

Գ. Վ. ԱՎԱԳՅԱՆ

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ
ԱՌԱՋՆԱՅԻՆ ԵՎ
ԵՐԿՐՈՐԴԱՅԻՆ
ՇՈՒԿԱՆԵՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2003

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ԻՆՍՏԻՏՈՒՏ

Գ. Վ. ԱՎԱԳՅԱՆ

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ
ԱՌԱՋՆԱՅԻՆ ԵՎ
ԵՐԿՐՈՐԴԱՅԻՆ
ՇՈՒԿԱՆԵՐ

(դասախոսության տեքստ)

«ՏՆՏԵՍԱԳԵՏ»
ԵՐԵՎԱՆ
2003

ՀՏԴ 33 ԳՄԴ 65 Ա 770	Հրատարակության է ներկայացրել ԵՊՏԻ ֆինանսական ենթակառուցվածքների ամբիոնը
---------------------------	--

Գրախոս՝ տ.գ.դ. Ա.Բ.ՍԱԼՆԱԶԱՐՅԱՆ

Ա 770	Ավագյան Գ.Վ. Արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շուկաներ (դասախոսության տեքստ) -Եր., Տնտեսագետ, 2003, 24 էջ:
-------	--

Դասախոսության տեքստում ներկայացված է «Արժեթղթերի շուկա» դասընթացի առանցքային թեմաներից մեկը, որը նվիրված է արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շուկաներին, դրանց դերին ու նշանակությանը շուկայական տնտեսության պայմաններում: Քննարկվում են արժեթղթերի թողարկման ու տեղաբաշխման հետ կապված լայն շրջանակ ներկայացնող հարցեր, բորսայական և արտաբորսայական գործունեության առանձնահատկություններ:

Նախատեսված է տնտեսագիտական բուհերի ուսանողների համար:

Ա $\frac{0601000000}{719(01)-2003}$ 2003

ԳՄԴ 65

ISBN 99930-77-51-8

© «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, 2003

ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ԱՌԱՋՆԱՅԻՆ ԵՎ ԵՐԿՐՈՐԴԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐԸ

Արժեթղթերի շուկան կոչված է սպասարկելու կապիտալի վերարտադրության գործընթացը, և կախված այդ գործընթացում խաղացած դերից՝ գործնականում ընդունված է ստորաբաժանել երկու մասերի՝ առաջնային շուկա և երկրորդային շուկա:

Արժեթղթերի առաջնային շուկա է համարվում այն շուկան, որտեղ իրականացվում է արժեթղթերի նախնական տեղաբաշխումը: Դրա անմիջական մասնակիցներն են արժեթղթեր թողարկողները (էմիտենտները) և ինվեստորները: Արժեթղթեր թողարկում են այն տնտեսավարական սուբյեկտները, որոնք ֆինանսական ռեսուրսների կարիք են զգում ինվեստիցիոն ներդրումներ կատարելու համար: Դրանով իսկ որոշվում է արժեթղթերի առաջարկը ֆոնդային շուկայում: Մյուս կողմից՝ ինվեստորները, որոնք հետաքրքրված են իրենց կապիտալը շահավետ ոլորտում ներդնելու հարցում, որոշում են արժեթղթերի նկատմամբ պահանջարկը: Հենց առաջնային շուկայում է տեղի ունենում տնտեսության մեջ առաջացած ժամանակավորապես ազատ դրամի հավաքագրումը, ինչն էլ արժեթղթերի շուկայի միջոցով ուղղվում է երկրի տնտեսական զարգացմանը: Սակայն առաջնային շուկայի դերը չի սահմանափակվում վերարտադրության ծավալման համար ինվեստիցիոն միջոցների ապահովումով, քանի որ առաջնային շուկայում տեղի է ունենում նաև ազատ դրամի վերաբաշխում ազգային տնտեսության ճյուղերի ու ենթաճյուղերի միջև: Նման տեղաբաշխման համար չափանիշ է եկամուտը, որ բերում են արժեթղթերը: Արդյունքում՝ առաջնային շուկան հանդես է գալիս որպես արդյունավետ շուկայական չափանիշ ազգային տնտեսության ռացիոնալ կառուցվածքի ստեղծման, տնտեսական զարգացման համամասնությունների ապահովման գործընթացներում: Ըստ էության՝ արժեթղթերի առաջնային շուկան հանդես է գալիս որպես շուկայական տնտեսության կարգավորիչ, ինչը զգալի չափով որոշում է ինվեստիցիոն կուտակումների ծավալը երկրում, ինչպես նաև նա միջոց է ծառայում տնտեսության մեջ համամասնությունների ձևավորման համար և դրանով իսկ որոշում է երկրի տնտեսական զարգացման տեմպերն ու մասշտաբները: Առաջնային շուկայում արժեթղթերի տեղաբաշխումը շարունակական գործընթաց է համարվում, ընդ որում՝ որպես էմիտենտներ կարող են հանդես գալ կազմակերպությունները (ծեռնարկությունները), կորպորացիաները և կառավարությունը: Թե դրանցից որ

խումբը ինչ տեղ կզբաղեցնի շուկայում կախված է երկրի տնտեսության վիճակից, նրա զարգացման ընդհանուր մակարդակից:

Արժեթղթերի գնորդներ կարող են լինել ինչպես անհատական, այնպես էլ ինստիտուցիոնալ ինվեստորները: Ընդ որում նրանց միջև եղած հարաբերակցությունը կախված է երկրի տնտեսավարության զարգացման մակարդակից, խնայողությունների ծավալներից, նաև վարկային համակարգի վիճակից:

Ջարգացած երկրներում արժեթղթերի շուկայում գերակշռում են ինստիտուցիոնալ ինվեստորները, որոնք են՝ առևտրային բանկերը, կենսաթոշակային ֆոնդերը, ապահովագրական ընկերությունները, ինվեստիցիոն ֆոնդերը և այլն: Դա կարելի է ցույց տալ ԱՄՆ-ի օրինակով.

**Ակտիվների կառուցվածքը ֆինանսական շուկայում
1992թ. (%-ներով)**

Առևտրային բանկեր -----	26,8
Խնայողական ասոցիացիաներ -----	10,5
Ապահովագրական կոմպանիաներ -----	16,6
Կենսաթոշակային ֆոնդ -----	21,1
Փոխադարձ ֆոնդեր -----	11,4
Այլ ֆոնդեր -----	13,6

Ժամանակակից պայմաններում թեև արժեթղթերի շուկայի հիմքը առաջնային շուկան է, սակայն նրա ծավալը, զարգացած կապիտալիստական երկրներում հարաբերականորեն մեծ չէ: Ներկայումս արտադրության ընդլայնման նպատակով բաժնետոմսերի թողարկումը բացառապես կախված է նոր կոմպանիաների հիմնադրումից և մասնավոր կոմպանիաների վերակազմավորումից, հատկապես երբ խոսքը վերաբերում է «բարձր տեխնոլոգիաներ» ճյուղերին, որտեղ պահանջվում է ռիսկային կամ վենչուրային կապիտալ: Ընդ որում դրանց համար աղբյուր են ծառայում խոշոր ինստիտուցիոնալ և անհատական ինվեստորները, որոնք ունենալով խոշոր ակտիվներ՝ կարող են իրենց թույլ տալ «ռիսկի դիմել»:

Ներկայումս զարգացած երկրներում բաժնետոմսերի թողարկման հիմնական պատճառներից մեկը կապված է կորպորացիաների ընդհանուր կապիտալի կառուցվածքում փոխառու կապիտալի բաժնի նվազեցման հետ: Որոշ երկրներում սեփական ու փոխառու կապիտալի միջև հարաբերակցությունը սահմանվում է օրենքով: Սակայն անկախ նման օրենքի առկայությունից՝ յուրաքանչյուր երկրում գոյություն ունեն հստակ պատկերացումներ փոխառու կապի-

տալի օգտագործման առավելագույն սահմանաչափի մասին: Այդ սահմանաչափի անցումը ուղեկցվում է խոշոր ռիսկերով, ինչպես կոմպանիաների, այնպես էլ բաժնետերերի համար: Նման ռիսկերից խուսափելու նպատակով կորպորացիաները կարգավորում են իրենց կապիտալի կառուցվածքը նոր բաժնետոմսեր թողարկելու ուղիով:

Ժամանակակից պայմաններում արժեթղթերի թողարկման պատճառներից մեկն էլ կապված է խոշոր կորպորացիաների, այսպես կոչված «կլանման» (միաձուլման) քաղաքականության հետ: Կլանումը տեղի է ունենում բաժնետոմսերի փոխանակման ձևով: Որպես կանոն՝ կլանման ենթակա ընկերության բաժնետոմսերը փոխանակվում են կլանող ընկերության բաժնետոմսերով: Արդյունքում կլանող ընկերությունը ակտիվորեն դուրս է գալիս նախնական շուկա՝ իրականացնելով արժեթղթերի նոր թողարկում:

Միջազգային ժամանակակից պրակտիկան ցույց է տալիս, որ զարգացած երկրներում նոր բաժնետոմսեր թողարկելու ուղիով ազատ դրամական միջոցների հավաքագրումը արժեթղթերի շուկայի միջոցով էական դեր չի խաղում տնտեսության ֆինանսավորման գործընթացում: Իսկ այս պարագան նշանակում է, որ զարգացած երկրներում տեղի է ունենում ոչ միայն արժեթղթերի առաջնային շուկայի ծավալների կրճատում, այլև, զուգահեռաբար, իջնում է նրա դերը ամբողջությամբ վերցրած այդ երկրների տնտեսության կարգավորման գործում:

Ջարգացած երկրների շուկայի առանձնահատկություններից մեկն այն է, որ արժեթղթերի տեղաբաշխումը կատարվում է միջնորդների միջոցով, որոնց դերում հանդես են գալիս ինվեստիցիոն բանկերը: Էմիտենտ-կոմպանիաների և ինվեստիցիոն բանկերի փոխհարաբերությունները սահմանվում են, այսպես կոչված, էմիսիոն համաձայնագրով: Ինվեստիցիոն բանկերը էմիտենտ-կոմպանիաների հետ որոշում են էմիսիայի պայմանները: Այդ պայմանների մեջ են մտնում կապիտալի ընդհանուր գումարը, արժեթղթերի տեղաբաշխման եղանակները, ժամկետները և այլն:

Էմիսիոն համաձայնագրին համապատասխան ինվեստիցիոն բանկերը արժեթղթերը տեղաբաշխում են կամ որպես գնորդ, կամ որպես գործակալ: Սովորաբար, բանկը գնում է ամբողջ թողարկումը, այսինքն՝ իր վրա է վերցնում թողարկման ողջ ֆինանսական պատասխանատվությունը: Գործակալի դերում բանկերը հանդես են գալիս շատ հազվադեպ: Ընդ որում՝ նրանց դերը կամ սահմանափակվում է կոմիսիոն ֆունկցիաների կատարումով, կամ էլ իրենց վրա են վերցնում թողարկման երաշխավորի պարտականություն-

ները. Եթե սահմանված ժամկետում հնարավոր չի լինում տեղաբաշխել, ապա պետք է ձեռք բերեն արդեն իրենց իսկ հաշվին:

Եթե արժեթղթերի նոր թողարկման ծավալը չափազանց մեծ է լինում ինվեստիցիոն բանկի համար, ապա վերջինս դիմում է այլ ինվեստիցիոն բանկերին՝ առաջարկելով կազմավորել, այսպես կոչված, «էմիսիոն սինդիկատ» և նրա միջոցով միավորել ջանքերը թողարկումը տեղաբաշխելու նպատակով: Էմիսիոն սինդիկատները կարող են հանդես գալ «առանձնացված հաշիվ» սկզբունքով, որը ենթադրում է, որ սինդիկատի մեջ միավորված բոլոր մասնակիցները պատասխանատվություն են կրում սինդիկատում իրենց հատկացված բաժնետոմսերի համար, «անբաժան հաշիվ» սկզբունքով, որը ենթադրում է կոլեկտիվ պատասխանատվություն, սակայն սինդիկատում ունեցած իրենց բաժնին համապատասխան:

Էմիսիոն սինդիկատները նոր թողարկված արժեթղթերը տեղաբաշխելու նպատակով կարող են կազմավորել հատուկ «վաճառքի խումբ», որը բաղկացած է վարկային հիմնարկություններից, և իրավունք ունեն իրականացնելու արժեթղթերի առք ու վաճառք: Այդ խմբի անդամներն իրենց վրա չեն վերցնում ոչ մի ֆինանսական պատասխանատվություն, սակայն պարտավորվում են վաճառել որոշակի քանակի արժեթղթեր, որի դիմաց ստանում են կոմիսիոն վճարներ:

Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկան դեռևս գտնվում է կայացման փուլում: 90-ական թվականներին տեղի ունեցած պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցման արդյունքում ստեղծվեցին բազմաթիվ բաժնետիրական ընկերություններ, որոնք ունեն հիմնական կապիտալի նորացման, շրջանառու միջոցների լրացման, նոր տեխնոլոգիաների ներդրման համար անհրաժեշտ միջոցների սուր կարիք, ինչի բավարարման անհրաժեշտությամբ էլ ձևավորվեց արժեթղթերի շուկան: Հենց այդ շուկայի միջոցով է հնարավոր հավաքագրել ազատ դրամական միջոցներ և դրանք տեղաբաշխել տնտեսության ճյուղերի միջև:

Հայաստանի արժեթղթերի շուկայում որպես թողարկողներ հանդես են գալիս հանրապետության կառավարությունը և բաց բաժնետիրական ընկերությունները: Ընդ որում նշենք, որ տարեցտարի աճում է պետության գերակշռող դերը: Պետական պարտատոմսերի շուկայական ծավալը զգալիորեն գերազանցում է կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ծավալը: Այսպես՝ 2000 թվականին այն կազմեց ընդհանուր շուկայի 95.6%-ը:

Անկախ նրանից՝ արժեթղթերը ինչպիսի եղանակով են տեղաբաշխվում՝ անմիջականորեն ինվեստորների, թե միջնորդների մի-

ջոցով, նոր թողարկման նախապատրաստումը միշտ ընդգրկում է մի շարք փուլեր: Կորպորատիվ արժեթղթերի թողարկման տեղաբաշխման գործընթացը ընդգրկում է չորս շրջափուլեր՝

1. Այս փուլում տեղի է ունենում արժեթղթերի թողարկման գրանցում պետական լիազորված մարմնում: Գրանցումը կատարվում է դիմումի հիման վրա, որի մեջ նշվում են թողարկման հիմնական պայմանները:
2. Սառեցման ժամանակաշրջան: Այդ ընթացքում տեղի է ունենում դիմումում նշված տեղեկատվությունների ստուգում, և մյուս կողմից՝ էմիտենտը այդ ժամանակահատվածը օգտագործում է հրապարակելու նախնական թողարկման ազդագիրը, որն անհրաժեշտ տեղեկատվություն է պարունակում թողարկման գրավչությունը գնահատելու համար: Դրա հիման վրա պոտենցիալ ինվեստորը կարող է դիմում ներկայացնել թողարկողին՝ տվյալ արժեթղթերի վերաբերյալ իր հետաքրքրության մասին:
3. Երրորդ փուլը վերաբերում է նախաէմիսիոն խորհրդակցությանը, որտեղ վերստուգվում են գրանցման վերաբերյալ դիմումները և վերջնականապես ճշգրտվում է թողարկման ազդագիրը: Եթե թողարկումը տեղաբաշխվելու է միջնորդների միջոցով, ապա քննարկվում են պայմանագրի վերջնական պայմանները էմիտենտի և բանկերի միջև:
4. Վերջին փուլում տեղի է ունենում նոր թողարկման արժեթղթերի անմիջական իրացումը:

Արժեթղթերի թողարկման մասին որոշման մեջ պետք է պարունակվեն արժեթղթերով ամրագրված իրավունքների ծավալի վերաբերյալ անհրաժեշտ տվյալներ: Արժեթղթերի տիպային ձևն ու բովանդակությունը խստիվ կանոնակարգված են թողարկման ստանդարտներով: Որոշման մեջ պարտադիր կարգով պետք է գետեղված լինեն տեղեկություններ թողարկվող արժեթղթերի տեսակի և ձևի, անվանական արժեքի, քանակի, տեղաբաշխման և վճարման կարգի ու ժամկետների մասին: Պարտադիր կերպով նշվում են յուրաքանչյուր արժեթղթի սեփականատիրոջ իրավունքները, իսկ փոխարինման դեպքում՝ այն բաժնետոմսերի տեսակները (դասը), կամ պարտատոմսերի սերիաները, որոնցով փոխարկվում են ավելի վաղ թողարկված արժեթղթերը, բաժնետոմսերի կամ պարտատոմսերի այն քանակը, որոնց փոխարկվում է վաղ թողարկված յուրաքանչյուր արժեթուղթը, ինչպես նաև՝ փոխարկման կարգը և պայմանները:

Բաժնետոմսերի մասին որոշումը հաստատում է դիտորդ խորհուրդը (տնօրենների խորհուրդը):

Թողարկվողներին խորհուրդ է տրվում իրենց կանոնադրությունների մեջ նշել որքան հնարավոր է շատ տեսակի ու տարբեր անվանական արժեքի թողարկման ենթակա արժեթղթեր: Չպետք է մոռանալ, որ հայտարարված արտոնյալ բաժնետոմսերի գումարային անվանական արժեքը չպետք է գերազանցի բոլոր տեսակների տեղաբաշխված ու հայտարարված բաժնետոմսերի անվանական արժեքի 25%-ը:

Բաժնետոմսերի նախնական հայտարարությամբ թողարկողը դյուրին է դարձնում թողարկման մասին որոշման ընդունումը և դրանից հետո կանոնադրության մեջ փոփոխություններ կատարելու գործընթացները:

Արժեթղթերի տեղաբաշխման մասին որոշման ընդունումից հետո սկսվում է հաջորդ շրջափուլը՝ թողարկման ազդագրի պատրաստումը՝ ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովում այն գրանցելու համար: Թողարկման ազդագրում, որպես կանոն, բերվում են տեղեկություններ թողարկողի, նրա կառավարման կառուցվածքի, կառավարմանը մասնակցող անձանց, այն բաժնետերերի վերաբերյալ, որոնց պատկանում է կանոնադրական կապիտալի ավելի քան 10-20%-ը, ինչպես նաև տեղեկություններ ավելի վաղ կատարված թողարկումների, էմիտենտի ֆինանսական դրության և վերջապես տեղաբաշխման ենթակա արժեթղթերի մասին: Բացի նշված տեղեկություններից, թողարկման ազդագրին կից ներկայացվում է փաստաթղթերի մի փաթեթ, որի մեջ պետք է ներառվեն թողարկողի հիմնադրամային փաստաթղթերի կրկնօրինակները:

Թողարկման և ազդագրի գրանցումից հետո սկսում է հաջորդ՝ տեղաբաշխման փուլը: Ընդ որում՝ տեղաբաշխման փաստացի ժամկետը կարող է ավելի կարճ լինել, քան թողարկման մասին որոշման կամ ազդագրում նշված ժամկետը: Տեղաբաշխման շրջափուլի ավարտից հետո էմիտենտ արժեթղթերի հանձնաժողովում գրանցվում է թողարկման արդյունքների մասին հաշվետվությունը, որի ներկայացման համար սահմանվում է 15-օրյա ժամկետ: Արգելվում է նոր թողարկման արժեթղթերի տեղաբաշխումն սկսել ավելի շուտ, քան բոլոր հնարավոր գնորդներին թողարկման մասին տեղեկատվությունից օգտվելու հնարավորության ապահովելը: Բաշխման ենթակա արժեթղթերի վերաբերյալ տեղեկատվությունները կարող են հրապարակվել միայն տեղաբաշխումն սկսելու օրից: Բաց բաժանորդագրությամբ իրացման ենթակա արժեթղթերի տեղաբաշխման օրը որոշելիս հաշվի է առնվում ծայնի իրավունք տվող

բաժնետոմսեր ձեռք բերելու արտոնությունից օգտվող բաժնետերերին նախապատվություն տալու պարագան, և սրա էությունն այն է, որ նման իրավունք տվող բաժնետոմսերի տերերը պետք է տեղեկացված լինեն տեղաբաշխումը սկսելու օրվանից առնվազն 30 օր առաջ:

2. Երկրորդային շուկա. բորսայական և արտաբորսայական

Արժեթղթերի առաջնային շուկան ենթադրում է, որ պետք է գոյություն ունենա նաև երկրորդային շուկա: Հակառակ դեպքում առաջնային շուկայի գոյությունը դառնում է անիմաստ:

Երկրորդային շուկան այն վայրն է, որտեղ տեղի է ունենում արժեթղթերի շրջանառություն՝ դրանց վերավաճառքի ձևով: Շուկայի հիմնական մասնակիցներն են ոչ թե էմիտենտները կամ ինվեստորները, այլ սպեկուլյանտները, որոնք բացառապես շահույթ ստանալու նպատակ են հետապնդում: Շուկայում նրանք իրականացնում են արժեթղթերի առք ու վաճառք, և այս գործողության հիմնական մոտիվն է՝ գնել արժեթղթեր ավելի էժան և՛ որքան հնարավոր է բարձր գներով: Փաստորեն՝ ստացվում է, որ նրանք իրենց շահույթը ձևավորում են՝ ելնելով արժեթղթերի կուրսային տարբերություններից: Եվ քանի որ կուրսային տարբերություններն իրենց հերթին ձևավորվում են առաջարկի և պահանջարկի հիման վրա, ապա շուկայում միշտ էլ ձեռնարկվում են բազմաթիվ միջոցառումներ՝ դրանց հարաբերակցությունը ցանկալի հուն տեղափոխելու համար: Արդյունքում՝ երկրորդային շուկայում մշտապես տեղի է ունենում սեփականության և կապիտալի վերաբաշխում: Ընդ որում՝ վերջինս տեղի է ունենում միշտ մեկ ուղղությամբ՝ մանր սեփականատերերից կապիտալը հոսում է դեպի խոշոր սեփականատերերը:

Արժեթղթերի երկրորդային շուկան նպաստավոր պայմաններ է ստեղծում կապիտալի միգրացիայի համար: Դրա արդյունքում արտադրության առանձին ճյուղերից, որտեղ գոյություն ունի կապիտալի ավելցուկ, վերջինս հոսում է դեպի դրանց կարիքը զգացող ճյուղերը: Այստեղ գործում է այն մեխանիզմը, որի համաձայն, երբ բարձրանում է առանձին ապրանքների ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկը, ապա աճում է նաև դրանց արտադրության ծավալը. արդյունքում՝ արտադրության մեկ ճյուղից, որտեղ պահանջարկը կրճատվում է, կապիտալը տեղափոխվում է այն ճյուղերը, որտեղ պահանջարկը մեծացել է:

Երկրորդային շուկան, ի տարբերություն առաջնային շուկայի, որևէ ազդեցություն չի գործում երկրում իրականացվող ինվեստիցիաների ու կուտակումների ծավալների վրա: Այն միայն նպաստում է առաջնային շուկայի միջոցով հավաքագրված միջոցների վերաբաշխմանը տնտեսավարական սուբյեկտների միջև: Քանի որ բորսայական սպեկուլյանտների նպատակը մաքսիմալ եկամուտ ստանալն է կուրսային տարբերությունների տեսքով, ապա նրանք վաճառում են այն ձեռնարկությունների արժեթղթերը, որոնք սպառել են շահույթի աճի իրենց հնարավորությունները, և գնում են տնտեսության հեռանկարային ճյուղերի ու ձեռնարկությունների արժեթղթերը: Ըստ էության՝ երկրորդային շուկան ապահովում է տնտեսության կառուցվածքային վերակառուցում, փոխում նրա ճյուղերի զարգացման համամասնությունները:

Սակայն երկրորդային շուկայի դերը դրանով չի սահմանափակվում: Երկրորդային շուկան ապահովում է արժեթղթերի լուծարելիությունը, հնարավորություն է ստեղծում դրանց իրացման համար՝ ընդունելի կուրսով, և դրանով նպաստավոր պայմաններ է ապահովում նախնական տեղաբաշխման համար: Արժեթղթերի այն հատկությունը, որ ցանկացած պահի կարող են վերածվել կանխիկ դրամի, իրենից ներկայացնում է գրավիչ պայման արժեթղթերի մեջ միջոցներ ներդնելու համար:

Երկրորդային շուկան կենտրոնացնելով արժեթղթերի առաջարկն ու պահանջարկը, ձևավորում է այն հավասարակշռված կուրսը, որով վաճառողները համաձայն են վաճառել, իսկ գնորդները՝ գնել, ինչը խիստ անհրաժեշտ է փոխառու կապիտալը էկոնոմիկայի ճյուղերի, ոլորտների ու տնտեսավարական սուբյեկտների միջև վերաբաշխելու համար:

Ընդհանրապես, վերավաճառելու հնարավորությունը կարևոր գործոն է, որը հաշվի են առնում ինվեստորները, երբ գնում են արժեթղթերը առաջնային շուկայում: Երկրորդային շուկայի գործառույթն է՝ ապահովել շուկայի հավասարակշռությունը և արժեթղթերի լուծարելիությունը: Իրացվելի շուկայի հիմնական հատկանիշն այն է, երբ վաճառողի և գնորդի գների միջև եղած տարբերությունը, գործարքների գների տարբերությունը և տատանումները շատ փոքր են: Ավելին, շուկայի լուծարելիությունը այնքանով է բարձր, որքանով որ շատ են վաճառելու գործընթացի մասնակիցները և վերավաճառելու հնարավորությունները, ինչպես նաև բարձր է արժեթղթերի վաճառքի նորացման տոկոսը:

Երկրորդային շուկան ցանկացած զարգացած արժեթղթերի շուկայի անխախտելի բաղադրիչն է:

Միջազգային պրակտիկայում գոյություն ունեն երկրորդային շուկայի երկու հիմնական կազմակերպչական տարատեսակներ.

1. կազմակերպված բորսաներ,
2. արտաբորսայական շուկաներ:

Իրենց հերթին՝ թե՛ մեկը և թե՛ մյուսը ընդունում են տարատեսակ կազմակերպչական ձևեր:

Բորսայական առևտրի կազմակերպման առավել պարզ տեսակը տարերային շուկան է: Այստեղ գնորդները և վաճառողները համատեղ որոշում են այս կամ այն արժեթղթերի նկատմամբ առաջարկն ու պահանջարկը և անմիջականորեն միմյանց միջև կնքում են գործարքներ: Տարբեր առևտրական գործառնություններ կատարելու պայմանները կարող են էականորեն տարբերվել միմյանցից, եթե նույնիսկ դրանք կատարվում են միևնույն պահին: Տարերային շուկային բնորոշ է արժեթղթերի միասնական կուրսի, համընդհանուր տեղեկատվության և տրեյդերների բացակայությունը:

Սակայն պետք է նշել, որ ժամանակի ընթացքում տարերային բորսայական շուկան կազմակերպվում է (օրինակ Նյու Յորքի կազմակերպված տարերային շուկան) կամ էլ վեր է ածվում արժեթղթերի առևտրի կազմակերպման այլ ձևերի: Նման ձևերից մեկը հասարակ աճուրդային շուկան է, որի միջոցով իրականացվում է կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումը, գործում է ինվեստիցիոն առևտուրը և այլն:

Բացի հասարակ աճուրդից, արժեթղթերի շուկայում կարող է կիրառվել երկակի աճուրդային առևտուր՝ անընդհատ աճուրդների տեսքով: Նման համակարգերում մրցում են ոչ միայն գնորդները՝ արժեթղթեր ձեռք բերելու իրավունքի համար, այլև վաճառողները՝ դրանք իրացնելու նպատակով:

Միջազգային պրակտիկայում ընդունված է, որ արժեթղթեր վաճառելու կամ ինվեստիցիոն խորհրդատվական ծառայություններ մատուցելու համար անհրաժեշտ է ունենալ արտոնագրեր: Արտոնագրման գործընթացում պարզվում է նման ծառայություններ մատուցելու մասնագիտական պիտանիության աստիճանը, դրանց ֆինանսական դրությունը, սեփական միջոցների բավարարության մակարդակը: Օրենքով սահմանվում է նաև արժեթղթերի շուկայում մասնագիտական գործունեություն ծավալելու վերաբերյալ սահմանափակումները, որոնք մեծավ մասամբ ուղղված են բացառելու մենաշնորհը: Եթե որևէ ֆիրմա խեղաթյուրված է ներկայացնում հաշվետվությունը, խախտել է արժեթղթերով գործարքներ կատարելու կանոնները, ապա արտոնագիրը հետ է վերցվում, և հետևաբար՝ ինվեստիցիոն գործունեությունը կասեցվում է:

Արտաբորսայական շրջանառությունը ծագել է որպես այլընտ-
անք բորսայականին:

Շատ ընկերություններ և կոմպանիաներ չեն կարողանում դուրս
գալ բորսա, այնքանով, որքանով իրենց ցուցանիշները չեն համա-
պատասխանում այն պահանջներին, որոնք ներկայացվում են բոր-
սաներում գրանցվելու համար: Ներկայումս բոլոր տեսակի արժե-
թղթերի ճնշող մասը գտնվում է արտաբորսայական շրջապտույտի
ոլորտում: Դրանք առավելապես ոչ մեծ ֆիրմաների բաժնետոմսեր
են, որոնք գործում են ավանդական տնտեսության ճյուղերում, խո-
շոր կոմպանիաների բաժնետոմսեր, որոնք ներկայացնում են
տնտեսության նորագույն ճյուղերը, վարկային ինստիտուտների ար-
ժեթղթեր, որոնք ավանդաբար իրենց արժեթղթերը շրջանառում են
արտաբորսայական շրջապտույտում, և պետական մունիցիպալ նոր
թողարկվող բաժնետոմսեր:

Արտաբորսայական առևտուրը իրականացնում են բրոքերային և
դիլերային կոմպանիաների մասնագետները, որոնք հաճախ են
իրենց գործառույթները համատեղում: Արտաբորսայական շրջանա-
ռության մեջ բացակայում է, առք ու վաճառքի գործարքներ իրակա-
նացնելու միասնական կենտրոնը, և դրանք կատարվում են հեռա-
խոսային ու համակարգչային ցանցի միջոցով: Գները սահմանվում
են բանակցությունների ուղիով՝ այն կանոններով, որոնք սահման-
ված են կարգավորելու արտաբորսայական շրջանառությունը: Սա-
կայն սա ամենևին չի նշանակում, թե արտաբորսայական առևտուրը
տարերային բնույթ է կրում: Արտաբորսայական շրջապտույտն ունի
իր կազմակերպչական համակարգը: ԱՄՆ-ում հիմնական արտա-
բորսայական շրջանառություն իրականացնողը ֆոնդային լիդերնե-
րի ասոցիացիայի ստեղծած հատուկ կառույցն է (ՆԱՍԴԱԿ), որի
թույլտվությամբ հնարավոր է կատարել խոշոր ծավալի գործարք-
ներ:

Ռուսաստանում արտաբորսայական շրջանառության համար
կազմակերպչական կենտրոն է Ռուսաստանի առևտրային համա-
կարգը, որն իր մեջ միավորում է կենտրոնական ռեգիոնի և հյուսիս-
արևմտյան բրոքեր-դիլերային կոմպանիաները:

Արժեթղթերի երկրորդային շուկայի ավանդական ձև է ֆոնդային
բորսան, որը հանդես է գալիս որպես ֆինանսական շուկայի կար-
գավորիչ և սպասարկում է դրամական կապիտալի շրջապտույտը:
Ֆոնդային բորսայի դերը ցանկացած երկրի տնտեսությունում որոշ-
վում է, ամենից առաջ, սեփականության ապապետականացմամբ
ավելի կոնկրետ համախառն ներքին արդյունքի (ՀՆԱ) բաժնետի-
րական սեփականության բարձր տեսակարար կշռով: Բացի դրա-

մից, բորսայի դերը կախված է նաև ամբողջությամբ վերցրած արժեթղթերի շուկայի զարգացման մակարդակից:

Ֆոնդային բորսայի հիմնական գործառնություններին են վերաբերում.

- Ազատ դրամական կապիտալի հավաքագրումը և կենտրոնացումը արժեթղթերի վաճառքի կազմակերպման միջոցով:
- Պետության և տնտեսավարական կազմակերպությունների ինվեստավորումը նրանց արժեթղթերի գնումը կազմակերպելու միջոցով:
- Արժեթղթերում ներդրված միջոցների լուծարելիության բարձր մակարդակի ապահովումը:

Ֆոնդային բորսան թույլ է տալիս կենտրոնացնելու արժեթղթերի առաջարկն ու պահանջարկը, դրանց հավասարակշռությունը՝ բորսայական գնագոյացման ուղիով, որը բաժնետիրական կապիտալի գործելու արդյունավետության մակարդակի իրական ցուցանիշն է:

Հայաստանի Հանրապետությունում նույնպես երկրորդային շուկայի կազմակերպումը իրականացվում է ֆոնդային բորսայի միջոցով: Այսօր Հայաստանում գրանցված միակ ֆոնդային բորսան Հայաստանի ֆոնդային բորսան է, որը ինքնակարգավորող կազմակերպություն է և՛ ոչ առևտրային իրավաբանական անձ: Այն բրոքերային (դիլերային) ընկերությունների կամավոր միավորում է, իր գործունեությունը վարում է ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի, «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի և իր սեփական կանոնադրության համաձայն: Հայաստանի ֆոնդային բորսան (Արմեքսը) Հայաստանում գրանցված առաջին ինքնակարգավորվող կազմակերպությունն է: Վերջինիս սկզբունքը Արմեքսի բոլոր անդամ ընկերություններին տալիս է բորսայի կառավարման հարցերին մասնակցելու հավասար իրավունքներ: Հայաստանի ֆոնդային բորսան կանոնակարգված աշխատակարգ ունեցող ֆինանսական միջնորդական կազմակերպություն է, որտեղ բորսայի՝ պաշտոնապես ամրագրված կանոններով և բորսայական միջնորդների՝ բրոքերային ընկերությունների մասնակցությամբ կատարում են առևտրային գործարքներ՝ արժեթղթերի գնորդների և վաճառողների միջև: Արմեքսը կազմակերպում է արժեթղթերի հրապարակային աճուրդներ և գնանշումներ:

«Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն, ֆոնդային բորսայի անդամ ընկերությունների թիվը պետք է տասից պակաս չլինի: Այսօր Արմեքսի անդամ են Երևանի, Գյումրիի և Վանաձորի ավելի քան քսան բրոքերային ընկերություններ:

Հայաստանի ֆոնդային բորսայի գործունեությունը կարգավորող պետական մարմինը ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովն է: Այդ հանձ-

նաժողովն իր օրենսդրական նորմատիվ ակտերով սահմանում է կանոններ, որոնք հիմք են բորսաների գործունեության կազմակերպման համար: Ֆոնդային բորսայի գործունեության կարգավորման նպատակներն են՝

1. Առաջարկի ու պահանջարկի կենտրոնացման ապահովում և բորսայական ազատ գնագոյացման բաց գործընթաց:
2. Բորսայական շուկայում կարգ ու կանոնի և օրինականության պահպանում և շուկայի բոլոր մասնակիցների համար բնականոն աշխատանքային պայմանների ստեղծում:
3. Բորսայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցների անբարեխղճության, խարդախության և ձեռնածությունների գործադրման հնարավորության բացառում:
4. Նոր բորսային կառույցների ստեղծում և դրանց աջակցում:
5. Ձեռնարկչային գործունեություն ծավալելու համար պայմանների ապահովում:

Ներկայումս Հայաստանի բորսան ունի բոլոր անհրաժեշտ նախադրյալները կազմակերպված բորսայական շուկա ստեղծելու և այն Արմենքսի կանոններով վերահսկելու համար:

3. Ֆոնդային բորսայի գործունեությունը

Ֆոնդային բորսան երկրորդային շուկայի կազմակերպչա-իրավական ձևերից մեկն է: Այն իրենից ներկայացնում է ֆինանսական միջնորդական կառույց, որտեղ տեղի է ունենում բորսայական արժեքների առևտրային գործարքներ վաճառողների ու գնորդների միջև՝ բորսայական միջնորդների միջոցով, պաշտոնապես ամրագրված կանոններով: Այդ կանոնները սահմանվում են պետական օրենսդրությամբ («Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենք), որոնք իրենց արտացոլումն են գտնում բորսաների կանոնադրության մեջ:

Սակայն անհրաժեշտ է նշել, որ ոչ ֆոնդային բորսան՝ ամբողջությամբ վերցրած, ոչ էլ նրա անձնակազմը արժեթղթերի հետ կապված գործարքներ չեն իրականացնում: Նրանք միայն պայմաններ են ստեղծում, նպաստում են որպեսզի այդ գործարքները տեղի ունենան: Այդ նպատակով ներկայացնում և միմյանց են կապում գնորդներին և վաճառողներին, տրամադրում են տարածք, մատուցում խորհրդատվական արբիտրաժային ծառայություններ, կազմակերպում տեխնիկական սպասարկում այն հաշվով, որպեսզի գործարքները տեղի ունենան:

Համաշխարհային պրակտիկայում գոյություն ունեն ֆոնդային բորսայի երեք տիպեր.

1. իրավա - հրապարակային,
2. մասնավոր,
3. խառը:

Իրավա-հրապարակային ֆոնդային բորսաները մշտապես գտնվում են պետության հսկողության տակ: Պետությունը մասնակցում է բորսայական առևտրի կանոնների կազմմանը և վերահսկում է, որպեսզի պահպանվեն դրանք, ապահովում է անհրաժեշտ կարգ ու կանոն բորսայական առևտրի ընթացքում, նշանակում է բորսայական մակերևներ և այլն: Այս տիպի ֆոնդային բորսաները տարածված են Գերմանիայում և Ֆրանսիայում:

Ֆոնդային բորսան, որպես մասնավոր կոմպանիա, ստեղծված է բաժնետիրական ընկերությունների տեսքով: Նման բորսաները ինքնուրույն են իրականացնում բորսայական առևտուրը: Բորսայում բոլոր գործարքները կատարվում են՝ ելնելով երկրում գործող օրենսդրությունից, որի խախտումը ենթադրում է որոշակի իրավական պատասխանատվություն: Պետությունը չի տրամադրում որևէ երաշխիք բորսայական առևտրի կայունության ապահովման և գործարքների ռիսկի նվազեցման համար: Այս տիպի բորսաները հատկանշական են ԱՄՆ-ին ու Անգլիային:

Եթե ֆոնդային բորսաները ստեղծվում են բաժնետիրական ընկերությունների տեսքով, և կապիտալի 50%-ից ոչ պակասը պատկանում է պետությանը, ապա դրանք դիտվում են խառը տիպի կազմակերպություններ: Այնուամենայնիվ, բորսայական կոմիսարը հսկում է բորսայական գործունեության գործընթացն ու պաշտոնապես սահմանում բորսայական կուրսը: Նման բորսաներ են գործում Ավստրիայում, Շվեյցարիայում և Շվեդիայում:

Ռուսաստանում գործող օրենսդրության համաձայն, ֆոնդային բորսան ստեղծվել է որպես փակ բաժնետիրական ընկերություն և կարող է ունենալ առնվազն երեք անդամներ: Ռուսաստանում ֆոնդային բորսան ոչ առևտրային կազմակերպություն է և նրա գործունեությունը հիմնված է ինքնափոխհատուցման վրա:

Հայաստանի Հանրապետությունում, ինչպես արդեն նշվեց, ֆոնդային բորսաների կազմակերպման սկզբունքները գրեթե նույնն են, ինչ Ռուսաստանում է, բայց կան որոշ տարբերություններ: Այսպես օրինակ, Ռուսաստանում ֆոնդային բորսա կազմակերպելու համար բավարար է համարվում առնվազն երեք անդամների առկայությունը, մինչդեռ Հայաստանի ֆոնդային բորսան պետք է ունենա տասից ոչ պակաս անդամներ:

Ֆոնդային բորսայի անդամ լինելը գրավիչ է ոչ այնքան ներդրված կապիտալից շահույթ ստանալու հեռանկարի առումով, որքան սպառիչ ու հարուստ տեղեկատվություններ ստանալու հնարավորության, որը արտացոլում է իրական շուկայական իրադրությունը, ինչպես նաև որոշակի նախապատվությունները, որոնք տրամադրվում են առևտրային գործընթացում: Վերջինս մասնավորապես վերաբերում է սահմանափակ քանակի, բայց հրապուրիչ արժեթղթերի ձեռք բերմանը:

Ֆոնդային բորսաների անդամների նկատմամբ պահանջները սահմանվում են ոչ միայն տվյալ երկրի օրենքներով, այլև՝ կոնկրետ ֆոնդային բորսայի կանոններով: Ֆոնդային բորսաների անդամակցության կազմն ու կառուցվածքը տարբեր երկրներում միատեսակ չեն: Մասնավորապես ԱՄՆ-ում և Անգլիայում բորսայի անդամներ կարող են լինել միայն ֆիզիկական անձիք, Իտալիայում և Չեռմանիայում՝ և՛ ֆիզիկական և՛ իրավաբանական: Ռուսաստանում և Հայաստանում ֆոնդային բորսայի անդամ կարող են լինել իրավաբանական անձիք, ինչպես նաև պետական գործադիր մարմինները, որոնց հիմնական նպատակը արժեթղթերով գործառնություններ իրականացնելն է:

Ֆոնդային բորսայում կիրառվում է գործընթաց իրականացնելու խիստ կանոնակարգ, ինչն ապահովում է առավել հուսալի և եկամտաբեր բորսայական գործիքների օգտագործմամբ:

Բորսայում ստացվող արժեթղթերը ստուգում է լիստինգ-ցուցակավորում իրականացնող հատուկ հանձնաժողովը: Ցուցակավորման (լիստինգի) խնդիրն է ստուգել էմիտենտ-կոմպանիաների ֆինանսական դրությունը և մենեջմենթի մակարդակը: Այդ ստուգումը կատարվում է աուդիտի միջոցով:

Ցուցակավորման (լիստինգի) հիմնական նպատակն է՝

1. Ստեղծել բարենպաստ պայմաններ արժեթղթերի կազմակերպված շուկա ձևավորելու համար:
2. Բարձրացնել արժեթղթերի շուկայի վիճակի վերաբերյալ տեղեկատվության մակարդակը:
3. Վեր հանել առավել հուսալի ու որակյալ արժեթղթեր:
4. Ապահովել ինվեստորների շահերի պաշտպանությունը և դրանով բարձրացնել նրանց վստահությունը բորսայում շրջանառվող արժեթղթերի նկատմամբ:

Ստուգման անցած արժեթղթերը կարող են բաց թողնվել իրացման, իսկ դրանց էմիտենտներին ամրագրում են կազմակերպության հատուկ գրանցամատյանում, այն էմիտենտներին, որոնց ֆոնդային գործիքները «ընդունում» է բորսա:

Հետագայում ցուցակավորման (լիստինգային) ստուգումները պարբերաբար կրկնվում են, որը զգալիորեն կրճատում է ռիսկի գործոնը ֆոնդային գործարքներում: Իրավական տեսակետից ոչ մի բաժնետիրական ընկերություն պարտավոր չէ բաժնետոմսերը և այլ արժեթղթերը բորսա մտցնել: Նրանք պարզապես ունեն նման իրավունք, բայց պարտադիր չէ, որ կիրառեն: Սակայն միջազգային պրակտիկան ցույց է տվել, որ բորսայական առևտուրը շահավետ է, և այդ է պատճառը, որ շատ կոմպանիաներ, ընկերություններ և ֆիրմաներ ձգտում են իրենց արժեթղթերը տեղաբաշխել որևէ մեկ կամ նույնիսկ մի քանի տարբեր բորսաներում:

Ինվեստորը, գնելով ցուցակավորված արժեթղթերը, կարող է վստահ լինել, որ ժամանակին կստանա հուսալի ու ճշգրիտ տեղեկատվություն էմիտենտ-ընկերության և շուկայում նրա արժեթղթերի մասին: Նա պետք է հնարավորություն ունենա գնահատելու էմիտենտի տնտեսական զարգացման հեռանկարները և նրա արժեթղթերի որակը:

Մյուս կողմից՝ ֆոնդային արժեքների թղթերում միջոցներ ներդրած ինվեստորը ձեռք է բերում այն բոլոր առավելությունները, որոնք վերաբերում են իր շահերի պաշտպանությանը: Սակայն բորսան չի կարող երաշխավորել լիստինգով անցած ընկերության բաժնետոմսերի ինվեստիցիոն եկամտաբերությունը: Այնուամենայնիվ, գրանցամատյանում հաշվառված ընկերություններն ու ֆիրմաները մեծ հռչակ ու հեղինակություն են ձեռք բերում ինվեստիցիոն ոլորտում: Բաժնետոմսերի ցուցակավորումը բորսայում թույլ է տալիս ընկերություններին ու ֆիրմաներին գրավելու կայուն դիրքեր շուկայում:

Բորսան իրենից ներկայացնում է նաև բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի պահպանման ու աջակցման համակարգ: Ընկերությունների ու ֆիրմաների կլանման ու ձուլման դեպքում ակտիվների գնահատումը կախված է բաժնետոմսերի շուկայական արժեքի կուրսից և ոչ թե՛ հաշվեկշռային արժեքից, որը որպես կանոն, ավելի ցածր է:

Արժեթղթերի այն գնորդները, որոնք ունեն շուկայական ցուցակավորում, իբրև կանոն, ունեն առավելություններ նման գնանշում չունեցող գնորդների նկատմամբ:

Բորսան սահմանում է կանոններ այն էմիտենտների համար, որոնք ցանկանում են իրենց բաժնետոմսերը մտցնել բորսայական ցուցակում: Դրա հետևանքով յուրաքանչյուր բորսա ունի արժեթղթերը ցուցակավորման թույլատրելի ու իր համակարգը: Տարբեր պահանջներ են ներկայացվում այն ընկերություններին ու ֆիրմա-

ներին, որոնք ցանկանում են իրենց բաժնետոմսերը գնանշել կոնկրետ որոշակի բորսայում:

Արժեթղթերի ցուցակավորման ամենահիմնական առավելությունը արժեթղթերի բարձր իրացվելիությունն է: Իսկ սա նշանակում է, որ արժեթուղթը ավելի իրացվելի է դառնում և ունենում է համեմատաբար կայուն շուկայական գին, քանի որ արժեթղթերի շրջանառությունը կատարվում է ֆոնդային բորսայի մշտական վերահսկողության ներքո:

Աշխարհի ֆոնդային բորսաներում սահմանվում են ցուցակավորման տարբեր մակարդակներ՝ կախված արժեթղթերի որակից: Ցուցակավորման որևէ մակարդակում արժեթուղթը պետք է բավարարի որոշակի պահանջներ ու չափանիշներ, որոնք տարբերվում են խստության մակարդակներով:

Հաշվի առնելով Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության վիճակը, Հայաստանի ֆոնդային բորսան փորձել է սահմանել ցուցակավորման ուրույն պահանջներ:

Հայաստանի ֆոնդային բորսան սահմանել է արժեթղթերի ցուցակավորման երկու մակարդակ՝ ստորին և վերին: Ընդ որում՝ ստորին մակարդակի համար չեն սահմանվել նվազագույն պահանջներ ու չափանիշներ, ինչը բոլոր էմիտենտներին հնարավորություն է ընձեռնում ցուցակավորելու իրենց արժեթղթերը: Ստորին մակարդակում ցուցակավորելու համար միակ և պարտադիր պահանջը ֆոնդային Բորսայում արժեթղթերի գրանցված լինելն է:

Ցուցակավորման վերին մակարդակի համար սահմանվում են հետևյալ նվազագույն պահանջները և չափանիշները. թողարկողի սեփական կապիտալի նվազագույն ծավալը պետք է լինի 50 մլն դրամ, իրականացված գործունեության նվազագույն ժամանակաշրջանը՝ երեք տարի, տվյալ դասի արժեթղթերի սեփականատերերի նվազագույն քանակը՝ 200, իսկ վերջին ֆինանսական տարին փակած լինի շահույթով:

Սովորաբար, ինչպես ցույց է տալիս միջազգային պրակտիկան, ֆոնդային բորսաները, այդ թվում նաև Հայաստանի ֆոնդային բորսան, ցուցակավորումը կատարում են մի քանի փուլերով: Այդ փուլերն են.

1. փորձաքննություն,
2. ցուցակավորման համաձայնություն,
3. ցուցակավորման աջակցում:

Փորձաքննության իմաստն այն է, որ նախքան արժեթղթերի ցուցակավորման մասին որոշում ընդունելը, բորսան պետք է մանրակրկիտ գննի թողարկողի ներկայացրած փաստաթղթերը, որպեսզի

արժեթղթերի ցուցակավորման մասին որոշումը լիովին հիմնավորված լինի: Հայաստանի ֆոնդային բորսայի սահմանած կանոնների համաձայն, ցուցակավորման համար անհրաժեշտ է ներկայացնել սահմանված ձևի հայտ և ցուցակավորման համար սահմանված գումարի վճարումը հավաստող փաստաթուղթ: Հայտը բավարարված է դիտվում, երբ ուժի մեջ է մտնում արժեթղթերի գրանցման վերաբերյալ որոշումը:

Արժեթղթերի ցուցակավորման պահին էմիտենտը ստանձնում է որոշակի միջոցառումներ ձեռնարկելու պարտավորություն՝ ցուցակավորման պահպանումը ապահովելու համար: Մասնավորապես՝ այդ միջոցառումներին են վերաբերում.

1. Ցուցակավորման համար վճարներ կատարելը սահմանված ժամկետում և նախատեսված չափով:
2. Գործունեության տարեկան հաշվետվություն ներկայացնելը աուդիտորական եզրակացության հետ:
3. Համապատասխան դասի արժեթղթերի սեփականատերերի գրանցամատյանի կիրառումը կենտրոնական դեպոզիտարիայի միջոցով և այլն:

Սահմանված պահանջները խախտելու և չափանիշները չպահպանելու դեպքում բորսան, որպես պատժամիջոց, կիրառում է տվյալ արժեթղթի ժամանակավոր ապացուցակավորում, որի հիման վրա դադարում է արժեթղթերի գրանցումը:

Ֆոնդային բորսաների գործունեության կարևորագույն բնագավառներից մեկն էլ թողարկման ազդագրերի գործընթացի կազմակերպումն է: Արժեթուղթ թողարկողը պետք է օրենքով սահմանված կարգով ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողով ներկայացնի արժեթղթերի գրանցման ազդագիր ներառող փաստաթուղթ:

Արժեթղթերի գրանցման ազդագիր ներառող հայտարարագրի կառուցվածքն ու բովանդակությունը, ինչպես նաև տեղեկատվությունների ներկայացման ձևերը սահմանված են «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման կանոնագրքով», որը հրապարակվել է 2001թ. նոյեմբերին, ՀՀ գերատեսչական նորմատիվ ակտերի տեղեկագրում:

Հայտարարագիրը ներառում է տեղեկատվությունների մի ամբողջություն և կազմված է տիտղոսաթերթից, ազդագրից ու այլ փաստաթղթերից: Հայտարարագիրը ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողով է ներկայացվում նոր արժեթուղթ թողարկելու մասին որոշում ընդունելուց հետո: Արժեթուղթ վաճառելու առաջարկ կարող է արվել ինչպես հայտարարագրի գրանցումից հետո, այնպես էլ հայտարարագիրը գրանցման գործընթացում գտնվելու ժամանակ: Հայտա-

րարագրի տիտղոսաթերթը պետք է պարունակի նաև տեղեկություն այն մասին, որ ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովը պատասխանատվություն չի կրում ազդագրում գետեղված տեղեկատվությունների իսկության համար, և որ արժեթղթի գրանցման փաստը չի նշանակում ներդրման ապահովություն:

Ֆոնդային բորսան ինվեստորների շահերի պաշտպանության նպատակով կարող է ժամանակավորապես կամ ընդմիջտ բաժնետիրական ընկերության արժեթուղթը հանել գրանցամատյանից: Սա վերաբերում է այն ֆիրմաներին, որոնք ունեն անբարենպաստ ֆինանսական վիճակ, քանի որ ընկերության սնանկացումը հարված է նաև այն բորսային, որտեղ կատարվել է բաժնետոմսերի ցուցակավորումը:

Գոյություն ունի ցուցակավորման դադարեցման երեք ձև.

1. Առևտրի սկսման հետաձգում:
2. Առևտրի ընդմիջում:
3. Առևտրի դադարեցումը մեկ, կամ ավելի սեսիայով:

Ապագազդագրումը՝ բորսայի ցուցակից հանումը, կարող է տեղի ունենալ, եթե՝

- Եմիտենտը սնանկացված է հայտարարված կամ նրա ֆինանսական վիճակը անբավարար է գնահատված:
- Արժեթղթի հրապարակային տեղաբաշխումը կատարվում է անթույլատրելի փոքր ծավալներով և չի համապատասխանում ազդագրի նվազագույն պահանջներին:
- Եմիտենտ ընկերությունները դիմում են ներկայացնում իրենց արժեթղթերը ցուցակավորումից հանելու վերաբերյալ:
- Եմիտենտի արժեթղթերը հետ են վերցվում՝ դրանք նորերով փոխարինելու, կամ էլ այլ ֆիրմաների հետ ծուլվելու պատճառով:
- Խախտվում է ազդագրի մասին պայմանագիրը:
- Եմիտենտ-ընկերությունները չեն ներկայացրել տարեկան հաշվետվություն և այլ պահանջվող տեղեկատվություններ:

Ֆոնդային բորսա մուտքագրվող բոլոր արժեթղթերը բորսայական գործառնությունների օբյեկտ են: Բորսայական գործառնությունները արժեթղթերի հետ կապված գործարքներն են, որոնք կնքվում են բորսայի անդամների կամ նրա մշտական այցելուների միջև՝ ձևակերպվելով և գրանցվելով բորսայի գրանցամատյանում:

Արժեթղթերի գործառնությունների դասակարգման կարևոր չափանիշ են ծառայում գործարքների կնքման ժամկետները: Այս կապակցությամբ տարբերվում են դրամարկղային և ժամկետային գործառնություններ: Դրամարկղային են կոչվում այն գործառնություն-

ները, որոնց վերաբերյալ գործարքները իրականացվում են անմիջապես կամ էլ մոտակա բորսայական օրացուցային օրերին (գործարքի կնքումից հետո մինչև 7օր): Ժամկետային են կոչվում այն գործառնությունները, երբ արժեթղթերի հետ կապված գործարքները կատարվում են պայմանագրով պայմանավորված ժամկետում:

Ֆոնդային բորսայում առևտուրը կատարվում է նստաշրջաններով: Սա նշանակում է, որ բորսայական դահլիճում վաճառվում են ոչ բոլոր արժեթղթերը միաժամանակ: Գոյություն ունի կարգ, որի համաձայն անցկացվում են հատուկ նստաշրջաններ՝ բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ տեսակի արժեթղթերի համար: Հնարավոր է նաև տարբեր արժեթղթերով իրականացվող զուգահեռ առևտուր, բայց այս դեպքում արժեթղթերի յուրաքանչյուր տեսակ վաճառվում է առանձին, հատուկ նախատեսված շենքում:

Բորսայում կնքված բոլոր գործարքները գրանցման են ենթակա հենց դրանց կատարման օրը (24 ժամից ոչ ուշ): Դրա համար հիմք է ծառայում բրոքերային գրությունը, որը կազմված է՝ ելնելով կողմերից մեկի հրամանից (օֆֆերտ) և մյուս կողմի համաձայնությունից (ակցեպտ):

Ֆոնդային բորսայի կենտրոնը առևտրի սրահն է, որտեղ առևտուրը կատարվում է աճուրդի սկզբունքով:

Ֆոնդային բորսայի առևտրի ողջ գործընթացը այնպես է կազմակերպված, որպեսզի բրոքերները լավագույնս կարողանան կատարել ստացված պատվերները:

Գոյություն ունեն պատվերների մի քանի ձևեր, որոնց հիման վրա գնվում և վաճառվում են արժեթղթերը.

- «շուկայական պատվեր», երբ համաձայն այդ պատվերի՝ գնվում ու վաճառվում են որոշակի քանակի ու տեսակի արժեթղթեր շուկայի առավել հարմար գներով:
- Լիմիտավորված պատվեր, երբ հաճախորդը նշում է կոնկրետ գին, որի համաձայն պետք է տեղի ունենա գործարքը:
- Օրվա պատվեր, որի համաձայն պատվերը պետք է կատարվի օրվա ընթացքում:
- Բաց պատվեր, երբ պատվերը ուժի մեջ է մնում՝ քանի դեռ գործարքը չի կատարվել: Շատ բրոքերներ պատվերների կուտակումից խուսափելու համար գործարքների իրականացման ժամկետները սահմանափակում են 30-90 օրով, որից հետո պատվերները կարող են վաճառել:
- Պատվեր «ամբողջ կամ՝ ոչինչ»: Սա նշանակում է, որ բրոքերը պետք է գնի կամ վաճառի պատվիրված ամբողջ արժեթղթերը:

- Պատվեր «ընդունում են ցանկացած տեսքով». այս դեպքում հաճախորդը հանձնարարում է բրոքերին գնելու կամ վաճառելու ցանկացած քանակության արժեթղթեր (մինչև պատվերի առավելագույն սահմանը):
- Պատվեր «կատարել կամ դադարեցնել». սա նշանակում է, որ, երբ պատվերի մի մասը կատարվել է, ապա մնացած մասի կատարումը դադարեցվում է:
- Պատվեր «վերամիացումով», որը ենթադրում է, որ մեկ տեսակի արժեթղթի վաճառքից ստացված հասույթը կարելի է օգտագործել մյուսների գնման համար:
- Կոնտիգենտային պատվեր, որը նախատեսում է միաժամանակյա մեկ արժեթղթերի գնում և մեկ այլ արժեթղթերի վաճառք: Սա կարող է կատարվել ինչպես «շուկայորեն», այնպես էլ համամասնորեն (օրինակ, վաճառել 50 միատեսակ և գնել 100 ուրիշ բաժնետոմս):
- «Վերջ» պատվեր. այս դեպքում պատվերը պետք է կատարվի որպես «շուկայական», եթե արժեթղթի կուրսը իջնում է կամ բարձրանում կոնկրետ նշված գնի մակարդակից:

Բոլոր ստացված պատվերները բրոքերը պետք է դասակարգի և վերլուծի: Երբեմն, որպեսզի իրականացնեն կարճաժամկետ գործառնությունները, բրոքերային ֆիրմաները կարող են ձեռք բերել արժեթղթեր ուրիշ ֆիրմաներից: Բոլոր կարճաժամկետ գործառնություններն աչքի են ընկնում ռիսկի բարձր մակարդակով:

Ֆոնդային բորսաներում հաճախ ստեղծվում է այնպիսի իրավիճակ, երբ բրոքերների մոտ կուտակվում են մեծ քանակի պատվերներ, և նրանք հնարավորություն չեն ունենում դրանք լիովին բավարարելու: Նման դեպքերում բրոքերը պարտավոր է կողմնորոշվել դեպի այն բոլոր խոշոր բորսաները, որտեղ գոյություն ունեն իրենց «առաջնահերթությունները և կանոնները»: Սրա կարևորությունը պայմանավորված է նրանով, որ բրոքերը պետք է ոչ միայն նկատի ունենա իր հաճախորդների պահանջները, այլև գործի բորսայական օրենքներին համապատասխան:

Ֆոնդային բորսան կարող է մրցակցային պայքարում շանս ունենալ չկազմակերպված շուկայում արժեթղթերով հրատապ գործառնություններ իրականացնելիս: Օպցիոն և Ֆյուչերսային շուկայի ստեղծումը, նման գործարքների իրականացման համար երաշխիքների ապահովումը, դրանց միջոցով քլիրինգային հաշվարկների կազմակերպումը հնարավորություն են տալիս բորսաներին էականորեն ավելացնելու բորսայական առևտրի ծավալները:

Ֆոնդային բորսայում մեծ հնարավորություններ ունեն խոշոր բանկերը՝ մուրհակների շրջանառությունը կազմակերպելու համար: Մուրհակներն արդեն ցույց են տվել իրենց կենսունակությունը տնտեսության մեջ տեղի ունեցող նեգատիվ գործընթացներում և հետագայում կարող են դառնալ արժեթղթերի առավել լուծարելի տեսակ:

Ֆոնդային բորսաների համար հեռանկարային է նաև համագործակցությունը խոշոր ինստիտուցիոնալ ինվեստորների հետ, հատկապես՝ ինվեստիցիոն հիմնադրամների: Այստեղ շահում են երկուստեք՝ ֆոնդային բորսան ստանում է նոր հաճախորդներ, որոնք միաժամանակ հանդես կգան որպես էմիտենտներ և ինվեստորներ, իսկ ինստիտուցիոնալ ինվեստորները՝ արժանահավատ օպերատիվ տեղեկատվություն արժեթղթերի շուկայի իրադրության վերաբերյալ:

Ֆոնդային բորսան ոչ միայն առևտրի, այլև արժեթղթերի շուկայի հետազոտական և տեղեկատվական կենտրոն է: Բոլոր երկրների օրենսդրությունները պարտավորեցնում են ֆոնդային բորսաներին զբաղվելու արժեթղթերի շուկայում տեղի ունեցող գործընթացների հետազոտությամբ ու իրազեկելու հասարակությանը և ամենից առաջ էմիտենտներին ու ինվեստորներին: Այդ պատճառով բոլոր խոշոր ֆոնդային բորսաներն ունեն հատուկ գիտատեղեկատվական բաժիններ, որոնք զբաղվում են նման հետազոտությամբ և արդյունքները հրապարակում են տարբեր պարբերական հրատարակություններում:

Գայանե Վահրեսի Ավագյան

Արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շուկաներ
(դասախոսության տեքստ)

Հրատ. խմբագիր՝ Վ.Զադայան
Սրբագրիչ՝ Զ.Հովհաննիսյան

Համակարգչային ձևավորումը՝ Ա.Մարգարյանի

Պատվեր՝ 233: Տպաքանակ՝ 150:
Չափս՝ 60x84 1/16: 1,5 տպ. մամուլ:

«Տնտեսագետ» հրատարակչություն
Տպագրված է «Տնտեսագետ» հրատարակչության
տպագրական արտադրամասում
Երևան 25, Նալբանդյան, 128