

11.2. Հաճախորդների բրոքերային սպասարկում

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել հաճախորդների բրոքերային սպասարկումը:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագրողը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան

- բացատրել արժեթղթերի գնման և վաճառքի հայտերը (պատվերները)
- բացատրել բրոքերի պարտականությունները
- ներկայացնել հայտերի հանձնման եղանակները
- ներկայացնել հայտի մեջ պարունակվող բրոքերի համար անհրաժեշտ ցուցումները
- դասակարգել և բացատրել հրամանները:

Արժեթղթերով կատարվող առևտրի իրականացման հիմնական պայմանը ֆոնդային շուկայի իրավիճակից կախված նրանց նկատմամբ պահանջարկի և առաջարկի առկայությունն է: Բորսայական, կարգավորվող կամ տարերային շուկաներում առևտրի իրականացումը ենթադրում է առքի և վաճառքի պատվերներն առևտրի մեջ ներգրավելու որոշակի մեխանիզմ:

Բորսայական շուկայում առքի և վաճառքի պատվերների ձևակերպումն իրականացնելու համար մշակված են որոշակի ստանդարտներ: Մասամբ այդ պահանջները վերաբերում են նաև կարգավորվող արտաբորսայական շուկային, երբեմն նրա առանձին ստանդարտները գերազանցում են բորսայական ստանդարտները: Տարերային շուկայում վաճառողը և գնորդը անմիջականորեն ներգրավվում են առևտրի գործընթացում, սրա հետ կապված բացակայում են նրանց պահանջարկի և առաջարկի ձևակերպման ֆորմալ պահանջները: Երբ առևտուրը վարվում է միջնորդի միջոցով (բրոքերի), ապա հաճախորդի հրամանի արդյունավետ կատարման համար անհրաժեշտ է նրանց հստակ ցուցումները:

Արժեթղթերի բորսայական առևտրի տեխնոլոգիան ենթադրում է, որ առկա պահանջարկը՝ բորսայի աշխատանքային կանոնների համաձայն, ձևակերպվում է որպես գնման հայտ (գնման պատվեր), իսկ առաջարկը՝ արժեթղթերի վաճառքի հայտ (վաճառքի պատվեր):

Ժամանակակից ներդրողը հնարավորություն ունի բորսայում գնանշվող արժեթղթերի հետ գործարքների կնքման տարաբնույթ հանձնարարություններ տալու իր բրոքերին: Հայտերը տրվում են կամ բորսայական առևտրի մախթեխին կամ առևտրի ընթացքում:

Հայտի ձևով ձևակերպվող հրամանը հաճախորդի կոնկրետ ցուցումն է, որը բրոքերի միջոցով հասնում է անմիջապես առևտրի իրականացման վայրը: Բրոքերի պարտականությունն է, իրականացնել հայտում նշված բոլոր ցուցումները և բորսայական առևտրի ընթացքում որքան հնարավոր է լավագույնս կատարել հայտը:

Հայտը (պատվերը) կարող են ձևակերպել ցանկացած ֆիզիկական կամ իրավաբանական անձինք (հաճախորդները), որոնք բորսայում տվյալ պատվերը իրականացնելու հնարավորություն ունեցող բրոքերի հետ ունեն պայմանագիր: Սակայն, որպեսզի պատվերն իրականացվի, հաճախորդը պետք է ներկայացնի ձեռք բերվող արժեթղթերի դիմաց վճարման երաշխիքներ: Նման երաշխիքներ կարող են հանդիսանալ. գործարքի գումարին համապատասխան հասարակ մուրհակի տրամադրումը բրոքերին, գործարքի գումարի որոշակի տոկոսի փոխանցումը բրոքերի հաշվի վրա, որը գրավ է հանդիսանում և բրոքերը կարող է այն օգտագործել հաճախորդի կողմից իր պարտականությունները չկատարելու դեպքում, կես տարվա ընթացքում բրոքերին հանձնարարվող գործարքների գումարի որոշակի տոկոսի չափով բրոքերի համար ընթացիկ հաշվի բացում (տնօրինման իրավունքով):

Հնարավոր է նաև բրոքերին տրամադրել գործարքի ողջ գումարի չափով ակրեդիտիվ կամ ապահովագրական պոլիս: Սակայն հաշվառման ամենաարդյունավետ միջոցը, դա բանկային երաշխիքն է, որը պարունակում է բանկի պարտադիր պարտավորությունը՝ բրոքերի առաջին իսկ պահանջի դեպքում, վճարելու հաճախորդի բոլոր պարտքերը: Հաշվարկների նման ձևը հարմար է և բրոքերի և հաճախորդի համար, ինչպես նաև առավելազույնս մոտեցնում է գործարքի կատարման և վճարման ժամանակները: Եթե հաճախորդը բրոքերին է հանձնում արժեթղթերի վաճառքի հանձնարարությամբ հայտ-առաջարկություն, ապա նա միաժամանակ բրոքերին պետք է հանձնի այդ արժեթղթերը կամ համապատասխան պահպանման անդորրագիր (ղեկավարի և գլխավոր հաշվապահի կողմից հաստատված): Այդ անդորրագրով նա պարտավորվում է առաջին իսկ պահանջի դեպքում բրոքերին կամ նրա կողմից լիազորված անձին տրամադրել արժեթղթերը:

Բորսայական հայտերը կարելի է հանձնել տարբեր կերպ. կարելի է օգտվել ցրիչի ծառայությունից, կարելի է փոստով ուղարկել պատվիրված նամակ, ուղարկել հաստատված հեռագիր, օգտագործել հեռատիպ կամ ֆաքս: Եթե առկա է փոխհամաձայնեցված փաստաթուղթ, որը հավաստում է հեռախոսի կամ համակարգչային ցանցերի միջոցով հայտերի ընդունման մասին, ապա հնարավոր է նաև այդ եղանակով բրոքերին փոխանցել տեղեկություններ: Ներդրողը կարող է հանձնարարել բրոքերին ոչ միայն գնելու իր տեսանկյունից առավել նախընտրելի թողարկողի որևէ արժեթուղթ, մի այլ հայտում նաև վերապահել պայմաններ, որոնց դեպքում պետք է կատարվի գործարքը: Այդ պատճառով հայտի տեքստը պետք է պարունակի բրոքերի համար անհրաժեշտ բոլոր տեղեկությունները:

Հրամանը հաջողությամբ կատարելու համար հայտը պետք է պարունակի անհրաժեշտ ցուցումների հինգ խումբ՝

1. Պետք է որոշվի հայտի տեսակը, որը ցույց է տալիս՝ հաճախորդը գործարքում վաճառող է հանդիսանում, թե գնորդ (պատվեր կամ առաջարկություն), որված լինի պայմանագրի համարը, բրոքերի կողմ, արժեթղթի տեսակը և ճշգրիտ անվանումը, որը նշված է փոխարժեքների տեղեկատուի մեջ: Բացի դրանից, եթե արժեթղթերը գնանշվում են ըստ սերիաների, ինչպես օրինակ «Պետական կարծաժամկետ պարտատոմսերը», ապա հարկավոր է նշել նաև սերիան: Եթե բաժնետոմսի հայտ է տրվում, ապա պետք է ճշտել նրա տեսակը, օրինակ հասարակ և արտոնյալ բաժնետոմս: Եթե թողարկողն ունի պարտատոմսի մի քանի թողարկումներ, ապա անպայման ճշտվում է հայտում նշված արժեթղթի թողարկման տարեթիվը: Այս բոլոր կարգադրությունները պատահականորեն չեն միավորվել: Աշխարհի առաջատար ֆոնդային բորսաներում կատարվող կանխիկ՝ «սփոթ», գործարքների ընդհանուր կանոնի համաձայն, բորսայական հայտն ուժի մեջ է մնում բորսայական բոլոր սակարկություններում՝ հայտի տրման ամսվա ընթացքում: Ընթացիկ ամսվա

բորսայական վերջին առևտրային օրվանից հետո այն կորցնում է իր ուժը: Եթե բրոքերը ստացել է «կոնտինգենտային» (առավելաբանակային) պատվեր, ապա նա միաժամանակ պետք է գնի արժեթղթեր և վաճառի այլ ֆոնդային արժեքներ:

2. Պետք է նշված լինի արժեթղթերի քանակը, այսինքն որոշված լինի հայտի ծավալը: Ըստ գոյություն ունեցող հրամանների դասակարգման, կան հրամաններ, որոնցում նշված է լոտը (lot round)՝ արժեթղթերի այն բաժինը, որը հանդիսանում է գործարքի միավորը, սովորաբար դա 100 հատ բաժնետոմս է, կամ ոչ ամբողջական լոտ (odd lot)՝ գործարքի միավորից պակաս թվով բաժնետոմսերի ցանկացած քանակ, օրինակ 100 հատից պակաս թվով բաժնետոմս կամ բաժնետոմսերի ոչ ստանդարտ քանակի գնման հրաման: Բորսայում լոտի կոնկրետ մեծությունն էլ հենց ընդունված է անվանել առևտրային չափի միավոր (фасовка);

3. Յուրաքանչյուր հայտում պետք է նշվի նրա կատարման ժամկետը. բորսայի ընթացիկ նստաշրջանը, ժամկետների փոփոխումը, այդ ժամկետների երկարաձգման պայմանները և գործարքի տեսակը (կանխիկ գործարք՝ «սփոթ», ժամկետային գործարք՝ «ֆորվարդ»; «քոլ» կամ «փութ» օպցիոն):

Սակայն հաճախորդը միշտ էլ կարող է փոխել հայտի գործողության ժամկետը: Դիտարկելով հրամանների դասակարգումն ըստ հայտի գործողության ժամկետի, կարելի է առանձնացնել հետևյալը.

- կարգադրություն, որը գործում է մեկ օր (day order)
- հայտ, որը գործում է մեկ շաբաթ
- հրաման, որը գործում է մինչև հրամանի կատարման կամ ժամկետը լրանալու պահը (good till cancelled GTC)՝ բաց հրաման:

Հայտը, որը ենթակա է կատարման ներկայացման օրվա ընթացքում, աշխարհում ընդունված է համարել ցերեկային: Պատվերները, որոնցում ժամկետները նշված չեն, համարվում են ցերեկային: Ի տարբերություն ցերեկային պատվերների բաց պատվերն ուժի մեջ է մնում մինչև որ այն կատարվում է կամ չեղյալ է հայտարարվում: Բրոքերները սովորաբար նման պատվերների ժամկետները սահմանում են՝ տասներեք, վաթսու կամ իննսու օր, այնուհետև իրենց հաճախորդներից պարզում են այդ ժամկետները երկարաձգելու մասին: «Փակման պահին» ձևակերպումով հրամանները կարող են տրվել աշխատանքային օրվա ցանկացած պահին, բայց կարող են կատարվել բորսայի փակվելուն մոտ ժամանակահատվածի այն պահին, երբ դա թույլ են տալիս գործարքի պայմանները: Հրամանը, որը կատարվում է բացվելու պահին, պետք է տրվի բորսան բացվելուց հետո մի քանի րոպեի ընթացքում և հասցնի գրանցվել բորսայական առևտրի համակարգում՝ մինչև ամրագրված որոշակի ժամի դրությամբ: Որոշ բորսաներում բաժնետոմսերի ձեռք բերման հայտերը, որոնք կապված են կանոնադրական կապիտալի մեծացման դեպքում բաժնետերերի կողմից բաժնետոմսերի ձեռք բերման առաջնահերթության իրավունքի իրականացման հետ, սովորաբար ուժի մեջ են մնում բաժնետոմսերի բաժանորդագրության ողջ ժամանակահատվածի ընթացքում:

Եթե գործարքը ժամկետային է, ապա սովորաբար հայտը մնում է ուժի մեջ մինչև գործարքի ընթացիկ լուծումը, այսինքն ընթացիկ հաշվարկումը, եթե գործարքի մասնակիցը չի սահմանափակել իր ներկայացրած հայտի գործողության ժամկետը: Որոշ բորսաներում գոյություն ունեն բացառություններ, օրինակ, առաջին և վերջին փոխարժեքով առքուվաճառքի հայտերն ուժի մեջ են միայն բորսայի մեկ նստաշրջանի ընթացքում:

4. Յուրաքանչյուր հայտի կարևոր պայմաններից է հանդիսանում գնի մակարդակը:

Հրամանները դասակարգվում են ըստ հետևյալ տեսակների.

- շուկայական հրաման (market order)
- սահմանափակված պայմաններով հրաման (limit order)
- կանգ-պատվեր (stop order):

Ֆոնդային շուկայում հաճախորդի կոնկրետ ռազմավարությունն արտացոլվում է նրա կողմից տրված հրամաններով:

Եթե հաճախորդը բրոքերին հանձնարարում է գնել կամ վաճառել որոշակի թվով արժեթղթեր ընթացիկ շուկայական փոխարժեքով, գնել կամ վաճառել որոշակի գումարի որոշակի արժեթղթեր ըստ բրոքերի հայեցողության, կամ բրոքերին իրավունք է տալիս գործելու հաճախորդի կողմից սահմանած գումարի սահմաններում՝ նրան թողնելով արժեթղթերի, նրանց քանակի ընտրությունը, գործարքի ուղղվածությունը, գինը ըստ բրոքերի հայեցողության, ապա բրոքերն իրավունք ունի վերցնելու շուկայում առկա գինը, այսինքն կատարելու տվյալ հայտը որպես շուկայական հայտ: Եթե հաճախորդը ներդրումային նպատակներով է ցանկանում գնել արժեթուղթ, այսինքն կապիտալը մեծացնում է երկարատև ժամանակահատվածի ընթացքում, ապա ընթացիկ գինը չի կարող հանդիսանալ էական գործոն և տրվում է շուկայական հրաման:

Ամեն դեպքում բրոքերը ջանում է ստանալ հնարավոր լավագույն գինը: Ընդ որում, բրոքերն իրավունք ունի այն հայտերը, որոնք տրվել են մինչև բորսայի բացվելը, ամբողջությամբ կատարել ըստ առաջին գնանշվող փոխարժեքի, իսկ բորսայի նստաշրջանի ընթացքում տրված հայտերը՝ ընդունման պահից սկսած՝ հաշվի առնելով շուկայի հնարավորությունները: Բոլոր պատվերները, որոնցում գինը նշված չէ, համարվում են շուկայական, միևնույն ժամանակ հաճախորդը, որն ունի կարճաժամկետ նպատակներ և ցանկանում է արժեթղթերի վերավաճառքից եկամուտ ստանալ, սահմանում է գնային չափաբաժին, այսինքն, այնպիսի գին, որով պետք է կատարվի գործարքը, եթե բրոքերը չկարողանան ստանալ ավելի լավ գին: Այդ դեպքում նա առաջարկում է բրոքերին արժեթղթերը գնել ամրագրված փոխարժեքով կամ նրանից ցածր գնով կամ էլ արժեթղթերը վաճառել ամրագրված փոխարժեքով կամ նրանից բարձր գնով: Քիչ հավանական է, որ նման պատվերները կկատարվեն անմիջապես բորսա ընդունվելուց հետո, այդ պատճառով դրանք գրանցվում են «Պատվերների չափաբաժիններ» գրքում:

Եթե գնանշվող փոխարժեքը բարձր է հայտում սահմանված չափաբաժնից՝ վաճառքի դեպքում, և ցածր է՝ առքի դեպքում, ապա պատվերներն իրականացվում են և հաճախորդի համար արժեթղթերով առևտուրը կատարվում է անընդհատ: Սակայն չափաբաժնով պատվերը թույլ է տալիս դադարեցնել արժեթղթերով առևտուրը հաճախորդի համար՝ հենց որ դրանց գինը դուրս է գալիս որոշակի սահմաններից: Հաճախորդը նման քայլի է գնում գնի նվազեցումից հնարավոր կորուստների կրճատման նպատակով, նա ցանկանում է, որ բրոքերն այնքան ժամանակ վաճառի իր բաժնետոմսերը, մինչև որ դրանց գինն իջնի և հասնի չափաբաժնով

պատվերում սահմանված մեծությամբ: Ընդհակառակը, եթե բաժնետոմսի գինն աճում է, իսկ ներդրողը ցանկանում է ձեռք բերել այդ արժեթղթերը, ապա նրա բրոքերը դրանք գնում է այն պահին, երբ արժեթղթի փոխարժեքը համընկնում է «չափաբաժին-գին», որի դեպքում հաճախորդը խնդրել էր դադարեցնել արժեթղթերի առքը:

«Կանգ-պատվերի» (անունը ստացել է «stop loss»՝ սահմանափակ կորուստներ, արտահայտությունից), առանձնահատկություններից մեկն էլ այն է, որ դա կարելի է օգտագործել հնարավոր կորուստները կամ «թղթային շահույթի» հնարավոր կրճատումը հեջավորելու համար: Արժեթղթերի հետ աշխատանքի կանոններից մեկը սահմանում է, որ չի կարելի արժեթղթերը գնել ամենաբարձր փոխարժեքի դեպքում և վաճառել՝ ամենացածրի դեպքում: «Կանգ-պատվերի» օգնությամբ, կամ ինչպես նաև այն անվանում են, սահմանագծային (շեմքի) հանձնարարություն, հաճախորդը սահմանում է իր համար ընդունելի սահմանները. նվազագույն մակարդակը՝ վաճառքի դեպքում և առավելագույնը՝ առքի դեպքում: Օրինակ, եթե հաճախորդը գնել է բաժնետոմսեր 90 միավորով, հույս ունենալով դրանք վաճառել ավելի բարձր գնով, սակայն հակառակ իր կանխատեսումների, բաժնետոմսի փոխարժեքը նվազում է, ապա նրա բրոքերը կունենան վաճառքի «ստույգ գին», որը հավասար է 88 միավորի: Այսպիսով, հաճախորդը գիտի, որ փոխարժեքի անկման դեպքում իր առավելագույն կորուստները 2 միավորից ավելի չեն կազմի:

Արժեթղթի վաճառքի «կանգ-պատվեր» հայտը վեր է ածվում շուկայական հայտի այն պահին, երբ այն վաճառվում է գնանշվող փոխարժեքով, որն ավելի ցածր է կամ հավասար է «կանգ-պատվերի» գնին:

Եթե սպեկուլյանտն իրականացնում է ժամկետային գործարք, ակնկալելով փոխարժեքի նվազում, և ունի պայմանագիր, ըստ որի ամսվա վերջում պետք է առաքի արժեթղթերը՝ 80 միավոր արժեքով, իսկ փոխարժեքն անսպասելիորեն բարձրացել է, ապա նրա բրոքերը կունենան առքի «կանգ-գին», որը հավասար է 82 միավորի: Այսպիսով, նա սահմանափակում է իր կորուստները 2 միավորի չափով:

Համանման ձևով «կանգ-պատվերը» կիրառվում է շահույթից հնարավոր կորուստները կրճատելու դեպքում: Ներդրողը, ունենալով որոշ «թղթային շահույթ», որը չի ցանկանում վերածել կանխիկի, մասնավորապես այն պատճառով, որ ակնկալում է փոխարժեքի աճ, միաժամանակ ապահովագրում է իրեն դրա կորստից: Փոխարժեքի անկման դեպքում նրա բրոքերը հանձնարարություն ունի բաժնետոմսերը վաճառելու, երբ փոխարժեքը հասնի սահմանագծային (շեմքի) մեծությանը:

Օրինակ, ներդրողն արժեթղթեր է ձեռք բերել 60 միավորով, իսկ այս պահին բորսայական փոխարժեքը կազմում է 70 միավոր և հույս կա, որ փոխարժեքն աճելու է, «թղթային շահույթը» կազմում է 10 միավոր: Սակայն, եթե փոխարժեքն ընկնի մինչև 68 միավոր, բրոքերը կվաճառի արժեթղթերը, այսպիսով «չստացված շահույթը» չի գերազանցի 2 միավորը:

5. Հետևաբար, հաճախորդի ներդրումային նպատակները միշտ էլ կոնկրետ են, սակայն, կատարելով պարզապես շուկայական կամ չափաբաժնով հրաման, բրոքերը չի կարող դրանք հաշվի առնել ամբողջությամբ: Այս պատճառով գոյություն ունի հրամանների դասակարգման հինգերորդ տեսակը, ըստ կոնկրետ կարգադրությունների (կամ հատուկ վավերապայմաններով).

- սեփական ընտրությամբ հրաման
- «կապակցված պատվեր»
- «լավագույն հրաման»
- հրաման՝ կատարել ըստ հնարավորության, մնացածը չեղյալ համարել և կատարել կամ չեղյալ համարել

- չնվազեցնել, չբարձրացնել
- հրաման «կամ - կամ»
- հրաման «հաջորդելով», «սկզբից ..., այնուհետև ...»
- «լրիվ կամ ոչինչ»
- հրաման՝ «կընդունեն ցանկացած ձևով»
- հրաման՝ «ուշադրություն դարձնել»:

Սեփական ընտրությամբ հրամանը տրվում է այն դեպքում, եթե բրոքերի և հաճախորդի միջև առկա է փոխվստահություն և հաճախորդը վստահում է ֆոնդային շուկայի իրավիճակի մասին բրոքերի ունեցած գիտելիքների: Նրա հայտի մեջ կարող է նշված լինել.

- գնել որոշակի բաժնետոմսեր սահմանված գումարի չափով՝ ըստ բրոքերի հայեցողության
- վաճառել որոշակի բաժնետոմսեր՝ ըստ բրոքերի հայեցողության:

Հաճախորդը կարող է փոխանցել «դիսկրետ հանձնարարություն», որը բրոքերին հնարավորություն է տալիս գործելու որոշակի գումարի սահմաններում: Ըստ որում, վերջին դեպքում արժեթղթի և նրա քանակի ընտրությունը, գործարքի և գնի ուղղվածությունը, կատարման ժամանակը ընտրում է բրոքերը: Նման պատվերը փաստորեն նշանակում է, որ բրոքերը լիազորվում է կայացնելու բոլոր ներդրումային որոշումները: Անսահմանափակ լիազորվածությունը պահանջում է, որ բրոքերն ունենան բարձր որակավորում և անթերի հեղինակություն:

Իր նշանակությամբ դիսկրետ հանձնարարությունը շատ նման է «կապակցված պատվերին»: Այն ենթադրում է, որ մեկ բորսայական առևտրային օրվա (սեսիա) ընթացքում արժեթղթերի թե վաճառքի և թե գնման դեպքում, բրոքերը հաճախորդի համար կարող է կատարել մի շարք գործարքներ: Երբեմն հաճախորդը նշանակում է առքի և վաճառքի փոխարժեքների միջև անհրաժեշտ տարբերությունը:

Այլ տեսակի հրամանները սահմանափակում են բրոքերի լիազորությունները և, ըստ էության, նրանից պահանջում են ֆոնդային շուկայի տվյալ պահի իրավիճակի մասին իմացություն՝ գործարքի կատարման ժամանակ և փոխարժեքը հաջողությամբ որոշելու համար:

«Լավագույն հրամանը» (better order) բրոքերին պարտավորեցնում է մշտապես ձգտելու ստանալ ավելի լավ գին, քան սահմանափակումով հրամանի գինն է: Հրամանը, որը գնահատվել է որպես «լավագույն», ցույց է տալիս, որ սահմանափակումով հրամանի գինը շուկայականից բարձր է (առքի դեպքում) կամ ցածր է (վաճառքի դեպքում):

Եթե բրոքերը ստացել է հրաման՝ կատարել ըստ հնարավորության, մնացածը չեղյալ համարել (immediate or cancelled - IOC), ապա հրամանն անհապաղ կատարվում է՝ կամ ամբողջությամբ կամ մասամբ, իսկ չկատարված մասը չեղյալ է հայտարարվում: Հնարավոր է առավել խիստ ձևակերպված հրաման՝ կատարել կամ չեղյալ համարել (fill or kill): Այս հրամանը ստանալուն պես այն կատարվում է անհապաղ և ամբողջությամբ, հակառակ դեպքում այն պետք է չեղյալ հայտարարվի:

«Զնվազեցնել» հրամանը (do not reduce) պարունակում է ցուցում այն մասին, որ ըստ հրամանի սահմանափակումները չիջեցվեն դիվիդենդի գումարի չափով, եթե արժեթղթերի հետ կատարվում են առանց դիվիդենդների կանխիկ վճարման գործարքներ: «Զնվազեցնել» հրամանը կիրառվում է միայն սովորական կանխիկ դիվիդենդների նկատմամբ:

«Զբարձրացնել» հրամանը սահմանվում է որպես՝ գնման սահմանափակ հրաման, վաճառքի կանգ-հրաման կամ վաճառքի կանգ-սահմանափակ հրաման, որը չպետք է բարձրացվի բաժնետոմսերի գումարից, որոնք գնվում են առանց դիվիդենդների:

Հաճախորդին իրավունք է տրվում մեկ գործարքի կնքումը կախվածության մեջ դնել մեկ ուրիշ գործարքը կնքելուց կամ չկնքելուց: «Կամ՝ կամ» հրամանը ենթադրում է, որ գործարքներից մեկի կնքումը ինքնաբերաբար վերացնում է մնացած բոլոր պատվերները: «Հաջորդելով» հրամանը նշանակում է, որ որոշ արժեթղթերի վաճառքից ստացված հասույթը կարելի է օգտագործել այլ արժեթղթեր գնելու համար: Իր նշանակությամբ այս հրամանին նման է «սկզբից ..., այնուհետև ...» հրամանը, որի ձևակերպումը սակայն մի քիչ այլ է. նրա կատարումը նույնպես ենթադրում է արժեթղթերի առք և վաճառք, սակայն բրոքերի համար նշելով կատարման պարտադիր հաջորդականությունը, այն է, արժեթղթերը «սկզբից» վաճառել, «այնուհետև» գնել կամ հակառակը: Օրինակ, հաճախորդը կարող է ցանկանալ «սկզբից» կատարել վաճառք, որպեսզի ունենա դրամական միջոց արժեթղթերով առևտուր կատարելու համար, «այնուհետև» գնել: «Լրիվ կամ ոչինչ» հրամանը նշանակում է, որ, նախքան հաճախորդի կողմից հայտը կատարելու մասին իր համաձայնությունը ստանալը, բրոքերը պարտավոր է գնել կամ վաճառել պատվերի մեջ նշված բոլոր բաժնետոմսերը: «Կընդունեն ջանկացած ձևով» հրամանը ենթադրում է, որ հաճախորդը կընդունի իր կողմից ներկայացված հայտում նշված արժեթղթերը ցանկացած քանակությամբ, ընդհուպ պատվիրված առավելագույն քանակությունը:

«Ուշադրություն դարձնել» հրամանով հաճախորդը ցուցում է տալիս բրոքերին ուշադրություն դարձնել գործարքի կարևորության վրա: Հիմնվելով բրոքերի փորձի և կարծիքի վրա, հաճախորդը, մինչև նույն ժամանակ, բրոքերին օգնում է կողմնորոշվելու, թե ներկայացված հայտերից որոնք են առավել կարևոր:

Առևտրի նախնական փուլը, որը մասնագիտական լեզվով կոչվում է «որակյալ հայտերով խաղ», դա հայտերի գրանցման (ընդունման) ժամանակահատվածն է: Այդ ընթացքում բրոքերը վերլուծում է շուկայում ծավալվող իրավիճակը, նայում է տրված բոլոր պատվերները, նրանցում կատարում է ցանկացած բնութագրող մեծության իր կարծիքով անհրաժեշտ շտկումներ, ճշգրտում է բաց հրամանների կազմը: Սակայն հարկ է նշել, որ արժեթղթերի առուվաճառքի հայտերի ձևավորումն իրականացվում է բրոքերի կողմից՝ հաճախորդի պատվերների հիման վրա: Տրված հանձնարարությունների և ներկայացված հայտերի համապատասխանության ողջ պատասխանատվությունը դրվում է բրոքերի վրա:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Որո՞նք են բրոքերին ներկայացվող արժեթղթերի գնման և վաճառքի հայտերը (պատվերները):
2. Ինչպե՞ս կարելի է ձևակերպել հայտը:
3. Որո՞նք են բրոքերի պարտականությունները:
4. Որո՞նք են հայտերի հանձնման եղանակները:
5. Որո՞նք են հայտի մեջ պարունակվող բրոքերի համար անհրաժեշտ ցուցումները:
6. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել և բացատրել հրամանները՝ ըստ հայտի գործողության ժամկետի:
7. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել և բնութագրել շուկայական, սահմանափակված պայմաններով հրամանները և կանգ-պատվերը:
8. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել և բնութագրել սեփական ընտրությամբ հրամանը, «փոխկապակցված պատվերը» և «լավագույն հրամանը» և մյուս հրամանները:

11.3. Առևտրի կազմակերպումը բորսայական և արտաբորսայական շուկաներում

Թեմայի նպատակն է՝ բացատրել արժեթղթերի առևտրի կազմակերպումը բորսայական և արտաբորսայական շուկաներում:

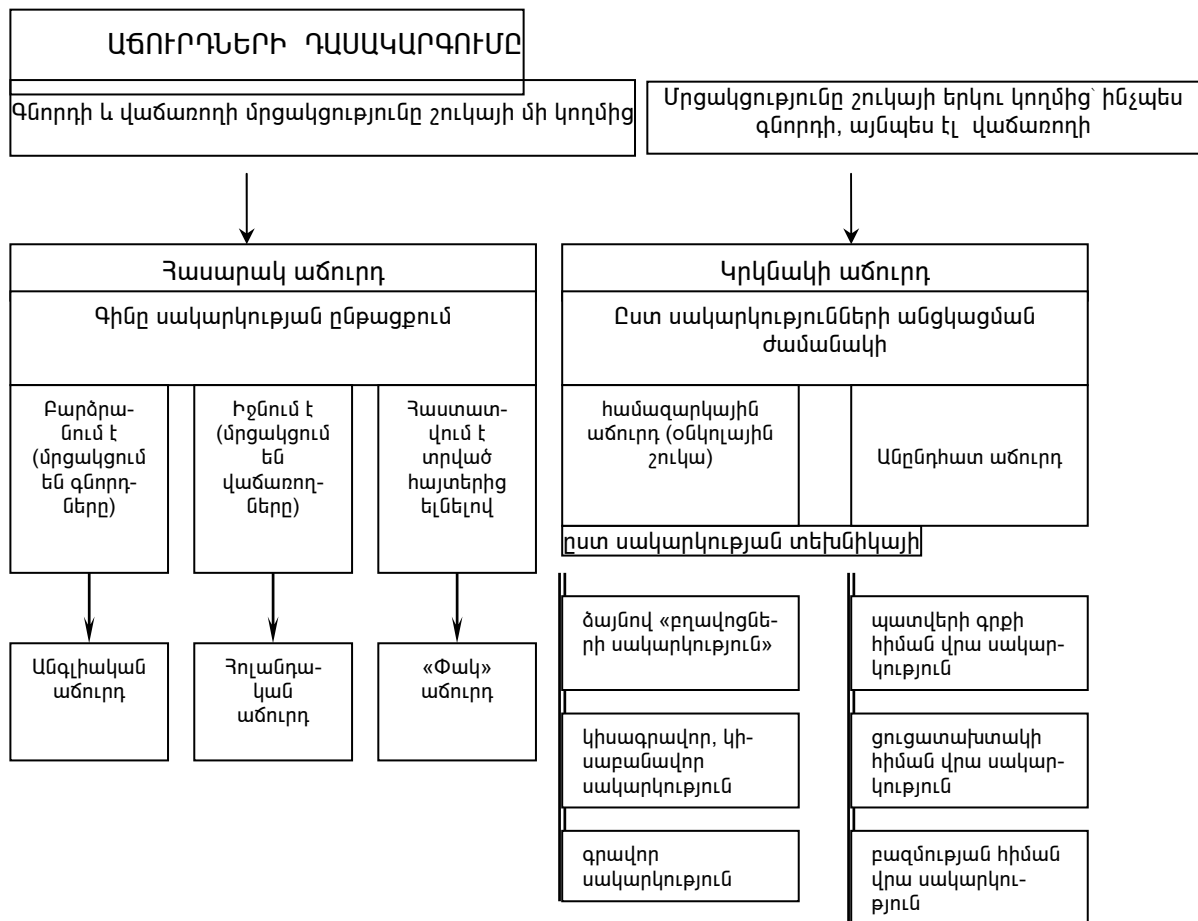
Ուսակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բնութագրել բորսայական առևտուրը
- տալ ածուրդների դասակարգումը
- բացատրել ածուրդի առանձին տեսակները
- բացատրել գործակալական և դիլերային շուկաները
- բնութագրել էլեկտրոնային առևտուրը և ներկայացնել դրա առանձնահատկությունները
- բացատրել զնանշումը էլեկտրոնային առևտրի ժամանակ:

Բորսայական առևտուր: Բորսայական սեփայի ընթացքում բորսայական առևտրի կազմակերպումը նշանակալի ազդեցություն ունի բորսայական շուկայի իրացվելիության և կայունության վրա: Կախված ֆոնդային շուկայի իրավիճակից՝ նրա խորությունից, լայնությունից և դիմադրողականության մակարդակից, բորսայական առևտուրը կարող է կազմակերպվել տարբեր ձևերով: Որքան մեծ է արժեթղթերի նկատմամբ պահանջարկի և առաջարկի ծավալը, այնքան շուկան լայն է, որքան խոշոր է ներդրողների հայտերի ծավալը և կենտրոնացված է պահանջարկը և առաջարկը, այնքան խորն է երկրորդային շուկան: Դիմադրողականությունը կապված է գների միջակայքի հետ, որում շուկայի մասնակիցները պատրաստ են գնել կամ վաճառել արժեթղթերը: Եթե փոփոխվում են շուկայի գործունեության պայմանները, խզում կա առաջարկի և պահանջարկի միջև և գնի վրա կարող են ազդել բազմաթիվ գործոններ, ապա բորսայական առևտուրը կազմակերպվում է ածուրդի ձևով (նկար 46-ում ներկայացված է *ածուրդների* դասակարգումը):

Առաջարկի և պահանջարկի ոչ մեծ ծավալի դեպքում առևտուրը կազմակերպվում է *հասարակ ածուրդի* ձևով: Նման ածուրդը կարող է կազմակերպվել կամ վաճառողը, որը ստանում է գնորդների առաջարկությունները (վաճառողի ածուրդ), կամ գնորդը, որը փնտրում է շահավետ առաջարկություն մի շարք պոտենցիալ վաճառողների կողմից (գնորդի ածուրդ):

Ռուսաստանում բորսայական առևտուրը վերածնվեց, սկսելով որպես վաճառողների հասարակ ածուրդ՝ *անգլիական ածուրդի* նմանությամբ, երբ վաճառողները, մինչև առևտրային հավաքը սկսելը, տալիս են ֆոնդային արժեքների վաճառքի իրենց հայտերը՝ սկզբնական գնով: Դրանք գետեղվում են բորսայական առևտրի մասնակիցներին բաժանվող զնանշման տեղեկատվություն: Ածուրդի ընթացքում, եթե առկա է գնորդների մրցակցություն, զինը հետևողականորեն, քայլ առ քայլ բարձրացվում է (սակարկության քայլի մեծությունը որոշվում է մինչև առևտրի սկսվելը), մինչև մնա միայն մեկ գնորդ և արժեթղթերը վաճառվում են առաջարկվող ամենաբարձր գնով:



Նկար 46. Ածուրդների դասակարգումը

Հնարավոր է նաև *հոլանդական աճուրդ*, որի դեպքում վաճառողի սկզբնական գինը մեծ է և առևտուրը վարողը հաջորդաբար առաջարկում է բոլոր ավելի ցածր առաջարկությունները, մինչև ընդունվում է նրանցից որևէ մեկը: Այդ դեպքում արժեթղթերը վաճառվում են առաջին գնորդին ուն այդ փոխարժեքը բավարարում է:

Փակ, կամ ինչպես այն նաև անվանում են *հեռակա աճուրդի* ժամանակ բոլոր գնորդները միաժամանակ կատարում են իրենց առաջարկությունները և արժեթղթերը ձեռք է բերում ամենաբարձր առաջարկություն կատարած գնորդը:

Դժվար չէ նկատել, որ հասարակ աճուրդը ենթադրում է մրցակցություն կամ գնորդների միջև (ֆոնդային արժեքների ավելցուկի և վճարունակ պահանջարկի սղության դեպքում), կամ վաճառողների միջև (վճարունակ պահանջարկի ավելցուկի և արժեթղթեր վաճառողների մոնոպոլիայի դեպքում): Այս գործոնների բացակայության դեպքում, ինչպես նաև ֆոնդային շուկայի բավարար խորության և լայնության դեպքում առավել արդյունավետ է *կրկնակի աճուրդների* համակարգը: Այն ենթադրում է մրցակցության առկայություն գնորդների միջև և վաճառողների միջև: Կրկնակի աճուրդը, որպես բորսայական առևտրի կազմակերպման ձև, առավել լիովին է համապատասխանում ֆոնդային շուկայի բնույթին: Իր հերթին, գոյություն ունի երկու տեսակի կրկնակի աճուրդ՝ *օնկոլային շուկան* է և *անընդհատ աճուրդը*:

Արժեթղթերի շուկայի վիճակը, առանձնապես նրա իրացվելիությունը, կանխորոշում է, թե կրկնակի աճուրդի որ ձևը պետք է ընտրել: Եթե շուկայում գործարքը հազվադեպ է իրականացվում, ապա գնորդի և վաճառողի գների միջև սովորաբար առկա է լինում մեծ տարբերություն (մեծ սփռել): Եթե գործարքից գործարք գների տատանումները մեծանում են և դա կանոնավոր բնույթ է կրում, ապա նման շուկան չի կարելի անվանել իրացվելի և բորսայական առևտուրը փաստորեն չի կարող կազմակերպվել անընդհատ աճուրդի ձևով: Առավել ընդունելի է բորսայական առևտրի կազմակերպումը օնկոլային շուկայի ձևով (հազվադեպ քայլով):

Աճուրդի անցկացման տեխնիկայի տեսանկյունից, այն կարող է լինել ձայնային կամ բանավոր: Ընդ որում, բորսայական միջնորդները հավաքվում են իրենց պորտֆելում եղած հաճախորդների հայտերը բանավոր ձևով իրար հետ համադրելու համար: Սա կատարվում է առջի և վաճառքի հայտերի միջև հավասարակշռություն հաստատելու նպատակով. միևնույն բնութագրիչներով վաճառքի հայտերը կատարվում են առևտրի ընթացքում: Ձայնային շուկաներում տիրող աղմկոտ միջավայրում առանց որոշակի նշանների (ժեստերի) կիրառման դժվար է կողմնորոշվել: Այդ ժեստերը մշակվել են բորսայական աճուրդների ընթացքում: Օրինակ, «բացականչությունների աճուրդը» ունի բավականաչափ խոր պատմական արմատներ: ԱՄՆ Դաշնային կառավարությունը՝ անկախության համար մղված պատերազմի հետ կապված իր պարտքը վերաֆինանսավորելու նպատակով, 1790թ. թողարկեց 80 մլն. դոլարի պարտատոմսեր: Սպեկուլյանտների շրջանում պարտատոմսերը մեծ հետաքրքրություն առաջ բերեցին և շուտով սրճարաններում և գրասենյակներում կատարվող ոչ պաշտոնական առևտուրն իր տեղը գիշեց Ուոլ Սթրիթում կեսօրին կանոնավոր կերպով կազմակերպվող աճուրդներին: Աճուրդը վարող անձը՝ հավաքվածներով շրջապատված, ըստ կարգի մեկը մյուսի հետևից բացականչում էր առանձին արժեթղթերի անվանումները: Թողարկումը հայտարարելուց հետո աճուրդի մասնակիցները բացականչում էին իրենց առաջարկությունները. ոմանք ասում էին այն գինը, որով նրանք պատրաստ էին գնել արժեթղթերը («գնորդի գին»՝ bid price), մյուսները՝ որով համաձայն էին վաճառել («վաճառողի գին»՝ ask price, offer):

Այսպիսով, դժվար չէ նկատել, որ օնկոլային շուկային համապատասխանում է այնպիսի ժամանակավոր գոյած, ինչպիսին *համազարկային աճուրդն* է: Պատվերները կատարվում են կամ բանավոր կամ գրավոր, կամ առևտուրը կազմակերպվում է կիսագրավոր, կիսաբանավոր ձևով: Բանավոր պատվերների ժամանակ բորսայի կողմից լիազորված անձը աճուրդը վարում է սկսելով նախորդ օրվա վերջին գործարքի գնից: Հայտերի ընդունման հետ միասին, նա բարձրացնում կամ իջեցնում է գինը մինչև որ առավել հավասարակշռված վիճակ է ստեղծվում պահանջարկի ու առաջարկի միջև, այսպիսով նա առավելագույն չափի է հասցնում շրջանառությունը: Ընդ որում, բոլորը կարող է փոփոխել իր սկզբնական պատվերը: Առևտրի յուրաքանչյուր մասնակից գիտի գնի առաջնայնության անձեռնմխելիության պահպանման մասին, իսկ այլ հավասար պայմանների դեպքում նաև երկրորդ առաջնայնության՝ ծավալի, այսինքն հայտում նշված արժեթղթերի քանակի մասին: Օրինակ, Փարիզում բանավոր աճուրդը կիրառվում է խոշոր, ակտիվ թողարկումների դեպքում: Այն ավելի թանկ է նստում, քան *կիսագրավոր*, *կիսաբանավոր աճուրդները*: Դրա անցկացման ժամանակ առջի և վաճառքի հայտերը կենտրոնացվում են հատուկ գրքերում (յուրաքանչյուր արժեթղթի համար առանձին): Նշված եղանակով կատարման մեխանիզմն առավելապես հիմնվում է գնանշող-ծառայողի գործունեության վրա:

Մինչև բորսայի նստաշրջանը սկսելը, մակլերներն աշխատում են կատարել իրենց ստացած շուկայական պատվերները՝ ձայնային աճուրդի միջոցով: Եվ միայն դրանից հետո չկատարված հայտերը փոխանցում են գրքում գրանցելու համար: Շրջանառությունը մեծացնելու համար մասնագետը, պատվերները համադրելով, սկսում է փնտրել դիտարկվող արժեթղթերի հայտերը ներկայացնողներին:

Իրացվելի շուկան հնարավորություն է ընձեռում կիրառելու *բորսայական աճուրդին պատվերների գրավոր ձևով մուտքագրման* եղանակը:

Պատվերների գրավոր մուտքագրման ժամանակ ելակետային գինը սահմանվում է կուրս-մակլերի (պաշտոնական բրոքերի) կողմից, որը կենտրոնացնում է առջի և վաճառքի հայտերը, այնուհետև սահմանում է այն գինը, որի դեպքում շրջանառությունը հասնում է առավելագույն չափերի: Հայտը նախապես ներկայացնելով, բրոքերը չի կարող փոխել իր սկզբնական պատվերը, այդ պատճառով ժամանակի առաջնայնությունը, որը գործում է ցանկացած բանավոր աճուրդում, հայտի գրավոր տրման դեպքում իմաստագրկվում է: Արդյունքում որոշվում է քլիրինգային գինը, որով վաճառողներն ու գնորդները գործարքներ են կնքում, այսպես, յուրաքանչյուր «համազարկ» շուկան «մաքրում է» մեծ թվով պատվերներից: Իրացվելի շուկայում մեկ բորսայական օրվա ընթացքում իրականացվում են մի քանի նման «համազարկներ»: Խոշորագույն «համազարկային» շուկաներից են՝ Ավստրիայի, Գերմանիայի և Իսրայելի բորսաները: Մասնակի «համազարկները» վկայում են արժեթղթերի նկատմամբ առջի և վաճառքի մշտական առկայության, շուկայի

իրացվելիության մասին, թույլ են տալիս անցնելու անընդհատ կատարվող աճուրդի, որն իր հերթին կատարվում է երեք ձևով:

Դրանցից առաջինը պատվերների գրքի օգտագործումն է, որի մեջ գրանցվում են բորքերների կողմից բանավոր ձևով փոխանցված հայտերը, այնուհետև կլերկը (բորսայի կողմից լիազորված անձը) կատարում է դրանք, դասելով ծավալներն ու գներն ըստ դրանց ստացման հերթականության: Այս ձևով իրականացվում է պատվերների ընտրություն, որի շնորհիվ կոնկրետ գնորդներն առևտուր են անում կոնկրետ վաճառողների հետ, ընդ որում, գործարքում կարող են մասնակցել մի քանի պատվերներ: Այսպես, գնման խոշոր պատվերը կարող է իրականացվել վաճառքի մի քանի փոքր պատվերների կատարման միջոցով և հակառակը:

Անընդհատ աճուրդի երկրորդ ձևը, ցուցատախտակի կիրառումն է, որի վրա նշվում է յուրաքանչյուր թողարկման համար գնի լավագույն գույզը (առավելագույնը՝ գնման դեպքում, նվազագույնը՝ վաճառքի դեպքում): Սակերը խմբավորում է ստացված հայտերը և արժեթղթի յուրաքանչյուր տեսակի համար որոշում է ցանկալի փոխարժեքը (գնման առավելագույն, վաճառքի նվազագույն): Այդ գները ցուցադրվում են ցուցատախտակի վրա կամ բորքերի աշխատատեղում՝ էկրանի վրա: Օրինակ, Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայի ցուցատախտակի վրա որևէ ընկերության բաժնետոմսերի համար նշված է «17 և 3/8 17 և 3/4-ի նկատմամբ» կամ «3/8, 3/4»: Սա նշանակում է, որ (17 և 3/8)-ը պահանջարկի լավագույն գինն է, իսկ (17 և 3/4)-ը՝ առաջարկի լավագույն գինն է:

Այս գները հիմք են ծառայում սեփական հայտերը շտկելու և բորսայական առևտրի ընթացքում խաղի ռազմավարություն կառուցելու համար: Վերլուծելով իրավիճակը, բորքերներն իրենք են գները մուտքագրում ցուցատախտակի վրա, որը տեսանելի է առևտրային դահլիճում գտնվող բոլոր թրեյդերներին: Ցուցատախտակի վրա պատվերները տեղադրվում են ըստ հերթականության, այդ պատճառով ժամանակի առաջնայնությունը որոշիչ դեր է խաղում: Պատվերը կարող է չկատարվել, եթե այդ գնով համանման պատվերներն ավելի շուտ են ներկայացվել և կլանել են շուկայի հակառակ կողմի պատվերները: Տվյալ պատվերի չկատարման պատճառը, այս ձևով, կարող է լինել բաժնետոմսի հայտի «առաջ անցնելը»: Եթե գների միջակայքը, որը, ինչպես արդեն նշվել է, բնութագրում է շուկայի դիմադրողականության մակարդակը, մեծ է, ապա մակերը կարող է շտկումներ կատարել բորսայական առևտրի ընթացքում, հանելով այն պատվերները, որոնք չափազանց հեռու են պահանջարկի և առաջարկի գներից: Սահմանային «սպրեդի» սահմանման միջոցով բորսայական առևտրի կազմակերպումն ինքը թույլ է տալիս բարձրացնել շուկայի իրացվելիությունը:

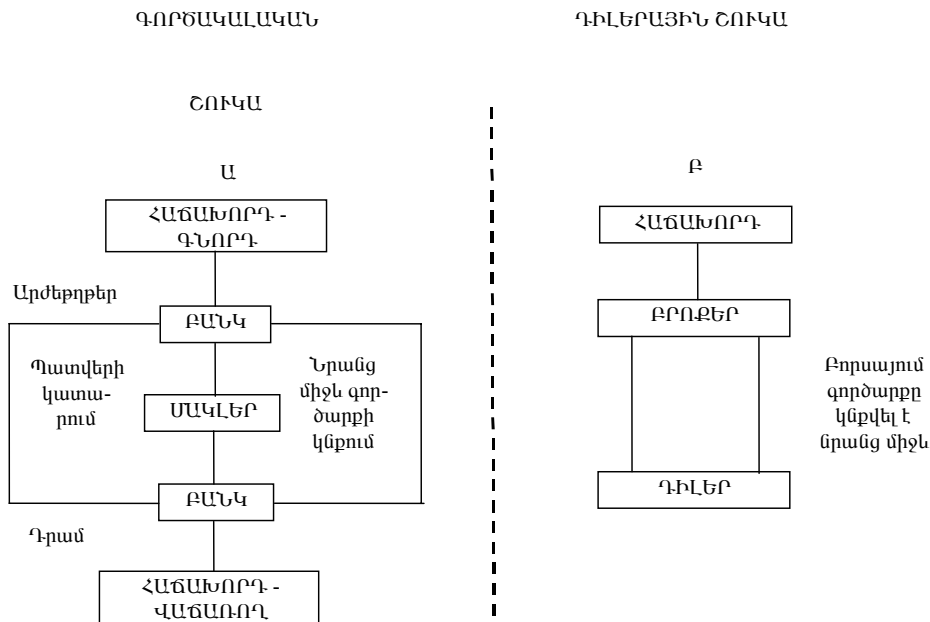
Անընդհատ աճուրդի երրորդ ձևը «բազմությունն է»: Թրեյդերները հավաքվում են կլերկի (բորսայի կողմից լիազորված անձի) շուրջը, որը միայն հայտարարում է առևտրի առարկա հանդիսացող թողարկումը, այնուհետև մնացածն արդեն իրենք են կատարում (բացականչում են գնանշումները՝ փնտրելով գործարքի հակառակ կողմին): Գործարքները «բազմության» մեջ կնքվում են տարբեր գներով, ընդ որում, մեկ գնորդը կարող է գործարք կնքել տարբեր վաճառողների հետ, չջանալով որոշել որևէ ընդհանուր գին: Դժվար է պատկերացնել ժամանակակից համակարգչային տեխնիկայով հագեցած խոշոր բորսաներում խոշորագույն ընկերությունների ակտիվ թողարկումների «բազմությամբ» առևտուրը: Սակայն անընդհատ աճուրդի այս ձևը ևս ունի որոշակի առավելություններ, դա պարտքային պարտավորություններով շուկաներում պատվերների միավորումն է, որը թույլ է տալիս «շուկան մաքրել» արժեթղթերից, առավելագույնս մեծացնելով պատվերների կատարողների քանակը:

Այսպիսով, նկատելի է, որ «համազարկային» աճուրդը նպաստում է՝ շուկայի տեսանկյունից, առավել արդարացի, միակ գնի հաստատմանը, իսկ անընդհատ աճուրդի ժամանակ գործարքից գործարք գինը տատանվում է, այդ պատճառով այս մեթոդի կիրառումը շուկայում, որտեղ առաջարկի և պահանջարկի ծավալներն անընչա՞ն են կամ բորսայական առևտրի մասնակիցների թիվը սահմանափակ է, կարող է գործարքից գործարք, հայտերի ստացման անհամաչափության շնորհիվ, բերել գների տատանումների աճի և, հնարավոր է նաև, բորսայական խուճապի:

Բորսայական առևտրի կազմակերպումն ու արդյունավետությունը կախված է ոչ միայն այս կամ այն բորսայում ընդունված աճուրդի ձևից, այլ նաև դրա իրականացման ընթացքում բորսայական միջնորդներին հատկացված դերից: Բորսայական առևտրի բնույթը որոշում է բորսայական միջնորդների աշխատանքը և առևտրին նրանց մասնակցության կարգն ու կարգավիճակը:

Բորսան միջնորդների թագավորություն է, և դժվար է գտնել մի որևէ ֆոնդային բորսա, որտեղ ներդրողներն իրենք են իրականացնում ֆոնդային արժեքներով գործարքները: Սակայն բորսայի հիմնական նպատակը, ներդրողների հայտերի կատարման նպատակով շուկայի մասնագետների՝ բորքերների և դիլերների կողմից իրականացվող առևտրի կազմակերպումն է:

Բորքերը հաճախորդի գործակալն է, որը ստանալով հայտը, ջանում է դա կատարել որքան հնարավոր է լավ, դրա համար գտնելով գործարքի հակառակ կողմին, որի շահերը բորսայում ներկայացնում է մեկ այլ բորքեր կամ հենց ինքը (վերջին դեպքում պատվերները հանդիսանում են ինքնակատարվող): Եթե գործարքը, թե վաճառողի և թե գնորդի կողմից, կնքվելու է բորսայում՝ հաճախորդի անունից և նրա հաշվին, ապա բորքերը հանդես է գալիս միայն որպես ներկայացուցիչ՝ հաճախորդի գործակալ, այդ պատճառով շուկան, որն իրենից ներկայացնում է այդ գործարքների համախումբը, կոչվում է գործակալական (նկար 47): Գերմանիայում, հաճախորդը, որը ցանկանում է արժեթղթեր գնել կամ վաճառել՝ դիմում է բանկ: Ֆրանկֆուրտի բորսայում կամ տարածքային յոթ բորսաներից որևէ մեկում գործարքը կնքվիս բանկը հանդես է գալիս որպես հաճախորդի գործակալը:



Նկար 47. Գործակալական դիլերային շուկաներ

Եվրոպական մյուս երկրների ֆոնդային շուկաներում բանկերը չեն գրավում նման վճռորոշ մենաշնորհային դիրք ինչպես Գերմանիայում, և պատվերի կատարման դեպքում, որպես հաճախորդի գործակալ, հանդես է գալիս բրոքերը: Քանի որ բորսայական առևտուրը տարբեր շուկաների համադրություն է ենթադրում, ապա զարմանալի չէ, որ բորսայական գործընթացը, որը կազմակերպվում է մեկ բորսայի շրջանակներում, ներառում է և գործակալական և դիլերային շուկաները:

Նման համադրության օրինակ է Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայում «կոմիսիոն» և «երկու դոլարանոց» բրոքերների աշխատանքը: «Կոմիսիոն բրոքերը», դա ընկերության ծառայողն է, որը բորսայի անդամ է և աշխատում է բորսայի դահլիճում «հատակի» վրա: «Երկու դոլարանոց բրոքերը» (անգլ. two-dollar broker) առևտրային դահլիճում աշխատող անկախ բրոքերն է, անցյալում այդ բրոքերները 2 դոլարի չափով կոմիսիոն գումար էին գանձում յուրաքանչյուր 100 միավոր իրացված արժեթղթերի համար:

Ստանալով հաճախորդի հանձնարարությունը, «կոմիսիոն բրոքերը» սովորաբար մոտենում է այն վայրին, որտեղ աշխատում է այդ բաժնետոմսերի մասնագետը: Եթե նա տվյալ պահին զբաղված է, ապա կարող է խնդրել, որ հանձնարարությունը տարվի «երկու դոլարանոց բրոքերներից» մեկի մասնագետի մոտ: Լինելով անկախ գործող անձինք, նրանք յուրաքանչյուր հանձնարարության դիմաց, որի կատարմանը օգնում են, գանձում են պարգևավճարներ: Այդ պարգևավճարները վճարվում են «վերին» բրոքերային ընկերության կողմից: «Կոմիսիոն» և «երկու դոլարանոց» բրոքերների աշխատանքը, դա, հնարավոր լավագույն զգի ապահովումն է այն հանձնարարությունների համար, որոնք նրան է փոխանցել «վերին» բրոքերային ընկերությունը:

Հանձնարարությունը բերելով մասնագետի մոտ, առևտրային դահլիճի բրոքերը (լինի դա «կոմիսիոն» կամ «երկուդոլարանոց») կարող է մի քանի հնարավորություններից ընտրել մեկը: Նա որոշում է տվյալ բաժնետոմսի համար առաջարկվող և պահանջվող լավագույն գները (առաջարկվող ամենաբարձրը և պահանջվող ամենացածրը): Սովորաբար նա այդ տեղեկությունները պարզում է մասնագետի մոտ կամ կարողում է էլեկտրոնային ցուցատախտակի վրա, որը տեղադրված է նրա աշխատատեղում: Տերմինալի վրա երևում է նաև բաժնետոմսերի այն քանակը, որն առաջարկվում է վաճառել կամ գնել նշված գնով: Այդ քանակը կոչվում է «պատվերի տեղաբաշխում»: Այս տեղեկություններով զինված բրոքերը կարող է մշակել հանձնարարության կատարման ռազմավարությունը: Եթե, օրինակ, բրոքերի մոտ կա 1200 բաժնետոմսի գնման «շուկայական» հանձնարարություն, ապա նա կարող է գնահատել պահանջվող լավագույն գինը և բաժնետոմսերի քանակը, որն այդ գնով առաջարկվում է վաճառքի: Եթե դա 1200 հատից պակաս չէ և եթե բրոքերին այդ գինը հարմար է, ապա նա կարող է բացական չել, որ ցանկանում է ընդունել առաջարկը: Այս դեպքում գործարքն անմիջապես կատարվում է:

Եթե պարզվում է, որ լավագույն առաջարկը կատարվել է առևտրային դահլիճի բրոքերի կողմից, որը գտնվում է այդ վայրում, ապա այդ երկու բրոքերներն իրար են հաղորդում ընկերությունների անունները, որոնց իրենք ներկայացնում են, և հաստատում են իրենց կատարած գործարքի մանրամասները: Այս դեպքում գործարքն իրականացվում է առանց մասնագետի ուղղակի մասնակցության և բրոքերներից յուրաքանչյուրը վաստակում է կոմիսիոն գումարներ այն բրոքերային ընկերությունից, որին ներկայացնում է (միայն, եթե իրենք չեն աշխատում ամրագրված տոկոսադրույքով): Մասնագետը նման գործարքից ոչ մի կոմիսիոն գումար չի ստանում:

Եթե լավագույն գինն առաջարկվում է մասնագետին իրացման համար տրված «չափաբաժնով» հանձնարարականում, ապա առևտրային դահլիճի բրոքերը, որը եկել է ըստ գնման հանձնարարության, վաստակում է կոմիսիոն գումարներ (ինչպես վերևում), մասնագետը նույնպես ստանում է կոմիսիոն գումարներ «չափաբաժնով» հանձնարարությունն իրեն հանձնած բրոքերային ընկերությունից: Եթե

մասնագետը վաճառում է իր մոտ եղած բաժնետոմսերից 1200 հատ, ապա նա ոչ մի կոմիսիոն գումար չի ստանում: Բնականաբար, 1200 հատ բաժնետոմս գնելու «շուկայական» հանձնարարություն ունեցող բրոքերը պարտավոր չէ օգտվելու մասնագետի մոտ գալու պահին առկա լավագույն ընթացիկ գնից: Եթե բրոքերը ենթադրում է, որ նա կարող է ստանալ առավել ձեռնտու գին՝ մի քիչ սպասելով կամ առաջարկելով ավելի ցածր գին, ապա նա կարող է այդպես վարվել:

Կատարելով «կոմիսիոն» և «երկու դոլարանոց» բրոքերների կողմից տրված չափաբաժնով հանձնարարություններ, մասնագետը վաստակում է կոմիսիոն գումարներ «վերին» բրոքերային ընկերություններից: Իհարկե առևտրային դահլիճում գտնվող բրոքերն ինքը կարող է մնալ մասնագետի մոտ, փնտրելով չափաբաժնով հանձնարարության կատարման համար ավելի ձեռնտու գին, քան ներդրողի կողմից վերապահված գինն է: Այս դեպքում մասնագետի փոխարեն ինքը կստանա «վերին» բրոքերային գրասենյակի կողմից կոմիսիոն վճարներ: Ընդհանուր առմամբ առևտրային դահլիճի բրոքերները և մասնագետները կոմիսիոն վճարներ են վաստակում այն դեպքում, երբ նրանք իրոք կատարում են միջնորդական ծառայություններ: Օրինակ, Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայի մասնագետների մեծ մասը կատարվելիք հանձնարարությունների դիմաց գանձում են միօրինակ կոմիսիոն վճարներ. 1,5-ից 2,0 դոլար՝ 100 բաժնետոմսի դիմաց: «Երկուդոլարանոց» բրոքերները 100 հատ բաժնետոմսից վաստակում են միջինը՝ 1,0 - 1,5 դոլար:

Ի տարբերություն բրոքերի՝ դիլերը համոզես է գալիս որպես շուկայի հակառակ կողմ, այսինքն արժեթղթերը գնում և վաճառում է իր հաշվին կամ այն ընկերության հաշվին, որին ներկայացնում է: Կատարելով առջի պատվեր՝ դիլերը վաճառում է իր ֆոնդային պահուստի մի մասը, իսկ վաճառքի պատվերը կատարելիս՝ գնում է իր սեփական միջոցների հաշվին (շուկայում հանդես է գալիս որպես պրինցիպալ): Գործարքների համախառնը, որտեղ կողմերից մեկը հանդիսանում է դիլերը, կոչվում է *դիլերային շուկա*: Չարկ է նշել, որ այս երկու շուկաների միջև եղած տարբերությունն այնքան էլ ֆորմալ չէ, որքան դա թվում է առաջին հայացքից, այսինքն դիլերը կարող է առաջարկել իր գնանշումները, ինչպես նաև պահպանել դրա իրացվելիությունը, ապահովել կարգուկանոն և արդարություն: Դիլերը, ունենալով որոշակի պահուստային կապիտալ, լինելով մասնագետ կարող է նպաստել շուկայի իրացվելիության մեծացմանը:

Այս ամենն առավել ակնառու է ներկայացնում պատմական օրինակը: 1875 թվականին, համաձայն պատմության, Ջեյմս Բոյդ անունով բրոքերի ստացած ոտքի վնասվածքը պատճառ հանդիսացավ, որ գործողության մեջ դրվի այն, ինչը դարձավ ժամանակակից ամերիկյան ֆոնդային բորսայի տարբերիչ հատկանիշը: Կորցնելով դահլիճում տեղաշարժվելու ունակությունը, Բոյդը որոշում է բրոքերային ծառայություններ առաջարկել միայն մեկ անվանումով, այն է՝ «Վեսթերն Յունիոն Քոմիդնիի», բաժնետոմսերի համար: Կատարելով կենտրոնական հաշվարկա-քլիրինգային կենտրոնի ֆունկցիաներ, Բոյդը շուտով հայտնաբերեց, որ բաժնետոմսերի գնման և վաճառքի հանձնարարությունների համատեղման իր հնարավորությունները մեծացել են: Շնորհիվ ունեցած այդ հնարավորությունների, նա մյուս բրոքերների կողմից սկսեց առավել մեծաքանակ պատվերներ ստանալ: Առաջարկությունների նշանակալի մասը նա ստանում էր այն բրոքերներից, որոնց հաճախորդները պատվիրել էին գործարքներ իրականացնել «Վեսթերն Յունիոն Քոմիդնիի» բաժնետոմսերով՝ շուկայական գերակշռող գնից կամ բարձր կամ ցածր գնով: Բրոքերները, որպեսզի կարգավորեն իրենց մյուս գործարքները, որոնք պահանջում են նրանց ներկայությունը բորսայի առևտրային դահլիճի տարբեր վայրերում, «Վեսթերն Յունիոն Քոմիդնիի» բաժնետոմսերի պատվերները թողնում էին Բոյդի մոտ, որպեսզի հնարավորության դեպքում նա կատարի դրանք:

Այսպիսով, Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայում Բոյդը դարձավ առաջին «մասնագետը»: Հանձնարարությունները, որոնք նա կատարում էր մյուս բրոքերների համար, հայտնի են որպես «չափաբաժնով հանձնարարություն»: Բոյդը, որպես առաջարկությունների հոսքերի ձողակալության կենտրոն, սկսեց ներգրավել այն բրոքերներին, որոնք հնարավորություն էին փնտրում լավագույն գնով գործարքներ իրականացնել իրենց հաճախորդների «շուկայական հանձնարարությունների» համաձայն: Նման հանձնարարությունները չէին պարունակում գնի չափաբաժնի վերաբերյալ ցուցումներ և պետք է իրացվեին «շուկային համապատասխան»: Համանման օգուտներ ստանալու նպատակով, մյուս բրոքերները սկսեցին կրկնօրինակել Բոյդին իրենց համար ընտրելով այլ բաժնետոմսեր: Շուտով այս մասնագետները հասկացան, որ հանդես գալով հաշվարկային պալատի դերում նրանք, իրենց կողմից ընտրած արժեթղթերի պահանջարկի և առաջարկի վերաբերյալ, տնօրինում են արտոնյալ տեղեկատվությամբ: Այդ տեղեկությունները կարող էին օգտագործվել սեփական հաշվին շահավետ առևտրի համար: Այդ պատճառով մասնագետները գործարքներում սկսեցին հանդես գալ ոչ միայն որպես միջնորդներ, այլ նաև որպես պրինցիպալներ կամ «դիլերներ»:

Այսպիսով, բորսայական առևտրի կազմակերպման ձևերը՝ գործակալական և դիլերային շուկաների համադրությամբ, կազմում են բորսայական մեխանիզմի հիմքը և որոշում են յուրաքանչյուր բորսայի բորսայական առևտրի հիմնարար առանձնահատկությունները: Դրանցից մեծ մասում գործում է գործակալական շուկայի և աճուրդի համադրությունը: Օրինակ, Ֆրանկֆուրտի ֆոնդային բորսայում կարելի է դիտել գործակալական շուկայի համադրությունը՝ օճկոլային շուկայի հետ, ընդ որում, վերջինս ունի շատ «հաճախակի քայլ» և ըստ իրացվելիության շատ քիչ է տարբերվում անընդհատ աճուրդից: Ամեն օր 10:30-ից մինչև 13:30-ը «օճկոլային շուկան» գործում է հաճախակի քայլով: Ակտիվ թողարկումների գինը փոփոխվում է միջինը՝ 30-40 անգամ: Ոչ ակտիվ թողարկումների գինը հաստատվում է մեկ «համազարկով»՝ ժամը 12:00-ին: Տոկիոյի ֆոնդային բորսան՝ գործակալական շուկայի օրինակ է, որտեղ չափաբաժին-պատվերների գրքի և ցուցատախտակի օգնությամբ կազմակերպված է անընդհատ աճուրդ: Ամերիկյան և կանադական բորսաները հիմնականում դիլերային շուկաներ են:

Մեր օրերում բրոքերներն ու ներդրողները մշտապես աչքի են անցկացնում՝ մասնագետին միացված, էլեկտրոնային տերմինալի վրա գրանցվող առաջարկվող և պահանջվող գների գերակշռող մեծությունները: Մասնագետից պահանջվում է այս եղանակով հաղորդել իրենց կցված բաժնետոմսերի միայն առաջարկվող ամենաբարձր և պահանջվող ամենացածր գների մասին:

Հնարավոր է, որ մասնագետի կարևորագույն պարտականությունը, հենց իրեն կցված բաժնետոմսերով առևտրում «արդարության և կարգուկանոնի» պահպանությունն է: Կանոնները պահանջում են, որ մասնագետն

իրականացնի առաջնայնությունների համակարգը, որով որոշվում է հանձնարարությունների կատարման հերթականությունը: Այդ համակարգի համաձայն յուրաքանչյուր հանձնարարությանը վերագրվում է որևէ առաջնայնություն՝ կախված նրանում առկա զնից, մասնագետի կողմից հանձնարարությունը ստանալու ամսաթվից և հանձնարարության մեծությունից: Ցանկացած այլ պայմանների դեպքում առավել բարձր առաջնայնությունից օգտվում են առաջարկվող ամենաբարձր և պահանջվող ամենացածր գները:

Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայում, օրինակ, բոլոր բրոքեր-անդամներին արգելված է գնանշվող բաժնետոմսերով կատարվող գործարքներում գործել որպես պրինցիպալ կամ միջնորդ՝ գնորդի և վաճառողի միջև, առանց այդ գործարքը ներկայացնելու առևտրային դահլիճում կատարվող անընդհատ աճուրդին: Այս կանոնը (դ. 390) բերում է նրան, որ գնանշվող բաժնետոմսերով կատարվող գործարքների մեծ մասը կատարման են ուղարկվում առևտրային դահլիճ, որով էլ ապահովվում է առաջնահերթությունների համակարգի պահպանումը բորսայում: Արդյունքում կատարվում է հայտերի հոսքի համախմբում, որը կարող է մեծացնել հնարավոր լավագույն գնով առանձին հանձնարարությունների կատարման հնարավորությունը: Ընդ որում պահվում է մասնագետի մենշանրիդ և պահպանվում է բորսայի առևտրային դահլիճի արժեքը՝ որպես կենտրոնական հաշվարկային պալատ: Բորսան հետևողականորեն պահպանում է դ. 390 կանոնը, որպես շուկայի արդարացիության և արդյունավետության ապահովման անհրաժեշտ միջոց: Սակայն քննադատները հաստատում են, որ իրականում բորսան միաժամանակ ցանկանում է իր հսկողության տակ պահել գնանշվող բաժնետոմսերի առևտուրը: Բորսայի անդամ որոշ բրոքեր-դիլերների համար ցանկալի է չեղյալ հայտարարել այդ կանոնը, որը նրանց թույլ կտա ստեղծել գնանշվող բաժնետոմսերի սեփական շուկա, որը նման կլինի այն արտաբորսայական շուկային, որում նրանք գործում են:

Էլեկտրոնային առևտուր: Բորսայական առևտուրը գոյություն ունի մի քանի հարյուրամյակ և մշտապես զարգանում ու կատարելագործվում է: Այդ ընթացքում կատարելագործվել են առևտրի կանոններն ու քլիրինգը, արագացվել են հաշվարկներն ու գործարքների կատարումը և այլն: Սրան զուգահեռ, կատարվում էին բորսայական առևտրի վարման տեխնիկայի փոփոխություններ:

Ներկայումս՝ առևտրային դահլիճում, էլեկտրոնային առևտրի համակարգը հանդես է գալիս որպես իրավահավասար մրցակից: Գոյատևման համար պայքարում կիաղթի առևտրի այն համակարգը, որը թույլ կտա ամենաէժան մեխանիզմի հիման վրա հաստատել ճիշտ, իրական գներ, ապահովել գործարքի բարձր հուսալիություն, նրա արագ կատարում:

Էլեկտրոնային առևտրի կազմակերպման առանձնահատկությունները:

Ամենից առաջ էլեկտրոնային առևտուրը թույլ է տալիս բարձրացնել ֆոնդային շուկայի իրացվելիությունը: Եթե բորսայում որևէ ընկերության բաժնետոմսերի շուկան «ստեղծվում է» մեկ մասնագետի կողմից, ապա էլեկտրոնային առևտրի համակարգում շուկայի ստեղծմանը մասնակցում են բրոքեր-դիլերների մի սովոր խումբ, որոնք և ըստ էության, իսկ որոշ երկրներում նաև անվանումով հանդիսանում են «շուկայի արտադրողներ»: «Բրոքերներ-դիլերներ» անվանումը պայմանավորված է նրանով, որ արտաբորսայական էլեկտրոնային շուկայում գրասենյակների մեծ մասը միաժամանակ գործում են և որպես բրոքերներ և որպես դիլերներ: Առևտրական, որը հանդես է գալիս որպես շուկայի «արտադրող», արժեթղթերի առքուվաճառքի հայտերը կատարում է սեփական ընտրությամբ՝ մեկ գործարքում չհամատեղելով բրոքերի և դիլերի ֆունկցիաները: Որոշ «բրոքեր-դիլերներ» իրենց վրա են վերցնում հազարավոր բաժնետոմսեր ընդգրկող պատվերների կատարում, որոնք ըստ բորսայական առևտրի ստանդարտների չեն կարող շրջանառվել բորսայում:

Առևտրի էլեկտրոնային համակարգի տեխնիկական հնարավորությունները թույլ են տալիս օրական կատարել մի քանի միլիոն բաժնետոմսեր ներառող գործարքներ:

Համակարգչային առևտրի արժանիքներից է այն, որ առևտրային մեծ ծավալների համար նա գերազանց է պատրաստված: Շուկայի ընդարձակման դեպքում նրա հզորությունների մեծացումը կատարվում է ավելի պարզ և էժան:

Էլեկտրոնային առևտրի երկրորդ առավելությունը, դա անհատ ներդրողի հետ աշխատելու հնարավորությունն է: Գնելու համար անհրաժեշտ բաժնետոմսը փնտրելիս, գործակալը սովորաբար համագործակցում է իր բրոքերի հետ: Եթե նա չի հանդիսանում տվյալ արժեթղթի շուկայի «արտադրողը», ապա ընդունում է հաճախորդի հանձնարարությունը, նրան տեղեկացնելով, որ հայտի կատարման դեպքում նա գործելու է որպես բրոքեր, և պատվերն ուղարկում է արտաբորսայական շուկայի մյուս մասնակիցներին՝ այդ մասին համակարգում զետեղելով տեղեկատվություն: Պատվերի կատարման դեպքում արտաբորսայական շուկայի մասնակիցը՝ գործելով որպես բրոքեր, ստանում է կոմիսիոն վճար, որը սովորաբար չի գերազանցում գործարքի գումարի 5%-ը: Եթե նա տվյալ արժեթղթի շուկայում գործում է որպես դիլեր, այսինքն ունի հայտում նշված արժեթղթի որոշակի պահուստ, ապա հաճախորդի գնման պատվերը կատարում է ի հաշիվ իր ունեցած պահուստի և վաճառքի՝ իր սեփական միջոցների հաշվին. պատվերի կատարումը բերում է դիլերի պահուստի մեծացմանը: Այս տարբերակով պատվերի կատարումն իրենից ներկայացնում է սովորական «պրինցիպալին» գործարք, որի դիմաց վճարվում է դիլերային ծառայության համար սահմանված ստանդարտ գումար: Այն, որպես կանոն, նույնպես հաստատագրվում է շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների կողմից սահմանված առևտրի կանոններով:

Օրինակ, «Ռուսաստանի առևտրային համակարգի առևտրի կանոններում» (PTC), որն ընդունված է ԿԸՁԴԿ-ի (Ֆոնդային շուկայի մասնակիցների մասնագիտացված ասոցիացիա) կողմից, ամրագրված է, որ «առքի կամ վաճառքի գնանշումներում առավելագույն սփռելը չպետք է գերազանցի առքի կամ վաճառքի լավագույն գնանշման 10%-ը»: Առևտրային համակարգի մասնակիցը, որի գնանշումը առևտրային համակարգի նշված սահմաններից դուրս է եկել, պարտավոր է փոխել կամ հանել այն:

Օրինակ, եթե առքի լավագույն գնանշումը 10 միավոր է, իսկ վաճառքինը՝ 14 միավոր, ապա մնացած բոլոր գնանշումները պետք է լինեն հետևյալ սահմաններում. գնմանը՝ 9 միավորից ոչ պակաս, վաճառքինը՝ 15,40 միավորից ոչ ավելի: Ընդ որում, առևտրային համակարգի անդամների կողմից՝ բոլոր գնանշումների համար հայտարարված առևտրային լուսի նվազագույն չափը չի կարող փոքր լինել 10 հազար ԱՄՆ դոլարից, իսկ

առևտրային համակարգում հայտարարված մնացած բոլոր գնանշումների համար՝ առևտրային լուտի նվազագույն չափը չի կարող փոքր լինել 20 հազար ԱՄՆ դոլարից:

Էլեկտրոնային առևտրի ազդեցությունը շուկայի որակի բարձրացման վրա կարելի է նկատել, ուսումնասիրելով Դիլերների ազգային ասոցիացիայի արժեթղթերի գնանշման ավտոմատացված համակարգի՝ NASDAQ, փորձը: Մինչ 1971 թվականը, այսինքն NASDAQ-ի դարաշրջանի սկիզբը, արտաբորսայական շուկան՝ OTC (Over the counter Market), տառապում էր անբավարար հսկողությունից և առևտրային չարաշահումներից: Այդ շուկայի «թափանցելիության» բացակայության պայմաններում երբեմն առևտուր էր իրականացվում գոյություն չունեցող ընկերությունների բաժնետոմսերով: Ներկայումս՝ NASDAQ համակարգի միջոցով, առևտրին մասնակցելու համար թույլատրում են միայն որոշակի պահանջներին բավարարող թողարկողներին, չնայած նրան, որ բաժնետոմսերի գնանշումները NASDAQ համակարգում ցածր են ֆոնդային բորսաներում՝ համանման ընկերությունների բաժնետոմսերի գնանշումներից: PTC համակարգում, որտեղ առևտուր է կատարվում ռուսաստանյան մոտավորապես 15 թողարկողների արժեթղթերով, առկա են առավել կոշտ սահմանափակումներ:

Էլեկտրոնային առևտրի շուկայի որակը որոշվում է նաև նրա մասնակիցների աշխատանքով: Չնայած, որ արտաբորսայական էլեկտրոնային շուկայում բաժնետոմսերով կատարվող առևտրում չեն սահմանվում վերը նկարագրված կանոնները կամ առաջնությունների համակարգը, միևնույն է, առևտրային համակարգին առևտրի մասնակիցների միացման մեխանիզմը հաճախորդին թույլ է տալիս ընտրելու լավագույն գինը: Արտասահմանյան փորձը ցույց է տալիս, որ առևտրային համակարգը կարող է բաղկացած լինել երեք մոդուլներից.

- «մեթքինգ» (գործընկերոջ ստուգման և ընտրության ավտոմատ համակարգ;
- «ակցեպտ»
- «հաշվետվություն»:

«Մեթքինգ» համակարգը նախատեսում է, որ բրոքերը համակարգչի մեջ պետք է մուտքագրի արժեթղթի կոդը, գործարքի բնույթը (առք կամ վաճառք), արժեթղթերի գինը և քանակը: Հայտի նման մուտքագրումը կարող է իրականացվել օրվա 24 ժամվա ընթացքում և էլեկտրոնային համակարգը ավտոմատաբար համարակալում և նշում է (ամրագրում է) ժամանակը: Որպես կանոն, հայտը չի ընդունվում կատարման, եթե նա ապահովված չէ նախապես ներդրված դրամական միջոցներով, որոնք անհրաժեշտ են գնման պատվերի կատարելու համար, կամ արժեթղթերով՝ վաճառքի պատվերի դեպքում: Ըստ հայտերի անընդհատ համադրության, հայտը, որն ընդգրկվել է էլեկտրոնային առևտրի համակարգում, ավտոմատաբար (ակնթաղթորեն) ստուգվում է հանդիպակաց թույլատրելի հայտի առկայության վերաբերյալ: Հանդիպակաց են անվանվում այն հայտերը, որոնք տրվել են միևնույն արժեթղթի առքի և վաճառքի համար: Ընդ որում, առքի հայտերը՝ վաճառքի հայտերի նկատմամբ միշտ կլինեն հանդիպակաց և ընդհակառակը:

Թույլատրելի հանդիպակաց հայտեր են համարվում այն հայտերը, որոնցում վաճառքի գինը բարձր չէ առքի հայտում նշված գնից և համապատասխանաբար՝ տրված հայտում նշված առքի գինը ցածր չէ հանդիպակաց հայտում նշված վաճառքի գնից: Թույլատրելի հանդիպակաց հայտերի առկայության դեպքում գործարքը կնքվում է, որը չի պահանջում հայտը ներկայացրած էլեկտրոնային առևտրի մասնակցի լրացուցիչ համաձայնությունը:

Գործարքը կնքվում է կատարման առաջին հերթում գտնվող հանդիպակաց հայտի հետ: Որպես կանոն, հերթականությունը հաստատվում է հայտերի տրման ժամանակի և գների առաջնահերթությանը համապատասխան: Չնայած ընդունելի են նաև հայտերի ընդունման այլ առաջնահերթություններ, օրինակ, նրանց ծավալը:

Գործարքի կնքման դեպքում ներկայացված հայտում և թույլատրելի հանդիպակաց հայտում նշված արժեթղթերի քանակը փոքրանում է նրա ծավալի չափով և դա կրկնվում է այնքան ժամանակ, մինչև որ հայտը կատարվի կամ չնա ոչ մի թույլատրելի հանդիպակաց հայտ:

«Ակցեպտ» մոդուլի կիրառումը կարելի է համեմատել «հայտարարությունների էլեկտրոնային տախտակի» հետ: Առևտրի մասնակից բրոքերը համակարգում իր հայտը մուտքագրում է նույն պայմաններով, ինչպես «մեթքինգ» մոդուլի դեպքում: Ընդ որում, մյուս բրոքերները կարող են նրա հետ բանակցությունների մեջ մտնել՝ գնի և ծավալի վերաբերյալ: Համաձայնության գալուց հետո գործարքը համարվում է կնքված, այսինքն բրոքերներից մեկը ակցեպտավորում է մյուսի առաջարկությունը: Ըստ որում, բանակցությունների արդյունքում համակարգչային տերմինալի միջոցով գործարքի մոր պայմանների մուտքագրման ճանապարհով, առքի կամ վաճառքի առաջարկությունները կարող են փոփոխվել և տարբերվել նրանից, ինչն ի սկզբանե մուտքագրվել էր համակարգում:

Համանման համակարգ օգտագործվում է PTC-ում, երբ նրա բոլոր մասնակիցների համար՝ առևտրային սեսիայի ընթացքում, գնանշումները կայուն են:

«Կայուն գնանշումը» այն գնանշումն է, երբ այդ մասին հայտարարած մասնակիցը պարտավորվում է գործարք կնքել նրանում նշված պայմաններով: Ընդ որում, այն կարող է լինել ինչպես միակողմանի, այսինքն պարունակել որոշակի թողարկողի արժեթղթերի կամ առքի կամ վաճառքի առաջարկություն՝ նշելով նրանց քանակը, գինը, հաշվարկման արժույթը և սեփականության իրավունքի փոխանցումը գրանցելու համար անհրաժեշտ օրերի թիվը, այնպես էլ երկկողմանի՝ միաժամանակ հայտարարելով միևնույն թողարկողի արժեթղթերի առքի և վաճառքի մասին: Դրանցից յուրաքանչյուրը հայտարարվում է էլեկտրոնային առևտրի մասնակցի անունով և այդ պատճառով նա պատասխանատվություն է կրում էլեկտրոնային առևտրի համակարգում սահմանված կանոններին՝ գնանշումների համապատասխանության համար: Բացի դրանից, առաջարկելով գնանշումը, էլեկտրոնային առևտրի մասնակիցն իր վրա պարտավորություն է վերցնում գործարքներ կնքելու նշված գնով և երաշխավորում է դրանց պատշաճ կատարումը: Նման համակարգի դեպքում գործարքը կնքվում է էլեկտրոնային առևտրի երկու մասնակիցների համաձայնության («ակցեպտի») արդյունքում, որոնցից գոնե մեկը առևտրի համակարգում արժեթղթերի առքի կամ վաճառքի գնանշում է

առաջադրել: Գործարքները պետք է կնքվեն ըստ «կայուն» գնանշումների, բայց երբեմն PTC համակարգում թույլատրվում է գործարքի կնքումը ըստ «ինդիկատիվ» գնանշումների:

Ինդիկատիվ գնանշումը զուգակցված չէ այդ մասին հայտարարած մասնակցի պարտավորությամբ՝ գործարք կնքել նրանում նշված պայմաններով, այդ պատճառով, օրինակ, PTC համակարգում նման գործարքները կնքվում են. առևտրային սեսիայից դուրս; առևտրային համակարգի աշխատանքի փաստացի ընդհատման դեպքում; եթե գործարքը նախաձեռնողը հանդիսանում է մարքեթ-մեյքերի թեկնածու:

Արտասահմանյան պրակտիկայում համակարգի երրորդ մոդուլը՝ «հաշվետվությունը», նույնպես կիրառվում է համակարգից դուրս գործարքներ կնքելու համար, օրինակ հեռախոսով: Առևտրային գործարքն ավարտելուց հետո երկու կողմերը պարտավոր են համակարգում 90 վրկ. ընթացքում, հաշվետվություն ներկայացնել:

«Մեքչինգ» և «հաշվետվություն» համակարգով էլեկտրոնային առևտուրը սովորաբար կիրառվում է խոշոր գործարքներ կնքելու համար, իսկ փոքր պատվերները՝ «ակցեպտի» միջոցով:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել բորսայական առևտուրը:
2. Ինչպե՞ս կարելի է դասակարգել աճուրդները:
3. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել աճուրդների առանձին տեսակները:
4. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել գործակալական շուկան:
5. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել դիլերային շուկան:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել էլեկտրոնային առևտուրը:
7. Որո՞նք են էլեկտրոնային առևտրի առանձնահատկությունները:
8. Ինչպե՞ս կարելի է բացատրել գնանշումը էլեկտրոնային առևտրի ժամանակ:
9. Որո՞նք են առևտրային համակարգի բաղկացուցիչ մասերը հանդիսացող երեք մոդուլները և ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել դրանք:

ԳԼՈՒԽ 12. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆ ԵՎ ԴՐԱ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ

Թեմայի նպատակն է՝ բնութագրել արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը, ներկայացնել դրա նպատակները, սկզբունքները և մարմիններին, ինքնակարգավորվող կազմակերպություններին և դրանց իրավունքները:

Ունակությունների և հմտությունների նկարագիրը: Թեմայի ավարտից հետո ուսանողները կկարողանան՝

- բնորոշել արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը
- բնութագրել շուկայի մասնակիցների ներքին և արտաքին կարգավորումը
- բացատրել արժեթղթերի շուկայի կարգավորման նպատակները
- բացատրել արժեթղթերի շուկայի կարգավորման գործընթացը և դրա մեջ ներառվող տարրերը
- բացատրել արժեթղթերի շուկայի կարգավորման սկզբունքները
- բացատրել արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորումը
- ներկայացնել Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի կարգավորման պետական մարմինների կառուցվածքը
- բնորոշել արժեթղթերի շուկայի ինքնակարգավորվող կազմակերպություններին և դրանց իրավունքները:

12.1. Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը նրա բոլոր մասնակիցների գործունեության և նրանց միջև կատարվող գործարքների կանոնավորումն է՝ հասարակության կողմից նման գործողությունների համար լիազորված կազմակերպությունների կողմից:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումն ընդգրկում է նրա բոլոր մասնակիցներին. թողարկողներին, ներդրողներին, մասնագիտացված ֆոնդային միջնորդներին, շուկայի ենթակառուցվածքային կազմակերպություններին:

Շուկայի մասնակիցների կարգավորումը կարող է լինել ներքին և արտաքին: *Ներքին կարգավորումը* տվյալ կազմակերպության գործունեության ենթակայությունն է իր սեփական նորմատիվային փաստաթղթերին. կանոնադրությանը, կանոններին և իր աշխատակիցների ու ստորաբաժանումների գործունեությունը սահմանող ներքին այլ նորմատիվային փաստաթղթերին: *Արտաքին կարգավորումը, դա* տվյալ կազմակերպության գործունեության ենթակայությունն է պետության, այլ կազմակերպությունների նորմատիվային ակտերին, միջազգային համաձայնագրերին:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը ներառում է իր ներսում առկա գործունեության բոլոր տեսակներն ու կատարվող բոլոր գործարքները. թողարկումային, միջնորդական, ներդրումային, սպեկուլյատիվ, գրավի (գրավադրության), հավատարմագրային և այլն:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումն իրականացվում է կարգավորման գործառնություններ կատարելու համար լիազորված մարմինների կամ կազմակերպությունների կողմից: Գոյություն ունի.

- Շուկայի պետական կարգավորում, որն իրականացվում է պետական մարմինների կողմից, որոնք իրավասու են կատարելու կարգավորման այս կամ այն գործառնություն:
- Կարգավորում՝ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների կողմից կամ շուկայի ինքնակարգավորում: այս գործընթացը ներկայումս երկակի ձևով է զարգանում: Մի կողմից պետությունը՝ շուկայի կարգավորման իր գործառնությունների մի մասը կարող է փոխանցել արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների հավատարմագրված կամ իր կողմից ընտրված կազմակերպություններին: Մյուս կողմից, վերջիններս կարող են իրենք պայմանավորվել այն մասին, որ իրենց կողմից ստեղծված կազմակերպությունը ստանա տվյալ կազմակերպության բոլոր մասնակիցների կարգավորման համար որոշ իրավունքներ:

▪ Հասարակական կամ հասարակական կարծիքի միջոցով կարգավորում: Վերջին հաշվով արժեթղթերի շուկայում առկա որոշ գործողությունների հանդեպ հենց հասարակության լայն շրջանների վերաբերմունքն է հանդիսանում այն նախապատճառը, ըստ որի պետության կամ շուկայի մասնագետների կողմից սկսվում են կարգավորման գործողություններ:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը սովորաբար հետապնդում է հետևյալ նպատակները.

- շուկայում կարգուկանոնի պահպանում, շուկայի բոլոր մասնակիցների համար աշխատանքային նորմալ պայմանների ստեղծում
- շուկայի մասնակիցների պաշտպանություն առանձին անձանց կամ կազմակերպությունների անբարեխղճությունից կամ մեքենայություններից
- պահանջարկի և առաջարկի հիման վրա արժեթղթերի ազատ և բաց գնադրյալ գործընթացի ապահովում
- արդյունավետ շուկայի ստեղծում՝ որտեղ միշտ կան խթաններ ձեռնարկատիրական գործունեության համար և որտեղ յուրաքանչյուր ռիսկ նույնականորեն է վարձատրվում
- որոշակի դեպքերում նոր շուկաների ստեղծում, հասարակությանն անհրաժեշտ շուկաների և շուկայական կառույցների, շուկայական նորամուծությունների և ձեռնարկումների պահպանում և այլն
- ազդեցություն շուկայի վրա՝ հասարակական որոշ նպատակների հասնելու նպատակով (օրինակ, տնտեսական աճի տեմպերը մեծացնելու, գործազրկության մակարդակի նվազեցման համար և այլն):

Արժեթղթերի շուկայում կարգավորման գործընթացը ներառում է.

- Շուկայի գործունեության նորմատիվային բազայի ստեղծումը, այսինքն, օրենքների, որոշումների, ցուցումների, կանոնների, կարգերի (մեթոդական) և նորմատիվային այլ ակտերի մշակում, որոնք շուկայի գործունեության համար բոլորի կողմից ընդունված և պահպանվող հիմք են հանդիսանում
- Շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ընտրություն. արժեթղթերի ժամանակակից շուկան, ինչպես ցանկացած այլ շուկա, չի կարող լինել առանց մասնագիտացված միջնորդների: Սակայն նման միջնորդի տեղը չեն կարող գրավել ցանկացած որևէ անձը կամ ցանկացած կազմակերպությունը: Որպես

այդպիսին հանդես գալու համար անհրաժեշտ է բավարարել՝ գիտելիքների, փորձի, կապիտալի համար ներկայացվող որոշակի պահանջներին, որոնք սահմանվում են դրա համար լիազորված կարգավորման կազմակերպությունների և մարմինների կողմից:

▪ Շուկայի բոլոր մասնակիցների կողմից շուկայի գործունեության կանոնների և նորմերի կատարման վերահսկում, որն իրականացվում է համապատասխան վերահսկող մարմինների կողմից:

▪ Շուկայում սահմանված նորմերից և կանոններից շեղումների դեպքում կիրառվող պատժամիջոցների համակարգը: Նման սանկցիաներից են. բանավոր և գրավոր զգուշացումները, տույժերը, քրեական պատիժները, շուկայի մասնակիցների շարքերից վտարումը:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման սկզբունքները.

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման սկզբունքները մեծ մասամբ կախված են երկրում գոյություն ունեցող քաղաքական և տնտեսական պայմաններից, սակայն միաժամանակ նրանք պետք է արտացոլեն նաև ժամանակի փորձությունն անցած արժեթղթերի շուկայի համաշխարհային պատմական փորձը:

Հիմնական սկզբունքներից են.

▪ փոխհարաբերությունների կարգավորման նկատմամբ մոտեցումների տարանջատումը՝ մի կողմից թողարկողների և ներդրողների միջև, մյուս կողմից՝ շուկայի մասնագիտացված մասնակցի մասնակցությամբ. առաջին խմբում կարգավորվում են արժեթղթի նկատմամբ սեփականության իրավունքը տնօրինող անձի և այդ արժեթղթով պարտավորված կողմի միջև փոխհարաբերությունները, երկրորդում՝ թողարկողի և մասնագիտացված մասնակցի, ներդրողի և մասնագիտացված մասնակցի կամ մասնագիտացված մասնակիցների միջև գործառքների կնքման և իրականացման փոխհարաբերությունները:

▪ Ներդրումային արժեթղթերի առանձնացումը՝ արժեթղթերի մյուս տեսակներից, այսինքն այն արժեթղթերի, որոնք թողարկվում են զանգվածաբար, սերիաներով, կարող են արագ տարածվել և որոնց շուկան արագ է կազմակերպվում: Հատկապես նման արժեթղթերն են մանրակրկիտ կարգավորման կարիք զգում, քանի որ հենց այդ գործիքներով են չարականորեն մեծ կորուստներ հասցվում շուկայի մասնակիցներին:

▪ Շուկայի բոլոր մասնակիցների՝ թողարկողների, խոշոր ներդրողների և մասնագիտացված մասնակիցների մասին տեղեկատվության բացահայտման ընթացակարգի առավելագույնս օգտագործում: Այս մեխանիզմի շնորհիվ շուկայի մասնակիցները՝ գործնական որոշումներ կայացնելու համար հնարավորություն են ունենում միմյանց մասին տեղեկություններ ստանալ:

▪ Արցակցության ապահովման անհրաժեշտությունը, որպես ծառայությունների որակի օբյեկտիվ բարձրացման և վճարումների նվազեցման մեխանիզմ: Այս սկզբունքն իրականացվում է շուկայի առանձին մասնակիցներին արտոնյալ դիրք նախատեսող փաստաթղթերը չընդունելու միջոցով: Կարգավորող մարմինների առջև կարգավորման բոլոր սուբյեկտներն ունեն հավասար իրավունքներ՝ նորմաներում չեն նշվում կոնկրետ անուններ և անվանումներ:

▪ Կարգավորող մարմինների միջև իրավասությունները բաժանելիս հարկավոր է ելնել նրանից, որ նորմաների ստեղծումը և դրանց կիրառումը չպետք է համատեղվի մեկ անձի կողմից:

Նորմաների ստեղծման հրապարակայնության ապահովում, շուկայի խնդիրների լուծման եղանակների շուրջ լայն հրապարակային քննարկումներ: Այս սկզբունքը բարձրացնում է նորմաների ստեղծման որակը և օբյեկտիվությունը.

▪ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման համաշխարհային փորձի կիրառում

▪ կառավարման պետական և ոչ պետական մարմինների միջև արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ֆունկցիաների լավագույն տեղաբաշխում:

Արժեթղթերի շուկայում պետությունը հանդես է գալիս որպես.

▪ թողարկող՝ պետական արժեթղթերի թողարկման դեպքում

▪ ներդրող՝ արտադրական ձեռնարկությունների բաժնետոմսերի խոշոր պորտֆելների կառավարման դեպքում

▪ մասնագիտացված մասնակից՝ սեփականաշնորհման աճուրդներում բաժնետոմսերի վաճառքի դեպքում

▪ կարգավորող՝ օրենսդրության և ենթօրենսդրական ակտերի ստեղծման ժամանակ

▪ զերագույն արբիտր՝ շուկայի մասնակիցների միջև ծագած վեճերում, դատական համակարգի մարմինների միջոցով:

Արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորումը՝ պետական իշխանության հասարակական մարմինների կողմից կարգավորումն է:

Շուկայի պետական կարգավորման համակարգը ներառում է.

▪ պետական և այլ նորմատիվային ակտերը

▪ կարգավորման և վերահսկման պետական մարմինները:

Շուկայի պետական կառավարման ձևերն են.

▪ ուղղակի կամ վարչական (ադմինիստրատիվ) կառավարում

▪ անուղղակի կամ տնտեսական կառավարում:

Պետության կողմից արժեթղթերի շուկայի ուղղակի կամ վարչական կառավարումն իրականացվում է.

▪ արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնակիցների նկատմամբ սահմանելով պարտադիր պահանջներ

▪ շուկայի մասնակիցների և նրանց կողմից թողարկվող արժեթղթերի գրանցմամբ

▪ արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության լիցենզավորմամբ

▪ հրապարակայնության և շուկայի բոլոր մասնակիցներին տեղեկատվության հավասար տրամադրման ապահովմամբ

▪ շուկայում օրինականության և կարգուկանոնի (իրավակարգի) պահպանմամբ:

Պետության կողմից արժեթղթերի շուկայի անուղղակի կամ տնտեսական կառավարումն իրականացվում է նրա տնօրինության տակ գտնվող տնտեսական լծակների և կապիտալի միջոցով.

- հարկման համակարգ (հարկային տոկոսադրույքներ, արտոնություններ և դրանցից ազատված)
 - դրամային քաղաքականություն (տոկոսադրույքներ, աշխատավարձի նվազագույն չափ և այլն)
 - պետական կապիտալ (պետական բյուջե, ֆինանսական ռեսուրսների արտաբյուջետային ֆոնդեր և այլն)
 - պետական ունեցվածք և միջոցներ (պետական ձեռնարկություններ, բնական ռեսուրսներ և հող):
- Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի կարգավորման պետական մարմինների կառուցվածքը հետևյալն է.*
- Պետական իշխանության գերագույն մարմիններ.*
- ՀՀ Ազգային ժողով: Ընդունում է ՀՀ արժեթղթերի շուկան կարգավորող օրենքներ:
- Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման պետական մարմիններ.*
- ՀՀ Արժեթղթերի հանձնաժողով:
- Հայաստանի արժեթղթերի շուկան կարգավորվում է հիմնականում հետևյալ օրենսդրական ակտերով.*
- ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք
 - «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք
 - «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենք:

12.2. Արժեթղթերի շուկայի ինքնակարգավորվող կազմակերպություններ

Ինքնակարգավորվող կազմակերպությունները (*Self-Regulatory Organisation, SRO*), ոչ առևտրային, ոչ պետական կազմակերպություններ են, որոնք ստեղծվում են արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված կազմակերպությունների կողմից՝ կամավոր հիմունքներով, և նպատակ են հետապնդում կարգավորելու շուկայի որոշակի ասպեկտները՝ երաշխավորելով պետական աջակցություն, որն արտահայտվում է նրանց պետական ինքնակարգավորվող կազմակերպության կարգավիճակ շնորհելով:

Ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների քանակն ու ուղղվածությունը պետք է սահմանվի պետության կողմից, քանի որ ինքնակարգավորման միևնույն առարկան չի կարող կարգավորվել միանգամից երկու կամ ավելի նմանատիպ մարմինների կողմից:

Ինքնակարգավորվող կազմակերպության իրավունքները.

- մշակել արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեություն և գործարքներ իրականացնելու համար պարտադիր կանոններ և ստանդարտներ
- իրականացնել մասնագիտացված կադրերի պատրաստում, սահմանել տվյալ շուկայում աշխատելու համար պարտադիր պահանջներ
- վերահսկել շուկայի մասնակիցների կողմից սահմանված կանոնների և նորմատիվների կատարումը
- շուկայում իրականացնել տեղեկատվական գործունեություն
- ապահովել պետական կառավարման մարմինների հետ շուկայի մասնակիցների կապը և շահերի պաշտպանությունը:

Որպես ինքնակարգավորվող կազմակերպություններ սովորաբար հանդես են գալիս արժեթղթերի շուկայի կազմակերպիչները (բորսաները) և մասնագիտացված մասնակիցների՝ հասարակական հիմունքներով ստեղծված, տարբեր խմբերի միավորումները:

Մինչև «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումն ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների համար գործնականում բացակայում էր իրավաբանական հիմքը, սակայն ասոցիացիաների տեսքով գոյություն ունեին շուկայի մասնակիցների տարբեր միավորումներ:

Հայաստանի Հանրապետությունում, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի, ինքնակարգավորվող կազմակերպության կարգավիճակ պետք է ունենան արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների ասոցիացիաները, ֆոնդային բորսաները և Կենտրոնական դեպոզիտարիան:

Ինքնաստուգման հարցեր

1. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը:
2. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել շուկայի մասնակիցների ներքին և արտաքին կարգավորումը:
3. Որո՞նք են արժեթղթերի շուկայի կարգավորման նպատակները:
4. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել արժեթղթերի շուկայի կարգավորման գործընթացը և դրա մեջ ներառվող տարրերը:
5. Որո՞նք են արժեթղթերի շուկայի կարգավորման սկզբունքները:
6. Ինչպե՞ս կարելի է բնութագրել արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորումը,
7. Ինչպիսի՞ն է Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի կարգավորման պետական մարմինների կառուցվածքը,
8. Ինչպե՞ս կարելի է բնորոշել արժեթղթերի շուկայի ինքնակարգավորվող կազմակերպություններին:
9. Որո՞նք են արժեթղթերի շուկայի ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների իրավունքները:

ՆԿԱՐՆԵՐԻ ՑԱՆԿ

Նկար 1. Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները.....	10
Նկար 2. Ռիսկի և եկամտաբերության հարաբերակցությունը	15
Նկար 3. Փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմսերի թողարկման սխեման	20
Նկար 4. Հետկանչման կամ վերադարձելի արտոնյալ բաժնետոմսերի թողարկման սխեմա	21
Նկար 5. Բորսայական մեկ աշխատանքային օրվա բաժնետոմսի գինը	24
Նկար 6. Ներդրողի գրաֆիկը.....	26
Նկար 7. A ներդրողի գրաֆիկը.....	26
Նկար 8. C ներդրողի գրաֆիկը.....	27
Նկար 9. Փոխանցվող մուրհակի շրջանառության սխեմա	44
Նկար 10. Ֆորվարդային պայմանագրի գնորդի շահումները (կորուստները)	58
Նկար 11. Ֆորվարդային պայմանագրի վաճառողի շահումները (կորուստները)	59
Նկար 12. Ֆյուչերային պայմանագրով առևտրի դեպքում գնի չափաբաժնի սահմանափակումները.....	62
Նկար 13. Կոնտանգո եւ բեքուորդեյշեն	63
Նկար 14. Նորմալ կոնտանգո եւ բեքուորդեյշեն	63
Նկար 15. Ֆյուչերային գինը բարձր է սփոթ գնից.....	64
Նկար 16. Ֆյուչերային գինը և սփոթ գինը.....	64
Նկար 17. Միջապրանքային սփրեդ.....	67
Նկար 18. Բոլ օպցիոնը գնող կողմի շահումները (կորուստները)	69
Նկար 19. Բոլ օպցիոնը վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)	70
Նկար 20. Փութ օպցիոնը գնող կողմի շահումները (կորուստները).....	71
Նկար 21. Փութ օպցիոնը վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)	71
Նկար 22. Բոլ օպցիոնի պարզեցված բաղադրիչները	72
Նկար 23. Փութ օպցիոնի պարզեցված բաղադրիչները	72
Նկար 24. Մեկ բաժնետոմսի առք և մեկ բոլ օպցիոնի վաճառք.....	76
Նկար 25. Մեկ բաժնետոմսի վաճառք և մեկ բոլ օպցիոնի առք.....	76
Նկար 26. Մեկ բաժնետոմսի և մեկ փութ օպցիոնի առք	77
Նկար 27. Մեկ բաժնետոմսի և մեկ փութ օպցիոնի վաճառք.....	77
Նկար 28. Մթնված գնող կողմի շահումները (կորուստները).....	79
Նկար 29. Մթնված վաճառող կողմի շահումները (կորուստները).....	79
Նկար 30. Մեկ բաժնետոմսի առք և երկու բոլ օպցիոնների վաճառք	80
Նկար 31. Մեկ բաժնետոմսի և երկու փութ օպցիոնների առք	80
Նկար 32. Մեկ բաժնետոմսի վաճառք և երկու բոլ օպցիոնների առք	80
Նկար 33. Մեկ բաժնետոմսի և երկու փութ օպցիոնների վաճառք	81
Նկար 34. Սթրենգթ գնող կողմի շահումները (կորուստները).....	81
Նկար 35. Սթրենգթ վաճառող կողմի շահումները (կորուստները).....	82
Նկար 36. Սթրեփթ գնող կողմի շահումները (կորուստները).....	82
Նկար 37. Սթրեփթ վաճառող կողմի շահումները (կորուստները).....	82
Նկար 38. Սթրիփթ գնող կողմի շահումները (կորուստները).....	83
Նկար 39. Սթրիփթ վաճառող կողմի շահումները (կորուստները)	83
Նկար 40. Տոկոսային սվոփ	86
Նկար 41. Միջնորդի մասնակցությամբ տոկոսային սվոփ	87
Նկար 42. Արժույթային սվոփ	88
Նկար 43. Ակտիվային սվոփ.....	89
Նկար 44. Թողարկողների կազմ	92
Նկար 45. Ներդրողների կառուցվածքը	94
Նկար 46. Աճուրդների դասակարգումը	131
Նկար 47. Գործակալական դիլերային շուկաներ	134

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. «Ավանդային և խնայողական սերտիֆիկատների մասին»,
ՀՀ ԿԲ մեթոդական ցուցում:
2. «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենք:
3. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք:
4. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք:
5. «Միօրինակ մուրհակի մասին», Ժենևյան կոնվենցիա:
6. «Պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի թողարկման հիմնական պայմանները»:
7. «Պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի թողարկման, շրջանառության և մարման կարգ»:
8. **Банки и банковские операции.**
Под ред. Е. Ф. Жукова. - М., Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997 г., 471 с.
9. **Биржевое дело.** В.А. Галанова, А.И. Басова.
Учебник. – М.: Финансы и статистика, 1998 г., 304 с.
10. **Биржевое дело.** О.И. Дегтярева, О.А. Кандинская.
Учебник для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997 г., 503 с.
11. **Вексель. Практическое пособие по применению.**
Периодическое издание. – М.: АО, Банковский Деловой центр, 1996 г., 136 с.

12. **В центре внимания – биржа. Руководство для частных инвесторов.** П. Бестенбостель, А. Дункус и др. – М. Финстатинформ, 1998 г., 120 с.
13. **Государственные ценные бумаги.** И.А. Ефремов – М.: Интерексперт, 1995 г., 226 с.
14. **Государственный долг.** Д.Л. Головачев – М.: «Финансы и статистика», 1997 г., 189 с.
15. **Инвестиции.** У.Ф. Шарп, Дж.В. Бейли – М.: Инфра-М, 1998 г., 1027 с.
16. Методическое пособие по курсу **«Рынок ценных бумаг».** О.В. Помаскина - М.: Государственный университет экономики, статистики и информатики, 1998 г., 18 с.
17. **Операции коммерческих банков с ценными бумагами.** И.А. Ефремов – Учебное пособие, М.: Юрайт, 1999 г., 192 с.
18. **Основы финансового рынка.** Л.П. Белых – Учебное пособие для вузов, М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999 г., 231 с.
19. **Основы инвестирования.** Л.Дж. Гитман, М.Д. Джонк. – пер. с англ., Зарубежный экономический учебник, Дело, 1999 г., 991 с.
20. **Рынок облигаций.** К.И. Рей. – М.: Дело, 1999 г., 600 с.
21. **Рынок ценных бумаг и биржевое дело.** В.В. Глушенко.- М.: ТОО, НИЦ, Крылья, 1999 г., 216 с.
22. **Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов.** А.Н. Буренин.-М.: ИНФРА-М, 1996.
23. **Рынок ценных бумаг.** В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова, Финансы и статистика, 1996 г.
24. **Фондовый рынок.** Р.Дж. Тьюлз, Э.С. Бредли. Университетский учебник. – М.: Инфра-М, 1997 г., 648 с.
25. **Фондовый рынок.** Н.И. Берзон и др. Уч. пос. для вузов. – М.: Вита-Пресс, 1999 г., 400 с.
26. **Ценные бумаги в системе финансовых потоков.** Е.В. Семенова. – М.: науч. изд., Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова, 1998 г., 76 с.

ՀԱՆԳՈՒՑԱՅԻՆ ԲԱՌԵՐԻ ՑՈՒՑԻՉ

Ա Ածանցյալ արժեթուղթ, 24 Անդերայթեր, 193 Անդերայթինգ, 193 Անժամկետ արժեթղթեր, 27 Անվանական արժեք, 43 Անվանական գին, 63 Անվանական սեփականատեր, 233 Ավանդային (խնայողական) սերտիֆիկատ, 104 Ավանդական և համակարգչայնացված շուկաներ, 13 Արժեթուղթ, 20 Արժեթղթերի անկազմակերպ շուկա, 12 Արժեթղթերի թողարկում, 243 Արժեթղթերի ժամկետային շուկա, 13 Արժեթղթերի կազմակերպված շուկա, 12 Արժեթղթերի կանխիկ շուկա ("cash", կամ "spot" շուկա), 13 Արժեթղթերի շուկա (Securities Market), 8 Արժեթղթերի շուկան սպասարկող կազմակերպություններ, 14 Արժեթղթերի տեսակ, 24 Ապագա սփոթ գին, 132 Ապանույնականացվում, 23 Ապաշարժեցված (ինմոբիլիզացված) և ապանույնականացված, 226 Արտաբորսայական շուկա, 13, 217 Արտաքին աղբյուրներ, 10 Արտոնյալ բաժնետոմս, 36 Աշխատակցի բաժնետոմսեր, 39 Առաքման գին, 122	Գ Գանձապետական մուրհակներ, 77 Գրավադրմամբ արժեթղթեր, 114 Գնման (առքի) օպցիոն, 141 Գործառնություններ, 20 Գրքային կամ հաշվեկշռային արժեք, 47 Դ Դեպոզիտար ստացական, 113 Դիլեր, 190 «Դեպո հաշիվներ», 224 Դիրքային չափաբաժին և կատարման չափաբաժին, 149 Դրամական շուկայի փոխադարձ հիմնադրամներ, 201 Ե Երկար դիրք, 120 «Եկամտի կապիտալացում» կամ վերաներդրում, 42 Երկակի պահեստային վկայագիր, 112 Երկրորդային արժեթղթեր, 24 Երկրորդային շուկա, 12 Զ Ձեռք (դիսկոնտ), 66 Է Էմիսիոն արժեթղթեր, 29 Էմիսիոն հասույթ կամ էմիսիոն եկամուտ, 44
---	---

Առաջնային արժեթղթեր, 24
Առաջարկի գին (օֆերտան), 45
Առաջին ձեռքբերող, 91
Առաջնային շուկա, 12

Բ

Բաժնետոմս, 26, 32
Բաժնետոմսերի նկատմամբ իրավունք, 114
Բաժնետոմսի վարանտ, 113
Բանկային վկայագիր (Դեպոզիտային հավաստագիր), 26
Բորսայական շուկա, 13
Բրոքերային գործունեություն, 189
Բեքուրդեյշն (գեղջ), 129
Բազիսով առևտուր, 135
Բաժնետոմսերի հավաստագիր, 34

Բացման գին, 46

Բորսայական ինդեքս, 47
Բրոքերներ և դիլերներ, 15

Հ

Հասարակ բաժնետոմս, 35
Հասարակ մուրհակ (սուլո), 86
Հաստատագրված շահաբաժնով արտոնյալ բաժնետոմս, 36
Հաշվետու թողարկող, 23
Հաշվարկաբլիթինգային կազմակերպություն, 235
Հեղջեր, 119

Հիմնական արժեթղթեր, 24

Հորիզոնական սփրեդ, 157

Մ

Մարժային հաշիվ, 126
Միաձուլում, 34
Միավորված ներդրումային տրաստներ, 200
Միջապարանքային սփրեդ, 136
Մուրհակ, 26
Մուրհակային գումար, 89
Մուրհակի վավերապայմանները, 89
Մուրհակի հաշվառումը, 99
Մուրհակի նմուշները, 94

Մուրհակային երաշխավորագիր (ավալ), 93

Մուրհակատու, 91

Ն

Ներդրումային (կապիտալ) արժեթղթեր, 28
Ներդրումային հիմնադրամ, 197
Ներդրող, 14
Ներքին աղբյուր, 10

Շ

Շահաբաժնով արտաբաժնետոմս, 36
Շահութաբաժին (շահաբաժին, դիվիդենտ), 40
Շուկայական գին, 44

Չ

Չեկ, 27

Պ

Պարտատոմս, 26

Ը

Ըստ ներկայացնողի արժեթուղթ, 22

Թ

Թողարկողներ(issuers), 14

Ժ

Ժամկետային արժեթղթեր, 27

Լ

Լրացուցիչ թերթիկ (ալոնժ), 93
Լիստինգ (ցուցակում), 256

Կ

Կառավարչական ներդրումային հիմնադրամներ, 200

Կարճ դիրք, 120

Կոմուլյատիվ (կուտակման), 37

Կոնտանգո (պարզևավճար), 129

Ռ

Ռազմավարական ներդրող, 187

Ռեեստր, 231

Ռեեստրավար, 231

Ս

Սպեկուլյանտ, 119

Ստրիպ, 114

Սփրեդ, 157

Սփրեդ թիթեռ, 135

Վ

Վաճառքի օպցիոն կամ փութ, 141

Վարանտ, 27

Վարանտով արտաբաժնետոմս, 38

Վարիացիոն (փոփոխական) մարժա, 126

Վերջնական եկամտաբերություն, 68

Վճարման ժամկետ, 90

Վճարման վայր, 91

Տ

Տեղական ինքնակառավարման մարմինների (մունիցիպալ) արժեթղթեր, 80

Տրոհում, 34

Ց

Ցլի և արջի սփրեդ, 135

Ու

Ուղղահայաց սփրեդ, 157

Փ

Փոխարկելի արտոնյալ բաժնետոմս, 37

Փոխանցագիր, 92, 86

Փոխանցվող մուրհակ (տրատա), 87

Փոխանցվող մուրհակի հոժարագիր (ակցեպտ), 94

Փութ օպցիոն, 144

Ք

Քոլ օպցիոն, 141

Օ

Պահանջարկի գին (բիդ), 45
 Պարտատոմսերի տեսակներ, 58
 Պարտատոմսերի եկամտաբերություն, 67
 Պարտատոմսերի ընդանուր եկամուտ, 65
[Պետական արժեթղթեր, 28, 71](#)
 Պետական արժեկտրոնային պարտատոմսեր, 76
 Պետական (զանձապետական) կարճաժամկետ
 պարտատոմսեր, 77
 Պետական (զանձապետական) միջնաժամկետ
 մասնակի մարումներով արժեկտրոնային
 պարտատոմսեր, 79
 Պետական միջնաժամկետ պատրատոմսեր, 80
 Պորտֆելային ներդրող, 187

[Օպցիոն, 27](#)
 Օրդերային արժեթուղթ, 22

 Ֆ
 Ֆյուչերսային գին, 129
[Ֆյուչերսային պայմանագիր, 27, 125](#)
 Ֆյուչերսային պայմանագրի գնանշում, 132

 Ֆորվորդային գին, 122
[Ֆոնդային բորսա, 210](#)
 Ֆոնդային շուկա, 10
[Ֆոնդային միջնորդներ \(intermediaries\), 14](#)

Տ Ի Գ Ր Ա Ն Դ ա Վ Թ Յ Ա Ն

Ա Ր Ժ Ե Թ Ղ Թ Ե Ր Ո Վ Գ Ո Ր Ծ Ա Ռ Ն ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն Ն Ե Ր

Խմբագիր՝

Լարիսա Նաղարյան

Համակարգչային ձևավորող՝

Յուլյա Ստակյան

ՈՒՍՈՒՄՆԱԿԱՆ ՆՅՈՒԹԵՐԻ ՑԱՆԿ