

Երևանի «Գլաժոր» համալսարան

Թորոսյան Հասմիկ Արծրունու

**ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ
ԻՐԱԿԱՆԱՑՄԱՆ ԱՐԴԻ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ
ՀՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

**Ը.00.03. – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի
գիտական աստիճանի հայցման համար**

**Գիտական ղեկավար՝
տնտեսագիտության դոկտոր,
պրոֆեսոր Ա.Բ.Սալնազարյան**

Երևան-2016

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ.....	3
ԳԼՈՒԽ 1. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆ- ՆԵՐԻ ՄԱՏՈՒՑՄԱՆ ՏՆՏԵՍԱԻՐԱՎԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ.....	9
1.1. Ներդրումային ծառայությունների մատուցման տնտեսաիրա- վական հիմքերը և դրսևորման արդի առանձնահատկությունները արժեթղթերի շուկայում.....	9
1.2. Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության տեսակները և դասակարգումը.....	36
1.3. Ներդրումային ընկերությունները որպես ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք.....	87
ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹ- ՅՈՒՆՆԵՐԻ ԻՐԱԿԱՆԱՅՄԱՆ և ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՓՈՐՁԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ.....	100
2.1. ՀՀ արժեթղթերի շուկայի և ներդրումային ծառայությունների վերլուծություն.....	100
2.2. Ներդրումային ծառայությունների իրականացման արտասահ- մանյան փորձի համեմատական վերլուծություն.....	109
ԳԼՈՒԽ 3. ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱ- ԿԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ.....	138
3.1. Պետական կարգավորման և ինքնակարգավորման կադարե- լագործումը որպես ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառա- յությունների զարգացման ուղի.....	138
3.2. Անդերռայթինգը որպես ՀՀ-ում ներդրումային ծառայությունների և արժեթղթերի առաջնային շուկայի զարգացման գործոն.....	152
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ.....	167
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ.....	177

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հեղազոտության թեմայի արդիականությունը: Արդի պայմաններում ցանկացած երկրի կայուն զարգացման ապահովման ֆինանսատնտեսական հիմքը արդյունավետ գործող ֆինանսական շուկաներն են: Ինչպես իրավացիորեն նշում է Նոբելյան մրցանակակիր, տնտեսագետ Ժ.Ստիգլիցը «եթե կապիտալը գտնվում է կապիտալիզմի սրտում, ապա լավ գործող կապիտալի շուկաները գտնվում են կապիտալիստական տնտեսության սրտում»¹, քանի որ ժամանակակից ֆինանսական և հատկապես կապիտալի շուկաների նշանակությունը տարբեր անձանց խնայողությունները առավելագույնս տնտեսության իրական հատված և ծառայությունների ոլորտ հասցնելն է: Այլ կերպ ասած՝ որքան կայացած է ֆինանսական շուկան, այնքան արդյունավետ է գործում «խնայողություններ - ֆինանսական ներդրումներ - իրական ներդրումներ - տնտեսական աճ» շղթան: Վերջինս էլ, իր հերթին, կյանքի է կոչվում ֆինանսական և հատկապես կապիտալի շուկաներում մատուցվող ծառայությունների՝ ներդրումային ծառայությունների կազմակերպման և իրականացման միջոցով: Այդ գործընթացներում կարևորվում են ինչպես ֆինանսական միջոցները խնայողներից վերջնական սպառողներին հասցնելու ֆինանսական գործիքներն ու դրանց օգտագործման մեթոդներն ու կառուցակարգերը, այնպես էլ ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք՝ ներդրողներին ու թողարկողներին մատուցվող ծառայությունների տեսակներով ու եղանակներով:

Ֆինանսական զարգացած շուկա ունեցող երկրներում ներդրումային ծառայությունների արդյունավետ կազմակերպման միջոցով ներկայումս լուծվում է երկու կարևոր հիմնախնդիր. մի կողմից՝ խնայողությունները «հոսում են» կապիտալի շուկաներ, մյուս կողմից՝ նպատակաուղղվում տնտեսության իրական հատված կամ ծառայությունների ոլորտ:

¹ Stiglitz J.E. «The design of financial systems for the newly emerging democracies of Eastern Europe», 1992, p. 5

Հայաստանի Հանրապետությունում այսօր կապիտալի շուկաները, ինչպես նաև դրանցում մատուցվող ներդրումային ծառայությունները, մեղմ ասած, դեռևս կայացած չեն: Մասնավորապես՝ ֆինանսական շուկայի առանցքային հատվածը կազմող արժեթղթերի շուկան, իր ֆինանսական գործիքներով և ներդրումային ծառայություններով, տնտեսավարող անձանց համար որպես ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր չի ծառայում: Չնայած այն հանգամանքին, որ ՀՀ-ում ներկայումս օրենսդրորեն ներկայացված ու հստակ սահմանված են ներդրումային ծառայությունները, դրանց տեսակներն ու իրականացման պայմանները², իսկ հանրապետությունում գործող առևտրային բանկերն ու ներդրումային ընկերությունները ունակ են տնտեսավարող անձանց մատուցելու ներդրումային ծառայությունների ամբողջ համալիրը, այդուհանդերձ, ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների մատուցումը կրում է եզակի կամ պատահական բնույթ: Առկա են բազմաթիվ և բազմաբնույթ խնդիրներ, որոնք դրսևորվում են ինչպես արժեթղթերի ու կապիտալի շուկաներում, այնպես էլ դրանցից դուրս, ինչպես հաճախորդների ու ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց, այնպես էլ ֆինանսական գործիքների, կառուցակարգերի, մեթոդների ու եղանակների հետ կապված:

Վերը նշված խնդիրների ուսումնասիրությանն ու համապատասխան լուծումների մշակմանն էլ նվիրված է սույն հետազոտությունը, որոնցով էլ պայմանավորվել են նաև ատենախոսության թեմայի ընտրությունը, արդիականությունն ու կատարման անհրաժեշտությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպատակը արժեթղթերի ՀՀ և արտերկրյա շուկաներում մատուցվող ներդրումային ծառայությունների փորձի վերլուծության հիման վրա ՀՀ-ում առկա հիմնախնդիրների բացահայտումն է և դրանց լուծման որոշակի ուղիների մշակումն ու առաջադրումը:

² Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, բաժին 3. ընդունված է 11.10.2007 թ.:

Ըստ այդ նպատակի՝ առաջադրվել են հետազոտության կառուցվածքը և տրամաբանությունը կանխորոշող հետևյալ խնդիրները.

- հետազոտել ներդրումային ծառայությունների մատուցման տնտեսաիրավական հիմքերը և բացահայտել դրանց դրսևորման արդի առանձնահատկությունները արժեթղթերի շուկայում,
- դասակարգել արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության տեսակները՝ ներկայացնելով դրանց առանձնահատկությունները,
- ներդրումային ընկերությունները դիտարկել որպես արժեթղթերի շուկայում ներդրումային համալիր ծառայություններ մատուցող անձինք,
- վերլուծել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի և դրանում իրականացվող ներդրումային ծառայությունների արդի վիճակը,
- կատարել ներդրումային ծառայությունների իրականացման արտասահմանյան փորձի համեմատական վերլուծություն,
- հիմնավորել անդերոայթինգի՝ որպես ՀՀ-ում ներդրումային ծառայությունների և արժեթղթերի առաջնային շուկայի զարգացման գործոնի դերը,
- մշակել ներդրումային ծառայությունների պետական կարգավորման կատարելագործման ուղիներ և կառուցակարգեր ՀՀ արժեթղթերի շուկայում:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ արժեթղթերի շուկան է, ինչպես նաև ներդրումային ծառայություններ մատուցող ընկերությունները, իսկ առարկան՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների կազմակերպմանն ու մատուցմանն առնչվող հիմնախնդիրներն ու դրանց հաղթահարմանն ուղղված մոտեցումները:

Հետազոտության տեսամեթոդաբանական հիմքերը և տեղեկատվության ապահովումը: Հետազոտության համար որպես տեսամեթոդաբանական հիմք են ծառայել ՀՀ սահմանադրությունը, արժեթղթերի շուկան կարգավորող ՀՀ օրենքները, ՀՀ Կառավարության և ԿԲ-ի կողմից մշակված հայեցակարգերն ու ընդունված

որոշումները, ներդրումային ծառայությունների ոլորտին առնչվող միջազգային կազմակերպությունների հաշվետվություններն ու գիտամեթոդական մշակումները, այլ երկրների մեթոդական նյութերը և փորձը, ինչպես նաև տնտեսագիտության դասականների, հայրենական և արտասահմանյան գիտնականների՝ արժեթղթերի շուկայի և ներդրումային ծառայությունների վերաբերյալ աշխատությունները:

Հետազոտության տեղեկատվական ապահովման համար օգտագործվել են ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության և ՀՀ ԿԲ-ի հրապարակումներն ու ներդրումային ծառայությունների ոլորտը ներկայացնող համացանցային կայքերի տեղեկատվական նյութերը:

Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են գիտական վերացարկման, վերլուծության և համադրության, տնտեսավիճակագրական, համեմատական, համակարգային և գործոնային, ինչպես նաև պատմատրամաբանական վերլուծության մեթոդները:

Հետազոտության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը:

Ատենախոսությունում կատարված ուսումնասիրությունների և վերլուծությունների արդյունքում առաջարկված մոտեցումների գիտական նորույթը հետևյալն է.

- Տարբերակվել են արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության տեսակներն ու դրանք իրականացնող անձինք, կատարվել է նորովի դասակարգում:
- Հիմնավորվել է ՀՀ մարզերում «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» ԲԲԸ տարածքային ստորաբաժանումների՝ որպես հաշվի օպերատորների ստեղծման անհրաժեշտությունը՝ առաջարկելով այդ գործառույթների իրականացումը պայմանագրային հիմունքներով վերապահել ՀՀ-ում գործող առևտրային բանկերին, ներդրումային ընկերություններին և փոստային կապի օպերատորներին:
- Մշակվել է ՀՀ արժեթղթերի շուկայի համար տեղաբաշխման գործունեության

(անդերոայթինգ) արդյունավետության հաշվարկման նոր մոտեցում. Վան Հորնի բանաձևը լրացվել է լոբբիստական հնարավորությունների K_L գործակցով:

- Հիմնավորվել է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գերշահույթ ստանալու նպատակով ներքին տեղեկատվության անբարեխիղճ օգտագործման (ինսայդերական տեղեկատվություն) և գնային չարաշահումների (մանիպուլյացիա) քրեականացման անհրաժեշտությունը:

Հետազոտության արդյունքների գիտագործնական և կիրառական

նշանակությունը: Հետազոտության հիմնական դրույթները 2015-2016 ուսումնական տարվանից սկսած, օգտագործվում են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում՝ «Արժեթղթերի շուկա» և «Մասնագիտացված գործունեությունը արժեթղթերի շուկայում» ուսումնական դասընթացների դասավանդման ժամանակ:

Ներդրումային ծառայությունների իրականացման բարեփոխումներին վերաբերող առանձին դրույթներ հավանության են արժանացել և կիրառվում են «Ռենեսա» ՓԲԸ-ի (ներդրումային ընկերություն) կողմից:

Հետազոտության գիտական արդյունքներն ու ներկայացված առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ ԿԲ-ի կողմից՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի և դրանում մատուցվող ներդրումային ծառայությունների զարգացման հայեցակարգերի և քաղաքականության մշակման նպատակով:

Հետազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները:

Ատենախոսության հիմնական դրույթները և ստացված արդյունքները քննարկվել են ՀՊՏՀ-ում 2015 թ. նոյեմբերի 11-13-ը կայացած «Գիտելիք, նորաստեղծություն և զարգացում» XXV գիտաժողովում, Երևանի «Գլաժոր» համալսարանի «Ընդհանուր տնտեսագիտություն» ամբիոնի 10.10.2016 թ. նիստում և ՀՀ Կենտրոնական բանկի մասնագետների հետ:

Աշխատանքի հիմնական արդյունքներն ամփոփված են հեղինակի գիտական յոթ հոդվածներում:

Հետազոտության կառուցվածքը և ծավալը: Աշխատանքը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից, շարադրված է 184 էջի վրա: Ներառում է 14 աղյուսակ և 14 գծապատկեր:

ԳԼՈՒԽ 1. ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹ- ՅՈՒՆՆԵՐԻ ՄԱՏՈՒՑՄԱՆ ՏՆՏԵՍԱԻՐԱՎԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ

1.1. Ներդրումային ծառայությունների մատուցման փնտրասիրավական հիմքերը և դրսևորման արդի առանձնահատկությունները արժեթղթերի շուկայում

Արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների մատուցումը կարելի է դիտարկել որպես «ֆինանսական ծառայությունների» տարատեսակ, որոնք այսպես թե այնպես կապված են դրամական միջոցների շարժի հետ: Իհարկե, այս դեպքում խոսքը հաշվարկների իրականացման իմաստով դրամական միջոցների շարժի մասին չէ (ինչպես օրինակ, ապրանքների և ծառայությունների դիմաց գնորդների վճարումները), այլ դրամական միջոցների շարժի մասին՝ որպես դրամական կապիտալի: Այդ հետևությունը բխում է նրանից, որ դրամական կապիտալի ներդրումը կրում է իրավական բնույթ և ֆինանսական ծառայությունների իրավական հիմքը կազմում են պայմանագրային հարաբերությունները: Սակայն կողմերի պայմանագրային հարաբերությունների ճշգրիտ բնութագրումը հնարավոր է դիտարկվող իրավահարաբերությունների տնտեսագիտական բովանդակության վերլուծությունից հետո միայն:

«Դրամական կապիտալ» կատեգորիայի տնտեսագիտական բովանդակությունն առավել խորը ուսումնասիրվել է Կ.Մարքսի կողմից՝ «Կապիտալ» աշխատությունում: Հարկ է նշել, որ Կ.Մարքսի՝ որպես առաջավոր տնտեսագետի, անժխտելի մեծ ծառայությունը կապիտալի՝ որպես ինքնաճող արժեքի, ծագման ուսումնասիրությունն էր: Մարքսին հաջողվեց ապացուցել, որ արժեքի ինքնաճման աղբյուրը հավելյալ արդյունքն է (հավելյալ արժեքը), որը ստեղծվել է ապրանքի արտադրության փուլում: Ամբողջությամբ ուսումնասիրելով կապիտալիստական պարբերաշրջանը՝ Կ.Մարքսը հետազոտեց նաև կապիտալի առանձին տարատեսակների (դրամական, արտադրողական, ապրանքային, առևտրային, փոխառվական և այլն) գործունեության առանձնահատկությունները:

Կապիտալի այլ տարատեսակներից դրամական կապիտալի տարբերակման յուրահատկությունները բնորոշելիս, Կ.Մարքսը նշում է. «Կապիտալն իրական շարժման մեջ իբրև կապիտալ գոյություն ունի ոչ թե շրջանառության պրոցեսում, այլ միմիայն արտադրության պրոցեսում, բանվորական ուժի շահագործման պրոցեսում: Այլ է խնդիրը տոկոսաբեր կապիտալի նկատմամբ, և հենց այս է նրա մասնահատուկ բնույթը: Այն փողատերը, որն ուզում է իր փողն օգտագործել իբրև տոկոսաբեր կապիտալ, փողն օտարում է մի երրորդի ձեռքը, նետում է շրջանառության մեջ, դարձնում է իբրև կապիտալ ներկայացող ապրանք, իբրև կապիտալ ոչ միայն իր համար այլև ուրիշների համար»³:

Այսպիսով, դրամական միջոցները ձեռք են բերում դրամական կապիտալի հատկանիշներ այն դեպքում, երբ դրանք օտարվում են ի օգուտ երրորդ անձի և երկրորդ՝ դրանք օտարվում են որպես ինքնաճող արժեք, այսինքն որպես ունեցվածք, որը նախատեսված է ժամանակավորապես օտարման գործողություն իրականացրած անձին եկամուտ բերելու համար: Այլ կերպ ասած դրամական միջոցների օտարումը իրականացվում է փոխհատուցման պայմանով, այսինքն՝ պարգևավճարի համար, որը ստանում է անձը, ով օտարել է դրամական միջոցները⁴:

Միաժամանակ, օտարված դրամական միջոցը ստացող անձը այն ստանում է ոչ թե որպես դրամական միջոց, այլ որպես դրամական կապիտալ, այսինքն որպես ինքնաճող արժեք: Դա նշանակում է երրորդ անձի կողմից դրանք որպես կապիտալի օգտագործման նկատառում: Այսինքն դրամական կապիտալը. «կապիտալ է ոչ թե սոսկ նրա համար, ով այս օտարում է, այլ երրորդի ձեռքն է տրվում հենց այն գլխից իբրև կապիտալ, իբրև այնպիսի արժեք, որը հավելյալ արժեք, շահույթ ստեղծելու սպառողական արժեք ունի ... իբրև մի այնպիսի արժեք, որը պահպանվում է շարժման

³ Կ.Մարքս, Կապիտալ, երրորդ հատոր, առաջին մաս, Պետական հրատարակչություն, Եր., 1947, էջ 330-331:

⁴ Այդ առումով «Ժամանակը փող է» բնորոշ արտահայտությունը կիրառական է դրամական կապիտալի տեսանկյունից, որը ձեռք է բերում իրական տնտեսագիտական իմաստ: Ըստ էության այն նշանակում է, որ ժամանակը, որի ընթացքում դրամական կապիտալը ստացող անձը այն օգտագործում է, ևս կարող է ունենալ դրամական գնահատական՝ որպես վճար վարկի դիմաց:

մեջ և իր գործելուց հետո վերադառնում է իր սկզբնական ծախսողի մոտ, այս դեպքում՝ փողատիրոջ մոտ. հետևաբար միմիայն ժամանակավորապես է հեռանում նրանից, իր սեփականատիրոջ տնօրինության տակից ելնելով լոկ առժամանակ է մտնում գործող կապիտալիստի տնօրինության տակ, ուրեմն ո՛չ վճարման համար է գործադրվում, ո՛չ էլ ծախվում է, այլ միմիայն փոխ է տրվում. միմիայն օտարվում է այն պայմանով, որ մի որոշ ժամկետից հետո նախ՝ վերադառնա իր ելակետը, իսկ երկրորդ՝ վերադառնա իբրև իրացված կապիտալ, իրացնելով իր սպառողական արժեքը՝ հավելյալ արժեք արտադրելու իր ընդունակությունը»⁵:

Վերոնշյալը կարևոր նշանակություն ունի դրամական կապիտալի շարժի ապահովման իրավական ձևերի ուսումնասիրության համար: Դրամական կապիտալի շարժի միջնորդավորման իրավական ձևերի կանոնակարգումը, այլ կերպ ասած, պայմաններ ստեղծելով այն բանի համար, որպեսզի դրամական կապիտալը կարողանա ինքնաիրացվել որպես գործող կապիտալ, որը ի վիճակի է եկամուտ բերել, հասարակությունը, իսկ ավելի ճիշտ պետությունը, պետք է ապահովի որոշ իրավական պայմաններ: Այդպիսի իրավական պայմանները դրամական միջոցների տիրապետողին (պոտենցիալ դրամական կապիտալիստին) պետք է երաշխավորեն դրամական կապիտալի վերադարձելիությունը, ինչպես նաև նրա սպառողական արժեքի իրացում, այսինքն՝ եկամտի ստացում: Հակառակ դեպքում, դրամական միջոցների սեփականատերն ուղղակի այդպիսին էլ կմնա՝ չձևափոխվելով որպես դրամական կապիտալի տիրապետողի:

Միաժամանակ, նորմալ կապիտալիստական հասարակության համար դրամական միջոցները դրամական կապիտալի ձևափոխման իրականացումն անհրաժեշտ պայման է, և ըստ էության, հանդիսանում է կապիտալիստական հասարակության հատկանիշը, նրա բնորոշ կողմը. «...կապիտալիստական հասարակությունում ցանկացած դրամագումար ձեռք է բերում տոկոս բերելու հատկություն, և,

⁵ Կ.Մարքս, Կապիտալ, երրորդ հատոր, առաջին մաս, Պետական հրատարակչություն, Եր., 1947, էջ 331:

ընդհակառակը՝ ցանկացած կանոնավոր կերպով ստացվող եկամուտ, որը կարելի է ավելացնել, ... դիտվում է որպես կապիտալի դիմաց տոկոս և ձևավորում է եկամտին հավասար գին, որը կապիտալացվում է տոկոսի սովորական մակարդակից»⁶: Այդ դեպքում «Վարկավորված փողի սպառողական արժեքն այն է, որ իբրև կապիտալ գործել կարողանա և իբրև այսպիսին միջին պայմաններում միջին շահույթ արտադրի»⁷:

Ըստ Կ.Մարքսի նկատառումների. «տոկոսաբեր կապիտալում վերջնականորեն ձևավորված ու իր զուտ կերպարանքով հանդես է գալիս այս ավտոմատիկ ֆետիշը, այս ինքնաճող արժեքը, փող ծնող փողը, և այս ձևի մեջ նա այլևս իր ծագման ոչ մի հետք չի կրում: Հասարակական հարաբերությունը լիավարտ ձև է ընդունել, իբրև մի իրի, փողի՝ հենց իր հետ ունեցած հարաբերություն: Փողի՝ իրապես կապիտալ դառնալու փոխարեն այստեղ երևան է գալիս այս փոխակերպման անբովանդակ ձևը միայն: Ինչպես բանվորական ուժի դեպքում, այստեղ էլ փողի սպառողական արժեք է դառնում արժեք ստեղծելը, ավելի մեծ արժեք ստեղծելը, քան պարունակվում է հենց իր՝ փողի մեջ: Փողն իբրև այսպիսին պոտենցիալ կերպով արդեն ինքնաճող արժեք է և փոխ է տրվում իբրև այսպիսին, մի բան, որ այս յուրահատուկ ապրանքի վաճառքի ձևն է: Արժեք ստեղծելը, տոկոս բերելը փողի հատկությունն է դառնում ճիշտ այնպես, ինչպես տանձ տալը տանձենու հատկությունն է: Եվ փոխատուն իր փողը ծախում է իբրև այսպիսի տոկոսաբեր իր»⁸:

Հնարավոր չէ ուշադրություն չդարձնել այն բանին, որ վերոնշյալ բնորոշումները, որոնք հանդիսանում են դրամական կապիտալի վերաբերյալ քաղաքատնտեսության դասական բնորոշումը, համընկնում են տնտեսագիտական գրականության մեջ հանդիպող «ներդրում» կատեգորիային: «Ներդրումը ցանկացած գործիք է, որում

⁶ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. – М.: Соцэкгиз, 1959, с. 149-150.

⁷ Կ.Մարքս, Կապիտալ, երրորդ հատոր, առաջին մաս, Պետական հրատարակչություն, Եր., 1947, էջ 339-340:

⁸ Կ.Մարքս, Կապիտալ, երրորդ հատոր, առաջին մաս, Պետական հրատարակչություն, Եր., 1947, էջ 380-381:

կարելի է զետեղել փող՝ նկատի ունենալով պահպանել կամ բազմապատկել դրա արժեքը և (կամ) ապահովել եկամտի դրական մեծությունը: Ազատ դրամական միջոցները ներդրում չեն, քանի որ կանխիկ փողի արժեքը կարող է ինֆլյացիան «ուտի», և նրանք չեն կարող ապահովել ոչ մի եկամուտ: Եթե այդ նույն դրամական միջոցների գումարը դրվի բանկի խնայողական հաշվում, ապա դրանց կարելի է անվանել ներդրում, քանի որ հաշիվը երաշխավորում է որոշակի եկամուտ»⁹:

Ներդրում իրականացնելով, ներդրողը կատարում է ունեցվածքի օտարման գործողություն, որը կազմում է ներդրման բաղադրիչը: Սակայն պետք է ուշադրություն դարձնել այն բանի վրա, որ ծայրահեղ դեպքում օտարման պահին, օտարվող ունեցվածքը ենթակա է դրամական գնահատականի, քանի որ ինչպես և զուտ դրամական կապիտալի օտարման ժամանակ օտարման գործողությունը կրում է ժամանակավոր բնույթ, և ուշ թե շուտ արտադրության նորմալ զարգացման դեպքում ներդրողն ունի բոլոր խելամիտ հիմքերը ենթադրելու ներդրված միջոցների վերադարձելիությունը, եթե ոչ ներդրված ունեցվածքի սկզբնական ձևով, ապա դրամական համարժեքի ձևով:

Դրամական կապիտալի նման ներդրումները ձեռք են բերում կապիտալի հատկություն՝ որպես ինքնաճող արժեք: Այլ կերպ ասած, դրանք օտարվում են որպես կապիտալ և ներդրումն ընդունողի (ռեցիպիենտի) կողմից ընդունվում է որպես կապիտալ, այսինքն՝ ներդրման երկու կողմերն էլ դիտվում են որպես ինքնաճող արժեք, որն արտադրության նորմալ զարգացման դեպքում բերում է եկամուտ (շահույթ):

Ըստ երևույթին, միակ բանը, որը թույլ է տալիս տարբերել դրամական կապիտալը և ներդրումները, դրանց դրսևորման ձևերն են: Դրամական կապիտալը գոյություն ունի դրամական ձևով, որը բխում է հենց տվյալ կատեգորիայի անվանումից: Ներդրումները պարտադիր չէ, որ կրեն դրամական ձև (դրանք կարող են լինել սարքավորումների,

⁹ Гитман Л., Джонк М., Основы инвестирования. – М.: Дело, 1997, с. 11.

արտադրության այլ միջոցների, տեխնոլոգիաների, նորարարությունների և նման այլ ձևերով, ինչպես նաև ֆինանսական գործիքների տեսքով):

Այսպիսով, կարելի է ենթադրել, որ դրամական կապիտալը ցանկացած դեպքում ներդրում է, սակայն ներդրումներն առանձին դեպքերում կարող են ունենալ ոչ միայն դրամական, այլև դրսևորման այլ ձև: Այդուհանդերձ, ցանկացած դեպքում ներդրումները ենթակա են դրամական գնահատման մինչև այն պահը, երբ դրա տիրապետողը իրականացնում է օտարման, այլ կերպ ասած՝ ներդրման գործողություն: Այլ կերպ ասած. «Փողը - որ այստեղ վերցվում է իբրև ինքնուրույն արտահայտություն արժեքային մի գումարի, անկախ նրանից, թե սա իրոք գոյություն ունի փողի ձևով, թե ապրանքի ձևով - կարող է կապիտալիստական արտադրության հիմքի վրա կապիտալի փոխարկվել և այս փոխարկման հետևանքով նա տվյալ մի արժեքից դառնում է ինքնաճող, մեծացող արժեք»¹⁰:

«Ներդրումներ», «դրամական կապիտալ» հասկացությունների վերոնշյալ կիրառությունը չի հանդիսանում իրավական կատեգորիա և դիտարկվել է հասարակական հարաբերությունների էության տեսանկյունից, որը նկարագրվում է այդ հասկացությունների օգնությամբ: Այդ առումով կարելի է զուգահեռ անցկացնել Ե.Ա.Ֆլեյշիցի կողմից երևույթների վերլուծության մեթոդաբանության նմանօրինակի հետ՝ «ձեռնարկություն» կատեգորիայի բնույթի ուսումնասիրության մեթոդաբանության իմաստով: Նրա կողմից «ձեռնարկություն» կատեգորիայի առնչությամբ նշվում է հետևյալը. «Դիցուք արդյունաբերական ձեռնարկության աշխատանքում առաջին հերթին աչքի է ընկնում իրավական բնույթից զուրկ զուտ տեխնիկական, «արտադրական» գործողություն: Այնուամենայնիվ, բոլոր այդ գործողություններն ունեն տնտեսական իմաստ, քանի որ վերջնական արդյունքում հանգեցնում են ոչ միայն տնտեսական գործողության, այլ նաև իրավական. արտադրված արդյունքների օտարման փոխհատուցման գործո-

¹⁰ Կ.Մարքս, Կապիտալ, երրորդ հատոր, առաջին մաս, Պետական հրատարակչություն, Եր., 1947, էջ 325:

ղություն, իրավական գործարքի, որպես կանոն առք ու վաճառքի պայմանագրի ձևով նրանց փոխանակումը փողով»¹¹:

Ներդրում կատեգորիայի համար կիրառելով վերոնշյալ մոտեցումը, կարելի է ասել, որ ներդրման հետ կապված հարաբերություններն առաջին հայացքից ևս թվում են իրավական բնույթից զուրկ: Այնուամենայնիվ, վերջին հաշվով, այդ գործողությունները (ինչպես ներդրումներն ընդհանրապես, այնպես էլ դրամական կապիտալի շարժը որպես ներդրումների մասնավոր դեպք) այսպես թե այնպես կարտահայտվեն իրավական ձևով: Այդ դեպքում հնարավոր չէ չնշել ներդրումների միջնորդավորման իրավական ձևերի դիվերսիֆիկացման միտումները:

Սկզբնական շրջանում դրամական կապիտալի շարժման հիմնական ձևը փոխատվական կապիտալի շարժն էր (որն առավել հիմնավոր և մանրամասնորեն ուսումնասիրվել է Կ.Մարքսի կողմից XIX դ. կեսերին), որը սովորաբար միջնորդավորվել է փոխառության իրավական ձևով: Բաժնետիրական ընկերությունների երևան գալը և զարգացումը նշանավորեց կապիտալի շարժը միջնորդավորող ձևերի զարգացման նոր էտապ:

«Արդյունաբերական բաժնետիրական ընկերությունն ... առաջին հերթին նշանակում է արդյունաբերական կապիտալիստի գործառույթների փոփոխություն: Գործառույթների այդ փոփոխության շնորհիվ բաժնետիրական ընկերությունում ներդրված կապիտալը կապիտալիստի համար ձեռք է բերում զուտ դրամական կապիտալի բնույթ: Որպես վարկավորող՝ դրամական կապիտալիստը ոչ մի առնչություն չունի արտադրության գործընթացում իր կապիտալի կիրառման առումով, թեև այդ կիրառությունը վարկային հարաբերությունների անհրաժեշտ պայման է հանդիսանում: Այնքանով, որ դրամական կապիտալը նա ուղղակի տալիս է և որոշակի ժամանակից հետո այն տոկոսների հետ միասին հետ է ստանում, նրա գործառույթները սպառվում

¹¹ Флейшиц Е.А. Торгово-промышленное предприятие в праве западноевропейском и РСФСР. – Л.: 1924, с. 17.

(վերջանում) են իրավական գործարքով: Նման ձևով է գործում նաև բաժնետերը որպես դրամական կապիտալիստ»¹²:

Բաժնետիրական ընկերության զարգացումն անհրաժեշտ դարձրեց արժեթղթերի շուկայի զարգացումը: Ըստ էության, «որպեսզի բաժնետերը մնա դրամական կապիտալիստ, անհրաժեշտ է, որպեսզի նրա մոտ ցանկացած ժամանակ հնարավորություն լինի իր կապիտալը հետ ստանալ որպես դրամական կապիտալ»¹³: Այդպիսի հնարավորություն ապահովում է բացառապես արժեթղթերի շուկայի զարգացմամբ: Այդ դեպքում արժեթղթերի իրացվելիության ապահովման համար (նրանց արագ վաճառքի հնարավորության ապահովում) ստեղծվում են շուկայում շրջանառվող արժեթղթերից ածանցվող նոր իրավական ձևեր: Վերոնշյալ ավանդական ձևերից բացի ներկայումս զարգացում են ստանում այնպիսի գործառնություններ, որոնք կապված են, այսպես կոչված, «ածանցյալ ֆինանսական գործիքների» կամ «ածանցուկների» («դերիվատների») հետ: Այսպիսով, տեղի է ունենում ներդրումները միջնորդավորող իրավական ձևերի հետագա զարգացում, դիվերսիֆիկացիա և բարդացում:

Դրամական կապիտալի տեղաբաշխման (ներդրման) ձևերի և եղանակների բարդացումն առաջ է բերել պրոֆեսիոնալ (արհեստավարժ) գործունեության նոր հատուկ տեսակներ, որոնք, աստիճանաբար առանձնանալով բանկային ծառայություններից, ուղղվում են դրամական կապիտալի սպասարկմանը: Տվյալ դեպքում խոսքը ներդրումային ծառայությունների մասին է:

Շուկայական տնտեսությունում ֆինանսական շուկայի բաղկացուցիչ մասերից է արժեթղթերի շուկան, որը ինչպես դրամական շուկայի, այնպես և կապիտալի շուկայի կարևորագույն հատված է: Դրա նպատակը տնտեսության մեջ դրամական (ֆինանսական) ռեսուրսների արդյունավետ վերաբաշխումն է արժեթղթերի իրավական կարգավիճակ ունեցող հատուկ գործիքների միջոցով:

¹² Гильфердинг Р. Финансовый капитал. – М.: Соцэкгиз, 1959, с. 147-148.

¹³ Նույն տեղում, էջ 149:

Արժեթղթերի շուկայի աստիճանական բարդացումը և տնտեսության մեջ նշանակության աճը պայմանավորում են շուկայի սուբյեկտների, նրանց գործունեության առարկայի և փոխկապվածության մասին գիտական պատկերացման ընդլայնման անհրաժեշտությունը:

Արժեթղթերի շուկայի տեսությունը և գործնական դրսևորումը վկայում են այստեղ մասնակիցների չորս հիմնական խմբերի փոխներգործության մասին: Դրանք են.

1. արժեթղթեր թողարկողները (փոխառուներ, ընդունողներ, կապիտալ սպառողներ)՝ որպես կապիտալի կարիք ունեցող սուբյեկտներ,
2. արժեթղթերում ներդրողները (վարկատուներ, դոնորներ և կապիտալ մատակարարողներ)՝ որպես դրամական ռեսուրսների մատակարարներ,
3. պետությունը, որը համարվում է արժեթղթերի շուկայի կարգավորող և կարող է լինել ինչպես թողարկող, այնպես էլ ներդրող,
4. արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված (արհեստավարժ) սուբյեկտներ (ենթակառուցվածք, միջնորդներ և այլն):

Մասնակիցների առաջին երեք խումբը հայրենական և արտասահմանյան հեղինակների կողմից բավական ուսումնասիրված է, չորրորդ խմբին քիչ ուշադրություն է դարձված:

Արժեթղթերի շուկայի գործողության արդյունքում ձեռք է բերվում «ընդունողի» և «դոնորի» ֆինանսական պահանջմունքների բավարարման օպտիմալ հարաբերակցություն, որտեղ ընդունողներն այն տնտեսական սուբյեկտներն են, որոնք ունեն լրացուցիչ ֆինանսական ռեսուրսների կարիք, իսկ դոնորներն ավելցուկ ֆինանսական ռեսուրսների սեփականատերեր են: Արժեթղթերի շուկայում նրանք կոչվում են արժեթղթեր թողարկողներ (ընդունող, փոխառու) և ներդրողներ (դոնոր, վարկատու):

Արժեթղթերի ձևով ֆինանսական ռեսուրսների վերաբաշխման ժամանակ դրանք ստացող անձը պարտավորվում է որոշակի ժամանակից հետո վարձահատույց լինել դրամական ռեսուրսները օտարող անձին որոշակի գումարով կամ ոչ գույքային

համարժեքով: Դրամական ռեսուրսները կարող են տրամադրվել անժամկետ օգտագործման՝ բաժնային արժեթղթերի ձևով, որի դեպքում թողարկողի պարտավորությունները յուրաքանչյուր ներդրողի համար գործում են անորոշ պարտքային ժամկետով: Եթե ֆինանսական ռեսուրսները տրամադրվում են պարտքային արժեթղթերի միջոցով ինչ-որ ժամկետով, ապա թողարկողը պարտավոր է ֆինանսական ռեսուրսները վերադարձնել ներդրողին (վարկատու): Արժեթղթերի հանդիպակաց շարժման միջնորդավորմամբ վերաբաշխումը բոլոր դեպքերում պետք է լինի հարմար և նվազ ռիսկային, որը ենթադրում է սեփականության իրավունքի հստակ սահմանում ինչպես դրամական ռեսուրսների, այնպես էլ արժեթղթերի համար:

Տնտեսագետներից շատերը արժեթղթերի շուկան բնորոշում են որպես արժեթղթերի թողարկմանն ու դրա մասնակիցների միջև շրջանառությանն առնչվող տնտեսական հարաբերությունների ամբողջություն¹⁴:

Երբեմն արժեթղթերի շուկան դիտարկվում է ոչ միայն որպես տնտեսական հարաբերությունների ամբողջություն, այլ նաև իբրև մեխանիզմների, ինստիտուտների և գործիքների համալիր, որն օգտագործվում է տնտեսությունում ներդրումների ներգրավման համար՝ ներդրումների կարիք և ներդրումներ կատարելու ցանկություն ունեցողների միջև տնտեսական հարաբերությունների հաստատման ճանապարհով¹⁵: Տնտեսագիտական գրականության մեջ կա նաև մեկ այլ մոտեցում, համաձայն որի՝ արժեթղթերի շուկան բազմակողմ, բազմաշերտ երևույթ է: Այսպես՝ Վ.Ա.Գալանովը արժեթղթերի շուկան դիտարկում է ոչ միայն իբրև առանձնահատուկ տեսակի ապրանքի շուկա, այլ նաև որպես կապիտալի շուկա¹⁶: Արժեթղթերի շուկայի

¹⁴ Տե՛ս Բатяева Т.А., Столяров И.И., Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2006, 304 с.; Боровкова В.А., Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2005, 320 с.; Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Павленко В.А., Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования: учебное пособие. – 2-е изд., перераб. – М.: КНОРУС, 2005, 272 с.; Маренков Н.Л., Ценные бумаги. – М.: Московский экономико-финансовый институт; Ростов н/Д: Феникс, 2003, 608 с.; Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям/под ред. Е.Ф.Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009, 567 с.; Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ս.Բ.Սալազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ - 97», 2009, 335 էջ:

¹⁵ Տե՛ս Едронова В.Н., Новожилова Т.Н., Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: Магистр, 2007, 684 с.

¹⁶ Տե՛ս Գаланов В.А., Рынок ценных бумаг: учебник. – М.: ИНФРА-М, 2007, 379 с.

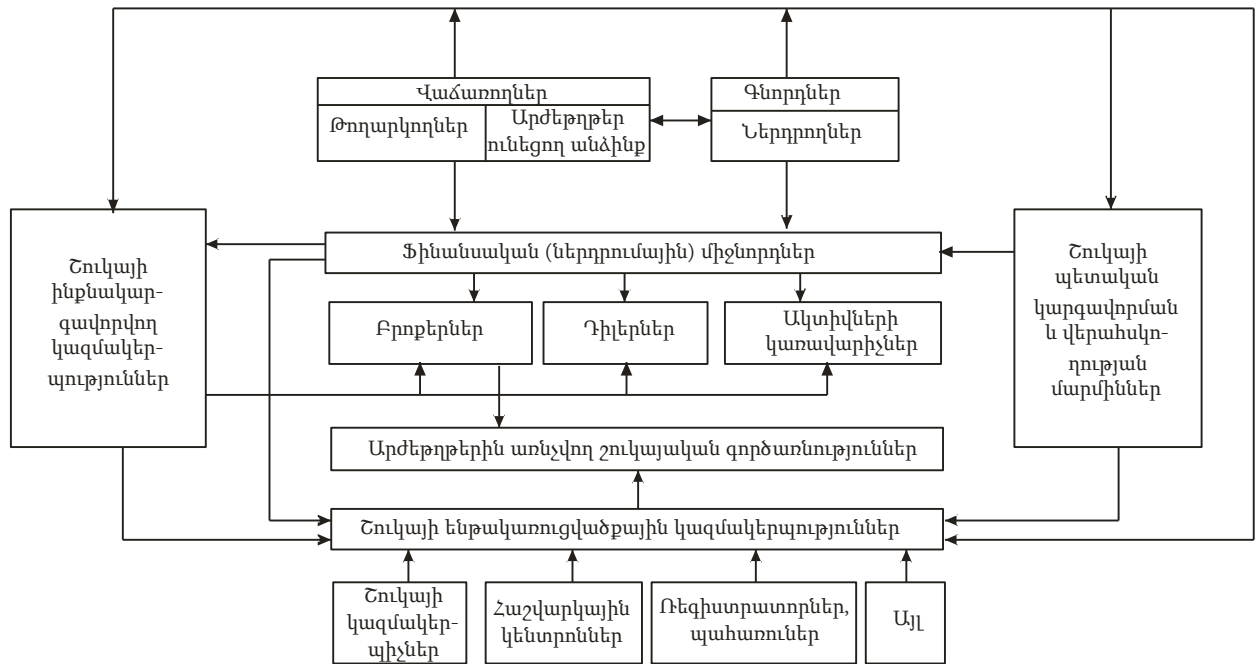
բազմակողմանիությունը, մեր կարծիքով, պայմանավորված է արժեթղթերի բնույթով և շուկայի սուբյեկտների միջև փոխհարաբերությունների բնութագրով: Վերջինս ընդունված է վերագրել թողարկողներին, ներդրողներին, մասնագիտացված մասնակիցներին և պետությանը: Հարկ է նշել, որ պետությունը հանդես է գալիս ինչպես թողարկողի և ներդրողի, այնպես և արժեթղթերի շուկայի կարգավորողի դերում: «Թողարկող—ներդրող» տնտեսական հարաբերությունների տեսակը արժեթղթերի շուկայի՝ որպես կապիտալի շուկայի հիմքում է, քանի որ արտահայտում է վերաբաշխման գործընթացի մասնակիցների փոխհարաբերությունների ներդրումային, ֆոնդային բնույթը, որի արդյունքում թողարկողը ստանում է անհրաժեշտ ֆինանսական ռեսուրսներ, իսկ ներդրողը հնարավորություն է ունենում մեծացնելու իր դրամական միջոցները:

«Ներդրող—ներդրող» հարաբերությունների տեսակը արժեթղթերի շուկան բնութագրում է որպես այնպիսի շուկա, որում շրջանառվում է հատուկ ապրանք՝ արժեթուղթը: Այդ շրջանառության գործընթացում ներդրողները արժեթղթերի հետ կապված գործարքից ստանում են եկամուտներ և/կամ վերաբաշխում են արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրենց իրավունքը:

Տնտեսական հարաբերություններում մասնագիտացված մասնակիցների առկայությունը թույլ է տալիս արժեթղթերի շուկայում առանձնացնել մեկ էական դրսևորում ևս: «Թողարկող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» կամ «ներդրող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» հարաբերությունների տեսակները պայմանավորում են արժեթղթերի շուկայի ծառայությունների մատուցման կերպը: Այլ կերպ ասած՝ արժեթղթերի շուկան կարելի է դիտարկել որպես յուրահատուկ ծառայությունների շուկա: Արժեթղթերի շուկայի երեք գործառնությունների (արժեթղթերի շարժ, ներդրումներ և սպասարկում) փոխկապվածության ուսումնասիրությունը համակարգված պատկերացում է տալիս այդ տնտեսական երևույթի մասին:

Կապիտալի շուկայի հասկացությունը, արժեթղթերի շուկայի (ներդրումային) և ծառայությունների շուկայի հասկացությունների համեմատությամբ, հիմնարար (գլխավոր) է, քանի որ առաջինն արտահայտում է ֆինանսական վերաբաշխման էությունը, երկրորդը՝ դրա ձևը, երրորդը՝ մեխանիզմը:

Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների կազմը կարելի է ներկայացնել հետևյալ գծապատկերի միջոցով (տե՛ս գծապատկեր 1.1.1):



Գծապատկեր 1.1.1 Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները*

Արժեթղթերի շուկայի ծառայություններն իրենց բնույթով մասնագիտացված են, որոնց բովանդակությունը բխում է արժեթղթերի հիմնական նկարագրից: Այսպես՝ առաջինն այն հատկանիշներն են, որոնցով կարելի է բնորոշել արժեթուղթը՝ որպես ինքնուրույն տնտեսաիրավական երևույթ: Դասական փաստաթղթային արժեթղթի հատկանիշներն են՝ փաստաթղթայնություն, արժեթղթից բխող իրավունքի հաստատում, արժեթղթում ամրագրված պարտավորության վերացականություն, ներկայացում: Ժամանակակից ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի հատկանիշները վերափոխվել են. փաստաթղթայնությունը դրսևորվում է որպես թողարկողի պարտավորությունների

* Գծապատկերը կազմել է հեղինակը:

մասին տեղեկատվության փաստաթղթավորում, իսկ ներկայացնելը՝ իբրև արժեթղթի նկատմամբ իրավունքի հաստատում¹⁷: Արժեթղթերի ընդհանուր կարևոր հատկանիշը թողարկողի պարտավորությունների և ներդրողի դրամական միջոցների փոխանակմանն առնչվող տնտեսական հարաբերությունների ամրագրումն է: Հարկ է նշել, որ պատմականորեն տարբերակվում են փաստաթղթային և ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի հատկանիշները: Դա բացատրվում է նրանով, որ արժեթուղթը ոչ միայն տնտեսական, այլև իրավական հասկացություն է, ուստի ոչ բոլոր ֆինանսական գործիքներն են արժեթուղթ, այլ միայն նրանք, որոնց կարգավիճակն ամրագրվում է օրենքով:

Արժեթղթերի փաստաթղթային թողարկման ձևը պայմանավորված է նվազագույն ծառայություններով, որ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցները մատուցում են թողարկողներին և ներդրողներին: Դա կապված է այն բանի հետ, որ ներդրողին իրավաբանորեն վերապահված է արժեթղթերի հատկանիշների ինքնուրույն իրացում. արժեթղթի նկատմամբ իրավունքի և արժեթղթից բխող իրավունքի հաստատման համար բավարար է արժեթուղթը ներկայացնել ներդրողին կամ թողարկողին: Վերոնշյալ հատկանիշներից է բխում ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի 146-րդ հոդվածում ամրագրված հետևյալ դրույթը. «Արժեթղթի փոխանցմամբ փոխանցվում են դրանով հաստատվող բոլոր իրավունքները»¹⁸: Այդ հատկանիշների իրացման համար, ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի առումով, անհրաժեշտ է մասնագիտացված ինստիտուտ: Որպես կանոն, այդ դերն իրենց վրա են վերցնում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցները՝ դեպոզիտարիաները և/կամ գրանցողները (ռեեստր վարողներ), որոնք արժեթղթերի շուկայի հաշվառման

¹⁷ «Փաստաթղթային» կամ «ոչ փաստաթղթային» ասելով այստեղ պետք է նկատի ունենալ թղթային՝ տպագրական եղանակով պատրաստված կամ ոչ թղթային դրսևորումները (տե՛ս ՀՀ օրենքը բաժնետիրական ընկերությունների մասին, հոդված 31, կետ 1):

¹⁸ ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, Եր., «Պաշտոնական տեղեկագիր» ՓԲԸ, 3-րդ բաժին, գլուխ 8, հոդված 146:

համակարգի տարր են, և առանց որոնց ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի գոյությունը հնարավոր չէ:

Երկրորդը արժեթղթի՝ որպես առանձնահատուկ ապրանքի հատկություններն են, որոնք տարբերում են արժեթուղթը ավանդական ապրանքից (փոխարկելիություն, պետության կողմից կարգավորելիություն և ճանաչելիություն, միօրինակություն, շրջանառելիություն):

Արժեթղթերի՝ որպես յուրահատուկ ապրանքի հատկությունները ցանկացած ձևում գործող արժեթղթերի համար նույնական են: Արժեթղթերի փոխարկելիության էությունը, նախևառաջ, այն է, որ փոխանակման արտաքին հարաբերություններում թաքնված է տվյալ երևույթի վերաբաշխողական բնույթը, երկրորդ՝ դրա գոյության ձևի կտրվածությունը իր նյութական (դրամական) հիմքից, որը պահանջում է այդպիսի ապրանքի արտադրության (թողարկման) և շրջանառության ու սպառման կարգավորման հատուկ ռեժիմ: Արժեթուղթն իր մեջ միավորում է թողարկողի պարտավորությունը և ներդրողի իրավունքը, հետևաբար՝ և՛ մեկը, և՛ մյուսը կարիք ունեն ծառայությունների, որոնք թույլ կտան առավել արդյունավետ եղանակով իրականացնել պարտավորությունը և իրացնել իրավունքները: Գործնականում ակնառու է, որ ոչ փաստաթղթային ձևն առաջադրում է նմանատիպ ծառայությունների պահանջ, քանի որ արժեթղթերի նկատմամբ ներդրողի իրավունքները հաստատվում են հաշվառման համակարգի հաշիվներում գրանցմամբ: Արժեթղթերի՝ որպես յուրահատուկ ապրանքի մյուս հատկությունները պայմանավորում են ծառայությունների նկատմամբ թողարկողի պահանջարկը՝ կապված նոր արժեթղթերի թողարկման կազմակերպման, թողարկմանն առնչվող խորհրդատվական ծառայությունների հետ:

Երրորդը արժեթղթերի բազային սպառողական հատկություններն են, որ արտացոլում են դրա սպառողական որակը (նիսկ, հուսալիություն, եկամտաբերություն, իրացվելիություն): Այդ հատկություններն առանձնապես կարևոր են ներդրողի տեսանկյունից: Դրանց իրացման ժամանակ դրսևորվում են ներդրումային ռիսկեր:

Ռիսկեր առկա են նաև թողարկողի համար: Այդ իսկ պատճառով ռիսկերի վերաբաշխումն իրենց վրա են վերցնում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված սուբյեկտները՝ արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներին մատուցելով ծառայություններ:

Այսպիսով, թողարկողի համար արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները բխում են հիմնականում արժեթղթերի՝ որպես յուրահատուկ տեսակի ապրանքի հատկություններից, այն դեպքում, երբ ներդրողի համար դրանք հիմնականում պայմանավորված են արժեթղթերի բազային սպառողական հատկություններով: Պետության համար արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները կարող են բխել և՛ մեկ, և՛ մյուս հատկություններից՝ կախված այն բանից, թե պետությունը ինչ դեր է խաղում արժեթղթերի շուկայում. հանդես է գալիս որպես թողարկող, թե՛ ներդրող:

Չորրորդը թողարկման ձևը և արժեթղթերի հետ կապված իրավունքների փոխանցման եղանակն է:

Վերոշարադրյալը կարելի է ներկայացնել աղյուսակի տեսքով (տե՛ս աղյուսակ 1.1.1):

Այսպիսով, արժեթղթերի շուկայում դրանց հատկանիշների ու հատկությունների միջոցով ծառայությունների ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս այնուհետև բնորոշել ֆինանսաներդրումային այդ տարատեսակ ծառայությունների բովանդակությունը, դրանց քանակական և որակական ցուցանիշները, ինչպես նաև հիմք է տալիս առավել ճշգրիտ բնութագրելու մասնագիտացված գործունեության տեսակները՝ պետության կողմից ֆինանսական շուկայի այդ հատվածի կարգավորման նպատակով:

«Արժեթղթերի շուկան» ու «արժեթղթերի շուկա — ծառայությունների շուկան» վերաբաշխման գործընթացի երկու հատվածներն են: Դրանք, անկասկած, ունեն առանձնահատուկ գծեր, որոնք թույլ են տալիս վերջիններիս բնութագրել իբրև հարաբերականորեն ինքնուրույն երևույթների: Նախ՝ տարբեր են օբյեկտները՝ արժեթղթեր և ծառայություններ, որը բխում է արժեթղթերի հիմնական բնութագրից:

Արժեթղթի բնութագիրը*

Չափանիշները	Արժեթղթերի թողարկման ձևը և իրավունքի փոխանցման եղանակը	
	Փաստաթղթային, տպագրական եղանակով պատրաստված	Ոչ փաստաթղթային, անվանական
Արժեթղթի հատկանիշները	• փաստաթղթավորված, • արժեթղթերից բխող իրավունքի հաստատում, • արժեթղթերում ամրագրված վերացական պարտավորության ներկայացում, այսինքն՝ դրանց նկատմամբ իրավունքների իրականացման համար թողարկողին (պարտավորված անձին) արժեթղթերի ներկայացման անհրաժեշտություն	• թողարկողի պարտականությունների մասին տեղեկատվությունը ձեռք է բերում փաստաթղթային բնույթ (փաստաթղթավորված), • արժեթղթերից բխող իրավունքի հաստատում, • արժեթղթերին ամրագրված պարտավորությունների վերացականություն, • արժեթղթերի նկատմամբ իրավունքի հաստատում
Արժեթղթի՝ որպես յուրահատուկ ապրանքի հատկությունները	փոխարկելի, պետության կողմից կարգավորելի և ճանաչելի, միօրինակ և սերիական, շրջանառվող	
Արժեթղթի բազային սպառողական հատկությունները	նիսկայնություն, հուսալիություն, եկամտաբերություն, իրացվելիություն	

Երկրորդ՝ որպես արժեթղթերի շուկա — ծառայությունների շուկայի սուբյեկտներ են համարվում ոչ միայն թողարկողը, ներդրողը, մասնագիտացված մասնակիցները և պետությունը, այլև ոչ արհեստավարժ (արժեթղթերի օրենսդրության տեսանկյունից) սուբյեկտները, օրինակ՝ տեղեկատվական և վարկանշային գործակալությունները, ձևաթղթեր թողարկող տպագրական կազմակերպությունները: Երրորդ՝ շուկաները տարբերակվում են ըստ գործառույթների. արժեթղթերի շուկայի հիմնական նշանակությունը արժեթղթերի օգնությամբ տնտեսությունում դրամական ռեսուրսների վերաբաշխման միջոցով թողարկողներին բաժին հանելն է: Իսկ արժեթղթերի շուկա —

* Աղյուսակը կազմել է հեղինակը:

ծառայությունների շուկայի նշանակությունը արժեթղթերի թողարկման, շրջանառության և մարման հետ կապված ռիսկերի վերաբաշխումն է:

Անկախ այն բանից, որ արժեթղթերի հետ կապված ծառայությունների շուկան համարվում է համընդհանուր ճանաչված, այնուամենայնիվ, այն դեռևս բավարար չափով ուսումնասիրված չէ Հայաստանի Հանրապետությունում: Այստեղից էլ ծագում են այն հիմնախնդիրները, որոնք կապված են արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության իմացության և կարգավորման հետ: Արժեթղթերի շուկայի՝ որպես արժեթղթերի շուկա — ծառայությունների շուկայի առավել խոր ուսումնասիրությունը թույլ կտա ճշտել մասնագիտացված գործառնությունների տրամադրման չափանիշները, նկարագրել լիցենզավորման ենթակա մասնագիտացված ինստիտուտների շրջանակները, որպեսզի նվազեցվի թողարկողների և ներդրողների ռիսկը՝ կապված արժեթղթերի շրջանառության հետ:

Արժեթղթերի շուկայում միջնորդական գործունեության առանձնահատկությունները պայմանավորված են համապատասխան ծառայությունների յուրահատկություններով, որ մասնագիտացված մասնակիցները մատուցում են իրենց հաճախորդներին: Արժեթղթերի շուկայի առումով, «ծառայություններ» հասկացությունը որոշակիացված չէ, թեև շատ հաճախ օգտագործվում է նորմատիվաիրավական աղբյուրներում: Այդ տեսանկյունից՝ սկզբում նպատակահարմար է դիտարկել «ծառայություններ» հասկացությունն ընդհանրապես, ապա տարբերակել ծառայություններն արժեթղթերի շուկայում: Ծառայությունները սովորաբար ենթադրում են մարդկանց նպատակաուղղված այնպիսի գործունեություն, որի արդյունքում բավարարվում են որոշակի պահանջմունքներ: Ծառայությունը «աշխատանքի արդյունք է, որի օգտակար ազդեցությունը դրսևորվում է ոչ թե իրերի ձևով, այլ իրերին և/կամ մարդկանց ուղղված գործունեության ձևով»¹⁹: ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի 777-րդ

¹⁹ Стаханов В.Н., Стаханов Д.В., Маркетинг в сфере услуг. — М.: Экспертное бюро, 2001, с. 9.

հողվածում ծառայությունները բնորոշվում են որպես որոշակի գործողությունների կատարում կամ որոշակի գործունեության իրականացում²⁰:

Ըստ ՀՀ հարկային օրենսգրքի նախագծի 2-րդ գլխի 9-րդ հոդվածի՝ ծառայություն է համարվում ցանկացած գործարքի իրականացում, որի արդյունքները չունեն նյութական բնույթ, և որոնք սպառվում են այդ գործարքի իրականացման ընթացքում²¹:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ ծառայությունը, ավանդաբար, բնութագրվում է հետևյալ գծերով. ունի օգտակարություն, բավարարում է տարբեր պահանջ-մունքներ, շոշափվող չէ, աղբյուրից (ծառայություն իրականացնողից) անբաժան է, պահպանվող չէ, գոյություն ունի միայն իր արտադրության գործընթացում, որակապես միատեսակ չէ (տարասեռ է), քանակապես գնահատվում է (գին):

Տնտեսագիտական և իրավաբանական գրականության վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ հիմնականում տարբերակվում է ֆինանսական ծառայությունների երկու առանձնահատկություն. դրամական միջոցների՝ որպես դրամական կապիտալի և շարժման հետ կապը և դրանց ներկայացման իրավապայմանագրային հիմքը: Ամբողջությամբ ընդունելով վերոնշյալ մոտեցումը՝ նշենք, որ արժեթղթերի շուկայում ֆինանսական ծառայությունները տրոհվում են արժեթղթերի՝ որպես ֆինանսական գործիքների յուրահատուկ տեսակի օգնությամբ դրամական միջոցների անմիջական վերաբաշխման հետ կապված ծառայությունների և այդ վերաբաշխմանը նպաստող ծառայությունների: Բացի այդ, դրանք նպաստում են արժեթղթերում դրամական միջոցների ներդրման հետ կապված ռիսկերի նվազեցմանը:

Տեսականորեն առավել ուսումնասիրված են համարվում բանկային (վարկային) ծառայություններին վերաբերող հիմնախնդիրները: Այսպես՝ որոշ հեղինակներ իրավաբանորեն ամրագրված ենթատեքստի տեսանկյունից բանկային ծառայությունները համարում են առևտրային բանկերի գործունեություն, մյուսները՝ հաճախորդների

²⁰ Տե՛ս ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, Եր., «Պաշտոնական տեղեկագիր» ՓԲԸ, 7-րդ բաժին, գլուխ 39, հոդված 777:

²¹ Տե՛ս <http://www.parliament.am/drafts.php?sel=showdraft&DraftID=2736&Reading=0>

պահանջմունքների բավարարման և շահույթի ստացման նպատակով մասնագիտացված գործառնությունների ամբողջություն²²:

Կարծում ենք՝ այդ երկու մոտեցումները միմյանց չեն հակասում, քանի որ հեղինակների առաջին խումբը ծառայությունները դիտարկում է մատակարարի (արտադրող, բանկ) տեսանկյունից, իսկ երկրորդ խումբը շեշտը դնում է հաճախորդի պահանջմունքների վրա: Մեր կարծիքով՝ այս մոտեցումները կարող են օգտագործվել որպես մեկ ամբողջություն՝ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ծառայությունների ուսումնասիրության նպատակով:

Հաճախորդի (թողարկող, ներդրող) տեսանկյունից արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները մասնագիտացված մասնակիցների կողմից իրականացվող որոշակի գործողությունների, գործառնությունների հավաքածու են՝ ուղղված հաճախորդների պահանջմունքների բավարարմանը: Արժեթղթերի շուկայում ծառայությունների առանձնահատկություններ կարելի է համարել.

- մատուցվող ծառայությունների պայմանագրային բնույթը և հատուցելիությունը,
- ծառայություններ մատուցելիս դրամական միջոցների և ֆինանսական գործիքների հատուկ հաշվառման անհրաժեշտությունը,
- օրենսդրորեն սահմանված հաշվետվությունների պարտադիր ձևերի ու ժամկետների առկայությունը,
- մինչև ծառայությունների մատուցումը և մատուցման ընթացքում հաճախորդներին տեղեկատվության պարտադիր տրամադրումը,
- հնարավոր եկամտի առնչությամբ երաշխիքի, իսկ հետագայում ֆինանսական գործիքների արժեքների փոփոխության արգելքը:

Գործընթացային մոտեցման տեսանկյունից արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները տարբեր են մասնագիտացված գործունեության յուրաքանչյուր տեսակի համար: Դա, մեր կարծիքով, բացատրվում է նրանով, որ այստեղ ծառայությունները

²² Տե՛ս Դավասիև Բ.Մ., Բիչկով Բ.Ս., Մոսկվին Բ.Բ., Բանկովսկոե ժեղ: Բազովե օփերաշի ժլա Կլիենտօվ. – Մ.: Փինանսի և ստատիստիկա, 2005, ժ. 138.

բնութագրվում են այն բաղադրիչների համախմբությամբ, որ որոշվում է մասնագիտացված մասնակիցների կողմից մինչև դրանց մատուցումը: Մեր կարծիքով՝ դրանցից են.

- ծառայությունների նպատակային ուղղվածությունը, որը պետք է պայմանավորված լինի ինչպես հաճախորդների պահանջմունքներով, այնպես էլ հենց մասնագիտացված մասնակիցների գործունեության նպատակներով,
- ծառայությունները բնութագրող ցուցանիշների քանակական ու որակական համախմբությունը,
- կազմակերպչական բաղադրիչները, որոնց շրջանակում մասնագիտացված մասնակիցը որոշում է, թե իրավասության համապատասխան շրջանակներում ինչ կառուցվածքային ստորաբաժանում և որ աշխատողները պետք է մատուցեն այս կամ այն ծառայությունը,
- ծառայությունների վերլուծության, պլանավորման և անմիջական մատուցման համար անհրաժեշտ նորմատիվաիրավական և տեղեկատվական ապահովումը,
- մասնագիտացված մասնակիցների ներքին փաստաթղթերում ծառայությունների մատուցման մեթոդների և գործիքների, մշակված տեխնոլոգիայի ամրագրումը:

Բաղադրիչների նշված համախմբությունը ծառայությունների բովանդակային կողմն է ներկայացնում: Ձևափոխելով բաղադրիչները՝ մասնագիտացված մասնակիցները արժեթղթերի շուկայում գործունեության ընտրված տեսակի (տեսակների) շրջանակներում իրենց հաճախորդներին առաջարկում են տարատեսակ ծառայություններ:

Դրամական կապիտալի անմիջական վերաբաշխմամբ զբաղվում են իրավաբանական անձինք, ովքեր ունեն բրոքերային, դիլերային և արժեթղթերի կառավարմամբ զբաղվելու՝ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների լիցենզիա: Մասնագիտացված մասնակիցները՝ բրոքերները, դիլերները և հավատարմագրային կառավարիչները, ծառայություններ են մատուցում արժեթղթերի շուկայի մյուս մասնակիցներին՝ կապված դրանց առք ու վաճառքի հետ: Այդ դեպքում նշված ծառայությունները տարբերվում են ըստ իրենց հիմնական բնութագրի՝ կախված

արժեթղթերի տեսակից և շուկայի այն հատվածից, որում աշխատում է մասնագիտացված մասնակիցը:

Արժեթղթերի միջոցով դրամական կապիտալի վերաբաշխմանը նպաստող գործունեությունը արտասահմանյան շատ երկրներում իրականացվում է արժեթղթերի առևտրի կազմակերպմամբ, պահառությամբ, քլիրինգային գործառույթով, արժեթղթերի սեփականատերերի գրանցամատյանի (ռեեստր) վարման գործառնությամբ: Հարկ է նշել, որ արժեթղթերի շուկայում գոյություն ունեն այնպիսի սուբյեկտներ, որոնք, փաստացիորեն իրականացնելով յուրահատուկ մասնագիտացված ծառայություններ, իրավաբանորեն չեն համարվում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներ: Այդ շարքում կարելի է թվել ներդրումային խորհրդատուներին, տրանսֆերային գործակալներին, այլընտրանքային առևտրային համակարգերը և այլն: Մեր կարծիքով՝ իրավաբանական անձին մասնագիտացվածի կարգավիճակի վերագրումը կամ չվերագրումը պետք է պայմանավորել արժեթղթերի շուկայում տվյալ անձի կողմից մատուցվող ծառայության բովանդակությամբ, այլ ոչ թե հիմք ընդունել գործունեության՝ օրենսդրորեն ամրագրված ցանկը և դրանից բխող հնարավոր ծառայությունները:

Մասնագիտացված սուբյեկտների ծառայությունների տեսական հարցերը, մեր կարծիքով, բավարար մշակված չեն: Օրինակ՝ մշակված չէ արժեթղթերի շուկայի տվյալ խմբի սուբյեկտներին անվանող միասնական եզրույթ: Այսպես՝ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված սուբյեկտները տարբեր երկրներում կոչվում են՝ ներդրումային ինստիտուտներ, ֆինանսական միջնորդներ, ենթակառուցվածքային տարրեր, արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներ, ներդրումային ընկերություններ և այլն: Դրանք տարբերվում են կառուցվածքով, կարգավորման աստիճանով: Ուսումնասիրված չեն արժեթղթերի շուկայում մատուցվող ծառայությունների բովանդակությունը, տեխնոլոգիական կողմերը: Գիտականորեն դասակարգված

չեն չափանիշները, ըստ որի հնարավոր կլիներ համակարգել շուկայի սուբյեկտների գործունեությունը:

Միաժամանակ, արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված սուբյեկտներին բնորոշ են հետևյալ ընդհանուր հատկանիշները. մասնագիտանում են արժեթղթերի թողարկման, շրջանառության, մարման ծառայությունների մատուցման գործում, դեպի հաճախորդը կողմնորոշված կազմակերպություններ են, վերաբաշխում են արժեթղթերի հետ կապված ռիսկերը, աշխատում են փոխհատուցման պայմանագրերի հիմքով, ձեռնարկատիրական կառուցվածք են:

Մասնագիտական գրականության մեջ արժեթղթերի շուկայի սուբյեկտների ուսումնասիրության հետ կապված՝ կարելի է առանձնացնել առավել հաճախ հանդիպող հետևյալ մոտեցումները: Ըստ արևմտյան հեղինակների՝ արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների մասնագիտացված խումբը որոշվում է ֆինանսական և առևտրային միջնորդության շրջանակներում²³: Հետազոտողները հիմնական շեշտը դնում են փողի հետ արժեթղթերի փոխանակման ապահովման հարցում սուբյեկտների գործունեության ուսումնասիրության վրա: Ըստ այդմ՝ ուշադրություն չի դարձվում այն փաստին, որ արժեթղթերի շուկայում գործում են որոշակի ծառայություններ մատուցողներ, ինչպես օրինակ՝ գրանցողներ (անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստր վարողներ), արժեթղթերի պահառուներ (դեպոզիտարիաներ): Առանց նշվածների՝ ժամանակակից արժեթղթերի շուկան չի կարող գործել, սակայն նրանց դասել ֆինանսական կամ առևտրային միջնորդների շարքը, օրինաչափ չի լինի: Մասնագիտացված սուբյեկտների ծառայությունների առումով արևմտյան գրականության մեջ հատուկ ուշադրություն է դարձվում սպասարկման կողմին: Մասնագիտացված սուբյեկտների ծառայությունները դիտարկվում են գործարքային

²³ St' u Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуелл Д.У., Финансовые институты, рынки и деньги: пер с англ. – СПб.: изд-во “Питер”, 2000, 725 с.; Шарп У., Александер Г., Бейли Дж., Инвестиции: учебник: пер с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – XII, 1024 с.; Энг М.В., Лис Ф.А., Мауэр Л.Дж., Мировые финансы: учебник: пер. с англ. – М.: ООО Издательско-консалтинговая компания “ДеКА”, 1998, 768 с.

ծախսերի կրճատման և ներդրումային որոշումներ ընդունելիս անհամաչափ տեղեկատվության հաղթահարման տեսանկյունից²⁴:

Ռուսաստանյան հեղինակների աշխատություններում մասնագիտացված սուբյեկտների գործունեությունն ուսումնասիրվում է արժեթղթերի շուկայի ազգային առանձնահատկություններին համապատասխան²⁵: Այդ մոտեցումը համակողմանի չէ. Սահմանափակված է գործող օրենսդրության դրույթներով և համապատասխան մեկնաբանությամբ, քանի որ տնտեսական երևույթները դիտարկվում են բացառապես իրավական շրջանակներում: Ռուսաստանի Դաշնությունում մինչև 1996 թվականը արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված սուբյեկտներ էին համարվում ներդրումային ինստիտուտները²⁶, իսկ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» թիվ 39-Փ3 ֆեդերալ օրենքի ընդունումից հետո՝ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցները, որոնք ծառայություններ են մատուցում օրենքով ամրագրված յոթ տեսակի ծառայությունների շրջանակներում²⁷: Ռուս հեղինակները մասնագիտացված մասնակիցների գործունեությունն ուսումնասիրում են ֆինանսական շուկայի գործառնության մյուս ձևերի հետ համեմատության համատեքստում: Այդ դեպքում շեշտը դրվում է ոչ թե մասնագիտացված ծառայությունների, այլ արժեթղթերի գործառնությունների հետ կապված գործարքների վրա, որոնք ուղեկցում են դրանց կատարումը և ավարտը²⁸:

Մասնագիտացված սուբյեկտների ծառայությունների մեկնաբանման առումով արևմտյան և ռուսաստանյան հեղինակների մոտեցումների տարբերությունները պայմանավորված են արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված սուբյեկտների

²⁴ St'e'u Колб Р.В., Родригес Р.Дж., Блэкуэлл Д.У., Финансовые институты и рынки: учебник: пер. 2-ого америк. издания. – М.: изд-во “Дело и Сервис”, 2003, 688 с.; Мишкин Ф., Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: учеб. пособие для вузов /пер. с англ. Виноградова Д.В., под ред. Дорошенко М.Е. – М.: Аспект Пресс, 1999, 820 с.

²⁵ St'e'u Галанов В.А., Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2007, 379 с.; Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Павленко В.А., Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования: учеб. пособие. – 2-е изд., перераб. – М.: КНОРУС, 2005, 272 с.

²⁶ St'e'u Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ: учебник. – М.: Перспектива, 1995, 536 с.

²⁷ St'e'u Боровкова В.А., Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2005, 320 с.

²⁸ St'e'u Батяева Т.А., Столяров И.И., Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2006, 304 с.; Едренова В.Н., Новожилова Т.Н., Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: Магистр, 2007, 684 с.

գործունեության ուսումնասիրության տեսական տարբերություններով: Ռուս հեղինակների գերակշիռ մասը որպես հիմք է ընդունում դասական տնտեսագիտության կանխադրույթները, ըստ որոնց շեշտը դրվում է արտադրության ոլորտի, ինչպես նաև ֆինանսների տեսության վրա: Այդ դեպքում, որպես կանոն, նկարագրվում են նոր ի հայտ եկող դրսևորումները՝ առանց դրանց էության և բովանդակության վերլուծության: Արևմտյան հետազոտողները արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներին դիտարկում են ֆինանսների նորինստիտուցիոնալ և նորդասական տեսությունների տեսանկյունից: Այսինքն՝ ընդունվում է ծառայությունների, մասնավորապես՝ ֆինանսական հատվածի աճող դերը տնտեսական կյանքում: Նոր ինստիտուցիոնալիզմի գործիքակազմը հնարավորություն է տալիս ուսումնասիրելու արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներին ոչ միայն տնտեսությունում դրամական ռեսուրսների դասական վերաբաշխման, այլ նաև սպասարկման գործունեության բովանդակության տեսանկյունից:

Ֆինանսների դասական տեսության շրջանակներում, արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ծառայությունների առումով, ելակետային են ֆինանսական ծառայությունները, իսկ նորդասական տեսության շրջանակներում՝ ներդրումային ծառայությունների մատուցումը: Տարբերությունն այն է, որ ֆինանսների նորդասական տեսության սահմաններում հստակորեն տարանջատվում են «ֆինանսավորում» և «ներդրում» հասկացությունները: Մասնագիտացված սուբյեկտների գործունեության բովանդակության մեջ շեշտը դրվում է ներդրումների՝ որպես դրամական միջոցների կառավարման գործընթացի վրա²⁹, այն դեպքում, երբ ֆինանսների դասական տեսությունը որպես հիմք է ընդունում ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուրների հետազոտությունը:

²⁹ Stiglitz P., Brédli Э., Тьюлз Т., Фондовый рынок: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 648 с.; Фабоцци Ф., Управление инвестициями: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.

Արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ ՌԴ օրենսդրությունը, դիտարկելով արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների գործունեությունը, չի մանրամասնում «արժեթղթերի շուկայում ծառայություններ» հասկացությունը:

Եվրամիության օրենսդրությունում օգտագործվում է «ներդրումային ծառայություններ» եզրույթը: 2004 թվականի ապրիլի 21-ի «Ֆինանսական գործիքների շուկայի մասին» 2004/39/EC դիրեկտիվը տարածվում է ոչ միայն արժեթղթերի, այլև մյուս ֆինանսական գործիքների վրա:

Վերոնշյալ դիրեկտիվի համաձայն ներդրումային ծառայությունները բաժանվում են հիմնականի և լրացուցիչի: Հիմնական ծառայություններից են՝ ֆինանսական գործիքներին վերաբերող հրամանների ստացում և փոխանցում, հաճախորդի անունից հանձնարարականի կատարում, իր հաշվին գործարքների կատարում, արժեթղթերի փաթեթի կառավարում, ներդրումային խորհրդատվություններ, ֆինանսական գործիքների տեղաբաշխում (անդերռայթինգ)³⁰՝ դրանց հետգնման պարտավորությամբ և առանց այդ պարտավորության, բազմակողմ առևտրային համակարգերի կառավարում: Լրացուցիչ ներդրումային ծառայություններն ընդգրկում են՝ հաճախորդների հաշվին ֆինանսական գործիքների պահպանում և կառավարում՝ ներառյալ պահառության և գրավի կամ կանխիկ դրամական միջոցների կառավարման ծառայությունները, ֆինանսական գործիքներով գործարքների կատարման համար ներդրողին վարկի կամ փոխառության տրամադրում, եթե վարկ կամ փոխառություն տրամադրող ներդրումային ընկերությունը գործարքի կողմ է, կապիտալի կառուցվածքի, ձեռնարկատիրական գործունեության ռազմավարության և դրա հետ կապված հարցերի վերաբերյալ խորհրդատվություն, ինչպես նաև ձեռնարկությունների միավորման ու ձեռքբերման խորհրդատվություն և ծառայություններ, ֆինանսական գործիքներին վերաբերող գործարքների ներդրումային ուսումնասիրություն և ֆինանսական վերլուծություն³⁰:

³⁰ Տե՛ս Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC//Official Journal of the European Union EN. – L145. – 30.04.2004, p. 1-61:

Ֆինանսական և ներդրումային ծառայություններին առնչվող հասկացությունների օրենսդրությանը համապատասխան՝ մասնագիտացված սուբյեկտները բնորոշվում են որպես ծառայություն մատուցողներ (հատկացնողներ): Ռուսաստանի Դաշնությունում ֆինանսական ծառայությունների և ֆինանսական կազմակերպությունների ցանկերը միմյանց համապատասխանում են: Եվրամիությունում ծառայություններ մատուցողների կազմը խիստ ամրագրված չէ. մասնագիտացված սուբյեկտներ են համարվում ներդրումային ընկերությունները, որոնք մասնագիտացված հիմքով մեկ կամ մի քանի ներդրումային ծառայություններ են մատուցում երրորդ անձանց: Այսպիսով, տրամաբանական է ներդրումների և ծառայություններ մատուցողների (հատկացնողների) փոխկապվածությունը:

Վերոնշյալ ծառայությունների վերաբերյալ ՀՀ օրենսդրությունը հիմնականում համահունչ է Եվրամիության օրենսդրությանը: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը հստակ սահմանում է ներդրումային ծառայությունների ցանկը: Այսպես՝ սույն օրենքի 3-րդ գլխի 25-րդ հոդվածի համաձայն, ներդրումային ծառայություններ են համարվում անձի կողմից՝

1. հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքների կատարման հանձնարարականների ընդունումը և հաղորդումը,
2. իր կամ հաճախորդի անունից և հաճախորդի հաշվին արժեթղթերով գործարքների կատարումը,
3. արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված խորհրդատվության տրամադրումը հաճախորդներին,
4. իր հաշվին և իր անունից արժեթղթերով գործարքների կատարումը,
5. արժեթղթերի փաթեթի կառավարումը,
6. արժեթղթերի երաշխավորված կամ չերաշխավորված տեղաբաշխման իրականացումը:

Նշվում է նաև, որ իր հաշվին և իր անունից արժեթղթերով գործարքների կատարումը չի համարվում ներդրումային ծառայությունների մատուցման գործունեություն, եթե դա չի կրում պարբերական բնույթ և տվյալ անձի հիմնական գործունեության մաս չի կազմում: Ներդրումային ծառայությունների մատուցում չի համարվում նաև «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված ներդրումային ֆոնդերի գործունեությունը³¹:

Վերոնշյալ օրենքի 26-րդ հոդվածը սահմանում է ոչ հիմնական կամ, այսպես կոչված, լրացուցիչ ծառայությունները, համաձայն որի ոչ հիմնական ծառայություններ են համարվում.

1. արժեթղթերի պահառությունը,
2. փոխառության տրամադրումը հաճախորդներին՝ արժեթղթերով գործարքների իրականացման համար, պայմանով, որ փոխատուն հանդիսանում է նման գործարքի կողմ,
3. արժեթղթերի թողարկման և տեղաբաշխման կազմակերպման հետ կապված ծառայությունների մատուցումը,
4. խորհրդատվության տրամադրումն ընկերություններին կապիտալի կառուցվածքի, կորպորատիվ ռազմավարության հարցերի վերաբերյալ, ընկերությունների վերակազմակերպման հետ կապված խորհրդատվական և այլ ծառայությունների մատուցումը,
5. արտարժույթի դիլերային-բրոքերային առք ու վաճառքի գործառնությունների իրականացումը,
6. արժեթղթերով գործարքների հետ կապված հետազոտությունների, ֆինանսական վերլուծությունների և այլ ընդհանուր ներդրումային առաջարկությունների կազմումը և տարածումը³²:

³¹ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 25:

³² Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 26:

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 27-րդ հոդվածը սահմանում է ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց շրջանակները³³։ Սույն օրենքը սահմանում է նաև ներդրումային ընկերության հասկացությունը, համաձայն որի ներդրումային ընկերությունը ներդրումային ծառայությունների մատուցման լիցենզիա ստացած բաժնետիրական կամ սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունն է, որի գործունեությունը ներդրումային ծառայությունների մատուցումն է՝ առանձին կամ ոչ հիմնական ծառայությունների հետ մեկտեղ³⁴։

Այսպիսով՝ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված (արհեստավարժ) մասնակիցները համապատասխան ընկերություններ են (առանձին դեպքերում կարող են լինել նաև ֆիզիկական անձինք), որոնք իրականացնում են արժեթղթերի հետ կապված մասնագիտացված գործունեություն։

Համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի «արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներ են համարվում ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք, կարգավորող շուկայի օպերատորը, արժեթղթերի հաշվարկային համակարգի օպերատորը և օրենքով նախատեսված այլ անձինք»³⁵։

Ընդհանրապես արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներն իրենց գործունեությունն իրականացնում են բացառիկության կամ նախապատվության հիմքով, այլ կերպ ասած չեն համատեղում գործունեության այլ տեսակների հետ³⁶։

1.2. Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված

գործունեության տեսակները և դասակարգումը

Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեությունը արժեթղթերի միջոցով դրամական ռեսուրսների վերաբաշխման, արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության կազմակերպատեխնիկական և տեղեկատվական սպասարկման գործունեությունն է։

³³ Տե՛ս նույն տեղը, հոդված 27։

³⁴ Տե՛ս նույն տեղը, հոդված 28։

³⁵ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլուխ 1, հոդված 3, կետ 26։

³⁶ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլուխ 11, հոդված 103, կետ 8։

Ընդհանուր առմամբ արժեթղթերի շուկայում որպես մասնագիտացված գործունեության տեսակներ կարելի է առանձնացնել.

1. բրոքերային գործունեություն,
2. դիլերային գործունեություն,
3. արժեթղթերի կառավարման գործունեություն,
4. արժեթղթերի տեղաբաշխման գործունեություն (անդերռայթինգ),
5. արժեթղթերի շուկայում խորհրդատվական գործունեություն,
6. անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրի վարման և պահպանության գործունեություն,
7. արժեթղթերի շուկայում առևտրի կազմակերպման գործունեություն,
8. քլիրինգային գործունեություն,
9. դեպոզիտարային (պահառության) գործունեություն:

Գործունեության վերոնշյալ տեսակներին համապատասխան արժեթղթերի շուկայում որպես մասնագիտացված գործունեություն իրականացնող անձինք են համարվում.

- ներդրումային բրոքերները կամ բրոքերային կազմակերպությունները, որոնք իրավաբանական կամ ֆիզիկական անձինք են³⁷,
- ներդրումային դիլերները, որոնք իրավաբանական անձինք են և գործարքներ են իրականացնում իրենց կապիտալի հաշվին,
- ակտիվների կառավարիչները, որոնք իրականացնում են իրենց տնօրինությանը հանձնված արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարում,
- արժեթղթերի տեղաբաշխողները (անդերռայթերները),
- արժեթղթերի շուկայի խորհրդատվական կազմակերպությունները, որոնք խորհրդատվական ծառայություններ են մատուցում արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներին,

³⁷ ՀՀ-ում դրանք ունեն միայն իրավաբանական անձի կարգավիճակ:

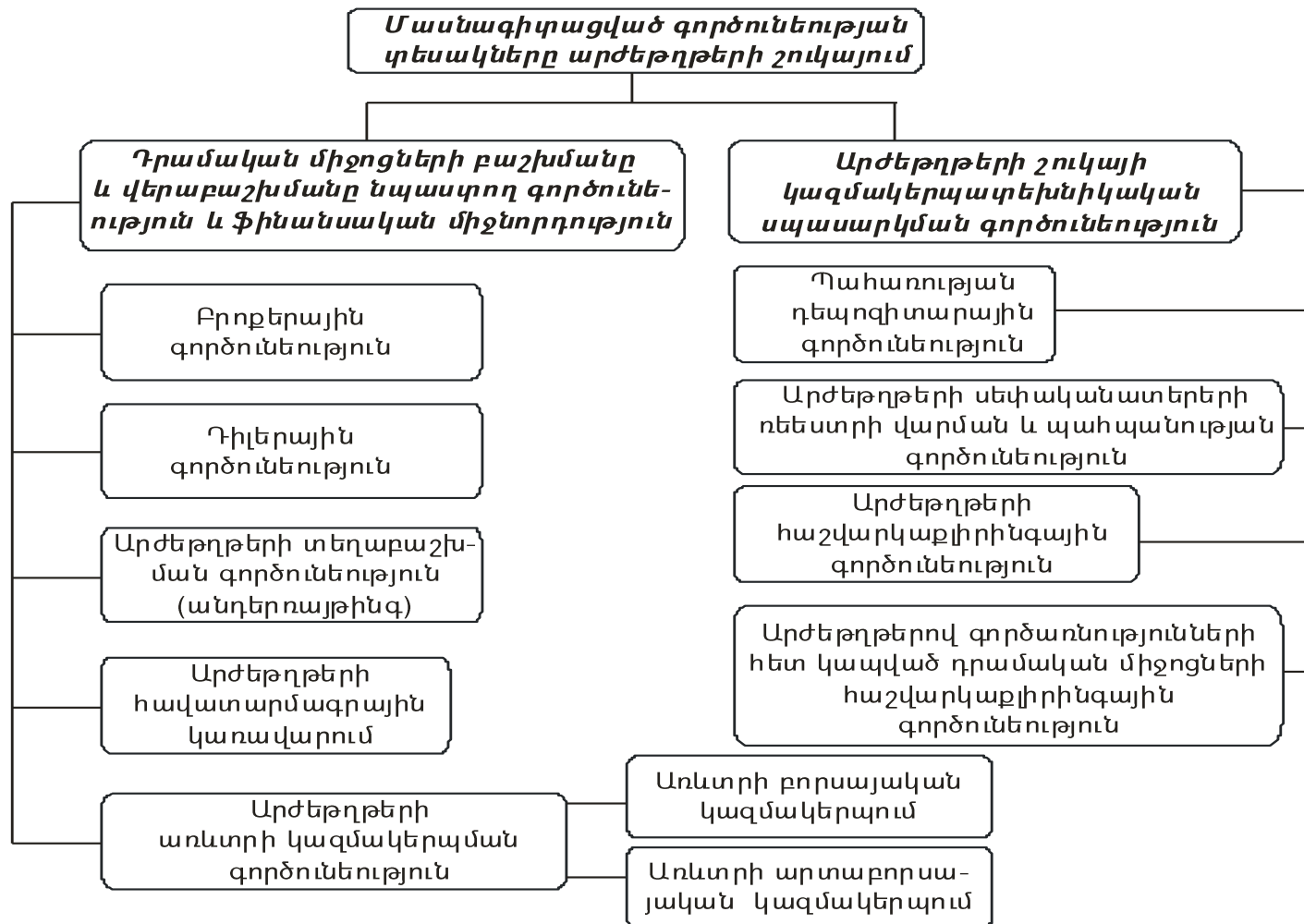
- քլիրինգային կազմակերպությունները, որոնք իրականացնում են փոխադարձ պարտավորությունների սահմանում և հաշվանցում,
- դեպոզիտարիաները (պահառուները), որոնք իրականացնում են արժեթղթերի պահառություն,
- արժեթղթերի գրանցողները (ռեգիստրատորները), որոնք վարում են արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրը,
- արժեթղթերի շուկայում առևտրի կազմակերպիչները, որոնք իրականացնում են արժեթղթերով գործարքների կնքմանը օժանդակող ծառայություններ:

Արժեթղթերի շուկայում լայն տարածում ունեն, այսպես կոչված, ջրբերները, որոնք իրականացնում են գրեթե դիլերային գործունեություն և կարող են դիտարկվել որպես բորսայական սպեկուլյացիայով զբաղվող անձինք:

Մասնագիտացված գործունեության վերը թվարկված տեսակներից առաջին հինգը, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի, համարվում են ներդրումային ծառայություններ, իսկ տվյալ գործունեությունը մատուցող անձինք՝ ներդրումային ընկերություններ³⁸: Մասնագիտացված գործունեության տեսակների ընդհանրացված դասակարգումը կարելի է ներկայացնել ստորև բերված գծապատկերի տեսքով (տե՛ս գծապատկեր 1.2.1):

Մասնագիտացված գործունեության յուրաքանչյուր տեսակի համառոտ բնութագիրը և արհեստավարժ մասնակիցների հիմնական տեսակները կարելի է ներկայացնել աղյուսակի տեսքով (տե՛ս աղյուսակ 1.2.1):

³⁸ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 25, 27:



Գծապատկեր 1.2.1 Մասնագիտացված գործունեության տեսակները արժեթղթերի շուկայում³⁹

³⁹ Գծապատկերը կազմել է հեղինակը ըստ՝ Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ: учебник. – М.: Перспектива, 1995, с. 348:

**Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության
և արհեստավարժ մասնակիցների հիմնական տեսակները⁴⁰**

Մասնագի- տացված գործունեության տեսակը	Մասնագիտացված գործունեության տեսակի տնտեսագիտական բովանդակությունը	Արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնա- կիցների հիմնական տեսակները
1	2	3
Բրոքերային	Հանձնարարության, կոմիսիայի կամ գործակալության պայմանագրերի հիման վրա արժեթղթերով գործարքների կատարում	Ֆինանսական բրոքեր (բրոքերային կազմակերպություն), համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ ներդրումային ընկերություն
Դիլերային	Արժեթղթերի առք ու վաճառքի գների հրապարակային հայտարարման ճանապարհով իր անունից և իր հաշվին արժեթղթերի առք ու վաճառքի գործարքների կատարում՝ դրանք հայտարարված գներով գնելու և վաճառելու պարտավորությամբ	Ներդրումային ընկերություն
Արժեթղթերի տեղաբաշխման (անդերռայթինգ)	Հաճախորդի (արժեթղթեր թողարկողի) համար արժեթղթերի թողարկման կազմակերպման և առաջնային շուկայում այս կամ այն ձևով դրանց իրացում	Ֆինանսական խորհրդատու կամ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների խումբ (անդերռայթինգային սինդիկատ), համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ ներդրումային ընկերություն
Արժեթղթերի կառավարման	Պարզևավճարի դիմաց որոշակի ժամկետով իր տիրապետմանը հանձնված՝ այլ անձին պատկանող և ի շահ նրա կամ նրա կողմից նշված երրորդ անձանց (շահառու) կառավարիչի անունից արժեթղթերի, արժեթղթերում ներդրում կատարելու համար նախատեսված դրամական միջոցների կառավարում	Հավատարմագրային կառավարիչներ, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ ներդրումային ընկերություն

⁴⁰ Աղյուսակը կազմել է հեղինակը ըստ՝ Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ: учебник. – М.: Перспектива, 1995, с. 349; Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Սալնազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ - 97», 2009, էջ 133-134:

1	2	3
Դեպոզիտարային (պահառության)	Արժեթղթերի պահպանության և/կամ դրանց նկատմամբ սեփականության և այլ գույքային իրավունքների հաշվառում և փոխանցում ⁴¹	Մասնագիտացված դեպոզիտարիաներ, հաշվարկադեպոզիտարային կազմակերպություններ, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիա և պահառուներ ⁴²
Արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրի վարման և պահպանության	Անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրի վարում, գրանցում և պահպանում	Մասնագիտացված ռեեստրավարներ, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիա ⁴³
Արժեթղթերի հաշվարկաքլիրինգային	Արժեթղթերի առաքման (փոխանցման) կապակցությամբ արժեթղթերով գործառնությունների մասնակիցների փոխադարձ պարտավորությունների որոշում	Հաշվարկադեպոզիտարային կազմակերպություն, քլիրինգային պալատներ, բանկեր և վարկային կազմակերպություններ, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիա ⁴⁴
Դրամական միջոցների հաշվարկաքլիրինգային	Արժեթղթերով գործառնություններին առնչվող փոխադարձ պարտավորությունների որոշում և/կամ դրամական միջոցների առաքում (փոխանցում)	Հաշվարկադեպոզիտարային կազմակերպություններ, քլիրինգային պալատներ, բանկեր և վարկային կազմակերպություններ, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիա ⁴⁵
Արժեթղթերի վաճառքի կազմակերպման	Արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակիցների միջև արժեթղթերով գործարքների կնքմանը նպաստող ծառայությունների առաջարկություն	Ֆոնդային բորսաներ, ապրանքային և արժույթային բորսաներ, արժեթղթերի վաճառքի կազմակերպման արտաբորսայական համակարգեր, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ ֆոնդային բորսա ⁴⁶

⁴¹ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլուխ 19, հոդված 191, կետ 1:

⁴² Տե՛ս նույն տեղը, գլուխ 19, հոդված 192, կետ 1:

⁴³ Տե՛ս նույն տեղը, գլուխ 18, հոդված 176, կետ 1, 1-ին և 2-րդ ենթակետեր:

⁴⁴ Տե՛ս նույն տեղը, գլուխ 18, կետ 1, 3-րդ ենթակետ:

⁴⁵ Տե՛ս նույն տեղը:

⁴⁶ Տե՛ս նույն տեղը, գլուխ 14:

Ժամանակակից տնտեսագիտական գրականության մեջ ծառայությունները բնութագրելիս, բրոքերային ծառայությունը չի առանձնացվում և բրոքերային գործունեությունը սահմանվում է ոչ ըստ դրա: Որպես կանոն, բրոքերային գործունեություն է համարվում հանձնարարության, կոմիսիայի կամ գործակալության պայմանագրերի հիման վրա հանձնակատարի, կոմիսիոների կամ գործակալի կողմից արժեթղթերով քաղաքացիաիրավական գործարքների իրականացումը կամ հանձնարարության հիման վրա նման գործարքների կնքումը⁴⁷:

Ինչպես նկատում ենք, նշված սահմանման մեջ ծառայությունները, որպես այդպիսին, մատնանշված չեն:

Բրոքերային ծառայությունների տեսա-տնտեսագիտական սահմանման բացակայությունը կարելի է լրացնել ծառայության այդ տեսակի առանձնահատկությունների շարադրմամբ (որը թույլ կտա ներկայացնել բրոքերային ծառայության ընդհանուր և յուրահատուկ հատկանիշները), ինչպես նաև գիտական դասակարգմամբ, որը թույլ կտա վեր հանել նրա արտադրության, իրացման և սպառման առանձին կողմերը:

«Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ նախկին օրենքի (չի գործում) համաձայն. «Բրոքերն այն անձն է, որը բրոքերային ընկերության կազմում, անունից կամ այլ կերպ, այլ անձանց հաշվին (հանձնարարության, կոմիսիայի կամ գործակալության պայմանագրի հիման վրա կամ այլ կերպ) իրականացնում է արժեթղթերով գործարքներ կատարելու գործունեություն (բրոքերային գործունեություն)»⁴⁸: Բրոքերը բորսայական աճուրդի ժամանակ ներկայացնում է հաճախորդին (վաճառողին կամ գնորդին), և գործարքներ է կատարում հաճախորդի անունից և հաճախորդի հաշվին կամ իր անունից՝ նույնպես հաճախորդի հաշվին:

Ինչպես արդեն նշվել է, ՀՀ-ում բրոքերային կազմակերպությունները (ընկերությունները) ունեն միայն իրավաբանական անձի կարգավիճակ, իսկ բրոքերը, լինելով

⁴⁷ Տե՛ս Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Սալսազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ-97», 2009, էջ 135:

⁴⁸ «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենք, ՀՕ-82, ընդունված է 06.07.2000, ուժի մեջ է 01.08.2000-29.02.2008, գլ. VIII, § 1, հոդված 74, կետ 1:

ֆիզիկական անձ, որպես մասնագետ, իրականացնում է բրոքերային գործունեություն միայն կազմակերպության (ընկերության) կազմում և նրա անունից:

Բրոքերային գործունեությունը որպես ներդրումային ծառայության տարատեսակ ՀՀ-ում լիցենզավորման ենթակա գործունեության տեսակ է:

Այսպիսով, բրոքերային ծառայություններ մատուցողները իրավաբանական անձինք են, որոնք, որպես արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակիցներ, գործում են ՀՀ Կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշմամբ տրված լիցենզիայի հիման վրա⁴⁹:

Քանի որ ժամանակակից արժեթղթերը թողարկվում են ոչ փաստաթղթային ձևով, լայն առումով արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ սուբյեկտների գործունեության առարկան տեղեկատվությունն է: Արժեթղթերի շուկայում վաճառվում է ոչ թե արժեթուղթը (քանի որ այն նյութականացված չէ), այլ օրենսդրությամբ սահմանված տեղեկատվության ձևը և բովանդակությունը, որը տալիս է գույքային և ոչ գույքային իրավունքներ, ունի շուկայական գնահատական և հաշվի է առնվում ՀՀ-ում ֆինանսական շուկայի գրանցողի (ռեգիստրատորի), պահառուի լիցենզիա ստացած սուբյեկտների կողմից: Այդ պատճառով էլ տեղեկատվական կողմը համարվում է բրոքերային ծառայության ոչ պակաս կարևոր առանձնահատկությունը:

Բրոքերային ծառայության մյուս առանձնահատկությունը նրա ռիսկային բնույթն է: Արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված առկա են մի շարք ռիսկեր. Տնտեսական, քաղաքական, տվյալ երկրի առանձնահատկություններով պայմանավորված և այլն⁵⁰: Սակայն, որպես ֆինանսական գործիքների՝ արժեթղթերում ներդրումների ռիսկը, ի տարբերություն մյուս ֆինանսական գործիքների, միշտ կրում է հաճախորդը (ծառայություն ստացողը): Ծառայություն մատուցող բրոքերը իր վրա է վերցնում արժեթղթերի առքուվաճառքի, արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքի վերագրանցման, գործարքներով հաշվարկների տեխնոլոգիայի հետ կապված ռիսկերը: Բրոքերը իր սեփական միջոցների հաշվին կրում է ֆինանսական ռիսկեր՝

⁴⁹ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ. 11, հոդված 103:

⁵⁰ Галанов В.А., Басов А.И. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 2007, с. 64.

կապված իրականացվող գործառնություններում հաճախորդին պատկանող արժեթղթերի, դրամական միջոցների օգտագործման հետ:

Բրոքերային ծառայությունների բովանդակությունը բխում է նրանց գործառույթների ցանկից, որոնք պայմանավորված են օրենսդրությամբ բրոքերներին ամրագրված իրավունքներով ու պարտականություններով: Դրանով պայմանավորված բրոքերային ծառայությունները կարելի է դասակարգել հետևյալ կերպ.

1. Բրոքերային ծառայությունները նախ պետք է դասակարգել ըստ գործառույթային հատկանիշի: Դրանք տրոհվում են՝ միջնորդական ծառայություններ, վարկային ծառայություններ (մարժինալային բնույթի), տեղեկատվական ծառայություններ, հաշվառման բնույթի ծառայություններ, խորհրդատվական ծառայություններ, տեխնիկական ծառայություններ (հաճախորդին ծրագրատեխնիկական միջոցների տրամադրում): Հարկ է նշել, որ արժեթղթերով գործարքներում միջնորդությունը արհեստավարժ խոսակցականում անվանում են նաև բրոքերեջ⁵¹: Միջազգային պրակտիկայում բրոքերեջ (brokerage) նշանակում է բրոքերի վարձատրություն, որը սահմանվում է որպես գործարքի արժեքի նկատմամբ տոկոս կամ տվյալ գործարքի համար որոշակի գումար⁵²:
2. Բրոքերի համար, կարևորության աստիճանից ելնելով, տարբերում ենք հիմնական և ոչ հիմնական ծառայություններ: Հիմնական ծառայությունները ձևավորում են հիմնական եկամուտը: Սովորաբար դրանց են վերաբերվում միջնորդական ծառայությունները և ըստ մարժինալային (սահմանային) վարկավորման ծառայությունները: Ոչ հիմնական ծառայությունները դրանք անվճար կամ եկամուտների կառուցվածքում աննշան մաս կազմող ծառայություններն են, որոնք տրամադրվում են որպես հիմնականին լրացնող:

⁵¹ Смирнов В., Шемеловский М. Интернет-брокерское обслуживание на российском фондовом рынке.// Рынок ценных бумаг. – 2000. – №8. – с. 24-26.

⁵² Райзберг Б.А., Лозовский Л.И., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – М.: ИНФРА-М, 2007, с. 42.

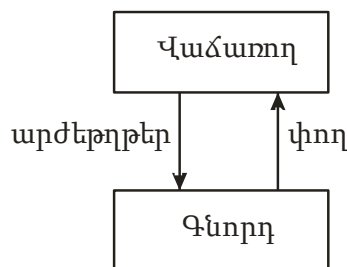
3. Ըստ հաճախորդների տեսակի կարելի է առանձնացնել. ֆիզիկական անձանց մանրաձախ ծառայություններ, իրավաբանական անձանց ծառայություններ, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի մյուս արհեստավարժ մասնակիցներին տրամադրվող: Որոշակի դեպքերում, որպես բրոքերի հաճախորդ կարող է լինել պետությունը՝ ի դեմս գործադիր մարմնի: Այդ դեպքում կարելի է առանձնացնել պետությանը մատուցվող ծառայությունները: Այդ դասակարգումը նպատակահարմար է լրացնել ըստ շուկայի մասնակիցների (թողարկողներ և ներդրողներ) սպասարկման բրոքերային ծառայությունների դասակարգմամբ:
4. Շուկայի տեսակի տեսանկյունից ելնելով կարելի է առանձնացնել արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շուկաներում բրոքերային ծառայություններ, ինչպես նաև արժեթղթերի կազմակերպված և չկազմակերպված շուկաներում բրոքերային ծառայություններ: Այդ շուկաներում բրոքերային ծառայությունների բովանդակությունը, ծառայություններ ստացողները, ռիսկերը էականորեն տարբերվում են:
5. Բրոքերային ծառայությունները կարելի է դասակարգել՝ ելնելով բրոքերային գործարքների էտապներից⁵³. գործարքների կնքման էտապում ծառայություններ, ծառայություններ դրա կատարման ժամանակ, հաճախորդներին հաշվետվությունների պատրաստման և տրամադրման էտապում ծառայություններ:
6. Բրոքերային ծառայությունները կարելի է դիտարկել բրոքերի հիմնական գործառույթի բովանդակության տեսանկյունից: Այստեղ նպատակահարմար է առանձնացնել հիմնային և լրացուցիչ բրոքերային ծառայություններ: Հիմնային բրոքերային ծառայությունները դա առևտրային միջնորդությունն է, որը ինչպես արժեթղթերի առաջնային, այնպես և երկրորդային շուկաներում արժեթղթերի առքուվաճառքի միջոցով ապահովում է դրամական միջոցների վերաբաշխումը տնտեսությունում: Բրոքերային լրացուցիչ ծառայությունները օժանդակում են

⁵³ St' u Козлов А. Основные этапы проведения сделок с ценными бумагами: статья. 15 сентября 2000г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.c-society.ru>, свободный.

հիմնայինին, բարձրացնելով դրանց որակը: Դրանց կարելի է վերագրել ֆինանսական ծառայությունները (օրինակ մարժինալային վարկավորումը), տեխնիկական, տեղեկատվական և այլ ծառայությունները:

Բրոքերային ծառայությունների ներկայացված դասակարգումը չի կարելի ավարտուն համարել և այն կարելի է ավելացնել: Հարկ է նշել նաև, որ դրանք փոխկապված են միմյանց հետ և կարևոր նշանակություն ունեն բրոքերային ծառայությունների առանձնահատկությունների բացահայտման համար:

Հարկ է նշել, որ արժեթղթերով գործարքները կարող են կնքվել ինչպես անմիջականորեն վաճառողի և գնորդի միջև, այսինքն՝ ուղղակի, այնպես և միջնորդավորված: Եթե գործարքը իրականացվում է առանց միջնորդի, ապա գործարքի հետ կապված փոխհարաբերությունները կառուցվում են անմիջականորեն վաճառողի և գնորդի միջև (տես գծապատկեր 1.2.2):

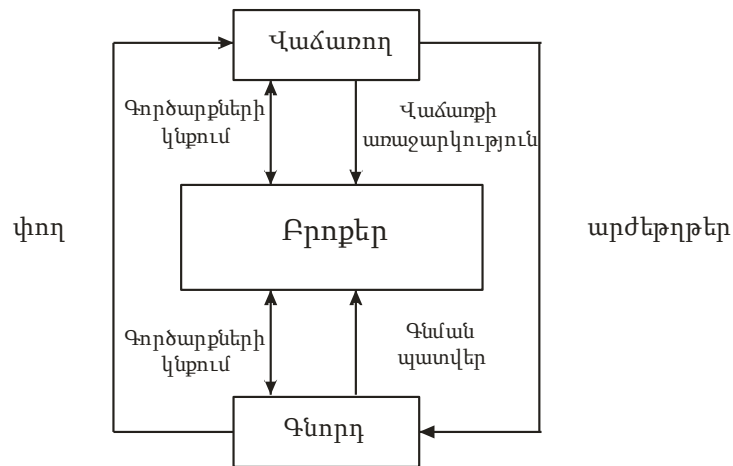


Գծապատկեր 1.2.2 Վաճառողի և գնորդի ուղղակի փոխհարաբերությունը

Այդպիսի գործարքները կարող են լինել տարերային (փողոցային) և կազմակերպված շուկաներում, երբ դրանք կնքվում են դիլերների միջև, ինչպես նաև արտաբորսայական համակարգչային (էլեկտրոնային) սակարկությունների դեպքում:

Միջնորդների մասնակցությամբ գործարքները կարող են ունենալ առավել բարդ սխեմա:

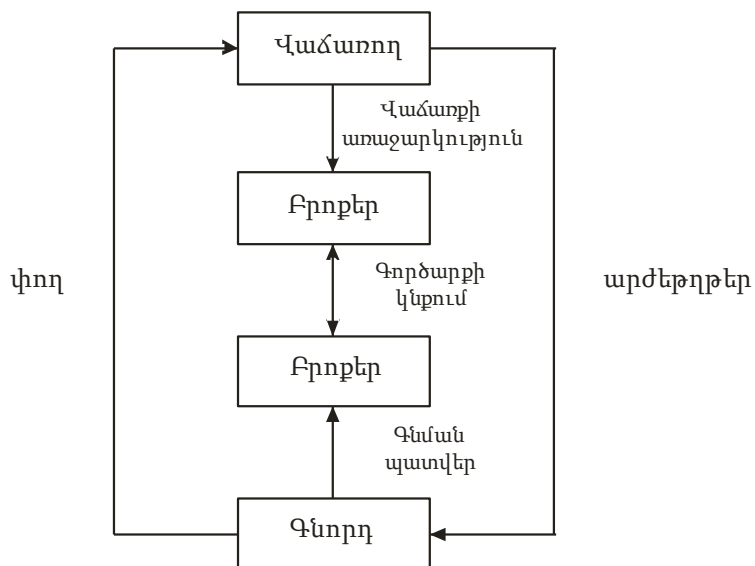
Նախևառաջ միջնորդի դերում կարող է հանդես գալ բրոքերը, որի գործառույթները իրականացնում է բանկը կամ ինչ որ խոշոր ընկերություն: Բրոքերը ծառայություններ կմատուցի ինչպես արժեթղթեր վաճառողին, այնպես և գնորդին (տե՛ս գծապատկեր 1.2.3):



Գծապատկեր 1.2.3 Վաճառողի և գնորդի փոխհարաբերությունը բրոքերի միջոցով

Սակայն այս դեպքում գործարքները իրականացվում են վաճառողի և գնորդի կողմից, բրոքերը միայն գտնում է վաճառողին գնորդի համար, կամ գնորդին՝ վաճառողի համար: Այդպիսի գործարքները բնորոշ են արտաբորսայական շուկային:

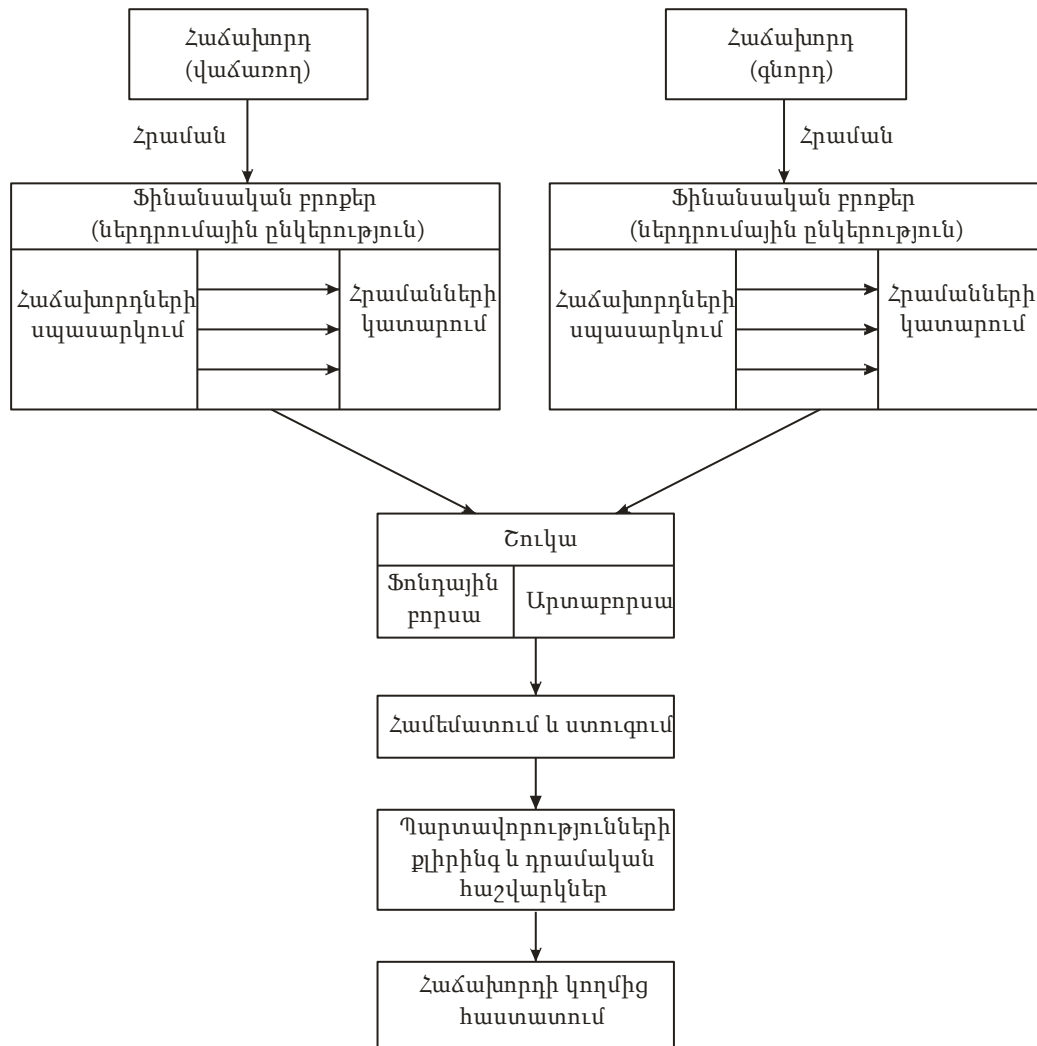
Բորսայական շուկայում, որպես կանոն, անհրաժեշտ է երկու բրոքերների առկայություն, որոնցից մեկը ներկայացնում է վաճառողի շահերը, մյուսը՝ գնորդի (տե՛ս գծապատկեր 1.2.4):



Գծապատկեր 1.2.4 Բորսայական շուկայում վաճառողի և գնորդի փոխհարաբերությունները

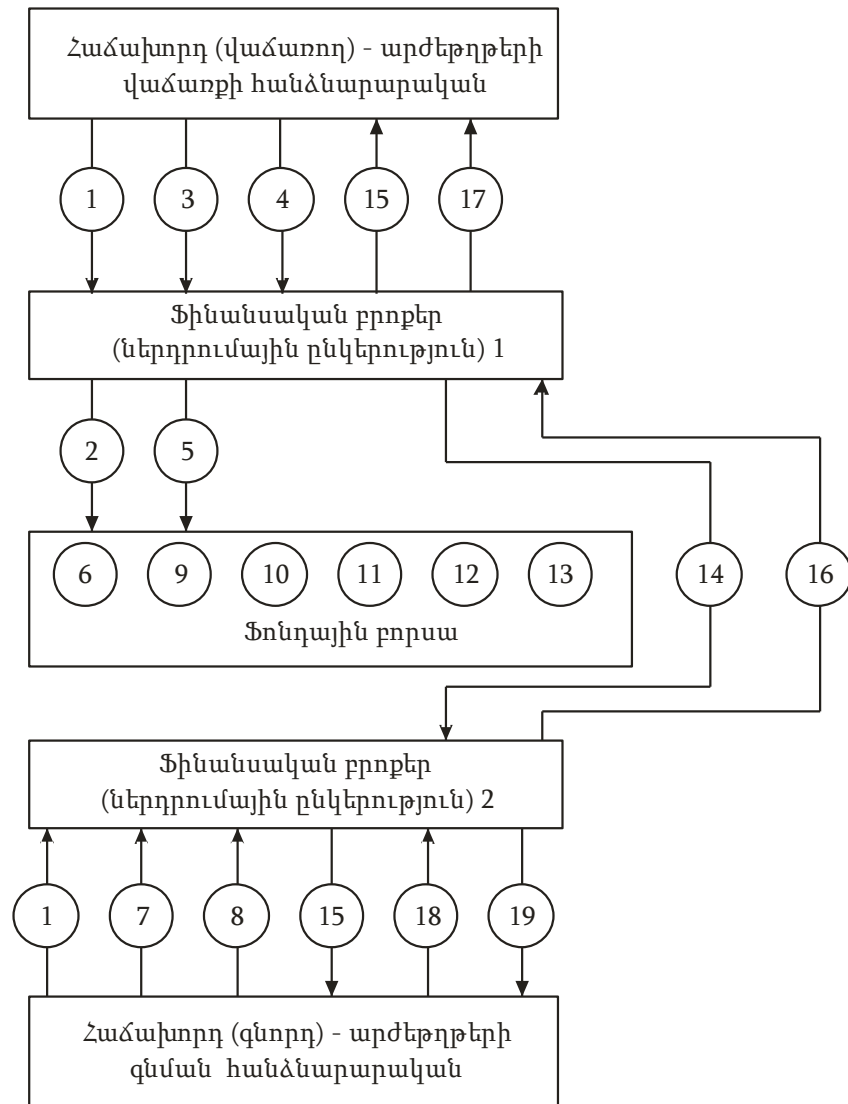
Վաճառողի և գնորդի փոխհարաբերության բերված սխեման հնարավոր է նաև արտաբորսայական շուկայում:

Վերոնշյալ սխեման առավել ամբողջական կարելի է ներկայացնել բրոքերային կազմակերպության (ֆինանսական բրոքերի, իսկ համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի՝ ներդրումային ընկերության) գործունեության տեխնոլոգիական սխեմաների միջոցով, որոնք բորսայական և արտաբորսայական գործառնություններում առավել հաճախ հանդիպող տեսակներ են (տե՛ս գծապատկեր 1.2.5 և 1.2.6):



Գծապատկեր 1.2.5 Ֆինանսական բրոքերի (ներդրումային ընկերության) կողմից իրականացվող գործառնությունների տեխնոլոգիական առավել պարզ սխեմա⁵⁴

⁵⁴ Գծապատկերը կազմված է ըստ՝ Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ: учебник. – М.: Перспектива, 1995, с. 361:



Գծապատկեր 1.2.6 Ֆինանսական բրոքերի (ներդրումային ընկերության) կողմից իրականացվող գործառնությունների տեխնոլոգիական առավել բարդ սխեմա⁵⁵

Ծանոթություն. 1.2.6 գծապատկերում թվային նշանակումների վերծանումը

- 1 – արժեթղթերով կատարվող գործառնությունների բրոքերային սպասարկման պայմանագրերի կնքում,
- 2 – թիվ 1 ներդրումային ընկերության կողմից արժեթղթերի բորսա մուտքագրման կազմակերպում (արժեթղթերի գնանշման թույլտվության միջնորդության դիմումի նախապատրաստում և մուտքի թույլտվության կազմակերպչական ընթացակարգերի անցկացում),
- 3 – թիվ 1 բրոքերի կողմից արժեթղթերի վաճառքի պատվեր-հանձնարարության ստացում,
- 4 – վաճառքի հանված արժեթղթերի մատակարարում թիվ 1 բրոքերին,

⁵⁵ Գծապատկերը կազմված է ըստ՝ Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ: учебник. – М.: Перспектива, 1995, с. 362:

- 5 – մինչև սակարկությունների սկսվելը որոշակի ժամանակահատվածում թիվ 1 բրոքերի կողմից բորսայի տեղեկատվական-ուղեցույցային բաժին բորսայական հանձնարարության ուղարկում,
- 6 – բորսայի տեղեկատվական-ուղեցույցային բաժնի կողմից ստացված բորսայական հանձնարարությունների ամփոփում և սակարկությունների մասնակիցների հանձնարարությունների ցուցակի հետ ծանոթացում,
- 7 – թիվ 2 ներդրումային ընկերության կողմից արժեթղթերի գնման հանձնարարության ստացում,
- 8 – գնորդի համար գնված արժեթղթերի արժեքի փոխհատուցման երաշխավորում թիվ 2 բրոքերին (բրոքերի բանկային հաշվին կանխավճարի փոխանցմամբ կամ այլ մեթոդով),
- 9 – բորսայական սակարկությունների հասարակ աճուրդի միջոցով բորսայական առևտրային ժողովի ժամանակ թիվ 1 և թիվ 2 բրոքերների միջև արժեթղթերի առքուվաճառքի գործարքի կնքում,
- 10 – գործարքի ռեկվիզիտների ստուգում և դրանց գրանցում (որպես բորսայական),
- 11 – թիվ 1 և թիվ 2 բրոքերների միջև իր անունից (պատվիրատուի հաշվին և նրա շահերից ելնելով) արժեթղթերի առքուվաճառքի պայմանագրի կնքում,
- 12 – արժեթղթերով գործառնությունների համար հարկերի վճարում և թիվ 1 և թիվ 2 բրոքերների կողմից բորսայական անդամավճարի մուծում,
- 13 – բորսայական գործարքի ապահովագրում (եթե դա նախատեսված է բորսայական առևտրի կանոններով),
- 14 – թիվ 1 բրոքերի կողմից թիվ 2 բրոքերին արժեթղթերի մատակարարում,
- 15 – թիվ 1 և թիվ 2 բրոքերների կողմից հաճախորդներին (վաճառողին և գնորդին) հաշիվների քաղվածքների ուղարկում,
- 16 – թիվ 2 բրոքերի կողմից թիվ 1 բրոքերին գնված արժեթղթերի գնի վճարում,
- 17 – թիվ 1 բրոքերի կողմից վաճառողին դրամական միջոցների փոխանցում՝ որպես վաճառված արժեթղթերի դիմաց փոխհատուցում (հանած թիվ 1 բրոքերի կրած ծախսերը և նրան հասանելիք կոմիսիոն վճարը),
- 18 – գնորդի կողմից թիվ 2 բրոքերին դրամական միջոցների փոխանցում՝ որպես գնված արժեթղթերի դիմաց փոխհատուցում (հանած կանխավճարը, եթե այն կատարվել է, և ավելացրած թիվ 2 բրոքերի կրած ծախսերը ու նրան հասանելիք կոմիսիոն վճարը),
- 19 – թիվ 2 բրոքերի կողմից գնորդին գնված արժեթղթերի մատակարարում:

Ինչպես ներկայացված է աղյուսակ 1.2.1-ում, բրոքերային գործունեության ժամանակ արժեթղթերով գործարքների կատարումն իրականացվում է հանձնարա-

րության, կոմիսիայի և գործակալության պայմանագրերի հիման վրա, որոնցից յուրաքանչյուրը նկարագրված է ՀՀ օրենսդրությամբ:

Հանձնարարության պայմանագրի հասկացությունը օրենսդրորեն ամրագրված է ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքում, համաձայն որի. «Հանձնարարության պայմանագրով մի կողմը (հանձնակատարը) պարտավորվում է մյուս կողմի (հանձնարարողի) անունից և նրա հաշվին կատարել որոշակի իրավաբանական գործողություններ»⁵⁶:

Բրոքերային ծառայության դեպքում հանձնարարության պայմանագիրը կնքվում է բրոքերի և հաճախորդի (վաճառողի կամ գնորդի) միջև, որով հաճախորդը հանձնարարում է բրոքերին կատարել պայմանագրում նշված համապատասխան գործարքները: Հետևաբար, բրոքերային ծառայության դեպքում բրոքերը հանձնակատարն է, իսկ հաճախորդը՝ հանձնարարողը:

Հանձնարարության պայմանագիրը ներկայացուցչության մասին պայմանագիր է, որը կարող է լինել ինչպես անհատույց, այնպես և հատուցելի: Այն հանձնակատարին պարտավորեցնում է գործել որպես հանձնարարողի ներկայացուցիչ: Հետևաբար, հանձնակատարի կատարած գործողություններն իրավունքներ և պարտականություններ են առաջացնում հանձնարարողի համար⁵⁷: Վերոնշյալից հետևում է, որ հանձնարարության պայմանագիրն այնպիսի իրավաբանական փաստ է, որն առաջացնում է կամավոր (պայմանագրային) ներկայացուցչություն: Դրա համար էլ նրա վրա տարածվում են ներկայացուցչության մասին ընդհանուր կանոնները: Մասնավորապես, հանձնակատարը, ինչպես նաև ցանկացած ներկայացուցիչ, «չի կարող ներկայացվողի անունից գործարք կնքել անձամբ իր նկատմամբ: Նա չի կարող գործարք կնքել նաև մեկ այլ անձի նկատմամբ, որի ներկայացուցիչն է միաժամանակ, բացառությամբ առևտրային ներկայացուցչության դեպքի»⁵⁸:

⁵⁶ «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 40, հոդված 782, կետ 1:

⁵⁷ Տե՛ս նույն տեղը:

⁵⁸ «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 19, հոդված 318, կետ 3:

Հանձնարարության պայմանագիրը ներկայացուցչության հարաբերություններից բացի կարող է առաջացնել նաև պարտավորական հարաբերություններ, մասնավորապես՝ միջնորդական ծառայությունների մատուցման պարտավորություն: Այսպես, հանձնարարության հատուցելի պայմանագիրն առաջացնում է ինչպես ներկայացուցչության հարաբերություններ, այնպես և միջնորդական ծառայությունների մատուցման պարտավորություններ: Մինչդեռ հանձնարարության անհատույց պայմանագիրն առաջացնում է բացառապես ներկայացուցչության հարաբերություններ:

Հանձնարարության պայմանագրով բրոքերը լիազորվում է հաճախորդի անունից հանդես գալու երրորդ անձանց հետ հարաբերություններում՝ կատարելով, այսպես կոչված, միջնորդի դեր: Եվ քանի որ տվյալ դեպքում բրոքերը, որպես միջնորդ, գործում է ոչ թե իր անունից, այլ հաճախորդի, ուստի տվյալ գործարքի կողմ չի դառնում: Դրանով էլ հանձնարարության պայմանագրերով բրոքերային ծառայությունը (միջնորդական գործունեությունը) տարբերվում է միջնորդական գործունեության մյուս ձևերից, որոնցում միջնորդները, ճիշտ է, գործում են հանձնարարողի հաշվին և ի շահ նրա, սակայն իրենց անունից (բրոքերային ծառայության այլ տեսակ, հավատարմագրային կառավարիչներ և այլն):

Բրոքերային ծառայությունների մատուցման պայմանագրերից է նաև **կոմիսիայի պայմանագիրը**: ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրքը սահմանում է կոմիսիայի պայմանագրի հասկացությունը, համաձայն որի. «Կոմիսիայի պայմանագրով մի կողմը (կոմիսիոները) պարտավորվում է մյուս կողմի (կոմիտենտի) հանձնարարությամբ, վարձատրությամբ, իր անունից, սակայն կոմիտենտի հաշվին կնքել մեկ կամ մի քանի գործարք»⁵⁹:

Ինչպես նկատում ենք, այս դեպքում կոմիսիոներն իր իրավական վիճակով հիշեցնում է հանձնակատարին, քանի որ նա ևս գործարքներ է կատարում կոնտրագենտի համար, իսկ կոմիտենտն այն վիճակում է, ինչ հանձնարարողը: Այդ

⁵⁹ «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 41, հոդված 791, կետ 1:

երկու պայմանագրերի նմանությունը արտահայտվում է նաև նրանում, որ կոմիսիոները ևս գործում է կոմիտենտի հաշվին, ինչպես որ հանձնակատարը՝ հանձնարարողի հաշվին: Սակայն այս պայմանագրերն ունեն էական տարբերություն: Դա այն է, որ հանձնակատարը գործում է հանձնարարողի անունից, իսկ կոմիսիոները գործարքներ է կնքում իր անունից, թեկուզև՝ կոմիտենտի հաշվին: Հետևաբար, հանձնարարության պայմանագրից կոմիսիայի պայմանագրի գլխավոր տարբերությունը այն է, որ այս դեպքում կնքված գործարքով իրավունքները և պարտականությունները ձեռք է բերում կոմիսիոները: Այսպես. «Կոմիսիոների կողմից երրորդ անձի հետ կնքված գործարքով իրավունքները և պարտականությունները ձեռք է բերում կոմիսիոները, թեկուզև կոմիտենտը վկայակոչված լինի գործարքում կամ երրորդ անձի հետ մտած լինի գործարքը կատարելուն ուղղված անմիջական հարաբերությունների մեջ»⁶⁰:

Կոմիսիայի պայմանագրով բրոքերային ծառայությունների դեպքում բրոքերը կոմիսիոներն է, իսկ հաճախորդը՝ կոմիտենտը:

Հարկ է նշել, որ բրոքերի հիմնական պարտականությունը հաճախորդի հանձնարարած գործարքը նրա հանձնարարությանը համապատասխան կատարելն է: Ի դեպ, բրոքերը պատասխանատվություն է կրում գործարքի կնքման, այսինքն այն իրական դարձնելու և ոչ թե գործարքը կատարելու համար: Այսպես. «Կոմիսիոները կոմիտենտի առջև պատասխանատվություն չի կրում վերջինիս հաշվին կնքված գործարքը երրորդ անձի կողմից չկատարելու համար, բացառությամբ այն դեպքերի, երբ կոմիսիոներն անհրաժեշտ շրջահայացություն հանդես չի բերել երրորդ անձի ընտրության հարցում կամ իր վրա է վերցրել գործարքի կատարման երաշխավորությունը (դեկրեդերե)»⁶¹: Հետևաբար, եթե բրոքերը ժամանակին պահանջ չի ներկայացրել երրորդ անձանց դեմ՝ ստացված արժեթղթի դիմաց վճարում կատարելու համար կամ հաճախորդի համար ձեռք բերված արժեթղթերը ժամանակին չուղարկելու

⁶⁰ «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 41, հոդված 791, կետ 1:

⁶¹ «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 41, հոդված 794, կետ 1:

համար և անցել է հայցային վաղեմության ժամկետը, ապա բրոքերը պատասխան պետք է տա դրա հետևանքով հաճախորդի կրած վնասների համար:

Ինչպես արդեն նշվել է, բրոքերային ծառայությունների մատուցման պայմանագրերից է **գործակալության** (օգտագործվում է նաև «գործակալման» եզրույթը) **պայմանագիրը**:

ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքում տրված է գործակալության պայմանագրի սահմանումը, համաձայն որի. «Գործակալության պայմանագրով մի կողմը (գործակալը) պարտավորվում է վարձատրությամբ մյուս կողմի (պրինցիպալի) հանձնարարությամբ, իր անունից, սակայն պրինցիպալի հաշվին կամ պրինցիպալի անունից և նրա հաշվին կատարել իրավաբանական ու այլ գործողություններ»⁶²:

Ինչպես երևում է սահմանումից, գործակալության պայմանագիրը կարգավորում է այն նույն հարաբերությունները, ինչ որ հանձնարարության և կոմիսիայի պայմանագրերը: Այլ կերպ ասած, գործակալության պայմանագրից բխող հարաբերությունների նկատմամբ համապատասխանաբար կիրառելի են նաև ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի հանձնարարության կամ կոմիսիայի պայմանագրերին նվիրված կանոնները, կախված այն բանից, թե այդ պայմանագրի պայմաններով գործակալը գործում է պրինցիպալի՞, թե՞ իր անունից, եթե, իհարկե, այդ կանոնները չեն հակասում գործակալության պայմանագրին նվիրված դրույթներին կամ գործակալության պայմանագրի էությանը:

Դրանով հանդերձ, գործակալության պայմանագիրը չի կարող նույնացվել հանձնարարության և կոմիսիայի ավանդական պայմանագրերին, քանի որ նրան հատուկ են այնպիսի գծեր, որ բացակայում են այդ պայմանագրերում:

Գործակալության պայմանագրում հնարավոր է, որ գործակալը մի գործարքում հանդես գա իր անունից, մեկ այլ գործարքում՝ միաժամանակ և՛ իր, և՛ պրինցիպալի անունից:

⁶² «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 42, հոդված 806, կետ 1:

Հանձնարարության, կոմիսիայի և գործակալության պայմանագրերի առարկան միջնորդական ոչ նյութական ծառայություններն են, որն էլ միավորում է նրանց: Այդ պայմանագրերի տարբերությունները պայմանավորված են կողմերի իրավունքների և պարտականությունների բովանդակությամբ:

Գործակալության պայմանագրով բրոքերային ծառայությունների դեպքում բրոքերը գործակալն է, իսկ հաճախորդը՝ պրինցիպալը:

Գործակալության պայմանագրի դեպքում, կախված այն բանից, թե երրորդ անձի հետ ում անունից է կնքվում գործարքը, փոխվում է կնքված գործարքով իրավունքների և պարտականությունների հասցեատերը: Այսպես, երրորդ անձի հետ իր անունից և պրինցիպալի հաշվին կնքված գործարքով իրավունքներ և պարտականություններ ձեռք է բերում գործակալը, իսկ պրինցիպալի անունից և նրա հաշվին գործակալի կնքած գործարքով՝ իրավունքներ ու պարտականություններ ձեռք է բերում անմիջականորեն պրինցիպալը⁶³:

Հարկ է նշել, որ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը «բրոքերային ծառայություն» կամ «բրոքերային գործունեություն», որպես այդպիսին, չի հիշատակում և չի առանձնացնում: Սակայն ելնելով բրոքերային ծառայության ըմբռնումից և «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում ներդրումային ծառայությունների հիշատակվող տեսակների տեսանկյունից, կարելի է ասել, որ բրոքերային ծառայություն է համարվում ներդրումային ծառայությունների հետևյալ տեսակները.

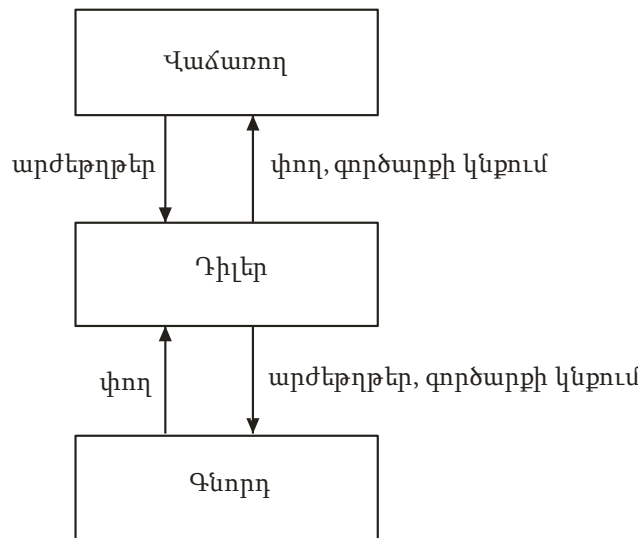
1. Հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքների հանձնարարականների ընդունումը և հաղորդումը,
2. Իր կամ հաճախորդի անունից և հաճախորդի հաշվին արժեթղթերով գործարքների կատարումը⁶⁴:

⁶³ Տե՛ս «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 42, հոդված 806, կետ 1:

⁶⁴ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ. 3, հոդված 25, կետ 1, ենթակետեր 1 և 2:

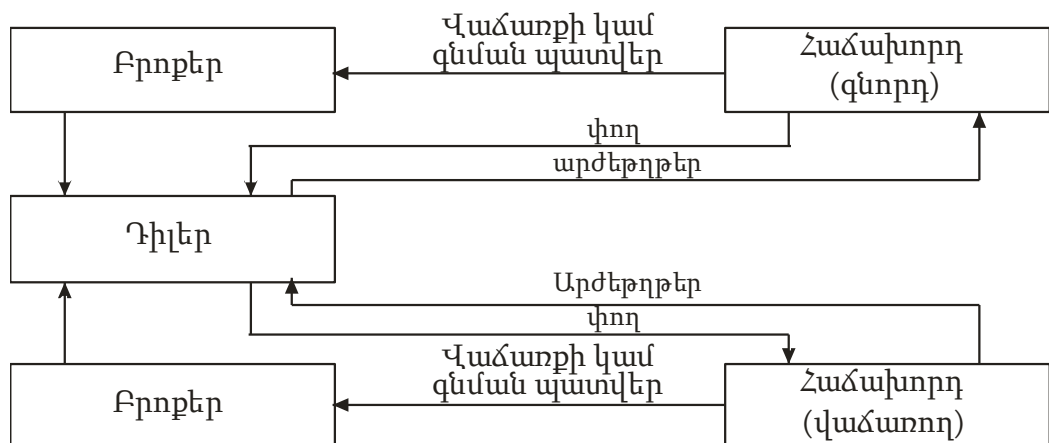
Նույն կերպ չի հիշատակվում նաև դիլերային գործունեությունը: Սակայն, նույն դատողությամբ, դիլերային գործունեություն է համարվում իր հաշվին և իր անունից արժեթղթերով գործարքների կատարման ներդրումային ծառայությունը⁶⁵:

Բորսայական և արտաբորսայական շուկաներում վաճառողը և գնորդը կարող են միջնորդավորվել դիլերի միջոցով: Այդ դեպքում վաճառողը և գնորդը գործառնություններ իրականացնելիս միմյանց հետ անմիջական փոխներգործության մեջ չեն մտնում (տե՛ս գծապատկեր 1.2.7):



Գծապատկեր 1.2.7 Վաճառողի և գնորդի կապը դիլերի միջոցով

Բորսայի համար առավել բնորոշ է բրոքերի և դիլերի կապը, այսինքն՝ կրկնակի միջնորդական համակարգը (տե՛ս գծապատկեր 1.2.8):



Գծապատկեր 1.2.8 Կրկնակի միջնորդական համակարգի միջոցով վաճառողի և գնորդի փոխկապվածությունը

⁶⁵ Տե՛ս նույն տեղը, ենթակետ 4:

Այսպիսով, արժեթղթերի շուկայում առևտրային միջնորդության ոլորտում գործունեության հիմնական տեսակներն են համարվում բրոքերային և դիլերային գործունեությունը:

Դիլերային գործունեություն է համարվում արժեթղթերի գնման և/կամ վաճառքի գների հրապարակային հայտարարման միջոցով իր անունից և իր հաշվին արժեթղթերի առքուվաճառքի գործարքների իրականացումը՝ այդպիսի գործունեություն իրականացնող անձի կողմից հայտարարված գնով⁶⁶: Առաջին հայացքից բրոքերային և դիլերային գործունեության տեսակները ունեն միևնույն տնտեսական բովանդակությունը՝ և՛ բրոքերը, և՛ դիլերը իրականացնում են ֆինանսական գործիքների առքուվաճառք: Սակայն նրանց միջև նկատելի է ակնհայտ տարբերություն այն հարցում, թե ո՞վ է ընդունում ներդրումային որոշում և իր վրա վերցնում ռիսկերը, ի՞նչ միջոցների հաշվին է իրականացվում գործարքները և ու՞մ է պատկանում դրանց ֆինանսական արդյունքները:

Բրոքերի հիմնական եկամուտը ձևավորվում է միջնորդավճարի (կոմիսիայի) հաշվին, որի մեծությունը կախված է գործարքի գումարից:

Ի տարբերություն ֆինանսական բրոքերի՝ դիլերը գործարքները իրականացնում է ոչ թե հաճախորդի հաշվին, այլ իր սեփական միջոցների հաշվին: Դիլերի եկամուտը ձևավորվում է ֆինանսական գործիքների առքուվաճառքի գների տարբերությունից:

Բրոքերային և դիլերային գործունեության միջև առկա են էական տարբերություններ ինչպես տեսական, այնպես և գործնական առումներով: Դա հատկապես վերաբերվում է նրանց որպես ֆինանսական միջնորդների բնորոշմանը: Այսպես, տեսական առումով, մեր կարծիքով, պետք է ճշտել, թե ինչ չափորոշիչների հիմքով դիլերային գործունեությունը կարելի է դասել ֆինանսական միջնորդությանը, իսկ բրոքերային գործունեությունը երբեմն՝ ֆինանսական միջնորդության ոլորտում օժանդակ միջնորդության կատեգորիային: Հարցը նրանում է, որ բրոքերը, որը աշխատում է

⁶⁶ Տե՛ս Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Մալնազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Երևան, «Զանգակ - 97», 2009, էջ 142:

միջնորդավճարի դիմաց, ամենախսկական, դասական միջնորդն է բառիս իսկական իմաստով, հենց նա է կանգնած արժեթղթեր թողարկողի և ներդրողի միջև և ըստ էության այն չի կարող համարվել «օժանդակ» գործունեություն: Միևնույն ժամանակ, տնտեսագիտական գրականության մեջ դիլերային գործունեության վերոնշյալ բնորոշման առումով ոչ մի ուղղակի պնդում չկա նրա միջնորդական բնույթի վերաբերյալ:

Այժմ անդրադարձ կատարենք «ֆինանսական միջնորդ» հասկացության բնորոշմանը: Այն երբեմն ձևակերպվում է այսպես. «Ֆինանսական միջնորդը դա թողարկողի և ներդրողի միջև միջնորդն է. ներդրումային ընկերություն, առևտրային բանկ և այլն: Ֆինանսական միջնորդները իրականացնում են փոխառուների և վարկատուների հավաքագրման գործառույթ»:

Հեղինակավոր և հանրաճանաչ Մակմիլանի «Բառարան»-ում տրվում է ֆինանսական միջնորդի հետևյալ բնորոշումը (financial intermediary)⁶⁷. լայն իմաստով ֆինանսական միջնորդը դա ցանկացած սուբյեկտ է, որը միմյանց է կապում սկզբնական մատակարարին և ֆինանսավորման (finance) վերջնական գնորդին: Այնուհետև այդ բնորոշման մեջ նշվում է այն միջնորդների միջև տարբերությունը, ինչպիսիք են բրոքերները (brokers), որոնք միմյանց հետ են կապում վարկավորողին և փոխառուին կամ արժեթղթերի գնորդին և վաճառողին, չհանդիսանալով գործարքների մասնակիցներ, և այն միջնորդների, որոնք իրենք են զբաղվում կամ ստեղծում ֆոնդեր վարկերի հետագա տրամադրման համար (բանկեր, շինարարական կազմակերպություններ, ապահովագրական ընկերություններ և այլն): Այդ միջնորդները իրենց ակտիվներին համապատասխան պարտավորություններ են վերցնում, որոնք իրենց հերթին կազմված են ուրիշ անձանց նկատմամբ նրանց ձեռք բերած պարտավորություններից: Այսպիսով, ֆինանսական միջնորդները այստեղ հստակ բաժանվում են երկու տեսակի. նախ, դա բրոքերն է, որը աշխատում է միջնորդավճարի համար, և երկրորդ՝ դա կազմակերպություն է, որի գործունեության բովանդակությունը ներգրաված ազատ

⁶⁷ Словарь современной экономической теории Макмиллана. Общая редакция Д.Пирса. Пер. с англ. — М.: Изд. «ИНФРА-М», 1997, с. 184.

դրամական միջոցների ձևափոխությունն է ներդրումների: Մեր կարծիքով, ֆինանսական միջնորդության հենց այս բնորոշումն է առավել լրիվ և ամբողջական:

Ելնելով նշված հատկանիշներից, դիլերի մոտ դժվար է գտնել ֆինանսական միջնորդի ակնհայտ հատկանիշներ: Այդ տեսակետը կիսում են նաև իրավաբանները, մասնավորապես Մ.Ռ.Սարգսյանը նշում է. «Դիլերային գործունեությունը բորսայական միջնորդությանը դասելը խնդրահարույց է... Ելնելով միջնորդության հասկացության վերլուծությունից, դիլերությունը կարող է համարվել միջնորդություն տնտեսական իմաստով, բայց ոչ մի դեպքում իրավական, քանի որ նրանում բացակայում է ի շահ ուրիշի գործարքի իրականացման տարր: Դիլերային գործունեությունը իրականացվում է ի շահ դիլերի՝ վերավաճառման նպատակով: Դիլերի կողմից կնքված գործարքը միշտ սպեկուլյատիվ է: Անթույլատրելի է սուբյեկտիվության չափանիշով գործունեությունը դասել բորսայական միջնորդությանը»⁶⁸: Ինչպես նկատում ենք, Մ.Սարգսյանը այստեղ ոչ ամբողջովին է ճիշտ, քանի որ, որպես կանոն, այդպիսի սպեկուլյանտ են հանդես գալիս ներդրողները (proprietary traders), բայց ոչ դիլերները: Դրա բացատրությունը շատ պարզ է՝ իր սեփական կապիտալի նկատմամբ կոնկրետ պահանջները դիլերին թույլ չեն տալիս դրանք վտանգել:

Շուկայական տնտեսությունում ոչ մի ձեռներեց առանձնացված չի գործում և հանդես է գալիս որպես միջնորդ (գուցե և «ոչ ակնհայտ») բառիս լայն իմաստով: Միջնորդական բնույթը բնորոշ է նույնիսկ արտադրության ոլորտին, իսկ այն առավել բաց և ակնհայտ դրսևորվում է, օրինակ, մեծածախ ապրանքային շուկայում, ինչպես նաև բանկային գործունեությունում:

Մեր կարծիքով, արժեթղթերի շուկայում դիլերային գործունեության միջնորդական բնույթը այդքան ակնհայտ և բաց չէ, ինչպես վերը նշված օրինակներում: Դիլերային գործունեության առավել տարածված բնորոշման համաձայն, դիլերային

⁶⁸ Саркисян М.Р. Понятие и юридическая природа договора на брокерское обслуживание//Сборник трудов кафедры гражданского и международного частного права Кубанского государственного аграрного университета (электронное издание). <http://civilaw.h10.ru/st4.htm>

գործունեության գլխավոր հատկանիշը արժեթղթերի առքուվաճառքի գործարքի իրականացումն է գնման և վաճառքի սեփական գնանշման հայտարարման միջոցով: Ըստ էության խոսքը վերաբերվում է արժեթղթերի սպեկուլյատիվ գործառնություններին՝ նպատակ հետապնդելով եկամուտ ստանալ փոխարժեքի տարբերությունից: Իր անունից և իր հաշվին արժեթղթերի հետ սպեկուլյատիվ գործառնություններ իրականացնելով դիվերը յուրահատուկ միջնորդական գործունեություն է իրականացնում, մշտապես գործարքների իրականացման դրդելով նոր և նոր հաճախորդների (գործընկերների):

Ելնելով վերոշարադրյալից, դիվերային գործունեությունը կարելի է բնորոշել որպես ֆինանսական միջնորդության յուրահատուկ տեսակ, որը լրացնում է Մակմիլանի «Բառարան»-ում շրջանառվող երկու բնորոշումներին:

Արժեթղթերի շուկայում դիվերի էության կողմնորոշման առումով անհրաժեշտ է տարբերել.

1. դիվերը որպես արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ (մասնագիտացված) մասնակից (շուկա ստեղծողներ, առաջնային դիվերներ),
2. դիվերը որպես արժեթղթերի շուկայի հասարակ առևտրային միջնորդ (վաճառող, սպեկուլյանտ):

Այլ կերպ ասած, արժեթղթերի շուկայում դիվերությունը երկակի է այն առումով, որ արժեթղթերի շուկան գործում է.

- որպես ապրանքների շուկա, որտեղից էլ՝ սպեկուլյացիայի հնարավորությունը,
- որպես ֆիկտիվ կապիտալի շուկա, որտեղից էլ՝ հենց առևտրի գործընթացում այդ կապիտալի արհեստավարժ գնահատման անհրաժեշտությունը:

Դիվերը հանդես գալով որպես սպեկուլյանտ, պարտադիր չէ, որ լինի արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակից, և այդ իսկ պատճառով այդպիսի դիվերային գործունեությունը կարող է ազատ ինտեգրվել բրոքերային գործունեությանը: Մյուս կողմից, դիվերը հանդես գալով որպես շուկա ստեղծող, պետք է հանդիսանա

արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակից, այդ իսկ պատճառով այն պետք է գոյություն ունենա որպես առևտրային միջնորդի ինքնուրույն տեսակ:

Գոյություն ունեն նաև դիլերային գործունեության այլ դասակարգումներ, օրինակ.

- մեծածախ (միջդիլերային գործարքներ) և մանրածախ (հաճախորդների հետ գործարքներ)⁶⁹,
- արբիտրաժային (միանվագ ապահովագրմամբ ցածր ռիսկային գործարքներ),
- ազգային և միջազգային:

Վերոնշյալ դասակարգումը ավելի ընդհանուր է, քանի որ դիլերային գործունեությունը բաժանվում է ըստ հիմնական հատկանիշի, այլ ոչ թե ըստ մեկ առանձին վերցրած հատկության:

Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության մյուս տեսակը արժեթղթերի կառավարման գործունեությունն է, որը «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում ամրագրված է որպես ներդրումային ծառայության տարատեսակ: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն «արժեթղթերի փաթեթի կառավարում է համարվում կառավարչի կողմից իր տիրապետմանը հանձնված հաճախորդին պատկանող և նրա օգտին կամ նրա կողմից նշված երրորդ անձանց օգտին (շահառու) կառավարչի անունից արժեթղթերի, արժեթղթերում ներդրում կատարելու համար նախատեսված դրամական միջոցների, հավատարմագրային կառավարման հետևանքով ստացված արժեթղթերի և դրամական միջոցների կառավարումը՝ հաճախորդի կողմից տրված ցուցումների համաձայն»⁷⁰:

Ֆինանսական գործիքներում ներդրման համար նախատեսված արժեթղթերի և դրամական միջոցների հավատարմագրային կառավարման գործունեությունը ՀՀ-ում զարգանում է բավարար մակարդակով:

⁶⁹ St' u Аলেখин Б. Нужны ли маркет-мейкеры рынку ГКО-ОФЗ // Фондовый рынок №8 (10), М.:ММББ. – 2004, с. 8.

⁷⁰ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ.1, հոդված 3, կետ 30:

Սակայն այդ ոլորտում խնդրահարույց են համարվում հետևյալ հարցերը.

- հավատարմագրային կառավարման հասկացությունը հայրենական տնտեսագիտական գրականության մեջ մինչ այժմ մնում է ոչ բավարար պարզաբանված,
- հավատարմագրային կառավարումը հաճախ նույնացվում է հավատարմագրային սեփականության, տրաստի հետ,
- չկա հավատարմագրային հարաբերությունների անհրաժեշտ և բավարար դասակարգում, որը թույլ կտա սահմանել հավատարմագրային կառավարման յուրաքանչյուր տեսակի և ենթատեսակի տեղը և դերը ֆինանսական շուկաներում,
- չլուծված է մնում կոլեկտիվ ներդրումների շուկայում ընկերության կառավարչի գործունեության վերագրումը արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված գործունեության տեսակին:

Նշված հիմնախնդիրների գոյությունը բացատրվում է նրանով, որ հավատարմագրային կառավարման ինստիտուտի օգտագործման անհրաժեշտությունը ՀՀ-ում ի հայտ եկավ XX դարի 90-ականներին: Այն դեպքում, երբ հավատարմագրային սեփականության ինստիտուտի ստեղծման նախադրյալները Մեծ Բրիտանիայում ձևավորվեցին XII-XIII դդ-ում⁷¹: Իսկ ՀՀ-ում նման ինստիտուտի պահանջարկը ծագեց ապապետականացման գործընթացին զուգահեռ:

Հարկ է նշել, որ արժեթղթերի շուկայում հավատարմագրային հարաբերությունների մոդելների տարբերությունները դրսևորվում են ինչպես տերմինաբանության (հավատարմագրային սեփականություն, տրաստ, հավատարմագրային կառավարում), հավատարմագրային հարաբերությունների սուբյեկտների միջև իրավունքների և պարտականությունների բաշխման ոլորտում, այնպես և կազմակերպչական կառուցվածքում:

⁷¹ Ст'я Бабкина Н.В., Платонова Н.А., Пономарев Г.Н., Черникова Л.И. Предпринимательская деятельность: трастовые услуги населению. – М.: Альфа-М: ИНФРА-М, 2008, с. 5.

Ուսումնասիրելով արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարման գործունեության հասկացության վերաբերյալ մոտեցումները, անհրաժեշտ է հաշվի առնել, որ արտասահմանում օգտագործվում են հետևյալ հասկացությունները.

- ակտիվների կառավարում (***asset management***), երբ խոսքը գնում է ակտիվների ընդհանուր կառավարման մասին,
- հավատարմագրային կառավարում (***trust management***)՝ ակտիվների հավատարմագրային կառավարման դեպքում,
- ներդրումային կառավարում (***investment management***)՝ ֆինանսական շուկայում հատկապես բորսայական ակտիվների հավատարմագրային կառավարման դեպքում:

Այս դեպքում, մեր կարծիքով, տնտեսագիտական տեսանկյունից հավատարմագրային կառավարման հասկացությունը առավել մոտ է ***investment management*** կառուցվածքին:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ արժեթղթերի շուկայում հավատարմագրային կառավարման հասկացության վերաբերյալ առկա են մի շարք մոտեցումներ, որոնք պայմանականորեն կարելի է բաժանել. սպասարկման, տեխնոլոգիական, գործընթացային, եկամտային (ֆինանսական), նորմատիվա-իրավական: Սպասարկման մոտեցման դեպքում հավատարմագրային կառավարումը դիտարկվում է որպես ֆինանսական ծառայություն: Այսպես, Ա.Վ.Սերգաևը արժեթղթերի շուկայում հավատարմագրային կառավարումը բնորոշում է որպես ֆինանսական ծառայություններ նրանց համար, ովքեր ցանկանում են արժեթղթերի շուկայում ներդրումներից ստանալ լրացուցիչ եկամուտ, սակայն չունեն ազատ ժամանակ կամ գիտելիքներ, որպեսզի հետևեն գների դինամիկային և ըստ գործարքների ընդունեն ինքնուրույն որոշումներ⁷²: Այդ բնորոշման մեջ կոնկրետ նշված է այն նպատակը, որին ձգտում է վստահորդը (կառավարման հիմնադիրը) գույքը հավատարմագրային կառավարման հանձնելիս:

⁷² Ст'я Сергаев С.В. Особенности индивидуального доверительного управления активами//Банковское дело. — 2008, №9, с. 36.

Այդ բնորոշմամբ շեշտվում է հավատարմագրային կառավարման արհեստավարժ (մասնագիտացված) բնույթը: Սակայն հեղինակը հավատարմագրային կառավարումը հանգեցնում է գների մշտադիտարկմանը և այդ հիմքի վրա գործարքների վերաբերյալ որոշումների ընդունմանը: Դ.Սոկոլսկին արժեթղթերի շուկայում հավատարմագրային կառավարումը բնութագրում է որպես ծառայությունների հավաքածու, որը թույլ է տալիս միջոցները տեղաբաշխել առավել արդյունավետ ձևով⁷³: Ֆինանսական շուկայում հավատարմագրային կառավարումը որպես ծառայություն դիտարկող տնտեսագետները շեշտը դնում են ծառայության արդյունքի՝ եկամտի ստացման վրա: Նման դեպքում չի նշվում այդ ծառայության մատուցման հիմնական առանձնահատկությունները՝ վստահորդի (կառավարման հիմնադրի) և հավատարմագրային կառավարիչի միջև հարաբերությունների պայմանագրային բնույթը, հավատարմագրային կառավարիչի գործողությունների հավաքածուն:

Տեխնոլոգիական մոտեցման համաձայն հավատարմագրային կառավարումը դիտարկվում է որպես որոշակի նպատակների հասնելու համար գործողությունների հաջորդականություն կամ գործառնությունների հավաքածու: Այսպես, Վ.Մ.Ժելտոնոսովը հավատարմագրային կառավարման ներքո նկատի ունի հաճախորդի հանձնարարությամբ գույքի կառավարման և այլ գործառնությունների իրականացման առումով բանկերի կամ հատուկ ֆինանսական ինստիտուտների գործառնությունները⁷⁴: Տվյալ մոտեցումը բավական վիճելի է այն առումով, որ հավատարմագրային կառավարիչը իրականացնում է գործառնություններ հաճախորդի հանձնարարությամբ, այն դեպքում, երբ արժեթղթերի շուկայում հաճախորդի հանձնարարությամբ գործարքների իրականացումը առավելապես բրոքերային գործունեության էությունն է:

Նորմատիվաիրավական մոտեցման ներկայացուցիչները այս կամ այն չափով բավարարվում են օրենսդրական ձևակերպումներով: Այսպես, Լ.Ա.Չալդանան,

⁷³ St' u Сокольский Д. Взгляд на доверительное управление // Рынок ценных бумаг. – 2003, №9, с. 27.

⁷⁴ St' u Желтоносов В.М., Рындина И.В. Экономическое доверие в системе рынка финансовых услуг//Финансы и кредит. – 2007, №34, с. 48.

Ա.Ա.Կիլյաչկովը գտնում են, որ «արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարումը հանգում է ֆինանսական գործիքների և դրամական միջոցների կառավարմանը (փաստացի և իրավական գործողությունների իրականացմանը), որը նախատեսված է հավատարմագրային կառավարչի կողմից ֆինանսական գործիքներով գործարքների իրականացմանը՝ ի շահ կառավարման հիմնադրի կամ նրա կողմից նշված շահառուի»⁷⁵: Այս բնորոշումը կոնկրետացնում է հավատարմագրային կառավարման էությունը, որը հանգեցվում է փաստացի և իրավական գործողությունների:

Մի շարք հեղինակների կողմից արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարումը բնորոշվում է որպես իրավաբանական անձի կողմից, իր անունից պարզևավճարի դիմաց որոշակի ժամկետով իր տիրապետմանը հանձնված այլ անձին պատկանող և ի շահ նրա կամ նրա կողմից նշված երրորդ անձանց՝ արժեթղթերի, արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու համար նախատեսված դրամական միջոցների, արժեթղթերի կառավարման գործընթացում ձեռք բերված դրամական միջոցների և արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարման իրականացումը⁷⁶: Այդպիսի բնորոշումը ընդգծում է հավատարմագրային կառավարման օբյեկտների շրջանակը, նշում է արժեթղթերի կառավարման գործունեության ժամկետային և փոխհատուցելի բնույթը:

Հայրենական տնտեսագիտական գրականության մեջ նորմատիվա-իրավական մոտեցումը ևս առավել ընդունելին է համարվում⁷⁷: Այն բխում է ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի և «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի դրույթներից: Հավատարմագրային կառավարման ընդհանուր դրույթները շարադրված են ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքում, համաձայն որի. «Գույքի հավատարմագրային կառավարման պայմանագրով մեկ կողմը (կառավարման հիմնադիրը) որոշակի ժամկետով գույք է հանձնում

⁷⁵ Чалдаева Л.А., Киячков А.А. Рынок ценных бумаг: учебник. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2010, с. 53.

⁷⁶ Տե՛ս Ասալ Ա.Ն., Փալտինսկի Ք.Վ. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг/ под ред. А.Н.Асаула. – СПб.: ИПЭВ, 2008. – 207 с.; Криничанский К.В. Рынок ценных бумаг: учебное пособие. – М.: Дело и Сервис, 2007. – 512 с.; Маренков Н.Л., Косаренко Н.Н. Рынок ценных бумаг в России: учебное пособие. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Флинта:Наука, 2008. – 240 с.

⁷⁷ Տե՛ս Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Սալազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ-97», 2009, էջ 151:

մյուս կողմի (հավատարմագրային կառավարչի) հավատարմագրային կառավարմանը, իսկ մյուս կողմը պատվիրում է այդ գույքի կառավարումն իրականացնել ի շահ կառավարման հիմնադրի կամ նրա նշած անձի (շահառուի)»⁷⁸:

Հարկ է նշել, որ ՀՀ իրավական համակարգում նախկինում բացակայում էր հավատարմագրային կառավարման առանձնացված հասկացությունը և հենց օրենսդրական բազայում այն օգտագործվում էր ապրիորի, առանց բացահայտելու հավատարմագրային կառավարման ժամանակ ծագող տնտեսական հարաբերությունների էությունը: ՀՀ նոր քաղաքացիական օրենսգրքի ընդունմամբ այդ բացը, կարծես թե, լրացվեց և հավատարմագրային կառավարման ինստիտուտը ձևավորվեց ոչ միայն քաղաքացիաիրավական, այլև տնտեսա-իրավական պահանջներից ելնելով:

Տեխնոլոգիական և նորմատիվա-իրավական մոտեցման միավորման կողմնակից է Ս.Վ.Ռոտկոն: Հեղինակը արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարման գործունեությունը բնութագրում է որպես «կառավարմանը հանձնված փաստաթղթային և ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի, իսկ օրենքով նախատեսված դեպքերում՝ արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու համար միջոցների առավել արդյունավետ օգտագործման ուղղությամբ կառավարչի կողմից ինքնուրույն, համակարգված և նպատակաուղղված որոշումների ընդունումը և իրականացումը: Կառավարչի գործունեությունը իրենից ներկայացնում է կառավարման հիմնադրի սեփականության իրավագործության և/կամ այլ իրավունքների իրականացումը, պարզևավճարի դիմաց, իր անունից, սակայն ի շահ շահառուի փաստացի և իրավական գործողությունների իրականացումը»⁷⁹:

Հավատարմագրային կառավարման հասկացության վերաբերյալ արևմտյան մոտեցման դիտարկման ժամանակ կարևոր է հաշվի առնել այն, որ իրավունքի անգլո-սաքսոնական համակարգում այդպիսի հասկացություն գոյություն չունի, այն փոխա-

⁷⁸ «ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք», Պաշտոնական տեղեկագիր ՓԲԸ, գլ. 52, հոդված 954, կետ 1:

⁷⁹ Ротко С.В. Деятельность по управлению ценными бумагами: вопросы правовой регламентации// Банковское право. – 2009, №2, с. 35.

րինվում է իրավական այլ կառուցվածքով՝ հավատարմագրային սեփականությամբ (trust): Ե.Ա.Սուխանովը նշում է, որ «տրաստը հարաբերությունների բարդ համակարգ է, որի դեպքում հիմնադիրը՝ սեփականատերը (*settlor*) իր իրավունքներից բաժին է հանում կառավարչին (*trustee*), որը գույքային շրջանառությունում հանդես գալով սեփականատիրոջ դերում, ստացված եկամուտը պետք է հանձնի շահառուին (*beneficiary*), գործելով ոչ թե իր շահերից ելնելով, այլ՝ ի շահ նրա»⁸⁰: Վերոնշյալից կարելի է հետևություն անել հավատարմագրային սեփականության և հավատարմագրային կառավարման միջև հիմնական տարբերության վերաբերյալ: Հավատարմագրային սեփականությունը ենթադրում է, որ տրաստի յուրաքանչյուր մասնակից նրա սեփականատերն է, բայց միայն տարբեր իրավունքներով (այսպես կոչված սեփականության իրավունքի մասնատում), իսկ հավատարմագրային կառավարումը չի նախատեսում կառավարչին սեփականության իրավունքի տրամադրում և համարվում է միայն սեփականատիրոջ (կառավարման հիմնադրի) իրեն վերապահված իրավունքի իրականացման միջոց: Հավատարմագրային կառավարիչը գույքի նկատմամբ ձեռք է բերում միայն պարտավորական իրավունք: Մասնավորապես, ԱՄՆ-ում հավատարմագրային սեփականության հայեցակարգը իրացվում է բաժնային ներդրումային ֆոնդի (*Unit Investment Trust*) միջոցով, որը հանդիսանում է ներդրումային ընկերության տարատեսակ և հիմնված է հավատարմագրային սեփականության վրա⁸¹: Արևմտյան գրականության մեջ այդպիսի գործունեությունը դիտարկվում է որպես ֆինանսական շուկայում արժեթղթերի կառավարում, քանի որ օրենսդրության մեջ հավատարմագրային կառավարման գործունեության առանձին հասկացությունը բացակայում է:

⁸⁰ Суханов Е.А. Гражданское право: в 4 т., Т2: Вещное право. Наследственное право. Исключительные права. Личные неимущественные права: учебник/И.А.Зенин и др., отв. ред. Е.А.Суханов. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Волтерс Клувер, 2008, с. 30.

⁸¹ St 'u Investment company act of 1940// Official website of the Securities and Exchange Commission US. - URL: <http://sec.gov/about/laws/ica40.pdf> (date of treatment: 25.11.2011).

Արևմտյան գրականության մեջ ներդրումային մենեջմենթի շրջանակներում պետք է առանձնացնել հավատարմագրային հարաբերությունների ուսումնասիրության գործընթացային և եկամտային (ֆինանսական) մոտեցումները:

Գործընթացային մոտեցման ներկայացուցիչներից է Ֆ.Ֆաբոցին: Նա արժեթղթերի կառավարումը բնորոշում է որպես ֆինանսների ոլորտ, որը նպատակաուղղվում է կոլեկտիվ և անհատական ներդրողների փաթեթների (պորտֆելների) կառավարմանը: Հավատարմագրային կառավարման գործունեությունը ներառում է այդ նպատակներին հասնելու համար ներդրումային նպատակների որոշման և ներդրումային քաղաքականության ուղղությամբ հաճախորդների հետ աշխատանքը, դրանց համապատասխան արժեթղթերի տեղաբաշխման ռազմավարության ընտրությունը, ինչպես նաև փաթեթում ներառելու համար փաթեթային ռազմավարության հիման վրա յուրահատուկ ակտիվների ձևավորումը⁸²:

Ֆ.Ֆաբոցիի մոտեցումը թույլ է տալիս առանձնացնել հաճախորդի հետ կառավարչի աշխատանքի հիմնական փուլերը, սակայն չի մատնանշում ակտիվների կառավարման վերջնական նպատակը, չի մեկնաբանում ներդրումային նպատակների բովանդակությունը:

Ըստ Պ.Չանդրայի, հավատարմագրային կառավարումը բարդ գործընթաց է, որը տրոհվում է մի քանի քայլերի: Այդ քայլերն են.

- ներդրումների նպատակների որոշում և սահմանափակումներ,
- ներդրումների համար մեկ կամ մի քանի տեսակի գործիքների ընտրություն (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր),
- ներդրման ռազմավարության ձևավորում,
- ներդրման համար գործիքների հավաքածուի ընտրություն,
- շուկայում առևտուր,
- ըստ առևտրի արդյունքների՝ գործիքների հավաքածուի վերլուծություն և

⁸² St'u Fabozzi F.J. Handbook of finance. - Hoboken, New Jersey: John Wiley&Sons, Inc., 2008. – P. XXIII.

կանոնավորում,

- ռիսկերի և եկամտաբերության պարբերական վերլուծություն⁸³:

Հավատարմագրային կառավարման բնորոշման Ֆ.Ռեյլիի և Կ.Բրաունի տեսակետը նման է Պ.Չանդրայի և Ֆ.Ֆաբոցիի բնորոշմանը⁸⁴:

Հատուկ մոտեցում ունեն այն հեղինակները, որոնք ուսումնասիրում են ներդրումային մենեջմենթի և փաթեթային ներդրման ավանդական կազմակերպումը: Այսպես, Ու.Շարպը, Գ.Ալեքսանդերը և Ջ.Բեյլին շեշտը դնում են արժեթղթերի փաթեթի մենեջեր-կառավարչի ընտրության, ռիսկերի նույնականացման և գնահատման մեթոդների, փաթեթի արդյունավետության գնահատման վրա⁸⁵:

Արևմտյան տնտեսագիտության մեջ առկա են նաև պարզեցված հայացքներ: Այսպես, համաձայն Ա.Տադանիի, արժեթղթերի կառավարումն իրականում ֆինանսական գործիքներում փողի ներդրման արվեստ է՝ ապագայում շահույթի դրական նորմայի հաշվարկով⁸⁶: Տվյալ բնորոշումը ցույց է տալիս արժեթղթերի կառավարման նպատակը՝ շահույթի դրական նորմայի ստացում, սակայն այն հաշվի չի առնում ներդրման գործընթացում արհեստավարժ սուբյեկտների մասնակցությունը:

Ամփոփելով կատարված վերլուծությունները, կարելի է ասել, որ հավատարմագրային կառավարման հասկացության վերաբերյալ մոտեցումներից և ոչ մեկը թույլ չի տալիս վեր հանել գործունեության այդ տեսակի բոլոր էական հատկանիշները, այդ իսկ պատճառով այն պետք է դիտարկել համակարգային մոտեցման տեսանկյունից:

Արժեթղթերի շուկայում ներդրողը պետք է ապահովի իր ներդրումների դիվերսիֆիկացիան՝ ձեռք բերելով տարատեսակ ֆինանսական ակտիվներ: Դա անհրաժեշտ է, որպեսզի նվազեցվի ներդրումների ռիսկայնությունը: Եթե ներդրողը պահպանում է դիվերսիֆիկացման սկզբունքը, ապա նա կապված է լինում իրեն

⁸³ St'u Chandra P. Investment Analysis and Portfolio Management. – Noida: McGraw-Hill, p. 13:

⁸⁴ St'u Reilly F.K. Investment analysis and portfolio management/F.K.Reilly, K.C.Brown. Dryden Press, 1997, p. 38:

⁸⁵ Ст'у Шарп У. Инвестиции=Global finance: пер. с англ./Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж.Александр, Джеффри В. Бейли. – М.: ИНФРА-М, 1977, с. 89.

⁸⁶ St'u Thadani A. Introduction to Investment//Website of the professional investor A.Thadani. – URL: <http://www.narachinvestment.com/introduction.htm> (date of treatment: 22.11.2011).

պատկանող տարբեր տիպի ֆինանսական ակտիվների համախմբության հետ, որն էլ անվանում են ներդրումային (ֆինանսական) փաթեթ (պորտֆել): Փաթեթային ներդրման օբյեկտներ են հանդիսանում տարբեր արժեթղթերը՝ բաժնետոմսերը, պարտատոմսերը, արժեթղթերի ածանցված տեսակները: Փաթեթի որոշակի մասը կարող է լինել փողի ձևով: Փաթեթում ներառվող արժեթղթերի ցանկը և ծավալները անվանում են փաթեթի կառուցվածք: Փաթեթի եկամտաբերությունը և ներդրումների ռիսկի աստիճանը համարվում է փաթեթի նպատակային բնութագիրը: Այսպիսով, արժեթղթերի փաթեթը որոշակի նպատակների հասնելու համար ներդրողի կողմից ձեռք բերված արժեթղթերի համախմբությունն է: Փաթեթային ներդրումների համար արժեթղթերի ընտրությունը կախված է ներդրողի նպատակներից և ռիսկի նկատմամբ նրա վերաբերմունքից: Փաթեթի կազմման ժամանակ ներդրողը պետք է հաշվի առնի հետևյալ գործոնները. ռիսկի և եկամտաբերության աստիճանը, ներդրումների ժամկետը, արժեթղթերի տեսակը:

Արժեթղթերի շուկայում առանձնացվում են հավատարմագրային կառավարման հետևյալ ձևերը.

- արժեթղթերի փաթեթի հավատարմագրային կառավարում,
- արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու համար նախատեսված դրամական միջոցների հավատարմագրային կառավարում (ֆինանսական տրաստ):

Արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության մյուս տեսակը արժեթղթերի տեղաբաշխման գործունեությունն է (անդերռայթինգ): Գործունեության այդ տեսակը ամրագրված է նաև «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում՝ որպես ներդրումային ծառայության տարատեսակ (արժեթղթերի երաշխավորված կամ չերաշխավորված տեղաբաշխման իրականացումը)⁸⁷:

Արժեթղթերի թողարկումը կապիտալի ներգրավման գործընթացի կարևոր գործառույթներից է: Ընդ որում, թողարկողը արժեթղթերը կարող է տեղաբաշխել

⁸⁷ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ. 3, հոդված 25, կետ 1, ենթակետ 6:

ինքնուրույն կամ այդ նպատակի համար ներգրավել արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների, այլ կերպ ասած՝ արժեթղթեր տեղաբաշխողների (անդերռայթերների): Անդերռայթերների կողմից թողարկողներին մատուցվող ծառայությունները անվանում են արժեթղթերի տեղաբաշխում կամ անդերռայթինգ:

Արժեթղթերով գործառնություններ կատարող կազմակերպությունների գործունեության այդ ոլորտը կոչվում է արժեթղթերի երաշխավորված տեղաբաշխում (*underwriting*), կամ ներդրումային-հիմնադիր գործունեություն⁸⁸: Այլ կերպ ասած, արժեթղթերի տեղաբաշխման գործունեությունը դա հաճախորդի (արժեթղթեր թողարկողի) համար արժեթղթերի թողարկման կազմակերպումն է և առաջնային շուկայում այս կամ այն կերպ դրանց տեղաբաշխման երաշխավորումը:

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն արժեթղթերի տեղաբաշխում է համարվում արժեթղթերի առաջին վաճառքը ներդրողին: Տեղաբաշխումը կարող է իրականացնել թողարկողը կամ արժեթղթերի երաշխավորված կամ չերաշխավորված տեղաբաշխման իրականացման ներդրումային ծառայություն մատուցելու իրավունք ունեցող անձը (տեղաբաշխողը): Թողարկողի կողմից իր՝ ձեռք բերված կամ հետ գնված արժեթղթերի վաճառքը տեղաբաշխում չի համարվում⁸⁹:

Անդերուայթերը արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակից է (ֆինանսական խորհրդատու) կամ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների խումբ: Նա թողարկողի արժեթղթերի թողարկման երաշխավորն է և սպասարկողը, որը իրականացնում է դրանց գնումը՝ հանրության լայն շերտերին հետագայում վերավաճառելու նպատակով: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն «տեղաբաշխող է համարվում այն անձը, որը տեղաբաշխման նպատակով թողարկողից արժեթղթեր է ձեռք բերում և/կամ տեղաբաշխման նպատակով թողարկողի արժեթղթերն է առաջարկում, վաճառում կամ մասնակցում է նման գործ իրակա-

⁸⁸ St'и Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997, с. 4.

⁸⁹ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ.1, հոդված 3, կետ 18:

նացնելու համաձայնությանը կամ պայմանագրին այն բացառություններով, որոնք կարող են սահմանվել Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերով»⁹⁰:

Որպեսզի արժեթղթերի թողարկման և տեղաբաշխման գործընթացը իրականացվի ժամանակի և միջոցների նվազագույն ծախսումներով, թողարկողի համար շատ կարևոր է անդերոայթերի ճիշտ ընտրությունը: Այդ ընտրությունից հետագայում կախված կլինի ինչպես տեղաբաշխման հաջողությունը, այնպես և արժեթղթերի գինը:

Ճիշտ չի լինի անդերոայթինգը դիտարկել միայն որպես արժեթղթերի տեղաբաշխում կամ տեղաբաշխման երաշխավորում: Անդերոայթերն իրականացնում է մի շարք գործառույթներ, որոնք պայմանականորեն կարելի է բաժանել չորս խմբի.

- արժեթղթերի թողարկման նախապատրաստում,
- արժեթղթերի թողարկման բաշխում,
- արժեթղթերի հետշուկայական օժանդակություն,
- արժեթղթերի վերլուծական և հետազոտական օժանդակություն:

Թողարկման նախապատրաստման ժամանակ անդերոայթերը բազմակողմանի խորհրդատվություն է ցուցաբերում ընկերությանը՝ սկսած վերակազմակերպման հետ կապված խորհրդատվությունից (հաճախ թողարկումը կապված է լինում ընկերության վերակազմավորման հետ) և ընկերության կապիտալի կառուցվածքի փոփոխությունից մինչև կազմակերպչական հարցերի լուծումը: Այս փուլում իրականացվում է նաև արժեթղթերի թողարկման նախագծումը, ինչպես նաև թողարկողի և թողարկողի արժեթղթերի գնահատումը:

Թողարկման պետական գրանցումից հետո սկսվում է արժեթղթերի տեղաբաշխումը, որը անդերոայթերն իրականացնում է թողարկողի թողարկած ամբողջ արժեթղթերի կամ նրա մի մասի ուղղակի հետգնման ձևով, կամ արժեթղթերը տեղաբաշխում է էմիսիոն սինդիկատի միջոցով, կամ էլ տեղաբաշխում է ներդրողներ փնտրելու և հանրության լայն շերտերին առաջարկելու միջոցով:

⁹⁰ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ.1, հոդված 3, կետ 20:

Արժեթղթերի հետշուկայական օժանդակությունը նշանակում է, որ անդերռայթերն իր վրա պարտավորություն է վերցնում երկրորդային շուկայում այդ արժեթղթերի փոխարժեքի պահպանության առումով: Անդերռայթերը «պահում է» գները, որպեսզի թույլ չտա երկրորդային շուկայում արժեթղթերի ավելի ցածր գնով ձեռք բերում, քան դրանց առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ: Անդերռայթերն այդ դեպքում իր վրա զգալի ռիսկ է վերցնում, քանի որ շուկայական գնի իջեցման դեպքում նա կկրի զգալի կորուստներ:

Անդերռայթերի կողմից թողարկողին մատուցվող վերլուծական և հետազոտական (տեղեկատվական) օժանդակությունը նշանակում է, որ անդերռայթերը մշտապես հետևում է շուկայի իրավիճակին, ամբողջ շուկայի և տվյալ արժեթղթերի փոխարժեքի վրա ազդող գործոններին:

Այսպիսով, կարելի է հետևություն անել, որ անդերռայթինգը արժեթղթերի թողարկման կապակցությամբ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների կողմից թողարկողին մատուցվող ծառայությունների համալիր է: Այդ տեսակետից, պատահական չէ, որ զարգացած շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրներում գործունեության այդ տեսակը մեծ հեղինակություն է վայելում և բարձր եկամտաբեր է ու դա իրականացնում են խոշոր և հուսալի ընկերությունները, որոնք ի վիճակի են որակով կատարել վերոնշյալ բոլոր գործառույթները:

Միջազգային պրակտիկայում օգտագործվում են անդերռայթինգի տարբեր տեսակներ: Որպես կանոն, տարբերում ենք անդերռայթինգի սկզբունքորեն միմյանցից տարբերվող երկու տեսակներ.

- կայուն պարտավորությունների հիմքով անդերռայթինգ,
- ջանքերի լավագույն գործադրման հիմքով անդերռայթինգ:

Առաջինի դեպքում անդերռայթերն իր վրա պարտավորություն է վերցնում թողարկողից հետգնել ամբողջ թողարկվածը կամ դրա մի մասը: Թողարկվածի չտեղաբաշխման դեպքում հենց անդերռայթերն է իր վրա վերցնում ֆինանսական

ռիսկերը, քանի որ պարտավորվում է հետգնել արժեթղթերը: Եթե երկրորդային շուկայում արժեթղթերի գինը նվազի, անդերռայթերը կկրի զգալի կորուստներ: Բարձր ռիսկի պատճառով անդերռայթինգի այս ձևը թողարկողի համար, այլ հավասար պայմաններում, ավելի թանկ է, քան երկրորդը:

Երկրորդ տեսակի դեպքում անդերռայթերը իր վրա պարտավորություն է վերցնում ուժերի ներածին չափով իրականացնել արժեթղթերի տեղաբաշխում, սակայն չի պարտավորվում հետգնել արժեթղթերը: Արժեթղթերի չտեղաբաշխման հետ կապված բոլոր ռիսկերը կրում է թողարկողը: Չվաճառված արժեթղթերը վերադարձվում են թողարկողին:

Որպես կանոն, անդերռայթինգ իրականացնում է արժեթղթերի շուկայի ոչ թե մեկ մասնագիտացված մասնակից, այլ դրանց խումբը, ստեղծելով էմիսիոն (անդերռայթինգային) սինդիկատ⁹¹:

Էմիսիոն սինդիկատը իրավաբանական անձ չէ: Դա կոնկրետ մեկ խնդրի (արժեթղթերի կոնկրետ թողարկման տեղաբաշխում) իրականացման համար արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ժամանակավոր միավորում է: Խոշոր թողարկումների դեպքում էմիսիոն սինդիկատը կարող է կազմված լինել տասնյակ և հարյուրավոր անդամներից:

Հարկ է նշել, որ էմիսիոն սինդիկատի ստեղծումը չպետք է հանգեցնի ֆինանսական ծառայությունների շուկայում մրցակցության սահմանափակմանը, համաձայնությունների ձևավորմանը:

Էմիսիոն սինդիկատի կազմը սովորաբար ունի հետևյալ պատկերը.

1. առաջատար անդերռայթեր (սինդիկատի մենեջերը կամ գլխավոր գործակալը),
2. փոխարինող առաջատար անդերռայթերներ,
3. փոխարինող անդերռայթերներ,

⁹¹ Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումային ընկերությունների միավորման նման մոդել չի կիրառվում:

4. բրոքերներ:

Էմիսիոն սինդիկատը գլխավորում է առաջատար անդերռայթերը (սինդիկատի մենեջերը): Որպես առաջատար անդերռայթեր հանդես է գալիս խոշոր ընկերությունը, որը իր վրա պարտավորություն է վերցնում տեղաբաշխել ամբողջ թողարկված արժեթղթերը, այսինքն՝ եթե աճուրդում վաճառվի թողարկված արժեթղթերի միայն մի մասը, ապա մնացորդը անվերապահորեն հետ է գնում առաջատար անդերռայթերը, իհարկե, եթե այլ բան նախատեսված չէ թողարկողի և անդերռայթերի միջև կնքված պայմանագրով: Նման երաշխավորման համար սինդիկատի մենեջերը միջնորդավճար է վերցնում թողարկված արժեթղթերի անվանական արժեքի 1-2%-ի չափով: Դրանից բացի, առաջատար անդերռայթերը կազմակերպում է սինդիկատի անդամների, թողարկողի, առևտրի կազմակերպիչների, դեզոպիտարիայի (պահառուի), ռեեստր վարողների և արժեթղթերի թողարկման տեղաբաշխման հետ կապված շուկայի այլ մասնակիցների փոխգործակցությունը:

Փոխարինող առաջատար անդերռայթերները սինդիկատի այնպիսի անդամներ են, որոնք իրենց շահույթի բաժնի մեծացման դիմաց առաջատար անդերռայթերի հետ կիսում են հիմնական ռիսկերը: Սինդիկատի մենեջերը կարող է նաև նրանց առաջարկել թողարկողի հետ փոխհարաբերությունների կազմակերպման գործառույթների մի մասը: Որպես կանոն, նրանք պարտավոր են իրենց բաժինը հետգնել ամբողջությամբ:

Փոխարինող անդերռայթերները սինդիկատի հիմնական մասնակիցներն են: Նրանց շահույթի բաժինը կախված է թողարկման պայմանավորված ծավալից, որը նրանք համաձայնվել են իրացնել: Փոխարինող անդերռայթերները կարող են և՛ հետգնել, և՛ հետ չգնել իրենց բաժինը, որը իր հերթին սինդիկատի մենեջերի և սինդիկատի անդամի միջև պայմանավորվածության առարկա է հանդիսանում:

Թողարկման ծրագրի մշակման և թողարկման մասին որոշման ընդունման համար անհրաժեշտ է ֆինանսական խորհրդատու: Նրա թեկնածությունը, երբեմն, առաջարկում է առաջատար անդերոայթերը, իսկ երբեմն էլ՝ ընդհակառակը:

Ֆինանսական խորհրդատուն աշխատում է տնտեսական և իրավական հարցերի դաշտում, իսկ առաջատար անդերոայթերը՝ տեխնոլոգիական և ֆինանսական: Հարկ է նշել, որ, որպես կանոն, ֆինանսական խորհրդատուն տեսական հարցեր է մշակում, իսկ անդերոայթերը՝ գործնական:

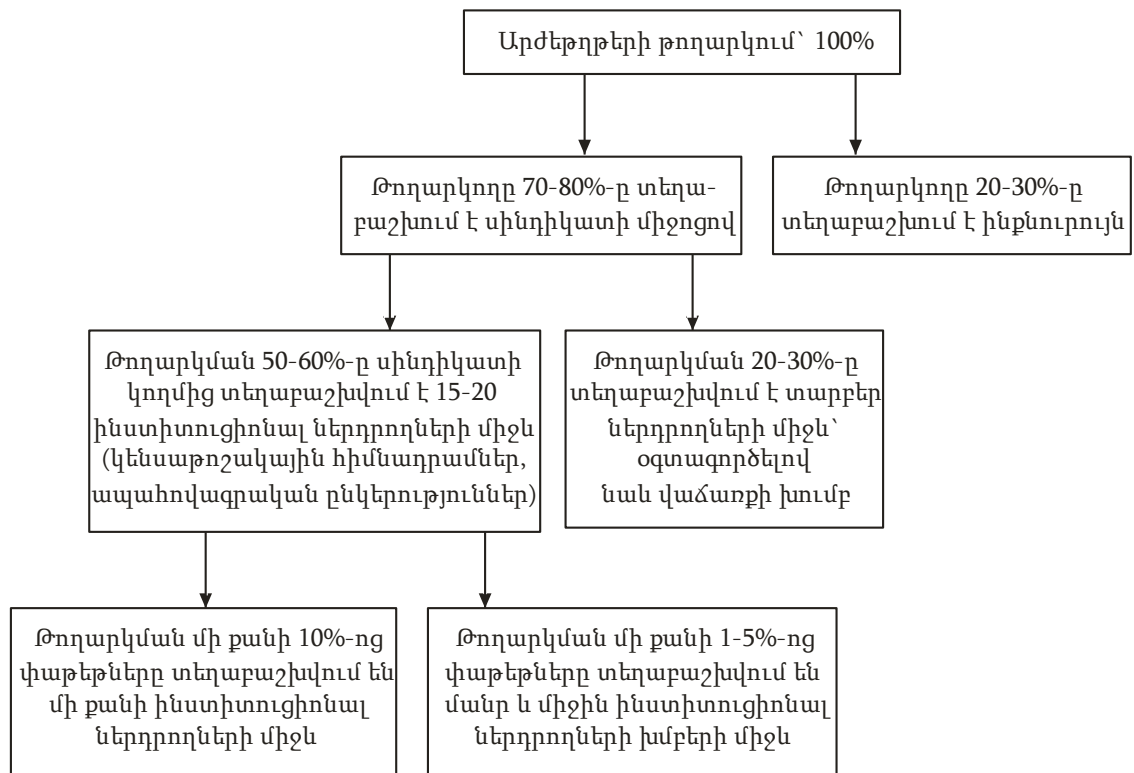
Էմիսիոն սինդիկատի աշխատանքներին պայմանագրային հիմունքներով կարող են ներգրավվել նաև բրոքերները, որոնք անդերոայթերների հանձնարարությամբ իրականացնում են արժեթղթերի վաճառք հանրությանը:

Անդերոայթինգային պայմանագիրը արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխման կազմակերպման և երաշխավորման մասին թողարկողի և սինդիկատի (սինդիկատի անունից սովորաբար հանդես է գալիս նրա մենեջերը կամ փոխարինող մենեջերների խումբը) միջև պայմանագիր է:

Անդերոայթինգի պայմանագիրը հանձնարարության, կոմիսիայի կամ գործակալության պայմանագիր է համարվում:

Թողարկվող արժեթղթերի տեղաբաշխման համեմատական չափաբաժինները կարելի է ներկայացնել հետևյալ գծապատկերի միջոցով (տե՛ս գծապատկեր 1.2.9):

Էմիսիոն սինդիկատի գործունեության կազմակերպման համար առաջատար անդերոայթերը (սինդիկատի մենեջերը) սինդիկատի պոտենցիալ անդամների հետ կնքում է երկկողմ կամ բազմակողմ սինդիկատային պայմանագիր, որը պարունակում է արժեթղթերի թողարկման տեղաբաշխման հետ կապված սինդիկատի անդամների իրավունքները և պարտականությունները:



Գծապատկեր 1.2.9 Թողարկվող արժեթղթերի տեղաբաշխման համեմատական սխեմա⁹²

Թողարկողից արժեթղթերի հետգնման գնի և հանրությանը վաճառքի գնի տարբերությունը (սպրեդ) միջազգային պրակտիկայում տատանվում է 1%-ից (հայտնի խոշոր ընկերություն) մինչև 25% (փոքր բարձր ռիսկայնությամբ ընկերություն):

Սպրեդի վրա ազդում են նաև հետևյալ գործոնները. թողարկման չափը (որքան մեծ է թողարկումը, այնքան ցածր է սպրեդը), արժեթղթերի տեսակը և ներդրումային որակը: Օրինակ, պարտատոմսերը, որոնք ունեն համեմատաբար բարձր ներդրումային որակ (քիչ ռիսկային են), քան բաժնետոմսերը, այլ հավասար պայմաններում կունենան փոքր սպրեդ:

⁹² Գծապատկերը կազմել է հեղինակը ըստ՝ Ратников К.Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. – М.: Статут, 2001, с. 141-161:

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը որպես ներդրումային ծառայությունների տարատեսակ առանձնացնում է նաև արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված խորհրդատվության տրամադրումը հաճախորդներին⁹³:

Խորհրդատվական գործունեություն է համարվում արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության հետ կապված իրավական, տնտեսագիտական և այլ խորհրդատվությունների մատուցումը: Գործունեության այդ տեսակով զբաղվում են ներդրումային խորհրդատուները, որոնք ընդհանուր առմամբ իրավաբանական կամ ֆիզիկական անձինք են⁹⁴:

Ֆինանսական ծառայությունների ոլորտում ներդրումային խորհրդատվական ծառայությունը համեմատաբար նոր է և համարվում է բավականին նեղ մասնագիտացում: Եթե արտասահմանյան պրակտիկայում ներդրումային խորհրդատուի դերում հանդես են գալիս խոշոր ներդրումային բանկերը կամ ընկերությունները, ապա ՀՀ-ում այդ գործառույթը կարող են իրականացնել ներդրումային այն ընկերությունները, որոնք ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից ստացել են գործունեության այդ տեսակով զբաղվելու լիցենզիա: ՀՀ-ում ներդրումային խորհրդատվությունը նույնպես գործունեության համեմատաբար նոր տեսակ է համարվում:

Արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված գործունեության տեսակների շարքում կարևոր տեղ և դեր ունի արժեթղթերի շուկայի կազմակերպատեխնիկական սպասարկման գործունեությունը: Դրանում առավել կարևորվում է պահառության (դեպոզիտարային) գործունեությունը: Գործունեության այս տեսակը ամրագրված է «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում որպես ներդրումային ոչ հիմնական ծառայության տարատեսակ⁹⁵:

Որպես արժեթղթերի և/կամ հաշվառման սերտիֆիկատների պահառության և արժեթղթերին իրավունքի փոխանցման ծառայությունների մատուցման ինստիտուտ,

⁹³ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ. 3, հոդված 25, կետ 1, ենթակետ 3:

⁹⁴ ՀՀ-ում դրանք ունեն միայն իրավաբանական անձի կարգավիճակ (ներդրումային ընկերություններ):

⁹⁵ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ. 3, հոդված 26, կետ 1:

արժեթղթերի դեպոզիտարիաները ձևավորվեցին համեմատաբար ուշ՝ XX դարի առաջին կեսին⁹⁶: Այդ բնագավառում առաջինը համարվում է Գերմանիան:

Ազգային ավանդույթներից կախված այդ ոլորտը կարող է ունենալ տարբեր անվանումներ (դեպոզիտարիաներ, կաստոդիաներ, հաշվառողներ, տրանսֆեր գործակալներ և այլն): Նմանատիպ բոլոր ինստիտուտների (և նրանց գործառույթների) ընդհանրացման համար կիրառվում է պայմանական հասկացություն՝ «Հաշվառման համակարգ», որպեսզի ընդհանուր գծերով նկարագրվի նրա գործառույթը արժեթղթերի շուկայի մյուս բաղադրիչների հետ հարաբերություններում, հետո նոր ուսումնասիրվի նրա կազմը և տարրերի փոխհարաբերությունները:

Արժեթղթերի շուկայի հաշվառման համակարգը ներկայացնում է առանձնահատուկ ինստիտուտ, որի հիմնական գործառույթներն են արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքի հաստատումը և արժեթղթերից բխող իրավունքի իրականացման ապահովումը:

Համաձայն ՀՀ Կենտրոնական բանկի խորհրդի 16.10.2012թ. թիվ 272-Ն որոշմամբ հաստատված կանոնակարգ 5/10-ի («Արժեթղթերի կենտրոնացված ռեեստրավարման և պահառության կարգը») արժեթղթերի հաշվառման համակարգում գրանցվում է հետևյալ տեղեկատվությունը.

1. թողարկողների, դրանց կողմից թողարկված անվանական արժեթղթերի և այդ արժեթղթերի գրանցված սեփականատերերի (անվանատերերի) վերաբերյալ (արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստր),
2. արժեթղթերի գրանցված սեփականատերերի (անվանատերերի) և նրանց պատկանող արժեթղթերի վերաբերյալ (արժեթղթերի հաշիվներ),
3. արժեթղթերով իրականացված գործառնությունների (ծեղքերում, փոխանցում, գրավադրում և այլն) վերաբերյալ:

⁹⁶ St'eu Адамова К.Р. Депозитарные операции в коммерческом банке//Методическое пособие. – М.: Издательская группа “БДЦ-пресс”, 2001, с. 202.

Ելնելով նրանից, որ արժեթղթերի հետ կապված իրավահարաբերությունների առկայության և բնույթի հաստատումը համարվում է արժեթղթերի շուկայի անկյունաքարերից մեկը, ինչպես նաև նրանից, որ այդպիսի գործողությունների ոչ ճշգրիտ իրականացումը տվյալ շուկայի և ամբողջությամբ տնտեսության համար կբերի նշանակալից ռիսկեր, ուստի և դեպոզիտարային (պահառության) գործունեությունը պետության կողմից հատուկ կարգավորման առարկա է հանդիսանում (մասնավորապես լիցենզավորումը):

Գործունեության այդ տեսակը համարվում է լիցենզավորման ենթակա գործունեություն:

Հարկ է նշել, որ ժամանակակից արժեթղթերի շուկայում շատ արժեթղթեր ձևակերպված չեն «դասական» թղթային կրիչներով և շեշտը առավելապես դրվում է «ոչ թղթային» արժեթղթերի իրավունքի հաշվառման հետ կապված համակարգերի ստեղծման և զարգացման վրա:

Արդյունավետ հաշվառման համակարգի կառուցման պայմաններից մեկը արժեթղթերի շրջանառության լրիվ ապանյութականացման պայմանների ստեղծումն է և արժեթղթերի թողարկման անշարժությունը, որը նախկինում թողարկվում էր փաստաթղթային ձևով, առանց պարտադիր կենտրոնացված պահառության:

Ֆինանսական շուկաների ժամանակակից պրակտիկայում տեղի է ունենում փաստաթղթային արժեթղթերի թողարկումից անցում ոչ փաստաթղթային ձևին: Արժեթղթերի շուկայի համար ընդհանուր ճանաչում են գտել երկու հիմնական միտումներ. արժեթղթերի անշարժություն և ապանյութականացում: Այդ երկու միտումները արժեթղթերի շուկային բնորոշ են նրա էվոլյուցիոն զարգացմանը զուգընթաց: Դրանք պայմանավորում են հաշվառման համակարգի կազմակերպման տարբեր մեխանիզմների և սխեմաների օգտագործում: Դիտարկենք երեք առավել տարածված իրավիճակներ.

1. Եթե արժեթղթերը թողարկվում են փաստաթղթային ձևով, ներդրողը թողարկողին փոխանցելով ֆինանսական ռեսուրսներ, փոխարենը ստանում է գույքային և ոչ գույքային իրավունքներ, որոնք ձևակերպված են գործող ազգային օրենսդրությանը համապատասխան և ամրագրված են արժեթղթերի ձևաթղթի վրա կամ սերտիֆիկատում: Այդ դեպքում ներդրողին ամրակցվում է արժեթղթերի ֆիզիկական տիրապետման իրավունք: Տիրապետողի և թողարկողի փոխգործողությունում չկա միջանկյալ օղակ, քանի դեռ ներդրողը ցանկություն չի հայտնել փաստաթղթային արժեթղթերը հանձնել պահպանության և հաշվառման՝ արժեթղթերի շուկայի հաշվառման համակարգում: Այդ դեպքում արժեթուղթը անշարժանում է դեպոզիտարիայում, իսկ ներդրողը արժեթղթի նկատմամբ սեփականության իրավունքի հաստատում է ստանում՝ դեպո հաշվից քաղվածքի ձևով:
2. Եթե արժեթուղթը թողարկվում է գլոբալ սերտիֆիկատի ձևով (փաստաթղթային ներկայացուցչական ձևով), ապա, նախ, այդպիսի սերտիֆիկատը պարտադիր կարգով պետք է տրվի դեպոզիտարիայի պահպանությանը, իսկ առանձին արժեթղթեր ձեռք բերող ներդրողների համար բացվում է դեպո հաշիվներ: Արժեթղթերի շրջանառությունը տեղի է ունենում ոչ փաստաթղթային ձևով: Սակայն փաստաթղթային արժեթղթերից բխող իրավունքի իրացումը իրականացվում է թողարկողին նրա ներկայացման ժամանակ:
3. Եթե արժեթուղթը թողարկվում է որպես անվանական ոչ փաստաթղթային, ապա այդպիսի արժեթղթի տիրապետողը պետք է գրանցված լինի հատուկ գրքում (ցուցակում, ռեեստրում) և այդպիսի արժեթղթի վաճառքի դեպքում հաշվառման համակարգում պետք է գրառում կատարվի նոր տիրապետողի մասին (եթե ազգային օրենսդրությամբ թույլատրվում է անվանական փաստաթղթային արժեթղթերի թողարկում, ապա փոփոխությունները պետք է անցկացվեն սերտիֆիկատում կամ հենց արժեթղթի ձևաթղթի վրա): Ոչ փաստաթղթային արժեթղթերը կարող են լինել միայն անվանական և

արժեթղթերի հետ կապված բոլոր իրավունքները կարող են իրականացվել միայն հաշվառման համակարգի միջոցով: Արժեթղթերի տիրապետման իրավունքը այդ դեպքում իրացվում է արժեթղթերի շուկայի հաշվառման համակարգի մասնագիտացված մասնակիցներից որևէ մեկի մոտ հաշվի բացման յուրահատուկ ընթացակարգով, որը հաստատում է արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքը և դրա համար կրում է պատասխանատվություն: Այդ դեպքում արժեթուղթը գոյություն ունի տիրապետողի հաշվի վրա տեղեկատվության ձևով:

Առաջին դեպքում արժեթղթերի և նրանց տիրապետողի հաշվառում չի իրականացվում: Երկրորդ և երրորդ դեպքում հատուկ հաշվառումը անհրաժեշտ է:

Արժեթղթերի ապանյութականացման գործընթացի իրականացման հետ փոխվել է «սեփականության իրավունքի անցման պահի» հասկացությունը: Ներկայացուցչական արժեթղթերի սեփականության իրավունքի անցումը իրականացվում էր գործարքի իրականացման գործընթացում՝ փոխանցման պահին:

Նախկինում ընդունվում էր, որ թողարկողի հաշվին անվանական արժեթղթերի գրանցումը միայն սեփականության կանխավարկած է, այսինքն՝ հաշվին գրառումը հանդիսանում է միայն սեփականության ապացույց, այլ ոչ սեփականություն որպես այդպիսին:

Ապանյութականացմանը զուգընթաց, երկար բանավեճերից հետո այն կարծիքը հաստատվեց, որ հաշվին գրառումը չի ստեղծում սեփականության իրավունք, բայց մնում է որպես դրա ապացույց: Արժեթղթերի փոխանցումը դարձավ ոչ թե սեփականության փոխանցում, այլ պահանջի (պարտավորության) փոխանցում:

Դեպոզիտարային համակարգը ներկայացնում է ցածր ռիսկայնությամբ գործարքների իրականացման արդյունավետ համակարգի ստեղծման հիմքը:

Կարելի է առանձնացնել դեպոզիտարիաների հետևյալ հիմնական տեսակները.

- հաշվարկային դեպոզիտարիաներ,

- հաճախորդային դեպոզիտարիաներ:

Դեպոզիտարիաների նշված ձևերը ծագել են դեպոզիտարային գործունեության զարգացման գործընթացում և պայմանավորված են երկու տարբեր սպառողական լսարանի կողմից դեպոզիտարային ծառայությունների նկատմամբ կողմնորոշմամբ: Դրանք են ինստիտուցիոնալ ներդրողները, որոնք բազային ծառայությունների փաթեթին զուգահեռ պահանջում են ծառայությունների լայն շրջանակ, և արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներ՝ բրոքերներ և դիլերներ, որոնք չունեն նման պահանջմունքներ:

Դեպոզիտարիաների երկու հիմնական ձևերից բացի գոյություն ունի նաև երրորդը, որի դերը մի շարք արդյունաբերական զարգացած երկրների արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքում շատ մեծ է: Խոսքը գնում է այսպես կոչված «կենտրոնական» դեպոզիտարիայի մասին:

Կենտրոնական դեպոզիտարիայի (ԿԴ) ստեղծման հիմնական նպատակը արժեթղթերի անշարժությունը և ապանյութականացումն է ու արժեթղթերով գործառնությունների հետագա սպասարկումն է անկանխիկ հաշիվների համակարգի ձևով: Անկանխիկ հաշիվների մեթոդի կարևոր կողմերից է այն, որ արժեթղթերի փոխանցումը մի հաշվից մյուսը իրականացվում է ուղղակի ԿԴ-ի հաշիվներում դեբետա-կրեդիտային գործառնությունների ճանապարհով:

ԿԴ-ն կարող է ծառայություններ մատուցել նաև քլիրինգի, արժեթղթերի պահառության, հաշվարկների և հետառևտրային սպասարկման ու դրանց մասին տեղեկատվության մշակման մասով:

ԿԴ-ն իր կառուցվածքում կարող է ներառել վճարման համակարգ և պահել հաճախորդների դրամական հաշիվներ կամ կապված լինել վճարային այլ համակարգերի հետ:

Յուրաքանչյուր երկիր պետք է ունենա միայն մեկ ԿԴ: Կարող են գոյություն ունենալ նաև մի քանի ԿԴ-եր, սակայն նրանց միջև կապի պարագայում միայն:

Այդպիսի կառուցվածքի դեպքում դեպոզիտարիաները կարող են լինել կա՛մ մասնագիտացված, կա՛մ տարածքային: Որպես մասնագիտացված դեպոզիտարիաների օրինակ, որոնք սպասարկում են որոշակի արժեթղթեր, հանդիսանում են Կենտրոնական գանձապետարանը (**Central Gilts Office**), որը գործում է Անգլիայի Կենտրոնական բանկին (**Bank of England**) առընթեր և Նյու Յորքի ֆեդերալ ռեզերվային բանկի արժեթղթերի էլեկտրոնային համակարգը (**Federal Reserve Bank of New York's Book Entry System**): Տարածքային դեպոզիտարիաները, ընդհակառակը, կարող են սպասարկել որոշակի շուկայի համար բազմաթիվ թողարկումներ, ինչպես դա անում են Միդվեստ արժեթղթերի կառավարման ընկերությունն (**Midwest Securities Trust Company**) ԱՄՆ-ում և Կազենվերիեն (**Kassenverien**) համակարգը՝ Գերմանիայում:

Արժեթղթերի անշարժության վերաբերյալ որոշման ընդունման դեպքում պահառության պատասխանատվությունը դառնում է դեպոզիտարիայի հիմնական գործառույթը: Դեպոզիտարիաները կարող են ընդունված արժեթղթերի պահպանման համար օգտագործել հատուկ կազմակերպություններ կամ էլ ինքնուրույն զբաղվել արժեթղթերի պահպանությամբ: Ավանդաբար պահպանության պատասխանատվության տակ հասկացվում է արժեթղթերի պահպանումը ֆիզիկական (թղթային) ձևով: Ապանյութականացման պայմաններում թղթային սերտիֆիկատներ այլևս գոյություն չունեն: Ըստ էության, տվյալ դեպքում դեպոնավորումը դա տրամադրվող արժեթղթերի համակարգչային գրառումն է:

Անկանխիկ հաշվառումը նշանակում է համակարգչային համակարգի միջոցով գործարքների գծով հաշվարկների կատարման գործընթաց: Այդ դեպքում արժեթղթերի նյութական տեղափոխություն չի պահանջվում:

Գործարքների ժամանակ հաշվառման այդ ձևը ներկայումս ստանում է համաշխարհային ճանաչում: Տվյալ դեպքում պահանջվում է, որպեսզի արժեթղթերը կա՛մ լինեն անշարժ, կա՛մ ոչ նյութական, այսինքն՝ որպեսզի արժեթղթերը գոյություն ունենան որպես գրառում համակարգչում և չպահանջվի ոչ մի թղթային

սերտիֆիկատներ: Ֆրանսիան, Դանիան և Նորվեգիան գրեթե լրիվ ապանյութականացրել են իրենց արժեթղթերը, իսկ Գերմանիայում Կենտրոնական Կառավարությունը և առանձին հողերը վաղուց արդեն իրենց պարտատոմսերը թողարկում են ոչ թղթային ձևով: ԱՄՆ-ում Նյու Յորքի ֆեդերալ ռեզերվային բանկի արժեթղթերի էլեկտրոնային համակարգը (***Federal Reserve Bank Book Entry System***) ապանյութականացրել է ֆեդերալ պարտքային պարտավորությունների մեծ մասը: Մեծ Բրիտանիայում ծրագիր կա Տաուրուսը (***TAURUS***) դարձնել բաժնետոմսերի հաշվառման առաջին ոչ նյութական համակարգը: Ճապոնական պետական պարտատոմսերը նույնպես ապանյութականացված են Ճապոնիայի Կենտրոնական բանկի (***Bank of Japan***) համակարգում:

Սակայն մի շարք շուկաներում տեղական օրենքներին կամ կանոններին համապատասխան պետք է գոյություն ունենան նյութական արժեթղթեր: Այդ դեպքերում, եթե օրենքները հնարավոր չէ համեմատաբար արագ փոխել, ապա միակ իրական այլընտրանքը համարվում է արժեթղթերի անշարժությունը:

Ապանյութականացման էական տարբերությունը արժեթղթերի անշարժությունից այն է, որ ներդրողը որպես ներդրման վկայություն հնարավորություն չունի առձեռն ստանալ սերտիֆիկատ:

ԿԴ-ում պատասխանատվությամբ պահառությունը նշանակում է նաև դրամական միջոցների տնօրինում: Դա և՛ միջոցների հավաքագրումն է թողարկողներից (դիվիդենտ, տոկոս և այլն), և՛ վճարումների կատարումը դեպոզիտարիայի անդամներին և արժեթղթերով գործարքների վճարումների իրականացումը: Դրամական գործառնությունները կարող են իրականացվել ԿԴ-ի կողմից վարվող հատուկ դրամական հաշիվների միջոցով: Հնարավոր է նաև մասնակիցների հաշիվների հետ աշխատանքը մի քանի կենտրոնական կազմակերպություններում (օրինակ Կենտրոնական բանկում կամ ազգային քլիրինգային կազմակերպությունում): Այդ դեպքում ԿԴ-ն այդ հաշիվներին մուտքի իրավունք պետք է ունենա: Բոլոր դեպքերում, ԿԴ-ն պատասխանատու է դրամական քլիրինգի և իր հաճախորդների հաշիվների հետ աշխատանքի համար:

ԿԴ-ի արդյունավետ գործունեության համար կարևոր դեր և նշանակություն ունի նրա ինտեգրումը միջազգային հաշվարկա-քլիրինգային համակարգում, որը միավորում է համաշխարհային խոշոր դեպոզիտարիաները:

2014 թվականի նոյեմբերի 19-21-ը Ինդոնեզիայում տեղի ունեցած համարակալման ազգային գործակալությունների միջազգային ասոցիացիայի (**ANNA, Association of National Numbering Agencies**) անդամների արտահերթ ընդհանուր ժողովի ժամանակ «Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիա» ԲԲԸ-ին (ՀԿԴ) շնորհվեց ասոցիացիայի լիիրավ անդամի կարգավիճակ:

ANNA ասոցիացիան ստեղծվել է 1992 թվականին, հիմնադիր 22 համարակալման ազգային գործակալությունների կողմից՝ արժեթղթերին և ֆինանսական այլ գործիքներին շնորհվող ծածկագրերի միջազգային միասնական չափանիշների մշակման, ներդրման ու պահպանման նպատակով: Իր գործունեության շրջանակներում **ANNA**-ն անդամ ազգային գործակալությունների միջոցով արժեթղթերին շնորհում է արժեթղթերի միջազգային տարբերակիչ ծածկագրեր (**ISIN**)՝ **ISO 6166** միջազգային ստանդարտին համապատասխան և ֆինանսական գործիքների դասակարգման ծածկագրեր (**CFI**)՝ **ISO 10962** ստանդարտին համապատասխան: Ներկայումս **ANNA**-ն միավորում է մոտ 100 երկրների համարակալման ազգային գործակալությունների: **ANNA**-ի լիիրավ անդամի կարգավիճակում ՀԿԴ-ն կշարունակի արժեթղթերի միջազգային տարբերակիչ ծածկագրերի (**ISIN**) և ֆինանսական գործիքների դասակարգման ծածկագրերի (**CFI**) շնորհումը՝ այսպիսով ճանաչելի և տարբերակելի դարձնելով ՀՀ արժեթղթերը միջազգային կազմակերպությունների և օտարերկրյա ներդրողների համար: Լիիրավ անդամի կարգավիճակի շնորհիվ ՀԿԴ-ն ստացավ **ANNA** ասոցիացիայում ծայնի և քվեարկելու իրավունք, հնարավորություն ստանալով կատարել հաշիվների տարեկան ստուգումներ և անդամակցել աշխատանքային խմբերին:

Հարկ է նշել, որ ՀԿԴ-ն հանրապետության մարզերում դեռևս չունի տարածքային ստորաբաժանումներ: Հետևաբար, անհրաժեշտ է ստեղծել հաշվի օպերատորի

գրասենյակներ, որոնք կմիջնորդավորեն ՀԿԴ-ի և շուկայի մասնակիցների միջև հարաբերությունները: Հաշվի օպերատորներ կարող են լինել Հայաստանի Հանրապետությունում գործող բանկերը, ներդրումային ընկերությունները և փոստային կապի օպերատորները:

1.3. Ներդրումային ընկերությունները որպես ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք

Ներդրումային ընկերություն հասկացությունը հայրենական և արտասահմանյան տեսության մեջ և գործնականում տարբեր կերպ է մեկնաբանվում և ընկալվում: Այսպես՝ այն, ինչը մենք անվանում ենք ներդրումային ընկերություն, ամերիկյան իրականության մեջ ներդրումային բանկերն են, մեր ներդրումային ֆոնդերը, ԱՄՆ-ի և մյուս երկրների ներդրումային ընկերություններն են:

«Բանկային ներդրումային գործունեություն» տերմինը (*Investment banking*), որը լայնորեն կիրառվում է ԱՄՆ-ում, ներառում է խորհրդատվական սպասարկման, արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխման ֆինանսական միջնորդության և դրա երաշխավորման՝ ներառյալ թողարկման լրիվ կամ մասնակի հետգնման գործունեությունը: Դրա առավել լայն իմաստը արժեթղթերի (ֆոնդային) շուկայում բրոքերադիլերային ընկերությունների (ներդրումային բանկեր) կողմից ծառայությունների ամբողջական փաթեթի մատուցումն է, ներառյալ՝ բրոքերային ծառայությունները, անդերռայթինգը, դիլերային գործառնությունները, հավատարմագրային կառավարումը, վերակազմակերպման սպասարկումը, ֆինանսական ինժեներիան և այլն:

Հարկ է եշել, որ ներդրումային ընկերության գործառնություններում կարևորվում է անդերռայթինգային գործունեությունը:

Այսպիսով՝ ներդրումային ընկերությունը (ներդրումային բանկ) ինստիտուտ է, որն արժեթղթերի առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ թողարկողի և ներդրողի միջև հանդես է գալիս որպես միջնորդ, ներառյալ՝ թողարկման գնումը և հետագա վերավաճառումը: ԱՄՆ-ում առևտրային և ներդրումային բանկերի գործունեությունը տարանջատված է, վերջիններս ունեն հատուկ իրավական կարգավորում:

Ըստ ՀՀ օրենսդրության՝ ներդրումային է համարվում այն բաժնետիրական կամ սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունը, որն ունի «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով և դրա հիման վրա ընդունված նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված ներդրումային ծառայությունների մատուցման լիցենզիա, որի գործունեությունը ներդրումային ծառայությունների մատուցումն է՝ առանձին կամ ոչ հիմնական ծառայությունների հետ մեկտեղ: Այլ կերպ ասած՝ ներդրումային ընկերությունների գործունեության շրջանակը ներդրումային ծառայությունների մատուցումն է:

ՀՀ կենտրոնական բանկն իրավունք ունի իր նորմատիվ իրավական ակտերով ներդրումային ընկերություններին թույլատրելու լրացուցիչ գործունեության այնպիսի տեսակներ, որոնք սերտորեն առնչվում են վերոնշյալ գործունեությանը՝ անհրաժեշտության դեպքում դրանց իրականացման վերաբերյալ լրացուցիչ պահանջների սահմանմամբ:

Արգելվում է ներդրումային ծառայությունների մատուցումն առանց «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով և դրա հիման վրա ընդունված նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված լիցենզիայի, բացառություն է արվում միայն բանկերի և ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների համար:

Լիցենզիան տրամադրվում կամ ուժը կորցրած է ճանաչվում ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշմամբ:

Ներդրումային ծառայությունների մատուցման լիցենզիան ներառում է ներդրումային ընկերության ֆիրմային լրիվ անվանումը և գրանցման համարը, լիցենզիայով թույլատրվող ներդրումային ծառայությունների տեսակը կամ տեսակները, լիցենզիայի տրամադրման ամսաթիվը և համարը⁹⁷:

Լիցենզիան կարող է տրվել ինչպես մեկ, այնպես էլ մի քանի տեսակի ներդրումային ծառայությունների մատուցման համար: Այն չի կարող տրվել ոչ հիմնական ծառայությունների մատուցման համար:

⁹⁷ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ. 4, հոդված 33, կետ 5:

Ներդրումային ընկերությունը չի կարող մատուցել այն ծառայությունը (ծառայությունները), որի (որոնց) համար չունի համապատասխան լիցենզիա: Լրացուցիչ ներդրումային ծառայություններ մատուցելու համար ներդրումային ընկերությունը պետք է ստանա լրացուցիչ լիցենզիա:

Կենտրոնական բանկում գրանցվելու պահից ներդրումային ընկերությունը ձեռք է բերում իրավաբանական անձի կարգավիճակ:

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ներդրումային ծառայությունների մատուցման համապատասխան լիցենզիա ստացած ներդրումային ընկերությունների, ինչպես նաև ՀՀ առևտրային բանկերի ու ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների կողմից մատուցվող ներդրումային ծառայությունների տեսակները ներկայացված են աղյուսակ 1.3.1-ում:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 1.3.1-ի տվյալները, ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործում են ներդրումային ծառայություններ մատուցող 21 առևտրային բանկ, 8 ներդրումային ընկերություն և ներդրումային ֆոնդի 1 կառավարիչ: Ներդրումային ծառայություն մատուցող կազմակերպություններից 22-ը կարող են հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքների կատարման հանձնարարականներ ընդունել և հաղորդել, 25-ը՝ իրենց կամ հաճախորդի անունից և հաճախորդի հաշվին արժեթղթերով գործարքներ իրականացնել, 7-ը՝ արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված խորհրդատվություն տրամադրել, 27-ը՝ իրենց անունից և իրենց հաշվին արժեթղթերով գործարքներ իրականացնել, 5-ը՝ իրականացնել արժեթղթերի փաթեթի կառավարում, 14-ը՝ արժեթղթերի տեղաբաշխման գործունեություն ծավալել:

**Հայաստանի Հանրապետությունում գործող ներդրումային ընկերությունների, առևտրային բանկերի
և ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների կողմից մատուցվող ներդրումային ծառայությունների
և ոչ հիմնական ծառայությունների տեսակները⁹⁸**

№№	Կազմակերպության տեսակը	Ներդրումային ծառայության տեսակը ⁹⁹						Ոչ հիմնական ծառայություններ				
		25/1-1	25/1-2	25/1-3	25/1-4	25/1-5	25/1-6	26/1	26/2	26/3	26/4	26/7
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Ներդրումային ընկերություններ											
1	«Արմենբրոք» ԲԲԸ	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
2	«Ալֆասեքյուրիթիզ» ՍՊԸ	✓	✓		✓							
3	«Ռենեսա» ՓԲԸ	✓	✓	✓	✓	✓				✓	✓	✓
4	«Ֆյուչը Կապիտալ Մարկետ» ՍՊԸ	✓	✓		✓		✓			✓		
5	«Կապիտալ Ինվեստմենթս» ՓԲԸ		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
6	«Տոնտոն» Ինվեստիցիոն ՍՊԸ	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
7	«Ֆինանսական տեխնոլոգիաների լաբորատորիա» ՓԲԸ	✓	✓	✓			✓		✓	✓	✓	✓
8	«Փրայմ Կապիտալ» ներդրումային ՍՊԸ					✓						
	Առևտրային բանկեր											
1	«Հայբիզնեսբանկ» ՓԲԸ	✓	✓		✓			✓				
2	«Անելիք բանկ» ՓԲԸ	✓	✓		✓			✓				
3	«Արարատբանկ» ԲԲԸ	✓	✓		✓			✓				
4	«Ամերիա բանկ» ՓԲԸ	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓	

⁹⁸ Տե՛ս <http://www.cba.am/am/SitePages/fscfoinvestmentcompanies.aspx>

⁹⁹ Ներդրումային ծառայությունների և ոչ հիմնական ծառայությունների տեսակները ներկայացված են ըստ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի համապատասխան հոդվածների կետերի ու ենթակետերի:

Աղյուսակ 1.3.1 (շարունակություն)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
5	«ՎՏԲ-Հայաստան բանկ» ՓԲԸ	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
6	«Հայէկոնոմբանկ» ԲԲԸ	✓	✓		✓			✓				
7	«Պրոմթեյ բանկ» ՍՊԸ	✓	✓		✓		✓	✓		✓		
8	«ԲՏԱ բանկ» ՓԲԸ				✓							
9	«Զարգացման Հայկական բանկ» ԲԲԸ	✓	✓		✓			✓				
10	«Կոնվերս Բանկ» ՓԲԸ	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
11	«Ինեկոբանկ» ՓԲԸ	✓	✓		✓		✓	✓				
12	«Մեյլաթ բանկ» ՓԲԸ	✓	✓		✓			✓				
13	«ԲԻԲԼՈՍ ԲԱՆԿ ԱՐՄԵՆԻԱ» ՓԲԸ				✓							
14	«Էյչ-Էս-Բի-Սի Բանկ Հայաստան» ՓԲԸ	✓	✓		✓		✓	✓		✓		
15	«ԱԿԲԱ-ԿՐԵԴԻՏ ԱԳՐԻԿՈԼ ԲԱՆԿ» ՓԲԸ	✓	✓		✓			✓				
16	«Արցախբանկ» ՓԲԸ	✓	✓		✓			✓				
17	«Առէկսիմբանկ-Գազպրոմբանկի խումբ» ՓԲԸ	✓	✓		✓		✓	✓				
18	«Յունիբանկ» ՓԲԸ		✓		✓			✓				
19	«Արդշինբանկ» ՓԲԸ		✓		✓		✓	✓		✓		
20	«Արմավիսբանկ» ՓԲԸ	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	
21	«ՊրոԿրեդիտ Բանկ» ՓԲԸ				✓							
	Ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ											
1	«Ամերիա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ					✓						

Աղյուսակ 1.3.1-ի տվյալները վկայում են նաև, որ ՀՀ առևտրային բանկերը գրեթե չեն իրականացնում հաճախորդներին արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված խորհրդատվության տրամադրման գործառույթը (բացառությամբ՝ «Ամերիա բանկ» ՓԲԸ-ի և «ՎՏԲ-Հայաստան բանկ» ՓԲԸ-ի), իսկ արժեթղթերի փաթեթի կառավարման գործունեությամբ 8 ներդրումային ընկերություններից զբաղվում են միայն 3-ը («Ռենեսա» ՓԲԸ, «Կապիտալ Ինվեստմենթս» ՓԲԸ և «Փրայմ կապիտալ» ներդրումային ՍՊԸ), ինչպես նաև 1 առևտրային բանկ («Կոնվերս Բանկ» ՓԲԸ) և 1 ներդրումային ֆոնդի կառավարիչ («Ամերիա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ): Ի դեպ, վերջինիս համար գործունեության այդ տեսակը միակն է ներդրումային ծառայությունների ամբողջ ցանկում:

Պատկերը բավարար չէ նաև արժեթղթերի երաշխավորված կամ չերաշխավորված տեղաբաշխման գործառույթի իրականացման առումով: Այսպես՝ 8 ներդրումային ընկերություններից այդ գործառույթն իրականացնում են միայն 5-ը, իսկ 21 առևտրային բանկերից՝ միայն 9-ը:

Պատկերը գրեթե նույնն է նաև ոչ հիմնական ծառայությունների մատուցման առումով:

Այսպիսով՝ կատարված վերլուծությունը վկայում է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների մատուցմանը արհեստավարժ մասնակիցների դեռևս ոչ բավարար գործակցության մասին:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից 2010-2014 թթ. ընթացքում կնքված գործարքները ներկայացված են աղյուսակ 1.3.2-ում:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 1.3.2-ի տվյալները, կնքված գործարքների հիմնական մասը բաժին է ընկնում ներդրումային ծառայություններ մատուցող բանկերին, որը 2010-2014 թթ. ներդրումային ընկերությունների կողմից կնքված գործարքների նկատմամբ ունեցել է առաջանցիկ աճ: Այսպես՝ եթե 2010-ին ներդրումային

ծառայություններ մատուցող բանկերի և ներդրումային ընկերությունների կողմից կնքված գործարքների հարաբերակցությունը կազմում էր 5,7, ապա 2014 թ. արդեն՝ 14:

Աղյուսակ 1.3.2

Ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից

2010-2014 թթ. կնքված գործարքներ (մլն ՀՀ դրամ)¹⁰⁰

Ցուցանիշներ	Տարի				
	2010	2011	2012	2013	2014
Ներդրումային ծառայություններ մատուցող բանկերի կողմից կնքված գործարքներ	1147557,0	1843494,4	3143248,3	5275506,8	6993321,0
Բաժնային արժեթղթեր	8454,8	19663,0	10352,1	18584,7	69036,0
այդ թվում՝ բորսայական	18,1	65,3	215,3	1144,4	149,1
Կորպորատիվ պարտատոմսեր	3814,1	2867,0	203617,9	250967,7	96511,0
այդ թվում՝ բորսայական	1693,5	1233,2	2605,5	5954,1	13225,0
Պետական պարտատոմսեր	242607,9	325787,2	369330,2	392263,3	321318,0
այդ թվում՝ բորսայական	9578,1	9851,0	7372,8	29227,6	65929,0
Ռեպո/հակադարձ ռեպո գործարքներ*	892681,6	1495177,2	2559947,9	4613691,0	6506457,0
այդ թվում՝ բորսայական	3888,2	1952,0	345,2	1870,0	440,0
Ներդրումային ընկերությունների կողմից կնքված գործարքներ	200677,5	233058,8	248073,2	374972,4	489305,0
Բաժնային արժեթղթեր	417,3	1444,1	997,3	1986,2	57881,0
այդ թվում՝ բորսայական	237,2	344,0	612,4	1844,6	57395,0
Կորպորատիվ պարտատոմսեր	4194,2	1292,5	929,3	1554,4	2792,0
այդ թվում՝ բորսայական	3980,5	1129,5	803,2	1144,6	2660,0
Պետական պարտատոմսեր	27919,6	27858,1	32488,8	26113,3	27344,0
այդ թվում՝ բորսայական	960,3	-	367,9	803,3	1678,0
Ռեպո/հակադարձ ռեպո գործարքներ*	168146,3	202464,0	213658,0	345318,5	403333,0
այդ թվում՝ բորսայական	3891,7	2144,6	345,2	8,6	440,0

Ընդհանուր առմամբ, բաժնային արժեթղթերի հետ կապված գործարքները դիտարկվող ժամանակահատվածում ունեցել են աճի միտում (բացառությամբ՝ 2012 թ.):

¹⁰⁰ Հաշվարկված է ըստ՝ ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2010, Եր., 2011, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2011, Եր., 2012, էջ 99, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2012, Եր., 2013, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 95, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 105:

* Ռեպո/հակադարձ ռեպո գործարքները չեն ներառում երկարաձգումները:

Ընդ որում, կտրուկ աճ է գրանցվել 2014-ին՝ հատկապես ներդրումային ընկերությունների կողմից կնքված գործարքների մասով:

Պատկերն այլ է կորպորատիվ պարտատոմսերի առումով: Այսպես՝ ներդրումային ընկերությունների կողմից կորպորատիվ պարտատոմսերի գծով գործարքները 2014 թ., 2010 թ. համեմատությամբ, նվազել են գրեթե 1/3-ով: Կորպորատիվ պարտատոմսերի գործարքների մասով ներդրումային ծառայություններ մատուցող բանկերը կտրուկ աճ են գրանցել 2012-2013 թթ., որը, սակայն, կտրուկ նվազել է 2014-ին:

Առավել կայուն է պատկերը պետական պարտատոմսերի գծով կնքված գործարքների առումով: Ընդ որում, ցուցանիշները գրեթե նույնն են ինչպես ներդրումային ծառայություններ մատուցող բանկերի, այնպես էլ ներդրումային ընկերությունների կողմից կնքված գործարքների պարագայում: Իհարկե, այստեղ ևս գործարքների հիմնական մասը բաժին է ընկնում ներդրումային ծառայություններ մատուցող բանկերին:

Կատարված վերլուծությունը փաստում է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ընկերությունների ոչ բավարար չափով կայացման մասին:

ՀՀ կենտրոնական բանկը, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի, կարող է սահմանել ներդրումային ընկերությունների գործունեության հետևյալ հիմնական տնտեսական նորմատիվները¹⁰¹.

1. կանոնադրական կապիտալի և ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափը,
2. ընդհանուր կապիտալի համարժեքության նորմատիվները,
3. իրացվելիության նորմատիվները,
4. մեկ փոխառուի, բոլոր փոխառուների գծով ռիսկի առավելագույն չափը (չափերը),
5. մեկ պարտատիրոջ, բոլոր պարտատերերի գծով ռիսկի առավելագույն չափը (չափերը),

¹⁰¹ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, գլ. 7, հոդված 71, կետ 1:

6. արտարժույթի տնօրինման նորմատիվը:

ՀՀ կենտրոնական բանկը սահմանում է ներդրումային ընկերությունների կանոնադրական կապիտալի և ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափերը՝ ըստ որոշակի գումարի: Համաձայն ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 12.02.2008 թ. թիվ 44/Ն որոշմամբ հաստատված կանոնակարգ 4/02-ի («ներդրումային ընկերությունների հիմնական տնտեսական նորմատիվները, դրանց սահմանաչափերը, հաշվարկման կարգը, հաշվարկում մասնակցող տարրերի կազմը, սահմանված տնտեսական նորմատիվների խախտումների չափը»), ներդրումային ընկերությունների համար ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափը սահմանվում է.

1. 20 միլիոն ՀՀ դրամ, եթե ներդրումային ընկերությունն առանց տիրապետելու հաճախորդի միջոցներին (արժեթղթերին և/կամ դրամական միջոցներին) իրականացնում է հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքների կատարման հանձնարարականների ընդունում և հաղորդում և/կամ իր կամ հաճախորդի անունից և հաճախորդի հաշվին արժեթղթերով գործարքների կատարման ծառայություն, և/կամ մատուցում է արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված հաճախորդներին խորհրդատվության տրամադրման ծառայություն,
2. 50 միլիոն ՀՀ դրամ, եթե ներդրումային ընկերությունը տիրապետում է հաճախորդի միջոցներին (արժեթղթերին և/կամ դրամական միջոցներին) և իրավունք ունի մատուցելու հետևյալ ներդրումային ծառայություններից առնվազն մեկը.
 - հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքների կատարման հանձնարարականների ընդունում և հաղորդում,
 - իր կամ հաճախորդի անունից և հաճախորդի հաշվին արժեթղթերով գործարքների կատարում,
3. 50 միլիոն ՀՀ դրամ, եթե ներդրումային ընկերությունը իրականացնում է արժեթղթերի փաթեթի կառավարում և/կամ արժեթղթերի չերաշխավորված տեղաբաշխում,

4. 300 միլիոն ՀՀ դրամ, եթե ներդրումային ընկերությունը արժեթղթերով գործարքներ է կատարում իր հաշվին և իր անունից, և/կամ մատուցում է արժեթղթերի երաշխավորված տեղաբաշխման ծառայություն, և/կամ իրականացնում է արժեթղթերի պահառություն:

ՀՀ կենտրոնական բանկը կարող է սահմանել նոր ստեղծվող ներդրումային ընկերությունների ընդհանուր կապիտալի այլ նվազագույն չափ՝ ըստ որոշակի գումարի:

Ներդրումային ընկերության կանոնադրական կապիտալի նվազագույն չափը սահմանված է 1 միլիոն ՀՀ դրամ:

Ներդրումային ընկերությունների ընդհանուր կապիտալի համարժեքության նորմատիվներն են՝

1. ընդհանուր կապիտալի և ռիսկով կշռված ակտիվների գումարների միջև սահմանային հարաբերակցությունը,
2. հիմնական կապիտալի և ռիսկով կշռված ակտիվների գումարների միջև սահմանային հարաբերակցությունը:

Վերոնշյալ կանոնակարգով սահմանվում է նաև ներդրումային ընկերության ընդհանուր կապիտալի և ռիսկով կշռված ակտիվների միջև սահմանային հարաբերակցության Ն1 նորմատիվը (12%):

Ներդրումային ընկերությունը, որը մատուցում է հաճախորդներին միայն արժեթղթերում ներդրումների հետ կապված խորհրդատվության ծառայություն և/կամ հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքների կատարման հանձնարարականների ընդունում և հաղորդում՝ առանց տիրապետելու հաճախորդի միջոցներին (արժեթղթերին և/կամ դրամական միջոցներին), չի հաշվարկում Ն1 հիմնական տնտեսական նորմատիվը:

Օտարերկրյա ներդրումային ընկերությունների մասնաճյուղերի համար չեն սահմանվում տնտեսական նորմատիվներ:

Արժեթղթերի շուկայի կայունությունն ապահովելու նպատակով Կենտրոնական բանկը կարող է արտակարգ դեպքերում սահմանել հատուկ տնտեսական նորմատիվներ՝ մինչև 6 ամիս տևողությամբ: Արտակարգ դեպքն այն իրավիճակն է, երբ տեղի է ունենում շուկայի ծավալուն ցնցում, ճգնաժամ, կամ ի հայտ է գալիս դրա ակնհայտ սպառնալիք:

ՀՀ-ում ներդրումային ընկերությունների՝ 2010-2014 թթ. հիմնական ցուցանիշները ներկայացված են աղյուսակ 1.3.3-ում:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 1.3.3-ի տվյալները, 2010-2012 թթ. ներդրումային ընկերությունների ընդհանուր կապիտալն ունեցել է թույլ արտահայտված աճի միտում, կտրուկ աճ է դիտվել 2013-ին. 2012 թ. համեմատությամբ՝ 36%, սակայն 2014 թ. արձանագրվել է 4,6% նվազում:

Ներդրումային ծառայությունների մատուցումից (հիմնական և ոչ հիմնական) ստացվող միջնորդավճարների և եկամուտների գծով միայն 2011 թ. է գրանցվել կտրուկ աճ՝ 2010 թ. 24,4 մլն ՀՀ դրամից հասնելով 1299,3 մլն ՀՀ դրամի: Սակայն 2012 թ. ցուցանիշը կտրուկ նվազել է՝ կազմելով 334,7 մլն ՀՀ դրամ: Ճիշտ է, 2013 թ. այն աճել է 2,6 անգամ, սակայն 2014-ին նորից կտրուկ անկում է ապրել՝ մոտենալով 2012 թ. ցուցանիշին:

Պատկերը գրեթե նույնն է արժեթղթերի վաճառքից ստացված զուտ եկամուտների ցուցանիշի առումով: 2010-2012 թթ. դրսևորվել է աճի միտում, սակայն, 2013-ից սկսած, արձանագրվել է կտրուկ անկում, և 2014 թ. 2012 թ. գրանցված 2238,9 մլն ՀՀ դրամից ցուցանիշը հասել է 212,0 մլն ՀՀ դրամի:

2014 թ. կտրուկ նվազել են նաև պետական արժեթղթերով գործառնությունները. 2013-ի համեմատությամբ մոտ 44,5%-ով՝ 2894,1 մլն ՀՀ դրամից հասնելով 1607,0 մլն ՀՀ դրամի:

Այսպիսով՝ կատարված վերլուծությունը վկայում է 2010-2014 թթ. ընթացքում ՀՀ-ում ներդրումային ընկերությունների կարևորագույն ցուցանիշների ոչ դրական միտումների մասին, որն առանձնապես ընդգծուն է արտահայտված 2014 թ.: Իհարկե,

դրանում իրենց դերն են ունեցել նաև հանրապետությունում նշված ժամանակաշրջանում տնտեսական աճի ցուցանիշները:

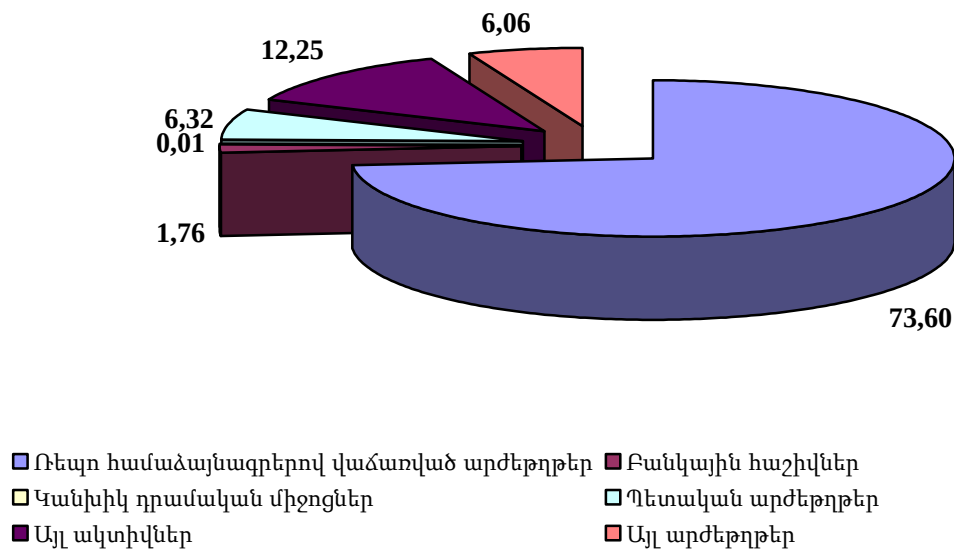
Աղյուսակ 1.3.3

**ՀՀ-ում ներդրումային ընկերությունների հիմնական
ցուցանիշները 2010-2014 թթ. (մլն ՀՀ դրամ)¹⁰²**

Ցուցանիշներ	Ան				
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալ	3196,2	3230,0	3797,8	5168,2	4929,0
Զբաղիված շահույթ (վնաս), այդ թվում՝	416,9	801,9	616,6	1021,2	1422,0
Ընթացիկ ժամանակաշրջանի շահույթ	295,8	566,4	348,5	549,9	1080,0
Միջնորդավճարներ և եկամուտներ ներդրումային ծառայությունների մատուցումից (հիմնական և ոչ հիմնական)	24,4	1299,3	334,7	870,6	367,0
Արժեթղթերի վաճառքից ստացված զուտ եկամուտներ	1560,5	2154,9	2238,9	1218,7	212,0
Կանոնադրական կապիտալ	2514,8	2099,6	2767,1	2954,1	2971,0
Ընդհանուր պարտավորություններ	16359,9	18597,4	19811,5	21870,7	20482,0
Ռեզիդենտ բանկերից ներգրավված վարկեր	2017,6	2318,7	1156,8	314,4	1126,0
Պարտավորություններ ռեպո համաձայնագրերի գծով	13879,6	15624,5	17424,0	21000,9	18456,0
Հաշվեկշռային ընդհանուր ակտիվներ	19556,1	21827,4	23609,3	27039,0	25411,0
Կանխիկ դրամական միջոցներ	200,2	5,9	6,5	6,2	4,0
Բանկային հաշիվներ	233,4	688,8	732,5	475,5	446,0
Ռեպո համաձայնագրերով վաճառված արժեթղթեր	14180,6	16330,6	18467,0	20306,5	18702,0
Ռեպո համաձայնագրերով ձեռք բերված արժեթղթեր	0,0	19,6	0,0	0,0	0,0
Պետական արժեթղթեր	1713,4	2372,5	2607,5	2894,1	1607,0
Այլ արժեթղթեր	886,8	782,0	889,7	1241,9	1540,0

¹⁰² Կազմված է ըստ՝ ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2010, Եր., 2011, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2011, Եր., 2012, էջ 99, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2012, Եր., 2013, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 95, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 105:

Գծապատկեր 1.3.1-ում ներկայացված է 2014 թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ընկերությունների ակտիվների ամփոփ կառուցվածքը: Ինչպես երևում է գծապատկերից, ակտիվների կառուցվածքում գերակշռող են ռեպո համաձայնագրերով վաճառված արժեթղթերը (73,6%): Զգալի է պետական արժեթղթերի (6,32%) և այլ արժեթղթերի (6,06%) բաժինը:



Գծապատկեր 1.3.1. ՀՀ-ում ներդրումային ընկերությունների ակտիվների կառուցվածքը 2014 թ.¹⁰³

Վերը ներկայացվածը մեկ անգամ ևս վկայում է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ընկերությունների համապատասխան ծառայությունների իրականացման ոչ բավարար մակարդակի մասին:

¹⁰³ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 108:

ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ԱՐԺԵՐՈՒԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆ- ՆԵՐԻ ԻՐԱԿԱՆԱՅՄԱՆ ԵՎ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՓՈՐՁԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ

2.1. ՀՀ արժեթղթերի շուկայի և ներդրումային ծառայությունների վերլուծություն

Խորհրդային շրջանում՝ կառավարման վարչա-իրամայական համակարգի պայմաններում երկրում արժեթղթերի շուկա, որպես այդպիսին, գործնականում բացակայում էր: Միայն առանձին ժամանակաշրջաններում պետությունը, պետական բյուջեի ծախսերը ծածկելու նպատակով, բնակչության և ձեռնարկությունների շրջանում տեղաբաշխում էր պարտատոմսեր: Պետական փոխառությունների թողարկման և շրջանառության կարգավորումը ներդրողների համար, որպես կանոն, կրում էր հարկադրական բնույթ¹⁰⁴:

ԽՍՀՄ փլուզումից հետո, Հայաստանի Հանրապետության անցումը շուկայական տնտեսությանը, նոր խնդիրներ առաջադրեց տնտեսության կառուցվածքային փոփոխությունների հետ կապված, մասնավորապես՝ արժեթղթերի շուկայի ձևավորման և զարգացման առումով:

Ինչպես արժեթղթերի շուկայի, այնպես և նրանում մասնագիտացված գործունեության ձևավորման և զարգացման գործընթացը սկսվել է անցյալ հարյուրամյակի 90-ական թվականներից: Այդ ընթացքում այն կրել է լուրջ փոփոխություններ և ստացել է որակապես նոր վիճակ:

1993 թվականին «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումով սկիզբ դրվեց արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորման համար: Համաձայն այդ օրենքի որպես պետական լիազորված մարմին սահմանվեց ՀՀ Կառավարությունը, որն էլ իր լիազորությունները վերապահեց ՀՀ ֆինանսների նախարարությանը: Հարկ է նշել, որ համաձայն այդ օրենքի արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը կրում էր կենտրոնացված բնույթ: 2000 թվականին «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման

¹⁰⁴ Տե՛ս Լитвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П. Рынок государственных облигаций. М.: Финстатинформ, 1997, с. 17.

մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումով արժեթղթերի շուկայի կենտրոնացված կարգավորման եղանակից անցում կատարվեց ապակենտրոնացված մոդելին: Ստեղծվեց ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովը, որը սահմանվեց որպես պետական լիազորված մարմին: Որպես լիազորված մարմնի, արժեթղթերի հանձնաժողովի հիմնական խնդիրը օրենքին համապատասխան արժեթղթերի շուկայում կարգավորման և վերահսկողության քաղաքականության սահմանումն էր և դրա իրականացումը:

Ֆինանսական շուկայի կարգավորման և վերահսկողության միասնական համակարգի ստեղծման նպատակով 08.12.2005թ. ընդունվեց «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենքը: Համաձայն այդ օրենքի 2006 թ. հունվարի 1-ից արժեթղթերի հանձնաժողովը լուծարվեց և նրա բոլոր լիազորությունները, այդ թվում՝ ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների, հաշվետու թողարկողների գործունեության կարգավորման և վերահսկողության, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի կարգավորման բնագավառի այլ լիազորություններն ամբողջովին իրավահաջորդությամբ վերապահվեցին ՀՀ Կենտրոնական բանկին¹⁰⁵:

Համաձայն 11.10.2007 թ. ընդունված «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի, Կենտրոնական բանկն իր իրավասությունների շրջանակներում վերահսկում է ՀՀ տարածքում ներդրումային ծառայություններ մատուցող, արժեթղթերի հրապարակային առաջարկ իրականացնող անձանց, հաշվետու թողարկողներին, կարգավորվող շուկայի օպերատոր հանդիսացող անձանց, Կենտրոնական դեպոզիտարիային, ինչպես նաև նրանց տնօրեններին և այլ ղեկավարներին, նրանց կազմում կամ անունից մասնագիտական որակավորման հիման վրա գործող անձանց, նշանակալից մասնակցություն ունեցող անձանց, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայում կատարվող խոշոր գործարքներում ուղղակիորեն և անուղղակիորեն ներգրավված անձանց: Կենտրոնական բանկն վերահսկողությունն իրականացնում է հեռակա կարգով և

¹⁰⁵ Տե՛ս «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 6, կետ 1:

ստուգումների միջոցով: Առաջին դեպքում Կենտրոնական բանկն իր իրավական նորմատիվ ակտերով սահմանում է օրենքով և իրավական նորմատիվ այլ ակտերով նախատեսված հաշվետվությունների, տեղեկանքների, բացատրագրերի և նման այլ փաստաթղթերի ներկայացման կարգն ու ժամկետները: Կենտրոնական բանկն իրականացնում է նաև ստուգումներ՝ ըստ անհրաժեշտության, օրենսդրությամբ սահմանված կարգով և հաճախականությամբ¹⁰⁶:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործում են երկու հիմնական կազմակերպություններ. «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ (NASDAQ OMX Armenia) և «Հայաստանի Կենտրոնական դեպոզիտարիա» ԲԲԸ, որի բաժնետոմսերի 100% սեփականատերը «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ն է¹⁰⁷:

ՀՀ-ում գործող Ֆոնդային Բորսան «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ն է, որտեղ գործառնություններ կարող են իրականացնել միայն ՀՀ Կենտրոնական բանկից ներդրումային ծառայությունների լիցենզիա ստացած և ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի անդամ կամ շուկայի մասնակից հանդիսացող ընկերությունները:

2008 թ. փետրվարին ամերիկյան NASDAQ և սկանդինավյան OMX բորսաների միավորման արդյունքում Հայաստանի Ֆոնդային Բորսան դառնում է NASDAQ OMX Group, Inc. աշխարհի խոշորագույն բորսայական ընկերության մասը: Ընկերությունն առաջատար տեխնոլոգիաներ է ներդնում և բորսայական բարձրակարգ ծառայություններ մատուցում 6 մայրցամաքներում, նրա տեխնոլոգիաները ներդրված են ավելի քան 50 երկրների 70 բորսաներում, քլիրինգային կազմակերպություններում և կենտրոնական դեպոզիտարիաներում:

2012 թ. նոյեմբերի 26-ին ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիան Հայաստանում առաջին անգամ ներկայացրեց Globenewswire տեղեկատվության տարածման համակարգը:

¹⁰⁶ Տե՛ս Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Սալսազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ-97», 2009, էջ 199-200:

¹⁰⁷ Վերոնշյալ ընկերությունները նախկինում ինքնակարգավորվող կազմակերպություններ էին: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումից հետո 2007թ. նոյեմբերին դրանք վերակազմավորվեցին որպես բաց բաժնետիրական ընկերություններ:

Ներկայումս «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում իրականացվում են բաժնետոմսերի, կորպորատիվ պարտատոմսերի, ՀՀ Ֆինանսների նախարարության և ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից թողարկված պարտատոմսերի, ռեպո գործիքների, արտարժույթի և վարկային ռեսուրսների առևտուրը:

2005-2014 թվականներին «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում կնքված գործարքների ամբողջական բնութագիրը ներկայացված է աղյուսակ 2.1.1-ում:

Աղյուսակ 2.1.1

2005-2014թթ. «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում

կնքված գործարքները (մլն ՀՀ դրամ)¹⁰⁸

Տարի	Գործարքների քանակ	Բորսայական գործարքների ծավալ				
		Ռեպո գործարքների համախառն ծավալ	Բաժնետոմսերով	Պետական պարտատոմսերով	Կորպորատիվ պարտատոմսերով	Ընդամենը
2005	1596	-	605,0	0,0	0,0	605,0
2006	1181	-	2149,7	0,0	477,0	2626,8
2007	319	-	1539,1	0,0	702,6	2241,7
2008	480	-	262,1	1662,2	2221,6	4145,9
2009	1108	9291,6	97,9	4331,4	10545,5	24266,4
2010	805	7923,3	127,6	5492,9	2815,9	16359,7
2011	471	11403,2	200,3	5373,8	709,0	17686,3
2012	420	936,3	411,9	4183,5	417,4	5949,1
2013	783	1773,3	1494,5	15101,3	5130,8	23499,9
2014	1531	2177,7	28772,1	33766,1	10777,4	75493,3

Աղյուսակ 2.1.1-ում ներկայացված են արժեթղթերի կազմակերպված շուկայի օպերատորի կողմից գրանցված գործարքների ծավալները՝ ըստ գործարքի հիմքում ընկած գործիքների: 2010թ. փետրվարից սկսած՝ ցուցանիշներում ընդգրկվել են կնքվող բորսայական ռեպո և հակադարձ ռեպո գործարքների համախառն ցուցանիշները (ներառյալ երկարաձգումները):

¹⁰⁸ Կազմված է ըստ՝ ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 106:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 2.1.1-ի տվյալները, ընդհանուր առմամբ 2005-2014թթ. նկատվել է գործարքների ծավալների աճի միտում (բացառությամբ որոշ տարիների):

Ուշադրության է արժանի 2014 թ. գրանցված գործարքների ծավալի ընդհանուր աճը, որը 2013 թ. մակարդակը գերազանցել է ավելի քան 3 անգամ, իսկ բաժնետոմսերով գործարքները՝ 19 անգամ, պետական պարտատոմսերով գործարքները՝ ավելի քան 2,2 անգամ, կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքները՝ 2 անգամ:

Միաժամանակ հարկ է նշել, որ 2005-2009 թթ. ընթացքում կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալն ունեցել է հստակ արտահայտված աճի միտում, ընդ որում, կտրուկ աճ է գրանցվել 2009 թ.: Սակայն հաջորդ տարիներին սկսվել է նվազման գործընթացը, որը կանգ է առել միայն 2013 թ., իսկ 2014-ին կրկին գրանցվել է կտրուկ աճ: Այնուամենայնիվ, 2014 թ. կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալը դեռևս 3 անգամ պակաս էր ինչպես բաժնետոմսերով, այնպես էլ պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալից:

Բոլոր դեպքերում, աղյուսակ 2.1.1-ի ցուցանիշները վկայում են բորսայական գործարքների դրական միտումների մասին, բացառությամբ 2009-2011 թվականների, որը, մեր կարծիքով, պայմանավորված էր համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով:

Շուկայի ընդհանուր կապիտալացումը, որն ըստ յուրաքանչյուր տարվա վերջի դրության ներկայացված է աղյուսակ 2.1.2-ում, հաշվարկված է «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում յուրաքանչյուր տարվա վերջի դրությամբ ցուցակված հասարակ անվանական բաժնետոմսերի համար, որոնցով «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում երկկողմանի անընդհատ աճուրդի միջոցով երբևէ կնքվել են գործարքներ:

**ՀՀ-ում շուկայի կապիտալացումը յուրաքանչյուր տարվա
վերջի դրությամբ (2005-2015 թթ.)¹⁰⁹**

մլն ՀՀ դրամ

Տարեթիվ										
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
18.876.981	21.872.334	31.058.154	52.929.752	53.097.234	52.020.740	53.847.175	53.332.818	61.697.675	73.001.035	103.770.515

Ինչպես վկայում են աղյուսակ 2.1.2-ի տվյալները, շուկայի ընդհանուր կապիտալացումը 2005-2015 թթ. ունեցել է հստակ արտահայտված աճի միտում, բացառությամբ 2010-2012 թթ., որը, մեր կարծիքով, նույնպես պայմանավորված էր համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով:

2016 թ. հոկտեմբերի 31-ի դրությամբ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ ընդհանուր շուկայական կապիտալացումը կազմել է 134.784.445.554 ՀՀ դրամ:

Ընկերության շուկայական կապիտալացումը հաշվարկված է որպես ընկերության կողմից թողարկված հասարակ անվանական բաժնետոմսերի քանակի և դրանցով կնքված վերջին գործարքի գնի արտադրյալ:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 2.1.3-ի տվյալները, 31.10.2016 թ. դրությամբ կապիտալացման ցուցանիշով շուկայում առաջատարը «Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ-ն է՝ ընդհանուրի մեջ 44,99% տեսակարար կշռով:

ՀՀ ֆինանսական շուկայում 2010-2015 թթ. հավատարմագրային կառավարման վերցված միջոցների նկարագիրը յուրաքանչյուր տարվա դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ներկայացված է աղյուսակ 2.1.4-ում:

¹⁰⁹ Կազմված է ըստ՝ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ-ի՝ <https://nasdaqomx.am/am/index.htm>, պաշտոնական կայքի [Էլեկտրոնային ռեսուրս]՝ www.nasdaqomx.am/am/bulletins.htm տվյալների հիման վրա:

**ՀՀ-ում բաժնետոմսեր թողարկողների առաջատար հնգյակն
ըստ կապիտալացման՝ 29.02.2016թ. և 31.10.2016 թ. դրությամբ¹¹⁰**

N	Թողարկող	Կապիտալացում, ՀՀ դրամ առ		Տեսակարար կշիռ, % առ	
		29.02.2016թ.	31.10.2016թ.	29.02.2016թ.	31.10.2016թ.
1	«Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ (MQER)	60.640.024.194	60.640.024.194	47,20	44,99
2	«ՅՈՒՆԻԲԱՆԿ» ԲԲԸ (UNIB)	25.223.978.330	33.245.978.360	19,64	24,67
3	«ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ (ARBK)	14.052.511.000	14.052.511.000	10,94	10,43
4	«Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ (AHEK)	10.863.000.000	10.969.500.000	8,46	8,14
5	«Հայաստանի էկոնոմիկայի Ջարգացման բանկ» ԲԲԸ (HEZB)	11.200.020.000	9.393.972.500	8,72	6,97
	Այլ թողարկողներ	6.482.459.500	6.482.459.500	5,05	4,81
	Ընդամենը	128.461.993.024	134.784.445.554		

**ՀՀ-ում 2010-2015 թթ. հավատարմագրային կառավարման
վերցված միջոցները (մլն ՀՀ դրամ)¹¹¹**

Ցուցանիշներ	Առ					
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Կառավարման վերցված դրամական միջոցներ	62,8	110,3	77,2	64,3	21,8	278,2
Կառավարման վերցված արժեթղթեր	1399,2	4015,5	2620,7	1472,8	158,8	1266,0
Այդ թվում՝ պետական	723,1	3671,8	2617,6	1470,9	0,0	1152,9

¹¹⁰ Կազմված է ըստ՝ ՆԱՄԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ-ի՝ <https://nasdaqomx.am/am/index.htm>, պաշտոնական կայքի [Էլեկտրոնային ռեսուրս]՝ www.nasdaqomx.am/am/bulletins.htm տվյալների հիման վրա:

¹¹¹ Կազմված է ըստ՝ ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2010, Եր., 2011, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2011, Եր., 2012, էջ 100, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2012, Եր., 2013, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 106, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2015, Եր., 2016, էջ 107:

պարտատոմսեր						
-------------	--	--	--	--	--	--

Ըստ աղյուսակ 2.1.4-ի տվյալների՝ կառավարման վերցված արժեթղթերի գծով կտրուկ աճ է գրանցվել 2011-ին, ապա, հետագա տարիներին՝ կտրուկ նվազում, և 2014 թ. արձանագրվել է 158,8 մլն ՀՀ դրամի ծավալ՝ 2011 թ. 4015,5 մլն ՀՀ դրամի դիմաց: Ավելին, 2014-ին պետական պարտատոմսերի գծով գրանցվել է 0-ական ցուցանիշ: Որոշակի դրական միտում է արձանագրվել 2015-ին:

Ներկայացված ցուցանիշները խոսում են այս ոլորտում ներդրումային ծառայությունների ոչ դրական դրսևորումների և անբավարար վիճակի մասին:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում 2010-2015 թթ. պահառության վերցված արժեթղթերի նկարագիրը յուրաքանչյուր տարվա դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ներկայացված է աղյուսակ 2.1.5-ում:

Աղյուսակ 2.1.5

ՀՀ-ում 2010-2015 թթ. պահառության վերցված արժեթղթերը¹¹²

Ցուցանիշներ	Առ					
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Պետական արժեթղթեր (մլն ՀՀ դրամ)	5135,7	7235,5	59659,2	39597,2	10617,3	10383,5
Ոչ պետական արժեթղթեր (մլն հատ)	3,1	54,0	60,3	54,2	12,0	10,5

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 2.1.5-ի տվյալները, 2010-2012 թթ. արձանագրվել են պահառության վերցված պետական արժեթղթերի աճի միտումներ, ընդ որում, կտրուկ աճ է գրանցվել 2012-ին, սակայն հետագայում ցուցանիշը նվազել է, իսկ 2014 թ. կտրուկ անկում է գրանցվել: Արձանագրված միտումները բնորոշ են եղել նաև ոչ պետական արժեթղթերին:

¹¹² Կազմված է ըստ՝ ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2010, Եր., 2011, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2011, Եր., 2012, էջ 100, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2012, Եր., 2013, էջ 97, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, էջ 96, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 106, ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2015, Եր., 2016, էջ 107:

Այսպիսով՝ ըստ վերլուծության արդյունքների, 2014 թ. ինչպես հավատարմագրային կառավարման, այնպես էլ պահառության գործառնությունների առումով գրանցվել են բացասական դրսևորումներ:

Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայում (ՀԿԴ) ռեեստր վարող թողարկողների և արժեթղթերի սեփականատերերի թիվը 2005-2014թթ. ներկայացված է աղյուսակ 2.1.6-ում:

Աղյուսակ 2.1.6

**Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայում ռեեստր վարող
թողարկողների և արժեթղթերի սեփականատերերի թիվը¹¹³**

Տարի	Սեփականատերերի թիվը, մարդ			Ռեեստր վարող թողարկողների թիվը		
	Գրանցված արժեթղթեր	Չգրանցված արժեթղթեր	Ընդամենը	Գրանցված արժեթղթեր	Չգրանցված արժեթղթեր	Ընդամենը
2005	94949	39550	134499	210	458	668
2006	28316	102584	130900	36	674	710
2007	24928	102559	127487	33	701	734
2008	6627	121702	128329	20	1182	1202
2009	7807	119901	127708	19	1508	1527
2010	7791	103885	111676	19	1556	1575
2011	7873	84727	92600	15	1599	1614
2012	7862	81085	88947	17	1670	1687
2013	2268	104733	107001	10	2036	2046
2014	2255	102967	105222	12	2178	2190

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 2.1.6-ի տվյալները, և՛ արժեթղթերի սեփականատերերի, և՛ ռեեստր վարող թողարկողների թիվը գրանցված արժեթղթերի մասով ունեցել է նվազման միտում, իսկ չգրանցված արժեթղթերի մասով՝ աճի միտում: Սակայն գրանցված և չգրանցված արժեթղթերի ընդհանուր ցուցանիշի առումով արժեթղթերի սեփականատերերի թիվն այդ ժամանակաշրջանում ունեցել է նվազման միտում, իսկ ռեեստր վարող թողարկողների թիվը՝ աճի միտում:

¹¹³ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, էջ 107:

Ըստ ԱՊՀ գործադիր Կոմիտեի 2014թ.-ի հաշվետվության ՀՀ արժեթղթերի շրջանառությունում հիմնական մասը կազմում են պետական պարտատոմսերով գործարքները, որի տեսակարար կշիռը գործարքների ընդհանուր ծավալում կազմում է 50,2%: Բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի առքուվաճառքի գործարքների տեսակարար կշիռը ընդհանուր ծավալում, համապատասխանաբար, կազմում է 3,2% և 46,6%:

Վաճառքների ծավալների հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ի նկատմամբ կազմում է 0,13%: Բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացումը 154,11 մլն ԱՄՆ դոլար է: Բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացման հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ի նկատմամբ 1,5% է¹¹⁴:

Այլ երկրներում ազգային թողարկողների արժեթղթերի տեղաբաշխումը և շրջանառությունը կարգավորվում է «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով: Այլ երկրներում թողարկողների արժեթղթերի հրապարակային առաջարկության սահմանափակում նախատեսված չէ: Այդպիսի առաջարկության համար բավարար է անցնել այլ երկրների օրենսդրությամբ նախատեսված ընթացակարգ:

2.2 Ներդրումային ծառայությունների իրականացման արտասահմանյան

փորձի համեմատական վերլուծություն

Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայում ձևավորված իրավիճակի ֆոնին, կարծում ենք, անհրաժեշտ է անդրադարձ կատարել ոչ միայն սեփական պատմական փորձին, այլև միջազգային պրակտիկային:

Այդ իսկ պատճառով, անհրաժեշտ է դիտարկել, թե ինչպես է զարգացել մասնագիտացված գործունեությունը այնպիսի խոշոր արժեթղթերի շուկաներում, ինչպիսիք են ամերիկյանը, Եվրամիության երկրներինը (մասնավորապես՝ ֆրանսիականը և գերմանականը):

¹¹⁴ Ст'ю Развитие Фондового рынка СНГ в 2013-2014 годах и перспективы обращения в его рамках ценных бумаг организаций-эмитентов из государств Содружества (информационно-аналитический материал), Исполнительный комитет СНГ, Москва, 2014 г., с. 4.

Արտասահմանյան գրականության մեջ և օրենսդրությունում «ներդրումային ծառայություններ» կատեգորիան ավանդաբար օգտագործվել է, առաջին հերթին, այն դեպքերում, երբ խոսքը գնացել է արժեթղթերի շուկայում գործառնությունների իրականացման մասին: Մասնավորապես, առաջին իրավական ակտերի թվին կարելի է դասել ԱՄՆ-ում միաժամանակ ընդունված ֆեդերալ այն օրենքները, որոնցով ապահովվել է արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ժամանակակից մոտեցումները: Դրանք են. 1940 թվականին ընդունված ներդրումային ընկերությունների մասին Օրենքը (**Investment Companies Act**) և նույնպես 1940 թվականին ընդունված՝ ներդրումային խորհրդատուների մասին Օրենքը (**Investment Advisers Act**):

Ներդրումային ընկերությունների մասին Օրենքը բազային իրավական ակտերի մեջ իր կարևորությամբ համարվում է երրորդը, որն, ըստ էության, լրացնում է 1933 և 1934 թվականների ԱՄՆ ֆոնդային շուկան կարգավորող Օրենքները¹¹⁵: 1940թ. ընդունված Օրենքը կարգավորում է ներդրումային ընկերությունների գործունեությունը, որոնք հանդիսանում են արժեթղթերի շուկայի հիմնական մասնագիտացված մասնակիցները: Ներդրումային ընկերությունների միջոցով ապահովող գլխավոր խնդիրը ներդրումային ռիսկերի բաշխումն է: Իր ակտիվները տեղաբաշխելով տարբեր ռիսկայնությամբ և տարբեր եկամտաբերությամբ արժեթղթերում, ներդրումային ընկերությունները հարթեցնում են ներդրողների հնարավոր կորուստները: Օրենքը ներդրումային ընկերությունները տրոհում է երեք կատեգորիաների.

1. Սերտիֆիկատներ թողարկող ներդրումային ընկերություններ (**Face-amount Certificate Companies**): Դրանք իրականացնում են տեղաբաշխման սերտիֆիկատների թողարկում, որոնք ըստ էության հանդիսանում են չապահովված պարտատոմսեր և տիրապետողին իրավունք են տալիս կամ սահմանված ժամկետում

¹¹⁵ Առաջին երկուսը համարվում են 1933թ. ընդունված արժեթղթերի մասին օրենքը (Securities Act) և 1934թ. ընդունված ֆոնդային բորսաների մասին օրենքը (Securities Exchange Act): Այդ իրավական ակտերը սահմանում էին արժեթղթերի կազմակերպված շուկայի կառուցման սկզբունքները: Նշված ակտերում ներառված կարգավորման սկզբունքները նշանակալի ազդեցություն թողեցին եվրոպական երկրների, ներառյալ Արևելյան Եվրոպայի և ՀՀ արժեթղթերի շուկայի մասին օրենսդրության վրա:

ստանալ ամրագրված եկամուտ, կամ էլ պահանջել սահմանված ժամկետում սերտիֆիկատի հետգնումը,

2. ներդրումային ֆոնդեր, յունիտ-տրաստներ (**Unit Investment Trusts**): Յունիտ-տրաստի փայի արժեթղթեր ունեցող անձը (share) իրավունք չունի պահանջելու հաստատագրված գումարի եկամտի վճարում: Ունենալով յունիտ-տրաստի փայ, նա իրավունք է ձեռք բերում ստանալու արժեթղթերի որոշակի փաթեթից եկամուտ, որը գտնվում է կա'մ հավատարմագրային կառավարչի մոտ, կա'մ էլ կաստոդիալային դեպոզիտարիայում: Յունիտ-տրաստներում գոյություն չունի տնօրենների վարչություն, ղեկավարման (մենեջմենթի) դերը ներդրումային փաթեթի որոշման և կառավարման շրջանակներում նվազագույնի է հասցված,
3. կառավարող ընկերություններ (**Management companies**): Բոլոր այն ներդրումային ընկերությունները, որոնք չեն հանդիսանում սերտիֆիկատներ թողարկող ընկերություններ կամ յունիտ-տրաստներ, համարվում են կառավարող ընկերություններ: Որպես կանոն, կառավարող ընկերությունը գլխավորում է վարչությունը (կառավարիչների խորհուրդը), որը ներդրումների ռազմավարության և մարտավարության ընտրության մեջ ունի լայն իրավասություններ: Կառավարող ընկերությունները թողարկում են արժեթղթեր (սերտիֆիկատներ, փայեր, բաժնետոմսեր), որոնք ունեն բաժնետոմսերին բնորոշ իրավական բնույթ (**equity securities**): Կառավարող ընկերությունների արժեթղթերը երբեմն համապատասխանում են պարտքային պարտավորություններին, որը ներդրողներին իրավունք է տալիս ստանալու ամրագրված եկամուտ: Կառավարող ընկերությունները բաժանվում են, այսպես կոչված, բաց (**open – end companies**), որը սովորաբար անվանում են կոլեկտիվ ներդրումային ֆոնդ (**mutual funds**) և փակ (**close – end companies**):

1940թ. ԱՄՆ-ում ընդունված ներդրումային խորհրդատուների մասին Օրենքը սահմանում է այն անձանց նկատմամբ պահանջները, որոնք արժեթղթերի թողարկման ծրագրի, արժեթղթերի շուկայի վիճակի և այլնի երաշխավորությունների կամ վերլու-

ծության նախապատրաստման ճանապարհով իրականացնում են ձեռնարկատիրական գործունեություն: Այդ օրենքի համաձայն ընկերությունը կամ անհատ ձեռնարկատերը, ով ցանկանում է զբաղվել արժեթղթերում ներդրումների կատարման խորհրդատվությամբ, պետք է գրանցվի արժեթղթերի առևտրի հանձնաժողովում և հետևի ներդրողների պաշտպանության դրույթներին: 1966թ. օրենքում կատարվեցին ուղղումներ (լրացումներ), համաձայն որի արժեթղթերի առևտրի հանձնաժողովում կարող են հաշվառվել միայն այն խորհրդատուները, որոնց կառավարման ներքո առկա են 25 մլն ԱՄՆ դոլարի ակտիվներ կամ այն խորհրդատուները, որոնք իրենց ծառայություններն են մատուցում արդեն գրանցված ներդրումային ընկերությունների կազմում:

Հատկանշական է, որ դեռևս անցած հարյուրամյակի 30-ական թվականներին ԱՄՆ-ում ձևավորվեց արժեթղթերի շուկայի կարգավորման երկմակարդակ համակարգ: Առաջին մակարդակը պետական կարգավորման մարմիններն են, նախևառաջ, արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողովը (**Securities Exchange Commission, SEC**) և նահանգներում կարգավորման հատուկ մարմինները: Երկրորդ մակարդակը դա արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ինքնակարգավորվող կազմակերպություններն են: ԱՄՆ-ում դրանց թվին են պատկանում, առաջին հերթին, ֆոնդային բորսաները և արժեթղթերի դիլերների Ազգային ասոցիացիան (**National Association of Securities Dealers, NASD**): 1934թ. ֆոնդային բորսաների մասին Օրենքի համաձայն արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնագիտացված մասնակիցները պարտավոր են գրանցվել ֆեդերալ մարմնում՝ SEC-ում:

ԱՄՆ-ում որպես ինքնակարգավորվող կազմակերպություն է հանդիսանում NASD-ը, որը ստեղծվել է 1939 թվականին, երբ Կոնգրեսը ընդունեց 1934 թ. օրենքի ուղղումներ, ավելացրեց 15A բաժինը, Մեյլոնի օրենքը: Օրենքը երաշխավորեց արտաբորսայական շուկաների կառավարման համար ինքնակարգավորվող մարմնի ստեղծումը:

NASD-ը, որպես այդպիսին, միակ կազմակերպությունն է, որը գոյություն ունի մինչև մեր օրերը: NASD-ի առավել կարևոր գործառույթը գործնական վարքագծի բարձր նորմերի պահպանումն է:

ԱՄՆ-ում մի շարք նահանգների իշխանությունները ընդունել են օրենսդրական ակտեր, որոնք ստացել են «կապույտ երկինք» օրենք անվանումը: Այդ օրենքները կոչված են պաշտպանելու ներդրողների շահերը անբարեխիղճ դիլերներից:

Աշխարհում դեռևս չկա այնպիսի երկիր, որում արժեթղթերի շուկան կարգավորվի այդքան խիստ, ինչպես ԱՄՆ-ում:

Ներդրողների պաշտպանության մասին 1970թ. ԱՄՆ օրենքը ընդհանուր գծերով ուղղված էր հաճախորդների պաշտպանությանը:

Ընդունված օրենքի հիման վրա 1970թ. դեկտեմբերին ձևավորվեց ներդրողների պաշտպանության Կորպորացիա (***Securities Investors Protection Corporation, SIPC***): Իր կարգավիճակով Կորպորացիան կիսապետական ոչ առևտրային կազմակերպություն է: Կորպորացիայի անդամ պետք է լինեն բոլոր գրանցված բրոքերները և դիլերները: SIPC-ի հիմնական խնդիրը բրոքերա-դիլերային ընկերությունների հաճախորդների պաշտպանությունն է՝ կապված այդ ընկերությունների սնանկացման արդյունքում ներդրողների հնարավոր կորուստների հետ:

Հարկ է նշել, որ 1929-33 թվականների ճգնաժամի հաղթահարման հետ կապված ԱՄՆ-ում ընդունված այլ որոշումներով, որը նույնպես էական ազդեցություն ունեցավ արտասահմանյան շատ երկրների օրենսդրությունների վրա, բանկային գործունեության և արժեթղթերի շուկայի գործունեության տարանջատումն էր:

Այդպիսի բաժանումը երևան եկավ, այսպես կոչված, Գլասսա Ստիգոլլայի օրենքի ընդունման շնորհիվ¹¹⁶:

Այդպիսի բաժանման արդյունքը եղավ այն, որ ԱՄՆ-ում վերոնշյալ օրենքի ընդունումից հետո «ներդրումային ծառայություններ» կատեգորիան սկսեց հասկացվել որպես արժեթղթերում ներդրումների տեղաբաշխման (առաջին հերթին դրամական կապիտալի տեսքով) հետ կապված մասնագիտացված ծառայություններ: Ներդրումային ծառայությունները ավանդաբար հակադրվում էին այսպես կոչված բանկային ծառայություններին՝ կապված ավանդատուների դրամական միջոցների ընդունման և փոխատվական կապիտալի տեսքով այդ միջոցների տեղաբաշխման հետ:

Այդպիսի բաժանումը գոյատևեց բավական երկար: Սակայն, նոր էլեկտրոնային տեխնոլոգիաների զարգացման հետ բանկային և ներդրումային գործունեության բաժանում իրականացնող երկրներում նկատվեց Գլասսա Ստիգոլլայի օրենքով սահմանված սկզբունքներից աստիճանական հրաժարում: Որպես այդպիսի հրաժարման օրինակ կարող է ծառայել բանկային ծառայությունների ունիվերսալ համակարգի և բանկերը առևտրային ու ներդրումային բաժանման համակարգի միջև փոխզիջումը, որը ձեռք բերվեց 1993 թվականի ներդրումային ծառայությունների մասին ԵՄ դիրեկտիվների (*Investment Services Directive*, այսուհետ՝ *ISD*) շրջանակներում¹¹⁷:

ISD-ի կողմից սահմանված կարգավորումը ուներ համալիր բնույթ և ներառում էր արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության լիցենզավորումը, այդպիսի

¹¹⁶ Գլասսա Ստիգոլլայի օրենքը, երկար տարիներ, կարգավորելով ԱՄՆ-ի ֆինանսական ծառայությունների շուկայի «իրավական կմախքը», ընդունվեց 1933 թվականին: Այն նախատեսեց առևտրային բանկերի և ներդրումային ընկերությունների գործունեության մի շարք սահմանափակումներ: Մասնավորապես, այդ օրենքը, սահմանեց արժեթղթերով գործառնությունների զգալի սահմանափակ ցանկ, որը կարող են իրականացնել բանկերը, արգելեց արժեթղթերով գործառնություններ իրականացնող բանկերի մասնաճյուղերի ստեղծման պրակտիկան, արժեթղթերի շուկայում գործառնություններ իրականացնող ընկերություններին արգելեց ավանդների ընդունման բանկային գործառնություններ իրականացնել, չեկերով վճարումներ կատարել և նմանատիպ բանկային գործառնություններ, ներդրումային ընկերությունների տնօրեններին, ծառայողներին արգելեց միաժամանակ լինել բանկային ընկերությունների պաշտոնատար անձ, տնօրեն, ծառայող: (Տե՛ս Սոլլարդ Ա.Մ., Փայսեկ Ջ.Գ., Ջլլիս Կ.Ք., Դեյլի Ջ.Փ. *Банковское право США/пер. с англ., под ред. Я.А.Куника, М., 1992, с. 360-362*):

¹¹⁷ Տե՛ս Council Directive on investment services in the securities field (ISD) №93/22/EEC of 10.05.1993// OJL141 of 11.06.1993. P. 27.

գործունեության հսկողությունը և ներդրողների իրավունքների պաշտպանությունը: ISD-ում ներառված է արժեթղթերի շուկայի ոլորտում օգտագործվող և ինտեգրացման պահանջները արտացոլող հասկացություններ: ISD-ն, ըստ էության, պետք է միավորեր ԵՄ անդամ պետությունների տարբեր իրավական մշակույթների 12 կարգավորող մոտեցումները ֆինանսական ծառայությունների շուկայի կարգավորման միասնական համակարգում: Հարկ է նշել, որ դրանց մեջ էին մտնում ինչպես այն պետությունները, որոնց ֆինանսական շուկան կառուցված էր ունիվերսալ բանկային համակարգի վրա (որի ներկայացուցիչն էր Գերմանիան), այնպես և այն երկրները, որոնք ավանդաբար, բանկային հատվածը բաժանում էին (իսկ դրա հետ նաև ֆինանսական ծառայությունների շուկան) առևտրային բանկերի կողմից զբաղեցնող հատվածի և ներդրումային բանկերի ու այլ ներդրումային միջնորդների կողմից զբաղեցնող հատվածի (Մեծ Բրիտանիա):

Միաժամանակ, ISD-ի շրջանակներում արդեն հնարավոր էր միևնույն մասնագիտացված մասնակիցների կողմից ունիվերսալ ծառայությունների մատուցումը ինչպես բանկային ծառայությունների շուկայում, այնպես և արժեթղթերի շուկայում:

Այսպիսով, գտնվեց պետությունների միջև փոխզիջման տարբերակ (նրանց, որոնց ֆինանսական շուկաները կառուցվում են ունիվերսալ բանկային համակարգի վրա և նրանց, որոնցում բանկերը բաժանվում են առևտրայինի և ներդրումայինի): Ըստ էության, տվյալ մոտեցումը արտացոլում է դրամական կապիտալի տեղաբաշխման հետ կապված ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունների գործունեության ունիվերսալացման միտումները¹¹⁸:

ԱՄՆ-ի 1999թ. օրենքի ընդունումով, ըստ էության, տեղի ունեցավ «լեգալացում», այլ կերպ ասած օրենսդրական ակտի մակարդակով օգտագործվեց «ֆինանսական ծառայություններ», «ֆինանսական գործունեություն» կատեգորիաները:

¹¹⁸ Հարկ է նշել, որ ISD-ի ընդունումը, ինչպես նաև Հարավ-արևելյան Ասիայի երկրների ֆինանսական ծառայությունների շուկայում բարեփոխումները, նպաստեցին նրան, որ 1999թ. ԱՄՆ-ում ընդունվի ֆինանսական ծառայությունների արդիականացման օրենքը (Լիզա-Քլայլի օրենքը), որով էական փոփոխություններ մտցվեց Գլասսա-Ստիգոլլայի օրենքում:

Մեծ Բրիտանիայում 2000թ. հունիսին ընդունվեց նոր օրենք, որը 2001թ. հունիսից պետք է փոխարիներ 1986 թվականի՝ ֆինանսական ծառայությունների և շուկաների մասին Օրենքին (***Financial Services and Markets Act***): Այդ օրենքը գործնականում չունի իր նմանօրինակը, նախևառաջ, հարաբերությունների կարգավորման ծավալի առումով:

2007թ. նոյեմբերին ուժի մեջ մտավ «Ֆինանսական գործիքների շուկաների մասին» ԵՄ-ն 2004թ. ապրիլի 21-ին ընդունված թիվ 2004/39/EC նոր Դիրեկտիվը (MiFID)¹¹⁹, որը փոխեց ԵՄ մի քանի դիրեկտիվներ, ինչպես նաև դադարեցրեց ISD-ի գործունեությունը, միաժամանակ իր մեջ ներառելով նրա մի շարք դրույթներ:

Դիրեկտիվով առաջ քաշված «ֆինանսական գործիք» հասկացությունը (financial instrument) ներառում է ոչ միայն արժեթղթերը և դրամական շուկայի գործիքները, այլև կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի գործիքները, հաշվարկային և ածանցյալ ֆինանսական գործիքները (օպցիոններ, ֆյուչերսներ, սվոփներ, ֆորվարդներ):

MiFID-ի հիմնարար հասկացություններից է «ներդրումային ֆիրմա» (investment firm): Այն անձ է, որը իրականացնում է մեկ կամ մի քանի ներդրումային գործունեության մեկ կամ մի քանի տեսակներ:

Այն ինստիտուտները, որոնց վրա տարածվում է MiFID-ի գործողությունը, հանդիսանում են արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներ՝ «ներդրումային ֆիրմաներ», որոնց գործունեության համար անհրաժեշտ է ստանալ թույլտվություն (լիցենզիա):

Այսպիսով, MiFID-ի գործունեության ոլորտը ընդգրկում է շուկայի բոլոր գործիքային հատվածները. բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ, կոլեկտիվ ներդրումների շուկա:

¹¹⁹ Տե՛ս Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EE 1/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L 145, 30.04.2004. p. 1-44.

ԵՄ անդամ որևէ պետությունում լիցենզավորումից հետո, ընկերություններին պետք է իրավունք տրվի ԵՄ ամբողջ տարածաշրջանում գործունեություն իրականացնել՝ առանց ԵՄ անդամ այլ երկրների իրավասու մարմինների կողմից լրացուցիչ թույլտվության ստացման անհրաժեշտության:

Դիրեկտիվը պարունակում է «ներդրումային ծառայություններ և գործունեություն» հասկացության սահմանումը (Investment services and activities), որը ներառում է. ֆինանսական գործիքներով հանձնարարականների ընդունումը, փոխանցումը և կատարումը, սեփական հաշիվների վարումը, ներդրումային փաթեթի կառավարումը, ներդրումային խորհրդատվությունը, անդերոայթինգը, ֆինանսական գործիքների տեղաբաշխումը, այսպես կոչված, բազմակողմ ֆինանսական համակարգի գործունեությունը (Multilateral Trading Facilities, MTF):

Դիրեկտիվով սահմանված է արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության բաց լինելու, գործարքների կատարման մասին տեղեկատվության պահպանման, շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների հաշվետվության և այլնի նկատմամբ միասնական պահանջներ:

Հետաքրքիր է, որ Դիրեկտիվը ներառում է MTF-ի շրջանակներում արժեթղթերի արտաբորսայական շուկայի կարգավորման առանձին տարրեր, սահմանելով ոչ միայն ազգային կարգավորողի մոտ անհրաժեշտ գործունեության իրականացման թույլտվության ստացման պահանջներ, այլև ԵՄ անդամ պետությունների վրա պարտավորություն դնել MTF-ը կառավարող ներդրումային ֆոնդերի և օպերատորների հետ կապված պահանջներ ներառելու:

Դիրեկտիվի տվյալ նորմերը կոչված լինելով բարձրացնել MTF-ի գործունեության թափանցիկությունը, եվրոպական և ամերիկյան ֆինանսական շուկաների խոշոր մասնակիցների մոտ MTF-ի ստեղծման կապակցությամբ ակտիվ հետաքրքրություն են առաջացրել:

ԵՄ անդամ յուրաքանչյուր պետություն պետք է վարի ներդրումային ֆիրմաների ռեեստր և ԵՄ անդամ մյուս երկրներին տրամադրի համապատասխան տեղեկատվություն:

Շուկայի մասնակիցների և փորձագետների կարծիքով MiFID-ի ընդունումը և գործողության մեջ մտնելը լրացուցիչ խթան հանդիսացավ եվրոպական արժեթղթերի շուկայի համախմբման համար, ակտիվացրեց դրա փոխներգործության գործընթացները, ներառյալ ինստիտուտների և ենթակառուցվածքների (բորսաներ, հաշվարկային համակարգեր) միավորումը:

ԵՄ երկրներում արժեթղթերի շուկայի ֆինանսական կարգավորիչի գործառույթները (վերազգային մասշտաբով) դրված են էկոնոմիկայի և սոցիալական հարցերի գծով ԵՄ Խորհրդին կից մասնագիտական (պրոֆիլային) կոմիտեների և եվրոպական արժեթղթերի Կոմիտեի (European Securities Committee) վրա: Վերջինս ստեղծվել է ԵՄ Հանձնաժողովի 2001թ. հունիսի 6-ի թիվ 2001/528/EC Որոշմամբ՝ արժեթղթերի շուկայի բնագավառում ԵՄ քաղաքականության կոորդինացման բարելավման նպատակով: Կոմիտեի խնդիրը ԵՄ արժեթղթերի շուկայի քաղաքականության բնագավառում ԵՄ հանձնաժողովի հանձնարարականների ձևավորումն է¹²⁰: Միաժամանակ, ԵՄ Հանձնաժողովի 2001թ. հունիսի 6-ի թիվ 2001/527/EC Որոշմամբ ստեղծվեց «ԵՄ արժեթղթերի շուկայի կարգավորիչների Կոմիտե» անկախ խորհրդատվական խումբը, որի նպատակը արժեթղթերի շուկայի հարցերով հրատապ խորհրդատվությունների անցկացումն է¹²¹:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ոլորտում գոյություն ունի նաև վերազգային բնույթի մարմին, որը չի հանդիսանում Կարգավորող բառիս իսկական իմաստով: Դա, մասնավորապես, արժեթղթերի շուկայի կարգավորիչների միջազգային կազմակերպությունն է (**International Organization of Securities Commissions**, այսուհետ՝ IOSCO):

¹²⁰ Տե՛ս Commission Decision №2001/528/EC of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee, OJ L 191, 13.07.2001, p. 45-46.

¹²¹ Տե՛ս Commission Decision №2001/527/EC of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators, OJ L 191, 13.07.2001, p. 43-44.

IOSCO-ն միավորում է ավելի քան 100 պետությունների ֆոնդային շուկաների կարգավորիչներին (համաշխարհային արժեթղթերի շուկայի 90%-ը):

Ֆինանսական ծառայությունների շուկայում ստանդարտների և կանոնների մշակման հարցերում ներգրավված կազմակերպությունների թվին են պատկանում նաև միջազգային հաշվարկների Բանկը (**Bank for International Settlements, BIS**), սվոփի և ածանցյալ գործիքների միջազգային ասոցիացիան (**International Swaps and Derivatives Association, ISDA**), արժեթղթերի շուկայի Միջազգային ասոցիացիան (**International Securities Market Association, ISMA**):

Կարևոր է նշել, որ ԵՄ Դիրեկտիվները սպառիչ պատասխան չեն տալիս ԵՄ անդամ պետությունների արժեթղթերի շուկայի ազգային կարգավորիչների վերջնական տեսքի հարցերին: Դրանք կարգավորման ուղղությունների և բովանդակության դիրեկտիվի միջոցով սահմանում են միայն այդպիսի կարգավորիչների գործառույթների և լիազորությունների նկատմամբ անհրաժեշտ պահանջները: Համապատասխանաբար ԵՄ անդամ պետությունների արժեթղթերի շուկայի կարգավորիչների գործունեության ներքին կանոնների հարցերը կարգավորվում են ազգային օրենսդրությամբ: ԵՄ մեջ մտնող երկրները օգտագործում են այդպիսի կարգավորման տարբեր մոդելներ՝ ամբողջ ֆինանսական շուկայում մեգակարգավորիչների ստեղծումից մինչև արժեթղթերի շուկայի առանձին հատվածներում մի քանի կարգավորող մարմինների գոյությունը:

Մեծ Բրիտանիայում 1997թ. ձևավորվեց ֆինանսական շուկայի Ծառայություն (**Financial Services Authority, FSA**), որը հանդիսանում է ֆինանսական շուկայի մեգակարգավորող: Ինչպես արդեն նշել ենք, 2000թ. Միացյալ Թագավորությունում ընդունվեց ֆինանսական ծառայությունների և շուկաների մասին համալիր օրենք (**Financial Services and Markets Act**), որը փաստացի ամրապնդեց ֆինանսական շուկայի կարգավորման համակարգում արդեն կատարված փոփոխությունները:

FSA-ի նպատակը Մեծ Բրիտանիայի ֆինանսական համակարգի նկատմամբ վստահության աջակցումն է, բնակչության ֆինանսական գրագիտության բարձրացումը, ներդրողների համար անվտանգության անհրաժեշտ մակարդակի ապահովումը, ֆինանսական ոլորտում հանցագործությունների հնարավորության նվազեցումը: Նրա դրույթները կիրառվում են բանկերի, շինարարական կազմակերպությունների, ապահովագրական ընկերությունների, փոխադարձ վարկավորման ընկերակցությունների, ներդրումային և կենսաթոշակային խորհրդատուների (Investment and pensions advisers), բրոքերների, ածանցյալ ֆինանսական գործիքների շուկայի օպերատորների (Derivatives market) հարաբերություններում:

Ի տարբերություն ամերիկյան SEC-ի, FSA-ի գործունեության հիմնական խնդիրը ոչ թե ներդրողների իրավունքների պաշտպանությունն է, այլ Մեծ Բրիտանիայի ֆինանսական շուկայի զարգացումը, որը այսօր արդիական է նաև Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի կարգավորման համակարգի համար:

2002թ. Գերմանիայի ֆինանսական հսկողության ինտեգրացված համակարգի ձևավորման մասին Օրենքի հիման վրա ֆոնդային շուկայի, բանկերի և ապահովագրական ընկերությունների վրա հսկողությունը միավորվեց միասնական հսկողական և կարգավորման մարմնի շրջանակներում (մեզակարգավորիչ)՝ **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)**, որը լիազորված է իրականացնել արժեթղթերի ծրագրի գրանցում, արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության թափանցիկության հսկողություն, շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների լիցենզավորում, շուկայի մանիպուլյացիաների և ինսայդերական գործարքներին վերաբերվող կանոնների պահպանում, փողերի «լվացման» և ահաբեկչության ֆինանսավորման նպատակներով ֆինանսական համակարգի օգտագործման հակազդեցություն և այլն:

Այսպիսով, ֆինանսական օրենսդրության ունիվերսալացման ԵՄ վերը ներկայացված փորձը կարող է օգտակար լինել նաև Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի համար:

ԱՄՆ-ի արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեությունը, ավանդաբար, տարբեր է բորսայական և արտաբորսայական արժեթղթերի շուկայում:

ԱՄՆ-ում ներկայումս գործում են 7 ֆոնդային բորսաներ. Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսան (NYSE) և Ամերիկյան ֆոնդային բորսան (հիմնականները՝ primary exchanges), Բոստոնի ֆոնդային բորսան, Ֆիլադելֆիայի ֆոնդային բորսան, Չիկագոյի ֆոնդային բորսան (մինչև 1993թ. կոչվում էր Միջին Արևմուտքի ֆոնդային բորսա), Ֆինցիննատիի ֆոնդային բորսան և Խաղաղօվկիանոսյան ֆոնդային բորսան (Լոս Անջելես, Սան Ֆրանցիսկո): Դրանցում առաջատարը եղել և մնում է NYSE-ն, այդ իսկ պատճառով այն կարելի է դիտարկել որպես ԱՄՆ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների գործունեության օրինակ:

NYSE-ի անդամներ են միայն ֆիզիկական անձինք: 1956 թվականից անդամների թիվը մնացել է անփոփոխ՝ 1366¹²²: NYSE-ի առևտրում թույլատրվում են միայն այն արժեթղթերը, որոնք գրանցում են անցել: Ի տարբերություն եվրոպական երկրների բորսաների՝ այստեղ չկան, այսպես կոչված, «երկրորդ» կամ «երրորդ» ցուցակի արժեթղթեր: Բոլոր արժեթղթերի համար, որոնք կարելի է վաճառել NYSE-ում, գոյություն ունեն գրանցման միասնական պահանջներ: Ընդ որում, NYSE-ում գրանցման պահանջները ԱՄՆ-ի և ամբողջ աշխարհի մնացած բորսաների համեմատությամբ ամենախիստն են:

Գոյություն ունի NYSE-ի անդամների 4 կատեգորիա. կոմիսիոն բրոքերներ, մասնագետներ, առևտրի սրահի բրոքերներ և գրանցված վաճառողներ (թրեյդերներ):

Կոմիսիոն բրոքերները (commission broker) իրավունք ունեն կատարել միայն հաճախորդի հանձնարարականը: Սեփական հաշվին գործառնությունները նրանց արգելված է:

Մասնագետները՝ դիլերները, որոնք մոտ 400 են, իրենց հաշվին և իրենց անունից գնում և վաճառում են մի քանի թողարկողների բաժնետոմսերը և զբաղվում են դրանց

¹²² Տե՛ս Финансовая компания “Титан”, fc-titan.com/rynok-cennyh-bumag-ssha.

գնանշմամբ: Բորսայի կանոնները արգելում են նրանց բաժնետոմսեր գնել և վաճառել հաճախորդների հանձնարարությամբ, այսինքն՝ իրականացնել բրոքերային գործառույթ: Սակայն մասնագետները կարող են իրականացնել կոմիսիոն (բրոքերային) գործառնություններ բորսայի մյուս անդամների համար: NYSE-ի կանոնների համաձայն՝ գոյություն ունեն մասնագետների 4 տեսակներ. կանոնավոր, օժանդակ, ասոցացված և ժամանակավոր (regular, relief, associate, temporary): Բորսայի անդամներից ոչ մեկը իրավունք չունի կատարել մասնագետի գործառույթ, եթե նա ֆոնդային բորսայի կողմից դրա համար լիազորված չէ:

Մասնագետի վրա դրված են երկու գործառույթներ. նախ, նա իրականացնում է սահմանափակ (լիմիտավորված) հրամաններ, որոնք նրան տալիս են բորսայի մյուս անդամները, այսինքն՝ գործում է որպես գործակալ, երկրորդ՝ իր հաշվին իրականացնում է դիլերին կամ պրինցիպալին բնորոշ գործունեություն:

Առևտրի սրահի բրոքերը (կամ ինչպես ասում են երկդոլարանոց բրոքերը) իրականացնում է կոմիսիոն բրոքերի հանձնարարականը, եթե նրանք չեն հասցնում կատարել պատվերները:

Գրանցված վաճառողները (թրեյդերները) նույնպես դիլերներ են, սակայն ի տարբերություն մասնագետների, պատասխանատու չեն որոշակի բաժնետոմսերի համար: Բորսայի այդ անդամները իրավունք ունեն իրենց անունից և իրենց հաշվին իրականացնել գործառնություններ ցանկացած արժեթղթերի հետ, սակայն հաճախորդների հանձնարարականների կատարում նրանց արգելված է:

Արժեթղթերի արտաբորսայական շուկան առաջին հերթին ներառում է ԱՄՆ արժեթղթերի դիլերների ազգային ասոցիացիայի կողմից ստեղծված ավտոմատ գնանշման համակարգչային համակարգը (***National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ***), որը ներկայումս ստացել է բորսայի կարգավիճակ¹²³:

¹²³ Տե՛ս Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Մալնազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ-97», 2009, էջ 27:

NASDAQ-ը դա համազգային համակարգ է, որի աշխատանքը ապահովում են երկու հաշվողական կենտրոններ՝ գտնվելով Տրամբուլեյում (Կոննեկտիկուտ նահանգ) և Ռոկվիլլեյում (Մերիլենդ նահանգ): Համակարգից օգտվողներն են բրոքերադիլերային ֆիրմաները (3200 տերմինալներ) և բաժանորդները (200 000 տերմինալ աշխարհի 50 երկրներում), որոնք դրա օգնությամբ տեղեկատվություն են ստանում NASDAQ-ում գնանշում ունեցող բաժնետոմսերի շուկայի վիճակի մասին:

NASDAQ-ի գլխավոր տարբերությունը բորսայից նրանում է, որ դա էլեկտրոնային «վիրտուալ», այլ ոչ թե ֆիզիկական շուկա է:

Բոլոր դեպքերում արժեթղթերի շուկայում առաջատարը NYSE-ն է, որում բաժնետոմսերի օրական առևտրի ծավալը 2007թ. կազմել է մոտ 12,5 մլրդ դոլար, իսկ NASDAQ-ում այդ ցուցանիշը, համապատասխանաբար, կազմել է 10 մլրդ դոլար, տարածքային բորսաներում այն մի քանի կարգ ցածր է, Ամերիկյան ֆոնդային բորսայում՝ մոտ 200 մլն դոլար¹²⁴:

Արևմտյան Եվրոպայի բորսաները գործարքների և բորսայական կապիտալացման ծավալներով հետ են մնում ԱՄՆ-ի և Ճապոնիայի բորսաներից: Այսպես՝ ԱՄՆ-ում արժեթղթերի բորսայական կապիտալացումը կազմում է համաշխարհայինի 35%-ը, Ճապոնիայում՝ 32,4%, Արևմտյան Եվրոպայում՝ 26,5%, այդ թվում. Անգլիայում՝ 10,2%, Գերմանիայում՝ 3,6%, Ֆրանսիայում՝ 3,5%¹²⁵:

ԱՄՆ-ի ֆոնդային շուկայի արժեքային շրջանառությունը աշխարհում առաջին տեղում է՝ կազմելով 48%, Ճապոնիայում՝ 13%, Անգլիայում՝ 6%¹²⁶:

ԱՄՆ-ի բաժնետոմսերի շուկայի բաժնի փոփոխությունը համաշխարհային համախառն կապիտալացման մեջ զարգացած այլ երկրների համեմատությամբ ունի հետևյալ պատկերը (տե՛ս աղյուսակ 2.2.1):

¹²⁴ Տե՛ս Финансовая компания “Титан”, fc-titan.com/rynok-cennyh-bumag-ssha.

¹²⁵ Տե՛ս Рынок ценных бумаг, под ред. Е.Ф.Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009, с. 154.

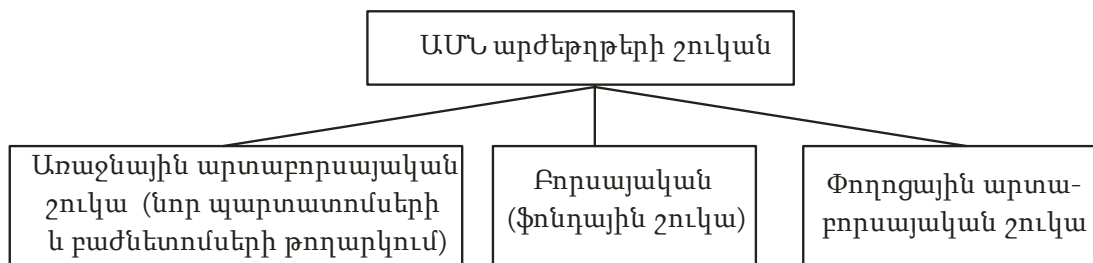
¹²⁶ Տե՛ս նույն տեղը, էջ 226:

**ԱՄՆ բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացման բաժինը համաշխարհային
համախառն կապիտալացման մեջ, % ¹²⁷**

Երկիրը	1980	1985	1990	1995	2000	2005
ԱՄՆ	53	50	32	38	47	50
Ճապոնիա	14	21	31	21	12	6
Մեծ Բրիտանիա	7,5	7,0	9,0	8,0	8,0	7,1

Խոսելով ԱՄՆ-ի արժեթղթերի շուկայի մասին, հարկ է նշել, որ արևմտյան երկրների ազգային շուկաների մեջ այն ամենահզորն ու ճյուղավորվածն է: Նա էականորեն ազդում է այլ երկրների արժեթղթերի շուկաների վրա և սերտորեն համագործակցում է վերջիններիս հետ:

Ներկայումս ԱՄՆ արժեթղթերի շուկան ունի հետևյալ կառուցվածքը (տե՛ս գծապատկեր 2.2.1):



Գծապատկեր 2.2.1 ԱՄՆ արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքը

Առաջնային շուկայի հիմնական մասնակիցներն են. թողարկողները՝ խոշոր արդյունաբերական, տրանսպորտային և առևտրային կորպորացիաները, ներդրողները՝ ապահովագրական (հիմնականում կյանքի ապահովագրության) ընկերությունները, բաց և փակ տեսակի ներդրումային ընկերությունները և մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերը: Այդ շուկայում թողարկողների և ներդրողների միջև միջնորդներն են հզոր ներդրումային բանկերը, որոնց մի շարք դեպքերում կարող են միանալ բանկային տները և բրոքերային ֆիրմաները:

¹²⁷ Կազմված է ըստ՝ Рынок ценных бумаг: учебник/ под ред. Е.Ф.Жукова. – М.: Волтерс Клувер, 2010, с. 283:

ԱՄՆ արժեթղթերի առաջնային շուկան հանդիսանում է պարտատոմսային շուկա, քանի որ կորպորացիաների մասնավոր պարտատոմսերին բաժին է ընկնում ամբողջ թողարկված արժեթղթերի 70-80% (առանձին տարիներին՝ 90%), այն դեպքում, երբ բաժնետոմսերը կազմում են 10-30%:

Առաջնային շուկայի զարգացվածությունը, ճյուղավորվածությունը և գործունեության ճկունությունը նպաստել է տեղաբաշխման կայուն միջնորդական մեխանիզմի ստեղծմանը: ԱՄՆ-ի այդ շուկայում լայնորեն կիրառվում է մասնավոր պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի տեղաբաշխման 5 մեթոդներ.

- անդերուայթինգ (underwriting), որի դեպքում ներդրումային բանկերը կորպորացիաներից ձեռք են բերում պարտատոմսային փոխառություններ, այնուհետև վաճառում են ներդրողներին՝ տեղաբաշխման և խորհրդատվության համար ստանալով միջնորդավճար,
- ուղղակի տեղաբաշխում (direct placement), որի դեպքում թողարկողը իր միջոցները տեղաբաշխում է ներդրողների մոտ, շրջանցելով ներդրումային բանկերին, որոնք, սակայն կարող են լինել տեղաբաշխման խորհրդատու և միջնորդավճար ստանալ միայն խորհրդատվության համար,
- հրապարակային առաջարկ (public offer), որի դեպքում ներդրումային բանկերը հանդես են գալիս որպես միջնորդ թողարկողի և ներդրողի միջև և արժեթղթերը տեղաբաշխում են, դրանք թողարկողից ձեռք չբերելով, միաժամանակ տեղաբաշխման և խորհրդատվության համար ստանալով միջնորդավճար,
- մրցակցային սակարկություններ (competitive bidding), որի դեպքում ներդրումային բանկերի խումբը թողարկողի անունից աճուրդի միջոցով կազմակերպում է սակարկություններ և արժեթղթերը ներդրողին (ներդրողներին) է վաճառում բարձր գին առաջարկելով, տեղաբաշխման և խորհրդատվության համար ստանալով միջնորդավճար,

- տեղաբաշխման նոր տեխնոլոգիա (new technology placement), որի դեպքում թողարկող կորպորացիան շուկայում ինքն է տեղաբաշխում արժեթղթերը՝ ստեղծելով հատուկ ֆինանսական ստորաբաժանում, որը կապի ժամանակակից միջոցներով ներդրողին առաջարկում է ձեռք բերել իր արժեթղթերը:

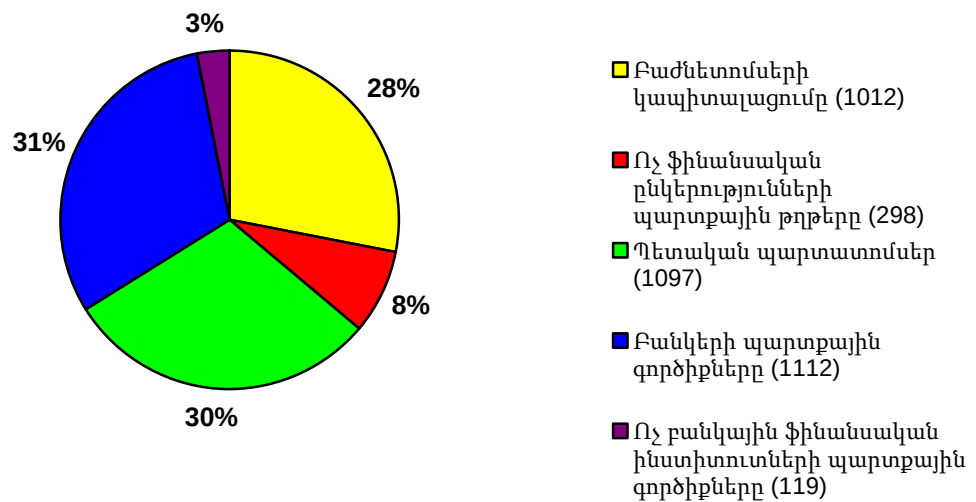
ԱՄՆ-ում բորսաները իրենցից ներկայացնում են շուկա, որոնցում, մի կողմից իրենց արժեթղթերն են (հիմնականում բաժնետոմսեր) վաճառում կորպորացիաները և ֆինանսավարկային կազմակերպությունները, որոնք ունեն լրացուցիչ դրամական միջոցների կարիք, մյուս կողմից՝ անհատ անձինք, տարբեր կազմակերպություններ ցանկանում են շահավետ ներդնել իրենց անձնական դրամական խնայողությունները: Ըստ ամերիկյան բորսայական փորձագետների գնահատականների, բորսայում պոտենցիալ գնորդների թիվը մոտ 100մլն մարդ է:

Մանր և միջին ընկերությունների համար, որոնց թողարկած արժեթղթերը չէին ընդունվում առաջնային և բորսայական շուկաներում, 1970-1980թթ. փողոցային շուկան ԱՄՆ ամբողջ արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքում դարձավ կարևոր տարրը: Այդ շուկայի կազմակերպիչներն էին բորսայական շուկայում գործող ամերիկյան բրոքերային ֆիրմաները և խոշոր անհատ բրոքերները: 1971 թ. NASDAQ-ի ստեղծումը հնարավորություն տվեց ստեղծել կազմակերպված փողոցային շուկան: Սկզբնական շրջանում այդ շուկան ընդունում էր հիմնականում փոքր և միջին ընկերությունների բաժնետոմսերը, սակայն 1980-1990 թթ. նրանում սկսեցին իրենց բաժնետոմսերը տեղաբաշխել նաև ամերիկյան խոշոր ընկերությունները:

Ֆրանսիա – Ֆրանսիայի արժեթղթերի շուկան աշխարհում հնագույններից մեկն է: Ֆրանսիայում թողարկվում են տարատեսակ պարտքային և բաժնային արժեթղթեր: ինչպես և երկրների մեծամասնությունում, հիմնական հատվածը պարտքային գործարքների շուկան է (տե՛ս գծապատկեր 2.2.2):

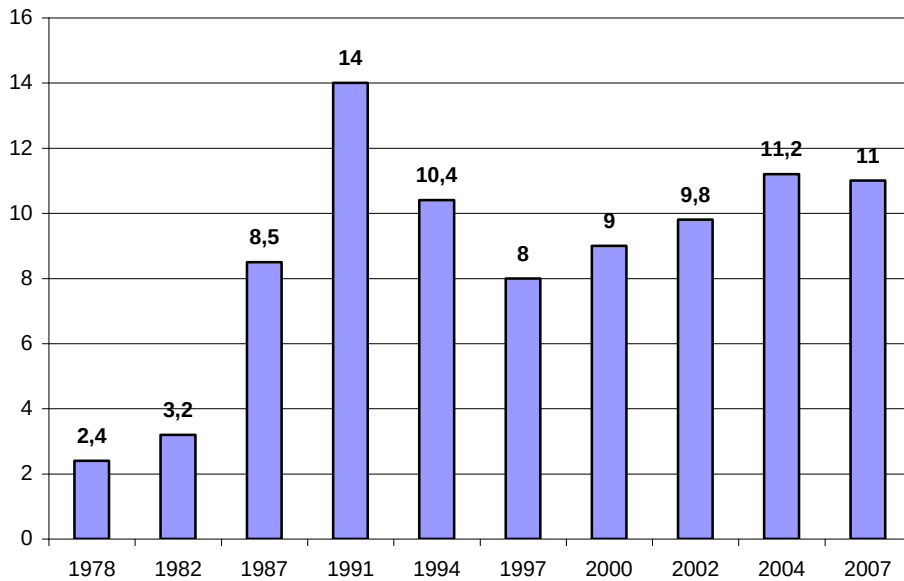
Ֆրանսիայում արժեթղթեր (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտների գործիքներ) ունեցողների թվաքանակը 2007 թ. կազմում էր 11 մլն մարդ (տե՛ս գծապատկեր 2.2.3):

Ըստ կապիտալացման մակարդակի Ֆրանսիան 2007-2011 թթ. աշխարհում զբաղեցրել է 5-րդ տեղը, զիջելով միայն ԱՄՆ-ին, Ճապոնիային, Չինաստանին և Մեծ Բրիտանիային (տե՛ս աղյուսակ 2.2.2):



Գծապատկեր 2.2.2 Ֆրանսիայի արժեթղթերի շուկայի կառուցվածքը ըստ գործիքների, 2008 թ., նոյեմբեր (փակագծերում բերված են տվյալները մլրդ եվրոյով)¹²⁸

¹²⁸ Տե՛ս Banque de France. Les émissions de titres des résidents français. Novembre 2008 Le 06 janvier 2009.



Գծապատկեր 2.2.3 Արժեթղթերում ներդրողների քանակը Ֆրանսիայում, մլն մարդ¹²⁹

Աղյուսակ 2.2.2

Բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացումը ըստ երկրների, մլրդ դոլար¹³⁰

Երկրները	2007	2008	2009	2010	2011
ԱՄՆ	19947,28	11737,65	15077,29	17138,98	15640,7
Ճապոնիա	4453,47	3220,49	3377,89	4099,59	3504,68
Չինաստան	6226,31	2793,61	5007,65	4762,84	3389,09
Մեծ Բրիտանիա	3858,51	1851,95	2796,44	3107,04	2903,18
Ֆրանսիա	2771,22	1492,33	1972,04	1926,49	1568,72
Գերմանիա	2105,51	1107,96	1297,57	1429,71	1184,45

2011թ. Ֆրանսիայում շուկայական կապիտալացման հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ի նկատմամբ կազմել է 56,6%, որը գտնվում է նորմայի սահմաններում, բայց, միջին

¹²⁹ Տե՛ս Les porteurs de valeurs mobilières 2004, 2005// Euronext, Banque de France (www.euronext.com). 2007թ. TNS Softres ընկերության տվյալները (www.tns-softres.com):

¹³⁰ Տե՛ս <http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.cd>

հաշվով, եվրոպական զարգացած այլ երկրների համեմատությամբ բարձր է, օրինակ Գերմանիայում այն կազմել է 32,9%, իսկ ԱՄՆ-ում՝ 104,4%¹³¹:

Ֆրանսիայում արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներն են բանկերը, արժեթղթերի ընկերությունները (ներդրումային ֆիրմաները) և կառավարող ընկերությունները: 1967 թվականից Ֆրանսիայի բոլոր բանկերը իրավունք ստացան զբաղվել արժեթղթերի անդերռայթինգով (մինչ այդ դա միայն գործնական բանկերի առանձնաշնորհն էր): Նրանք իրավունք ունեին առևտուր անել բոլոր արժեթղթերով (բացառությամբ բաժնետոմսերի) ինչպես իր հաշվին, այնպես և ըստ հաճախորդի հանձնարարականի: Սակայն մինչև 90-ական թվականների կեսերը (մինչև ներդրումային ծառայությունների մասին ԵՄ Դիրեկտիվների ուժի մեջ մտնելը) նրանց արգելվում էր ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով և պարտատոմսերով անմիջականորեն առևտուր անել: Բորսայում առևտուր էին անում միայն մասնագիտացված ընկերությունները (սկզբում փոխանակման գործակալները, այնուհետև՝ բորսայական ընկերությունները): Դրանից բացի, առանձնացվում էր արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների ևս մեկ խումբ՝ արժեթղթերի փաթեթի կառավարիչները:

Համապատասխանաբար էլ, մինչև 1996թ. արժեթղթերի շուկայում գոյություն ունեին մասնակիցների 3 խումբ.

1. վարկային ինստիտուտներ,
2. բորսայական ընկերություններ,
3. փաթեթային կառավարիչներ:

Ֆինանսական ոլորտի արդիականացման մասին 1996թ. հուլիսի 2-ին ընդունված Օրենքի արդյունքում ֆինանսական միջնորդները բաժանվեցին 2 կատեգորիայի. 1.վարկային հաստատություններ, և 2.արժեթղթերի ընկերություններ (ներդրումային ֆիրմաներ), որոնք որոշակի պահանջների համապատասխանության և կարգավորող մարմիններից որևէ մեկի կողմից լիցենզիայի ստացման դեպքում բորսայական և

¹³¹ Տե՛ս <http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.gd.zs>

արտաբորսայական շուկայում արժեթղթերի հետ աշխատելու նույն իրավունքներն ունեին:

Մինչև 1996 թ. բորսայական շուկայի հիմնական մասնագիտացված մասնակիցներն էին մասնագիտացված ֆիրմաները՝ այսպես կոչված բորսայական ընկերությունները (Sociétés de Bourse): Մինչև 1996 թ. միայն այդ հաստատություններն իրավունք ունեին ֆոնդային բորսայում իրականացնել գործառնություններ: Նախկինում նրանց նախորդներն էին բորսայական գործակալները կամ փոխանակման գործակալները (agents de change): 1985 թ. դեկտեմբերից փոխանակման գործակալները իրավունք ստացան բանկերի և այլ ֆինանսական ինստիտուտների, այդ թվում արտասահմանյան գործընկերների հետ ստեղծել համատեղ ընկերություններ, ինչպես նաև իրականացնել դիլերային գործառնություններ և թողարկել սեփական արժեթղթեր: Այդ փոփոխությունները ամրագրվեցին 1988 թ. ֆինանսական բարեփոխումների ընթացքում (1988 թ. արժեթղթերի մասին Օրենք), երբ փոխանակման գործակալները վերանվանվեցին բորսայական ընկերություններ:

Ներդրումային ծառայությունների մասին ԵՄ 1996 թ. Դիրեկտիվը վերջ դրեց բորսայական ընկերությունների մենաշնորհին: Բորսայի անդամ կարող են լինել ինչպես վարկային կազմակերպությունները, այնպես և մասնագիտացված ինստիտուտները (նոր դասակարգմամբ՝ ներդրումային ֆիրմաները):

Ֆրանսիան կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտների ակտիվների մեծությամբ Եվրոպայում առաջին տեղում է:

Ֆրանսիայում կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի համար օգտագործվում է հատուկ տերմին՝ organismes de placement collectif en valeurs mobilières, OPCVM): Տարբերում ենք նման ինստիտուտների երկու տարատեսակ. ներդրումային ընկերություններ՝ sociétés d'investissement (իրավաբանական անձ) և ներդրումային ֆոնդեր (իրավաբանական անձ չեն հանդիսանում):

Ներդրումային ընկերությունները, իրենց հերթին, հանդես են գալիս բաց տեսակի ընկերությունների (SICAV) և փակ տեսակի (SICAF) ձևերով: Դրանք երկուսն էլ թողարկում են բաժնետոմսեր:

Ներդրումային ֆոնդերը փայաբաժնային ֆոնդերն են (FCP) և ձեռնարկությունների ներդրումային ֆոնդերն են (FCPE): Դրանք թողարկում են փայեր:

Ֆրանսիայում կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի երկու հիմնական տեսակներն են SICAV-ը և FCP-ն:

Ֆրանսիայում կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի ակտիվների գրեթե $\frac{1}{4}$ -ը բաժին է ընկնում ներդրումային ընկերություններին, իսկ $\frac{3}{4}$ -ը՝ FCP-ին:

Կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի տարատեսակ են բորսայական ֆոնդերը (les trackers): Ֆրանսիական ֆոնդերի մեծ մասը համապատասխանում է կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտների մասին ԵՄ Դիրեկտիվների պահանջներին (UCITS Directive)¹³²: 2007 թ. Ֆրանսիայում հաշվվում էին մոտ 12000 կոլեկտիվ ներդրումային ինստիտուտներ:

Երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո Ֆրանսիայում գործում էին յոթ ֆոնդային բորսաներ՝ Փարիզի բորսայի բացարձակ գերիշխանությամբ (Paris Bourse): 1988 թ. ֆրանսիական բոլոր բորսաները միավորվեցին մեկ կազմակերպությունում՝ Société des Bourses Francaises:

1986 թ. Փարիզի բորսայում տեղադրվեց էլեկտրոնային առևտրային համակարգ՝ CAC (Cotation Assistée en Continu): Դրա արդյունքում տարածքային բորսաների արժեթղթերը փոխանցվեցին Փարիզի բորսայի առևտրային համակարգին: Տարածքային բորսաները փաստացի վերաժվեցին Փարիզի բորսայի մասնաճյուղի: Ձևականորեն նրանք ինքնուրույն էին, սակայն գործնականում գործում էր միայն մեկ՝ Փարիզի բորսան: Այդ իրավիճակի արտացոլումը եղավ կազմակերպության անվանումը՝ ֆրան-

¹³² UCITS-ն (undertaking for collective investments in transferable securities) պարտադիր բաց տեսակի ներդրումային ֆոնդ է, որի նկատմամբ պահանջները դրվել են նշված դիրեկտիվով (ներդրումները միայն իրացվելի ֆինանսական գործիքներում՝ պահպանելով որոշակի կանոններ): UCITS-ի ֆոնդերը ազատ կարող են վաճառվել ԵՄ ցանկացած երկրում:

սիական բորսաների ընկերություն՝ Փարիզի բորսա (Société des Bourses Francaises – Paris Bourse):

1987 թ. հիմնական առևտրային սրահը դեմոնտաժվեց և նրա տեղում սկսեցին աշխատել երկու բորսա. ֆյուչերսային՝ MATIF և օպցիոն՝ MONEP: Սակայն 1998 թ. դրանք էլ ամբողջությամբ անցան առևտրի էլեկտրոնային համակարգին և առևտրային սրահը փակվեց:

1999 թ. հունիսին տեղի ունեցավ Փարիզի ֆոնդային բորսայի ձևական միացումը երկու ածանցյալ բորսաների՝ MATIF SA, MONEP SA, ինչպես նաև, այսպես կոչված, նոր շուկաներին (Société du Nouveau Marché): Նոր կազմակերպությունը ստացավ ParisBourse^{SBF} SA անվանումը: Տվյալ պարագայում տարածքային բորսաները ոչ միայն փաստացի, այլև իրավականորեն մտան Փարիզի բորսայի կազմի մեջ:

Վերջապես, 2000 թ. սեպտեմբերի 22-ին տեղի ունեցավ Ֆրանսիայի (ParisBourse^{SBF} SA), Նիդերլանդների (Amsterdam Exchanges NV (AEX)) և Բելգիայի (Société de la Bourse de Valeurs Mobilières de Bruxelles/ Effectenbeursvennotchap ven Brussel NV (BXS)) ֆոնդային բորսաների միաձուլում: Նոր բորսան ստացավ Euronext անվանումը¹³³: 2002 թ. Euronext-ի կազմում ընդգրկվեց նաև Լիսաբոնի բորսան:

Euronext-ի կազմի մեջ մտած 4 բորսաները համարվում են նրա դուստր ընկերություններ. Euronext Paris SA, Euronext Amsterdam NV, Euronext Bruxelles SA/NV, Euronext Lisbon SA: 2001 թ. հոկտեմբերին Euronext NV-ն գնեց անգլիական LIFFE-ն, որի «տանիքի» տակ (Euronext LIFFE), սկսած 2003 թ. աստիճանաբար անցան բոլոր չորս երկրների բորսաների ածանցյալ գործառնությունները: Անկախ Euronext-ի մեջ մտած թվով 5 բորսաների առկայությունից դա ընդհանուր առևտրային համակարգով, միաս-

¹³³ Միաձուլման արդյունքում բոլոր երեք ֆոնդային բորսաները դարձան միևնույն ընկերության Euronext NV (naamloze vennotchap՝ հոլանդական բաց բաժնետիրական ընկերություն) հոլդինգի դուստր կառուցվածքային միավոր: SBF-ի, AEX-ի և BXS-ի բաժնետերերը իրենց պատկանող ակտիվները փոխանցեցին Euronext NV-ին, փոխարենը ստանալով այդ ընկերության բաժնետոմսերը՝ 60,32 և 8% համամասնությամբ:

նական դեպոզիտարիայով և հաշվարկային պալատով միասնական կազմակերպություն է:

2007 թ. բորսայական գործի ասպարեզում միավորման գործընթացը ավելի հեռու գնաց: Euronext բորսան միավորվեց աշխարհի առաջատար NYSE բորսայի հետ: Արդյունքում ձևավորվեց NYSE Euronext բորսայական հոլդինգային ընկերությունը: Իհարկե, ասել, որ դա նոր տրանսատլանտյան բորսա է, կարծում ենք, ժամանակավրեպ է: Դա բաժնետիրական ընկերություն է, նրա բաժնետոմսերը ցուցակում (լիստինգ) ունեն ինչպես NYSE-ում, այնպես էլ Euronext-ում: Սակայն իրականում և՛ NYSE-ն, և՛ Euronext-ը աշխատում են ինքնավար: Նրանց մոտ մինչև այժմ միանգամայն տարբեր առևտրային համակարգեր են, տարբեր անդամներ են, տարբեր առևտրային գործիքներ և հաշվարկային համակարգեր են:

Որպեսզի Եվրոպայում ամրապնդի իր մրցակցային դիրքերը, Փարիզի բորսան դեռևս 80-ական թթ. սկզբին արժեթղթերով հաշվարկների բնագավառում իրականացրեց արմատական բարեփոխումներ: 1983 թ. բոլոր արժեթղթերը (ինչպես անվանական, այնպես և ներկայացուցչական) դարձան ոչ փաստաթղթային և լիազորված ֆինանսական հաստատություններում գտնվող էլեկտրոնային դեպոզիտարիաների հաշիվներում վերաձվեցին գրառումների, որոնք էլ իրենց հերթին հաշիվ ունեին Կենտրոնական դեպոզիտարիայում՝ SICOVAM SA (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières): Այսպիսով, արժեթղթերի ֆրանսիական ինդուստրիան ամբողջությամբ անցավ ոչ թղթային տեխնոլոգիային:

SICOVAM SA ստեղծվել է 1949 թ.: SICOVAM դեպոզիտարա-քլիրինգային համակարգը համարվում էր բանկերի և արժեթղթերի ընկերությունների սեփականություն: Համապատասխանաբար, նրանք էլ հանդես էին գալիս որպես լիազորված դեպոզիտարիաներ:

2001 թ. հունվարի 10-ին ֆրանսիական SICOVAM SA դեպոզիտարիան միաձուլվեց EUROCLEAR միջազգային հաշվարկա-դեպոզիտարային կազմակերպությանը: SICOVAM SA վերածվեց EUROCLEAR FRANCE:

Չիկագոյի ապրանքային բորսայի ծրագրային ապահովումը Փարիզի բորսային փոխանցելուց հետո ստեղծվեց նոր քլիրինգային կազմակերպություն՝ Clearnet SA:

Ֆրանսիայի արժեթղթերի շուկայում առաջատար դեր ունի, այսպես կոչված, ֆինանսական շուկաների գերատեսչությունը (Autorité des Marchés Financiers, AMF): Այն ստեղծվել է 2003 թ. օգոստոսի 1-ին ընդունված ֆինանսական անվտանգության մասին Օրենքի հիման վրա՝ նույն թվականի հոկտեմբերին բորսայական գործառնությունների Հանձնաժողովի (COB), ֆինանսական շուկաների խորհրդի (CMF) և փաթեթային կառավարման հարցերով Կարգապահական խորհրդի (CDGF) միավորման ճանապարհով: Այս գերատեսչությունների բոլոր գործառույթները ավտոմատ կերպով անցան վերոնշյալ կազմակերպությանը:

Ֆինանսական շուկաների գերատեսչությունը ունի անկախ պետական հաստատության կարգավիճակ (autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale): Գերատեսչությունը կազմված է վարչությունից (որը լիազորված է քաղաքականությանը վերաբերող որոշումներ ընդունելու), կարգապահական հանձնաժողովից և մասնագիտական ու խորհրդատվական կոմիտեներից:

Գերատեսչությունը լիցենզավորում է կառավարող ընկերություններին, կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտներին:

Գերատեսչությունը հետևում է թողարկողների տեղեկատվության բաց լինելու ստանդարտների պահպանմանը, քննում է ներդրողներից ստացված բողոքները, անօրինական գործարքների, գների մանիպուլյացիայի, կեղծ, ապակողմնորոշող տեղեկատվության տարածման, ընկերությունների կեղծված հաշվետվությունների հրապարակման, բաժնետոմսերի խոշոր փաթեթի ձեռքբերման մասին տեղեկատվության տրամադրման նկատմամբ իրականացնում է հսկողություն:

AMF-ը զբաղվում է արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնագիտացված մասնակիցների գործունեության կարգավորմամբ (բանկային և ոչ բանկային, բորսաների, դեպոզիտարա-քլիրինգային կազմակերպությունների և փաթեթային կառավարիչների):

Գերատեսչությունը ուսումնասիրում է արժեթղթերի ընկերությունների փաստաթղթերը, որոնք մինչ այդ լիցենզիայի համար շրջանառվում են հատուկ մասնագիտացված մարմնում՝ վարկային հաստատությունների և արժեթղթերի ընկերությունների Կոմիտեում (Comite des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, CECEI):

AMF-ը CECEI-ի հետ միասին տրամադրում է այսպես կոչված, Եվրոպական անձնագիր (European Passport), որը ֆրանսիական ընկերություններին իրավունք է տալիս մատուցել ներդրումային ծառայություններ ԵՄ այլ երկրներում: Գերատեսչությունը ֆիզիկական անձանց տալիս է ատեստատ, որը նրանց իրավունք է տալիս արժեթղթերի շուկայում զբաղվելու մասնագիտացված գործունեությամբ:

Գերմանիա – Գերմանիայի արժեթղթերի շուկայի առանձնահատկությունը արժեթղթերի բաժնային և պարտքային ծավալների միջև ճեղքվածքն է՝ հոգուտ վերջինի:

Ավանդաբար, անգլոսաքսոնական երկրների համեմատությամբ, Գերմանիայում բաժնետոմսերի թողարկման հաշվին ֆինանսավորվել է կապիտալ ներդրումների առավել ցածր բաժին: Բնակչության միայն 6%-ն է տնօրինում բաժնետոմսերին: Զգալիորեն աննշան է նաև բաժնետիրական ընկերությունների պարտատոմսերի շուկան: Այդ երևույթների պատճառը երկրի տնտեսությունում բանկերի առանձնահատուկ դերն է՝ նրանք բավարարում են ձեռնարկությունների երկարատև կապիտալի նկատմամբ պահանջի մեծ մասը: Դա էլ հենց պայմանավորում է արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության միանգամայն առանձնահատուկ մոդելի գոյությունը: Բացի այդ, Գերմանիայում գոյություն ունի բաժնետոմսերի վերահսկիչ ծրարի ձեռք բերման զգալի սահմանափակումներ: Բաժնետոմսերը գտնվում են կայուն ներդրողների ձեռքում:

Գերմանիայում բորսայական մեխանիզմի առանձնահատկությունը այլ երկրների համեմատությամբ (օրինակ, ԱՄՆ-ի և Ֆրանսիայի), որպես տնտեսության ֆինանսավորման աղբյուրի՝ ֆոնդային բորսաների փոքր նշանակությունն է (այստեղ հիմնական դերը առևտրային բանկերինն է): Այդ իսկ պատճառով, այլ երկրների համեմատությամբ, արժեթղթերի շուկայում կորպորացիաների և ընկերությունների շրջանառությունը սահմանափակ է:

Գերմանիայում արտաբորսայական շուկան արտահայտվում է, այսպես կոչված, ազատ կարգավորվող շուկայի ձևով, որը վերահսկվում է հիմնականում առևտրային բանկերի կողմից, դրա համար ձևավորելով արժեթղթերի արտաբորսայական առևտրի հարցերով հանձնաժողով՝ որպես մասնավոր բանկերի ֆեդերալ միության մարմին: Արտաբորսայական շուկայում գործում են առևտրի երկու հիմնական ձևեր. առաջինը՝ վաճառասեղանի հետևում (այսինքն՝ առևտուր որոշակի ժամին և որոշակի տեղում), երկրորդ՝ հեռախոսով: Առաջին դեպքում գործում է կանոնավոր առևտրի կարգ և մուտքի կանոններ, ինչպես նաև ֆոնդային բորսային բնորոշ գնանշման հրապարակման պարտավորություն: Տվյալ մեթոդը հիշեցնում է ամերիկյան արտաբորսայական շուկան (over-the-counter):

Բորսայի անդամները բաժանվում են երեք կատեգորիաների. բանկեր, պաշտոնական փոխարժեքային մակլերներ (kursmakler), ազատ մակլերներ (freimakler): Ընդ որում, բորսայի անդամ հանդիսացող արժեթղթերի արտասահմանյան ընկերությունները նույնպես դիտարկվում են որպես վարկային հաստատություններ (բանկեր):

Պաշտոնական փոխարժեքային մակլերները ընդունում են արժեթղթերով գործառնությունների հայտեր և որոշում են դրանց փոխարժեքը: Փոխարժեքային մակլերը, որոշակի սահմաններում, իրավունք ունի ազդելու առաջարկի և պահանջարկի վրա (գործարքներ իրականացնելով իր հաշվին): Իր ծառայության համար նա և՛ գնորդից, և՛ վաճառողից ստանում է միջնորդավճար՝ գործարքի գումարի 0,06%-ի չափով:

Ազատ մակերևութին բնորոշ գործառույթը դա այն բանկերի միջև գործարքների կնքման միջնորդությունն է, որոնք բորսայում չունեն համապատասխան քանակի աշխատակիցներ: Ազատ մակերևութը կարող են իրականացնել բորսայական գործարքներ ինչպես հաճախորդի անունից, այնպես էլ՝ իր, սակայն նրանց գործառնությունները, որպես կանոն, ուշադրության չեն արժանանում պաշտոնական բորսայական գնանշման ժամանակ: Նրանք բանկերի համար միջնորդական գործառնություններ են իրականացնում նաև արտաբորսայական շուկայում:

Մակերևութի երկու խումբն էլ իրավունք չունեն գործարքներ իրականացնել մասնավոր ներդրողների համար: Բորսայում հիմնական խաղացողները բանկերն են: Վարկային հաստատությունները իրականացնում են և՛ բրոքերային, և՛ դիլերային գործառնություններ: Մասնավոր ներդրողները կարող են արժեթղթեր գնել կամ վաճառել բորսայում միայն բորսայի անդամ հանդիսացող բանկի միջոցով: Դա պայմանավորված է նրանով, որ համաձայն բանկերի մասին օրենքի, այլ անձանց հաշվին արժեթղթերի առքուվաճառքը համարվում է բանկային գործառնություն: Եվ քանի որ երկու տեսակի մակերևութներն էլ բանկ չեն, ուստի նրանք չեն կարող մասնավոր հաճախորդներից (ներդրողներից) ընդունել հայտեր:

Ֆրանկֆուրտի ֆոնդային բորսայի հիմնական առևտրային սրահը (կամ ինչպես ընդունված է ասել պարկետը) բաժանված է երեք հատվածի, որոնցից յուրաքանչյուրին ամրացված են որոշակի արժեթղթեր (հիմնականում ըստ ճյուղային հատկանիշի):

Քանի որ Գերմանիայում հիմնական միջնորդները բանկերն են, այդ իսկ պատճառով, կարգավորման հարցում կարևոր դեր ունի գերմանական ֆեդերալ բանկը կամ Բունդեսբանկը, ինչպես նաև հատուկ վերահսկող մարմին՝ բանկերի ֆեդերալ վերահսկիչ պալատը:

Հարկ է նշել, որ ի տարբերություն Ֆրանսիայի և ԱՄՆ-ի, Գերմանիայում զարգացած չէ ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների ինստիտուտը:

ԳԼՈՒԽ 3. ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ

ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀՀ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ

3.1 Պեպական կարգավորման և ինքնակարգավորման կապարելագործումը որպես

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների զարգացման ուղի

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը դրա բոլոր մասնակիցների գործունեության և նրանց միջև գործառնությունների կանոնակարգումն է հասարակության կողմից այդ գործողություններին պատվիրակված կազմակերպությունների կողմից: Դա ընդգրկում է բոլոր մասնակիցներին՝ թողարկողներին, ներդրողներին, արհեստավարժ միջնորդներին, շուկայի ենթակառուցվածքի կազմակերպություններին:

Արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների կարգավորումը դրա կանոնակարգման անքակտելի, հետևաբար՝ հիմնական մասն է կազմում:

Արժեթղթերի շուկան կանոնակարգվում է կարգավորման գործառույթի իրականացմանը կոչված մարմինների և կազմակերպությունների կողմից: Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը կատարվում է պետական և ոչ պետական մեթոդների օգտագործմամբ: Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ պետական կարգավորումը ցանկացած շուկայական համակարգի, այդ թվում՝ ֆինանսական գործունեության կարևոր և անքակտելի մասն է: «Արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորում» հասկացությունը բազմակողմ է և ընդգրկում: Հարկ է նշել, որ տնտեսագիտական գրականության մեջ հանդիպում են ինչպես «արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորում», այնպես և «արժեթղթերի շուկայի կարգավորում» հասկացությունները: Այդպիսի տարանջատումը պայմանավորված է նրանով, որ շուկայի կարգավորումը (կամ դրա առանձին գործառույթներ) կարող է իրականացվել ոչ միայն պետական լիազորված մարմինների, այլև ոչ պետական՝ անկախ կազմակերպությունների կողմից:

Բացի դրանից, վերոնշյալ հասկացությունները, մի շարք պատճառներից ելնելով, նույն իմաստն են արտահայտում: Ցանկացած շուկա, հատկապես՝ ֆինանսականը, այսպես թե այնպես կարգավորվում է պետության կողմից՝ անկախ երկրի իրավական

հիմքերից, ինքնակարգավորվող ինստիտուտների զարգացման աստիճանից և այլն: Դա պայմանավորված է նրանով, որ պետությունը, որպես կառավարման գլխավոր ինստիտուտ, ի սկզբանե տիրապետում է տնտեսության բոլոր ոլորտները կարգավորող գործառույթներին:

Այդ տեսակետից՝ զարգացման տարբեր շրջաններում ֆինանսական շուկայի կարգավորման հարցում պետության դերը փոխվում է: Այսպես՝ ինչպես նշում է Միրկինը, պետությունն ակտիվ դեր պետք է կատարի արժեթղթերի շուկայի կայացման փուլում (ինչպես և ցանկացած այլ շուկայի դեպքում), երբ պետությունը հատկապես մտահոգված է երկրի ֆինանսական անվտանգությամբ¹³⁴: Նման մոտեցումը հատկապես արդիական է Հայաստանի համար, քանի որ հանրապետության ֆինանսական համակարգն այսօր դեռևս գտնվում է իր կայացման և ամրապնդման փուլում:

Մշակվել են կարգավորման մի քանի մոդելներ: Ըստ կարգավորման սուբյեկտի չափանիշի՝ կարելի է առանձնացնել հետևյալ մոտեցումները.

- արժեթղթերի շուկայում կարգավորման հիմնական դերը պատկանում է պետությանը (Գերմանիա, Բելգիա և այլն),
- կարգավորումը բաժանված է պետության և ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների (արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակիցների կամավոր միավորումների) միջև: Այդպիսի կազմակերպությունների թվին են պատկանում ոչ միայն դիլերների-բրոքերների ասոցիացիան, այլև ֆոնդային բորսաները, արտաբորսայական առևտրային համակարգերը, կենտրոնացված քլիրինգային և դեպոզիտար համակարգերը և այլն (ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Ֆրանսիա):

Ըստ խստության աստիճանի չափանիշի՝ ձևավորվում են մոդելներ, որոնք հիմնված են խստության մանրամասնորեն ընդգծված կանոնների և ընթացակարգերի, դրանց պահպանման նկատմամբ մանրամասն հսկողության կամ խիստ կարգադրու-

¹³⁴ Տե՛ս Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995, с. 455.

յունների լայն օգտագործման վրա՝ ոչ ֆորմալ պայմանավորվածությունների, ավանդույթների, երաշխավորությունների, վարքագծի համաձայնեցված ոճի հետ միասին¹³⁵:

Կարգավորման բացակայությունը կամ, ընդհակառակը՝ շուկայի չափից ավելի կարգավորումը դրա իրացվելիությունը ծայրահեղորեն նվազեցնում են, կապիտալացումն անկում է ապրում, արդյունքում՝ շատ գործարքներ կնքվում են երկրի սահմաններից դուրս կամ շուկայի անլեգալ հատվածում, որն էլ իր հերթին արգելակում է ներդրումային ծառայությունները: Այդ պայմաններում շուկան դադարում է «լուծել» իր գլխավոր խնդիրը՝ մասնավոր կապիտալի հավաքագրումը և վերաբաշխումը:

Մանրամասնորեն չանդրադառնալով արժեթղթերի շուկայում պետական լիազորված մարմինների և ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների ընդհանուր գործառույթներին՝ նշենք, որ տարբեր երկրների արժեթղթերի շուկայում որպես կառավարող մարմիններ կարող են հանդես գալ միանգամայն տարբեր կազմակերպություններ: Այդ տեսակետից կարելի է առանձնացնել երկրների 5 խոշոր խմբեր.

1. Երկրներ, որտեղ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման պետական մարմինները հարաբերականորեն անկախ ինստիտուտներ են, որոնք անմիջականորեն ենթարկվում են օրենսդիր իշխանությանը (օրինակ՝ պառլամենտին) կամ պետության բարձրագույն պաշտոնատար անձին (օրինակ՝ երկրի նախագահին): Դրա օրինակ է ԱՄՆ-ում արժեթղթերի և ֆոնդային բորսաների հանձնաժողովը, որն անմիջականորեն ենթարկվում է երկրի նախագահին:
2. Երկրներ, որտեղ պետական կարգավորման գործառույթն իրականացնում է ֆինանսների նախարարությունը, որի կազմում առանձնացվում է հատուկ ստորաբաժանում, որն էլ պատասխանատու է արժեթղթերի ազգային շուկայի կառավարման համար: Այսպես՝ Մեծ Բրիտանիայում ֆինանսական ծառայությունների գերատեսչությունը ներառված է ֆինանսների նախարարության կառուցվածքում: Նման մեխանիզմ է ձևավորված նաև Շվեդիայում, որտեղ

¹³⁵ Տե՛ս Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995, с. 441-442.

պետական ֆինանսական տեսչությունը համարվում է Շվեդիայի ֆինանսների նախարարությանն առընթեր անկախ գործակալություն, որն իրականացնում է երկրի ֆինանսական շուկայի կարգավորումը:

3. Երկրներ, որտեղ արժեթղթերի շուկայի կարգավորմամբ զբաղվում են կենտրոնական բանկերը: Այսպես՝ Ռուսաստանի Դաշնությունում ֆինանսական շուկայի կարգավորումն իրականացնում է մեգակարգավորիչ համարվող Ռուսաստանի կենտրոնական բանկը: Հայաստանի Հանրապետությունում ևս գործում է մեգակարգավորիչ մոդելը՝ ի դեմս ՀՀ ԿԲ-ի:
4. Երկրներ, որոնցում, արժեթղթերի շուկայի կարգավորմամբ պայմանավորված, հսկողության և այլ գործառույթներ, բացի կարգավորման միասնական մարմնից, դրված են նաև իշխանության տեղական մարմինների հատուկ ստորաբաժանումների վրա, ինչպես դա մասամբ արվում է Գերմանիայում:
5. Երկրներ, որտեղ արժեթղթերի շուկայի կարգավորմամբ միաժամանակ զբաղվում են մի քանի տարբեր մարմիններ, որոնք մասնագիտացած են շուկայի տարբեր հատվածների աշխատանքներում: Այս առումով, մեծ փորձ ունեն հատկապես այն երկրները, որտեղ արժեթղթերի շուկայում ակտիվորեն աշխատում են առևտրային բանկերը, ինչպես օրինակ՝ Ֆրանսիայում:

Արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորումը հետապնդում է որոշակի նպատակներ: Դրանցից են.

- հասարակական և մասնավոր շահերի պաշտպանությունը,
- շուկայի բոլոր մասնակիցների համար միասնական կանոնների ստեղծումը, ներդրումը և դրանց կիրառման նկատմամբ հսկողությունը:

Արժեթղթերի շուկայի պետական կարգավորման նպատակով գործադրվում են տնտեսական գործընթացների ուղղակի և անուղղակի կարգավորիչներ: Ուղղակի կարգավորումը նորմատիվների ստեղծման, հաշվառման և գործունեության թույլտվության, շուկայում իրավական կարգապահության պահպանման, մասնակիցներին պահանջ-

ների ներկայացման գործառույթն է: Պետությունը շուկայի վրա անուղղակիորեն ազդում է դրամական և հարկային քաղաքականությամբ, կառավարման այլ միջոցներով:

Արժեթղթերի շուկայում շահերի բախումները (սեփական շահերի նկատմամբ հաճախորդի շահերի անտեսումը, հաճախորդի միջոցների անօրինական օգտագործումը, արհեստավարժ մասնակիցների կողմից թափանցիկության պահանջների շրջանցումը) պետական կարգավորման մարմիններից պահանջում են օգտագործել ներդրողների գույքային շահերի պաշտպանության հատուկ գործիքներ: Մասնավորապես՝ անհրաժեշտ է արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակիցների ռիսկերի առևտրային ապահովագրություն:

Ապահովագրության և փոխհատուցման սխեմաների ստեղծման ճանապարհով ներդրողների պաշտպանության հիմնախնդրի լուծումը ենթադրում է ապահովագրության առանձին ծրագրերի մշակում, որը կնախատեսի արժեթղթերի շուկայում ռիսկերի ապահովագրության և հակաօրինական գործողություններից ներդրողների կորուստների փոխհատուցման համակարգի ապահովման երկարարտև միջոցառումների համալիր, ինչպես նաև անհրաժեշտ օրենքների և այլ նորմատիվ իրավական ակտերի նախապատրաստում:

Ապահովագրության համակարգի զարգացումն անհրաժեշտ է նաև արհեստավարժ մասնակցի սեփական կապիտալի և ռիսկայնության մակարդակի չափերի միջև անմիջական կապի բացակայության պատճառով: Իհարկե, մեծ չափերի սեփական կապիտալը կարող է նաև նվազեցնել հաճախորդի ռիսկը, սակայն լիովին չի փրկի դրանից և չի երաշխավորի կորուստների հատուցումը վնասի պարագայում:

Եթե դիտարկենք արժեթղթերի զարգացած շուկա ունեցող արտասահմանյան երկրների փորձը (ԱՄՆ, Կանադա, Ֆրանսիա, Մեծ Բրիտանիա, Հոնկոնգ, Ավստրալիա, Սինգապուր, Ճապոնիա), ապա մասնավոր ապահովագրության շրջանակներում բրոքերները, որոնք գործում են անհատապես կամ միասնաբար, իրենց

հաճախորդներին ապահովագրում են ապահովագրական ընկերություններում մեքենայությունների, անփութության, փաստաթղթերի կորստի և այլ դեպքերում: Ապահովագրության այլընտրանք են փոխհատուցման հիմնադրամները (ֆոնդերը), որոնք կազմակերպվում են անվճարունակ բրոքերներից հաճախորդների պաշտպանության նպատակով: Բոլոր բրոքերային ընկերությունների անդամավճարների միջոցներով ստեղծվում է ընդհանուր ֆոնդ, որից էլ անվճարունակ բրոքերի հաճախորդին վճարվում է սահմանափակ փոխհատուցում, եթե դրա համար նրա ակտիվները բավարար չեն:

Չնայած արժեթղթերի շուկայի կառավարման բազմաթիվ ընդհանուր մոտեցումներին, յուրաքանչյուր երկիր ունի տվյալ շուկայի պետական կարգավորման ինստիտուտների կայացման և զարգացման իր առանձնահատկությունները:

Ինչպես ցույց են տալիս աղյուսակ 3.1.1-ի տվյալները, արժեթղթերի շուկայի կարգավորման լիազորված մարմինների գործառույթների մեծ մասը նույնական է, որը վկայում է արժեթղթերի շուկայի կառավարման համաշխարհային փորձի՝ շատ հարցերում ընդհանրության մասին: Եթե Մեծ Բրիտանիայում, Գերմանիայում, Կորեայում, Ռուսաստանում և Ղազախստանում արժեթղթերի շուկայի կանոնակարգումը կատարվում է ֆինանսական շուկայի կարգավորման միասնական մարմնի կողմից (մեգակարգավորիչ), ապա ԱՄՆ-ում այդ գործառույթը դրված է առանձին մարմնի վրա, որն ուղղակիորեն ենթարկվում է երկրի նախագահին:

Ինչպես ցույց է տալիս արժեթղթերի շուկայի կարգավորման արտասահմանյան փորձը, համաշխարհային ֆինանսական շուկայում գերակշռում է մեգակարգավորիչի ստեղծման միտումը: Ընդ որում, մեգակարգավորիչի ինստիտուտները ստեղծվում են ինչպես զարգացած, այնպես և զարգացող տնտեսությամբ երկրներում:

Արտասահմանյան որոշ երկրներում արժեթղթերի շուկայի

կարգավորման մարմինները¹³⁶

Երկիր	Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման լիազորված մարմին (մեգակարգավորիչի առկայություն)	Հիմնական գործառույթներ
1	2	3
ԱՄՆ	Արժեթղթերի և ֆոնդային բորսայի հանձնաժողով (մեգակարգավորիչ չկա)	- բրոքերային կազմակերպության գրանցում, գործունեության հսկողություն. - արժեթղթերի շուկայում խախտումների բացահայտում և պատիժների կիրառում. - արժեթղթերի թողարկման և վաճառքի ձևակերպում. - ներդրողների շահերի պաշտպանություն. - բորսաների, բրոքերների և դիլերների, ներդրումային խորհրդատուների, ներդրումային ֆոնդերի և այլնի գործունեության կարգավորում. - անհրաժեշտ տեղեկատվության հասանելիության ապահովման նկատմամբ վերահսկողություն.
Մեծ Բրիտանիա	Ֆինանսական ծառայությունների գերատեսչություն (կա մեգակարգավորիչ)	- ֆինանսական շուկայի մասնակիցների լիցենզավորում. - տնտեսական անվտանգության ապահովման նորմատիվների սահմանում և պահպանում. - արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների գործունեության վերահսկողություն և մշտադիտարկում. - լիցենզավորված հաստատություններում տվյալների բազայի պահպանում. - ներդրումների հնարավոր հասանելի մեխանիզմների վերաբերյալ ներդրողների տեղեկացում. - ներդրողների համար հատուցման մեխանիզմների ստեղծում.

¹³⁶ Աղյուսակը կազմված է ըստ՝ Мошенский С.З., Рынок ценных бумаг Российской империи. М.: Экономика, 2014, 560 с.; Рынок ценных бумаг: учебник/ под ред. Е.Ф.Жукова. М.: Волтерс Клувер, 2010, 656 с.

1	2	3
Գերմանիա	Ֆինանսական շուկաների կարգավորման ֆեդերալ ծառայություն (կա մեգակարգավորիչ)	• ֆինանսական ծառայությունների շուկայում գործունեության լիցենզավորում. • լիցենզիայի չեղարկում. • ֆինանսական կազմակերպությունների գործունեության հսկողություն. • ֆինանսական հաստատությունների վճարունակության ստուգում. • ֆինանսական կազմակերպությունների ֆինանսական դրության վերլուծություն. • կորպորատիվ կառավարման արհեստավարժության գնահատում. • ինսայդերական գործարքների և մանիպուլյացիայի կանխում.
Կորեա	Ֆինանսական ծառայությունների հանձնաժողով (կա մեգակարգավորիչ)	• օրենսդրական ակտերի մշակում և կատարելագործում. • արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության թափանցիկության ապահովում. • արժեթղթերի շուկայի մասնակից մասնագետների ատեստավորում. • արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակիցների լիցենզավորում. • բրոքերային կազմակերպությունների գրանցում, դրանց գործունեության նկատմամբ հսկողություն. • արժեթղթերի շուկայում խախտումների բացահայտում և պատիժների կիրառում.
Ռուսաստանի Դաշնություն	Ռուսաստանի Դաշնության կենտրոնական բանկ (կա մեգակարգավորիչ)	• արժեթղթերի թողարկման ազդագրի գրանցում. • թողարկողների, արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակիցների նկատմամբ վերահսկողության իրականացում. • օրենսդրական ակտերի մշակում և կատարելագործում. • արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության թափանցիկության ապահովում. • արժեթղթերի շուկայի մասնակից մասնագետների ատեստավորում. • արժեթղթերի շուկայի արհեստավարժ մասնակիցների լիցենզավորում. • ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների լիցենզավորում.

1	2	3
Ղազախստան	Ֆինանսական շուկայի և ֆինանսական կազմակերպությունների վերահսկողության կոմիտե (կա մեգակարգավորիչ)	• պետական կարգավորմանն առնչվող նորմատիվաիրավական ակտերի մշակում. • ոչ պետական արժեթղթերի թողարկման, շրջանառության և մարման պայմանների սահմանում և դրանց պետական գրանցում. • ըստ գործունեության տեսակների լիցենզիայի տրամադրում, դրա գործողության դադարեցում, վերսկսում և զրկում. • կենտրոնական դեպոզիտարիայի, միասնական գրանցողի և լիցենզավորողի, ղեկավար աշխատողներին պաշտոնների նշանակման համար թեկնածուների վերաբերյալ համաձայնության տրամադրում.

Ֆինանսական շուկայի կանոնակարգման արտասահմանյան փորձի վրա հիմնվելով՝ Հայաստանի Հանրապետությունում 08.12.2005 թ. «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունմամբ, փաստորեն, Կենտրոնական բանկի հիմքի վրա ձևավորվեց ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգ (մեգակարգավորիչ): Դրա վրա դրվեց ամբողջ ֆինանսական շուկայի զարգացման և օրենսդրական նախաձեռնության պատասխանատվությունը:

Կարծում ենք՝ մեգակարգավորիչի ստեղծումը օբյեկտիվ անհրաժեշտություն էր: Ֆինանսական շուկայի բոլոր հատվածները սերտորեն փոխկապված են և, շատ դեպքերում, ներկայացվում են նույն մասնակիցների կողմից, թեև կարգավորիչները տարբեր են: Չնայած յուրաքանչյուր շուկայի առանձնահատկություններին, հենց ծառայությունների բովանդակության, գործունեության հետ կապված, կարելի է վեր հանել ընդհանուր գծեր, սկզբունքներ, որոնք վերաբերում են կարգավորմանը և հսկողությանը, հաշվետվություններին, գաղտնիությանը և տեղեկատվության բացահայտմանը: Ոչ ամբողջովին համընկնող սկզբունքները վերաբերում են այն պահանջ-

ներին, որոնք հաշվի են առնում յուրաքանչյուր հատվածի առանձնահատկությունները¹³⁷:

ՀՀ կենտրոնական բանկի վրա է դրված մեր երկրի ֆինանսական շուկայի զարգացման և կայունության ապահովումը: Փաստորեն, ՀՀ կենտրոնական բանկը կարգավորում է արժեթղթերի, ապահովագրական, արտարժույթի և վարկային շուկաները:

Հարկ է նշել, որ երբ մեգակարգավորիչը ստեղծվում է ԿԲ հիմքի վրա, դրա գործունեության ընթացքում ևս ծագում են մի շարք հարցեր: Նախ՝ արժեթղթերի շուկայի դերը և ներուժը կարող են չգնահատվել՝ ելնելով այն բանից, որ ԿԲ-ը շատ դեպքերում կկենտրոնանա իր կողմից իրականացվող դրամավարկային գերակա գործառույթի վրա: Երկրորդ՝ որպես հիմք ընդունելով այն հանգամանքը, որ զարգացող տնտեսության պայմաններում բանկային հատվածը առաջնային դեր է խաղում կապիտալի տեղաբաշխման և ներդրումների հարցում, դրա և արժեթղթերի շուկայի միավորումը կարող է բացասաբար ազդել վերջինիս վրա:

Ներկայումս Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկան համարվում է զարգացող և բնութագրվում է մի կողմից՝ դրական քանակական և որակական փոփոխություններով, մյուս կողմից՝ առկա են բազմաթիվ հիմնախնդիրներ, որոնք կրում են համալիր բնույթ և խոչընդոտում են դրա արդյունավետ զարգացմանը: Այդ իսկ պատճառով պետությունը պետք է առավել արագ և հստակ արձագանքի շուկայի պահանջներին:

Արժեթղթերի շուկայում առկա են օրենսդրական ապահովման, անվստահության հաղթահարման, վարկանշային գնահատականի հիմնախնդիրներ:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայում նկատվում է գործիքակազմի սահմանափակություն: Իրացվելի են միայն որոշ ընկերությունների բաժնետոմսեր: Այս տեսանկյունից՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման կարևոր ուղղություններից է շրջանառվող

¹³⁷ Ст'и Поляков А., Мегарегулятор скоро превратиться в монстра [Электронный ресурс]//Электронное периодическое издание ИА “Финмаркет”. 30 октября 2013, [URL: http://www.finmarket.ru/economics/article/3535697](http://www.finmarket.ru/economics/article/3535697)

գործիքների ավելացումը: Դրա համար անհրաժեշտ է զարգացնել պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի գրավադրմամբ վարկային գործառնությունները, փայային ներդրումային ֆոնդերի ներդրման փայերի բորսայական առևտուրը:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման կարևոր ուղղություններից է դրա նկատմամբ ներդրողների անվստահության հաղթահարումը, այդ թվում՝ ֆիզիկական անձանց: Եթե արտասահմանյան երկրներում ներդրողների մեծ մասը ֆիզիկական անձինք են, որոնք գործում են տարբեր ֆոնդերի, բանկերի, բրոքերային ընկերությունների միջոցով, ապա Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրողների այդ տեսակը փոքր թիվ է կազմում: Անհրաժեշտ է բարձրացնել բնակչության ֆինանսական գրագիտության մակարդակը:

Անհրաժեշտ է ստեղծել արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշների գնահատման միասնական համակարգ, իրականացնել ընկերությունների (թողարկողների) հեղինակավոր վարկանշային գնահատում, ինչպես նաև զարգացնել հատուկ հրատարակությունները, որոնք կլուսաբանեն առանձին ճյուղերը՝ որպես ներդրման օբյեկտներ:

Այս կամ այն գործիքում ներդրման մասին ներդրողների որոշումը զգալի չափով պայմանավորված է վարկանիշով: Ֆինանսական ինստիտուտի, թողարկողի վիճակի մասին ոչ հստակ, ոչ արժանահավատ տեղեկություն ներկայացնելու համար վարկանշային գործակալությունների նկատմամբ պատժամիջոցների կիրառումը թույլ կտա բարելավել ներդրողների ստացած տեղեկատվության որակը, կնպաստի Հայաստանի ֆինանսական շուկայի դրական վարկանիշի (հեղինակության) ձևավորմանը:

Հաճախորդին տրամադրվող տեղեկատվության արժանահավատությունը կարևոր է ինչպես որոշման ընդունման գործընթացում, այնպես և հետագա ներդրումների ծավալի և կառուցվածքի դիտարկման առումով: Այստեղ որոշիչ է ստացված տեղեկատվության և ներդրման արդյունքների համընկնումը:

Նույնիսկ արժեթղթերի զարգացած շուկայում կարգավորողների ամենատարածված սխալներից է այնպիսի նորմաների կիրառումը, որոնք չափից ավելի բարձրացնում են կարգավորման գինը՝ շուկայի մասնակիցների կողմից կարգավորման պահանջների կատարման ժամանակի և նյութական ծախսերը (հաճախ ավելորդ հաշվետվությունների կազմում կամ պահանջվածից ավելի ընթացակարգի իրականացում): Արդյունքում՝ կրճատվում է շուկայում ներդրումային ծառայություններ մատուցողների ներկայության արդյունավետությունը, գործարքների մի մասը դառնում է ոչ շահավետ, հետևաբար՝ գործարքների թիվը շուկայում կրճատվում է, նվազում է նաև ներդրումային ծառայություններից օգտվողների թիվը:

Նշված սխալների դեմ պայքարելու համար ստեղծվում են կարգավորողներից հարաբերականորեն անկախ պետական հատուկ մարմիններ, որոնք պետական կարգավորողների և ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների համար իրականացնում են հրապարակված նորմերի արժեքի (գնի) մշտադիտարկում:

Երկարամյա միջազգային փորձի արդյունքում մշակվել են մի քանի տիպային որոշումներ, որոնք կարող են ապահովել առավել ճշգրիտ և շուկայի մասնակիցների իրական պահանջմունքներին համապատասխանող կարգավորում: Այդպիսի որոշումներից է ինքնակարգավորման գործընթացի կիրառումը, որը պետական միջամտության առանձնահատուկ ձև է: Տվյալ դեպքում շուկայի մասնակիցների կարգավորման գործառույթների մի մասն իրականացնում են այնպիսի կազմակերպություններ, որոնք գտնվում են երկակի՝ պետության և շուկայի մասնակիցների վերահսկողության ներքո:

Արժեթղթերի շուկայում ինքնակարգավորման պահանջվածությունը պայմանավորված է օբյեկտիվ պատճառներով: Պետության և արհեստավարժ մասնակիցների հիմնական նպատակները և շահերը համընկնում են: Դա շուկայի հուսալիության և իրացվելիության աճն է, շուկայական ենթակառուցվածքների զարգացումը, իրավական բազայի ստեղծումը, որն ապահովում է շուկայի կայունությունը և անվտանգ

աշխատանքը: Այսպիսով՝ կարելի է խոսել տվյալ ոլորտում պետական և շուկայական կարգավորիչների փոխգործողության և փոխգործակցության մասին:

Ինքնակարգավորումը կարելի է դիտարկել որպես պետական կառուցվածքից ոչ պետականին լիազորությունների պատվիրակում: Պետական կարգավորիչը, չլինելով շուկայի մասնակից, օբյեկտիվորեն չի կարող իմանալ շուկայական իրադրության բոլոր նրբությունները: Արհեստավարժներն ունեն այդպիսի հնարավորություն, ուստի պետությունն իր իրավասությունների որոշ մասը պատվիրակում է նրանց:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման և վերահսկողության գործառույթն իրականացնում է Կենտրոնական բանկը՝ օրենքներով և այլ իրավական ակտերով սահմանված կարգով:

ՀՀ արժեթղթերի շուկան կարգավորվում է Հայաստանի Հանրապետության սահմանադրությամբ, միջազգային պայմանագրերով, քաղաքացիական օրենսգրքով, «Տնտեսական մրցակցության պաշտպանության մասին» ՀՀ օրենքով, «Վարչարարության հիմունքների և վարչական վարույթի մասին» ՀՀ օրենքով, «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով, «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքով, «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենքով, դրանց հիման վրա ընդունված նորմատիվ-իրավական ակտերով, այլ օրենքներով ու իրավական ակտերով:

Կարգավորման առումով, գոյություն ունեն երկու՝ սկզբունքորեն տարբեր մոտեցումներ. առաջինը հիմնված է գործունեության կարգավորման, երկրորդը՝ կազմակերպության կարգավորման վրա:

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում ամրագրված է, որ օրենքը կարգավորում է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործունեության իրականացման կապակցությամբ ծագող հարաբերությունները, մասնավորապես՝ սահմանում է արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների մատուցման և արժեթղթերի հրապարակային առևտրի կազմակերպման կարգը, արժեթղթերի պահառության և հաշվարկային համակարգերի, ինչպես նաև կենտրոնական դեպոզիտարիայի գործունեության

կարգը և այլն¹³⁸: Փաստորեն, օրենքը կարգավորում է արհեստավարժ գործունեության տեսակները, այլ ոչ թե այդ գործունեությամբ զբաղվող ինստիտուտները: Ով տրամադրում է լիցենզիան, նա էլ դառնում է լիցենզիայով ամրագրված գործունեության տվյալ տեսակի կարգավորողը (այլ ոչ թե կազմակերպության կարգավորողը):

Այդ տեսանկյունից՝ կարևոր նշանակություն ունի ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2008 թվականի ապրիլի 8-ի թիվ 113-Ն որոշմամբ հաստատված «Ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց գործունեության նկատմամբ պահանջները» (կանոնակարգ 4/07):

Վերոնշյալը կանոնակարգում է ներդրումային ծառայությունների մատուցման կանոնները և պահանջները, ներդրումային ծառայությունների առանձին տեսակների մատուցման հատուկ կարգը և սահմանափակումները, ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից հաճախորդներին տեղեկությունների, հաշվետվությունների և այլ փաստաթղթերի կազմի, ձևի, բովանդակության և տրամադրման կարգի վերաբերյալ մանրամասն պահանջները, «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 66-րդ հոդվածի 1-ին մասով սահմանված պահանջներից բացառությունները, ներդրումային ծառայությունների մատուցման պայմանագրերին առնչվող պարտադիր պահանջները, «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 63-րդ և 66-րդ հոդվածներով նախատեսված պահանջների կատարման չափանիշները:

Կազմակերպությունների տեղեկատվական անվտանգության կառավարման համակարգը միջազգային չափորոշիչներին համապատասխանացնելու և համաշխարհային լավագույն փորձի ներդրման նպատակով ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 09.07.2013 թվականի թիվ 173-Ն որոշմամբ ընդունվեց «Տեղեկատվական անվտանգության ապահովման նվազագույն պահանջների սահմանման վերաբերյալ կարգը»: Ըստ դրա՝ ՀՀ տարածքում գործող բանկերը, կարգավորվող շուկայի օպերատորը, կենտրոնական դեպոզիտարիան և վարկային բյուրոներն իրենց տեղեկատ-

¹³⁸ Տե՛ս «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, բաժին 1, գլ. 1, հոդված 1, կետ 2:

վական անվտանգության կառավարման համակարգը պետք է համապատասխանեցնեն միջազգային ոլորտում կիրառվող չափորոշիչներին՝ ստանալով անհրաժեշտ պահանջները բավարարելու վերաբերյալ վկայագիր:

Այսպիսով՝ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման և վերահսկողության հիմնական նպատակներն են.

- ներդրողների իրավունքների և օրինական շահերի պաշտպանությունը,
- արժեթղթերի շուկայի թափանցիկության, կայուն և արդյունավետ զարգացման ապահովումը,
- արժեթղթերի գնագոյացման համակարգի արժանահավատության ապահովումը,
- արժեթղթերի շուկայում համակարգային ռիսկերի նվազեցումը:

3.2. Անդերոայթինգը որպես ՀՀ-ում ներդրումային ծառայությունների և

արժեթղթերի առաջնային շուկայի զարգացման գործոն

Ինչպես ցույց է տալիս միջազգային փորձը, կազմակերպությունների ֆինանսավորման արտաքին աղբյուրների կառուցվածքում կարևոր տեղ են զբաղեցնում արժեթղթերի, հատկապես՝ բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի թողարկումը:

Զարգացած երկրներում շրջանառության մեջ կորպորատիվ պարտատոմսերի համախառն արժեքը (կապիտալացումը), որպես կանոն, արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման ընդհանուր ծավալի 20-30%-ից մինչև 60-65%-ն է կազմում, որը վկայում է պարտատոմսերի՝ որպես ներդրման այլընտրանքի կարևոր դերի մասին: Որոշ երկրներում կորպորատիվ պարտքերի (պարտավորությունների) շուկան թույլ է զարգացած (օրինակ՝ եվրոպական մայրցամաքային երկրներում, որտեղ տնտեսությունը ֆինանսավորվում է բանկային հատվածի վարկային ռեսուրսների հաշվին), իսկ մյուսներում իրական հատվածին փոխառու միջոցների կարևոր մատակարար է (անգլոսաքսոնական և Հարավարևելյան Ասիայի որոշ երկրներում): Որպեսզի Հայաստանի

շուկան արժեթղթերի զարգացող շուկայի մաս համարվի, ըստ գնահատումների, ՀՆԱ անվանական արժեքի նկատմամբ բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացման չափը պետք է հասնի 30-40%-ի: Զարգացած շուկաներում այդ ցուցանիշը ՀՆԱ 60-90%-ն է կազմում: Ըստ որոշ հաշվարկների՝ նշված ցուցանիշը մեր հանրապետությունում վերջին տարիներին չի գերազանցել 4,5%-ը¹³⁹: Այս առումով, անդերռայթինգը լավ օժանդակություն կարող է լինել Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող արտաքին գործոնների հաղթահարման հարցում, մասնավորապես՝ սոցիալական և քաղաքական անկայունության, ինչպես նաև ինֆլացիայի: Միաժամանակ, անդերռայթինգի գործընթացում հնարավոր է գտնել այն ներդրողներին, ովքեր իրականում շահագրգռված են տվյալ ճյուղի զարգացմամբ: Դա հնարավորություն կտա փոխշահավետ պայմաններով սահմանելու երկարատև և արդյունավետ հարաբերություններ:

Անդերռայթինգի օգտագործմամբ միջոցների ներգրավման այդքան բացահայտ առավելություններով հանդերձ, ՀՀ արժեթղթերի շուկայում առկա են նաև մի շարք խնդիրներ: Նախևառաջ դա, իհարկե, նորույթն է: Թեև միանշանակորեն բացասական երևույթ չդիտարկելով՝ այնուամենայնիվ, հարկ է նշել, որ մեր հանրապետությունում զգուշավորությամբ են վերաբերվում յուրաքանչյուր նորին և դանդաղ են հարմարվում: Արևմուտքում լայն տարածում ստացած անդերռայթինգը մեր հանրապետությունում նոր է միայն սկսում դրսևորվել: Այդ իսկ պատճառով, փորձի բացակայության հետևանքով, շատերը չեն ցանկանում դրա առաջին փորձարկողը լինել:

Երկրորդ հիմնախնդիրը բխում է առաջինից: Քանի որ այդ գործընթացը նոր է, ապա դեռևս չեն ձևավորվել հստակ համակարգեր և չափորոշիչներ: Տեղաբաշխման բոլոր պայմանները պայմանագրային հիմունքներով քննարկվում են թողարկողի և անդերռայթերի միջև: Այդ ձևը հստակ չի երաշխավորում աշխատանքների որակով

¹³⁹ Տե՛ս Ա.Պետրոսյան, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի արդի վիճակը և զարգացման ուղղությունները, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա» հանդես, 4 (154), 2013, էջ 59:

կատարումը, և թողարկողը, որպես կանոն, ապավինում է անդերռայթերի բարի համբավին և գործնական վարկանիշին:

Երրորդ հիմնախնդիրը շատ բանով նույնպես նման է առաջինին: Փոքր մասնավոր ներդրողներից շատերը արժեթղթերին չեն վստահում, հատկապես նոր, վերջերս ստեղծված կազմակերպությունների պարագայում, որոնք աշխատում են անհասկանալի նորամուծական (ինովացիոն) տեխնոլոգիաներով: Սակայն այդ հիմնախնդիրը կարող է վերացվել անդերռայթերների սինդիկատի կողմից, քանի որ թողարկողի արժեթղթերը երաշխավորվում են համբավով և սինդիկատի անդամների ֆինանսներով:

Այդ ամենով հանդերձ՝ վաղ թե ուշ կձևավորվի վստահություն, և անդերռայթինգը ամենակենսունակ եղանակը կդառնա:

Ընկերությունների կապիտալացման բարձրացման ամենամեծ խոչընդոտը ինսայդերական տեղեկատվության հիմնախնդիրն է: Անդերռայթինգի դեպքում թողարկողը անդերռայթերի ղեկավարմանն է տրամադրում իր բոլոր թույլ կողմերը: Ինսայդերական տեղեկատվությունը ընկերության մասին բոլորին ոչ հասանելի կարևոր տեղեկությունն է, որը հայտնի է դառնում որոշակի անձի ծառայական կարգավիճակից, կառավարչական լիազորություններից կամ ընկերության հետ առանձնահատուկ այլ հարաբերություններից ելնելով:

Ինսայդերական տեղեկատվության օգտագործմամբ առևտուրը չափազանց վտանգավոր է համարվում բոլոր շուկաներում, և այդ չարիքի դեմ ամբողջ աշխարհում պայքարում են օրենսդիրները և կարգավորող մարմինները: Այդպիսի առևտուրը հակասում է շուկայի մասնակիցների արդարացի մրցակցությանը, վնաս է հասցնում արժեթղթերի այլ տնօրինողների, վտանգում է ընկերության գործնական համբավը, ընդհանուր առմամբ, խաթարում է ազգային արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ վստահությունը: Այդ պատճառով էլ զարգացած երկրների մեծ մասում ինսայդերական առևտրի դեպքում նախատեսվում են լուրջ պատիժներ:

Հարկ է նշել, որ Հայաստանում ինսայդերական առևտրի պարագայում պատժելը այսօր հնարավոր չէ, թեև շուկայի ցանկացած մասնակից ականատեսն է այդպիսի գործառնությունների աղաղակող օրինակների: ՀՀ օրենսդրությունում չկա «ինսայդեր» և «ինսայդերական տեղեկատվություն» հասկացությունների սահմանում: Դրանց փոխարեն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում ամրագրված է «ծառայական տեղեկատվություն» հասկացությունը և դրա օգտագործմամբ գործարքների իրականացումը: Սակայն տվյալ հասկացությունը բավական նեղ է, իսկ դրա օգտագործման դեպքում տուգանքները՝ շատ փոքր:

Անբարեխիղճ առևտրի այլ օրինակ է շուկայի առավել խոշոր կամ առանձնապես ակտիվ մասնակցի կողմից գների մանիպուլյացիան: Մանիպուլյացիան նպաստում է արժեթղթերի պահանջարկի կամ առաջարկի ոչ նույնական ձևավորմանը, որը խախտում է գնագոյացման արդարությունը և, վերջին հաշվով, վնասում ներդրողներին:

Վերոնշյալ չարաշահումները մեծ հասարակական վտանգավորություն են ներկայացնում՝ սպառնալով նաև ֆինանսական կայունությանը, որոնց դեմ գործնականում հնարավոր չէ պայքարել արդունավետ իրավական գործիքների բացակայության պատճառով: Դա է նաև պատճառը, որ օտարերկրյա ներդրողները խուսափում են ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ակտիվ ներգրավվածությունից, քանի որ չարաշահումների մասով ՀՀ օրենսդրությունը և վերահսկողի լիազորությունները չեն համապատասխանում միջազգային լավագույն փորձին և ընդունված պրակտիկային: ՀՀ ԿԲ՝ որպես իրավասու մարմին, չի կարողանում ապահովել միջազգային լիարժեք համագործակցություն, քանի որ ՀՀ օրենսդրությունը չի համապատասխանում ԱՀՄԿ-ի (Արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպության) պահանջներին:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի արդյունավետ գործունեության, ներդրողների (այդ թվում՝ արտասահմանցի), վստահության մեծացման, շուկայի մասնակիցների ազնիվ մրցակցության համար անհրաժեշտ է ինսայդերական տեղեկատվության, ինսայդե-

րական առևտրի և գների մանիպուլյացիայի հետ կապված հարցերի օրենսդրական կարգավորում:

Այդ նպատակով անհրաժեշտ է քրեականացնել ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գերշահույթ ստանալու նպատակով ներքին տեղեկատվության անբարեխիղճ օգտագործումը (ինսայդերական տեղեկատվություն) և գնային չարաշահումները (մանիպուլյացիան):

Հարկ է նշել, որ արդեն իսկ ՀՀ ԱԺ ֆինանսավարկային հարցերի մշտական հանձնաժողովում քննարկվում է օրենքի նախագիծ, որն ուղղված է արժեթղթերի շուկայում վերը նշված չարաշահումների քրեականացմամբ, դրանց կանխարգելմանը:

Օրենքի նախագիծը միտված է ապահովելու արժեթղթերի շուկայում չարաշահումների դեմ պայքարի ոլորտում գոյություն ունեցող միջազգային ստանդարտների ներդրմանը, որի պարտավորությունը Հայաստանի Հանրապետությունը ստանձնել է ԵԱՏՄ շրջանակներում:

Օրինագծով նախատեսվում է ամրագրել արժեթղթերի շուկայի չարաշահումների հանրային վտանգավորության աստիճանը՝ դրանց քրեականացման միջոցով, և սահմանել համապատասխան պատասխանատվության միջոցներ: Որոշման համաձայն կքրեականացվի ներքին տեղեկատվության անբարեխիղճ օգտագործումը, որի արդյունքում ինսայդերը ստանում է գերշահույթ:

Որոշմամբ կքրեականացվի նաև գնային չարաշահումը, որի արդյունքում պատճառվել է խոշոր կամ առանձնապես խոշոր չափի վնաս:

Որպես պատժի տեսակ նախատեսվում են ինչպես տուգանքը և ազատության սահմանափակումը, այնպես էլ այլ տեսակներ¹⁴⁰:

Ելնելով վերը շարադրվածից, կարծում ենք, որ օրենքի նախագծի ընդունման դեպքում ՀՀ արժեթղթերի շուկայում մրցակցությունը կաճի՝ ավելի լավ պայմաններով, մատչելի ու եկամտաբեր արժեթղթեր թողարկելու և դրանց առևտուրը կազմակերպելու

¹⁴⁰ Տե՛ս <http://www.yerkir.am/news/view/112649.html>

առումով, կաճի նաև շուկայի մասնակիցների թիվը, որոնք կգործեն ավելի թափանցիկ ու պաշտպանված միջավայրում:

Անդերռայթինգի և ներդրումային ընկերությունների առանձնահատկությունները հայաստանյան իրականությունում հետևյալն են՝ ֆինանսական միջնորդների ոչ բավարար կապիտալացումը, թողարկողի արժեթղթերի իրացվելիության և փոխարժեքի շարժընթացի նկատմամբ անվստահությունը հանգեցնում են անդերռայթինգի կիրառության գերադասմանը, էմիսիոն սինդիկատներ չեն ձևավորվում, թողարկողներն առավելապես աշխատում են միմյանց հետ կապ չունեցող առանձին ներդրումային ընկերությունների հետ, թողարկման մեծ բաժինը (ի տարբերություն միջազգային փորձի) տեղաբաշխվում է ուղղակիորեն թողարկողի կողմից՝ չապավինելով ֆինանսական միջնորդների օգնությանը, բացակայում է անդերռայթինգային մրցակցությունը:

Հայաստանում ներկայումս գոյություն ունի անդերռայթինգի երեք հիմնական տեսակ.

1. Արժեթղթերի թողարկման նախագծման և տեղաբաշխման վերաբերյալ թողարկողին խորհրդատվության մատուցում:
2. Տեղաբաշխման ժամանակ «ուժերի առավելագույն գործադրում», երբ անդերռայթերը մատուցում է նաև բրոքերային ծառայություններ (պատասխանատվություն չկրելով արժեթղթերի լրիվ տեղաբաշխման համար):
3. Ամբողջ թողարկման հետգնում, որն աշխարհում ամենահայտնին և ամենատարածվածն է:

Առկա է մեկ եղանակ ևս, որը, սակայն, այնքան էլ հանրահայտ չէ: Դա արժեթղթերի համախմբված փաթեթի նպատակային կառավարումն է:

Վերոնշյալներից Հայաստանում առավել նախընտրելի են այն տեսակները, որոնք ներառում են փոքր ռիսկեր, ինչպիսիք են խորհրդատվությունը և ուժերի առավելագույն

գործադրումը՝ առանց որոշակի երաշխիքի և պատասխանատվության (տեղաբաշխման ռիսկերը չկրելը):

Հարկ է նշել, որ առաջնային թողարկման և դրա հետագա տեղաբաշխման հաշվին կազմակերպությունների կապիտալացման աճի մեծ ներուժ է առկա:

Երբ ընկերությունը ցանկանում է իր բաժնետոմսերն առաջարկել լայն հանրությանը, նա կատարում է նախնական հրապարակային առաջարկ (ՆՀԱ): Անգլերենից թարգմանած՝ դա նշանակում է որևէ ընկերության բաժնետոմսերի փաթեթի առաջնային վաճառք, որն իրականացվում է հրապարակային եղանակով (**Initial Public Offering – IPO**): IPO-ն առաջին անգամ ի հայտ եկավ անցած դարի 70-ականներին: Ժամանակի ընթացքում առաջացան «IPO» տերմինի այլ մեկնաբանություններ ևս՝ դրան վերագրելով հրապարակային տեղաբաշխման այլ ձևեր.

- նախապես ընտրված ներդրողների նեղ շրջանակում մասնավոր տեղաբաշխում՝ միաժամանակ ստանալով բորսայական ցուցակում (**Private Offering – PO**),
- այն ընկերությունների կողմից տեղաբաշխում, որոնց բաժնետոմսերն արդեն վաճառվում են բորսայում, բաց շուկայում բաժնետոմսերի լրացուցիչ թողարկում՝ այսպես կոչված, մինչտեղաբաշխում կամ երկրորդային հրապարակային տեղաբաշխում (**Follow-on կամ Primary public offering – PPO**),
- գործող բաժնետերերի խոշոր փաթեթի հրապարակային վաճառք (**Secondary public offering – SPO**),
- թողարկողի կողմից հրապարակային տեղաբաշխում (թողարկողի ուժերով) ուղղակի առաջնային ներդրողներին՝ շրջանցելով բորսայական շուկան (**Direct public offering – DPO**)¹⁴¹:

Ինչպես պարզ է դառնում ներկայացված մեկնաբանություններից, բոլոր նշվածներին միավորում է մեկ կարևոր բան՝ բաժնետոմսերի տարածումը ներդրողների լայն շրջանակներում, որն իրականացվում է հրապարակային ձևով: Հետևաբար՝ այդ

¹⁴¹ Տե՛ս Лукашов А., Могин А., IPO от I до O, Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков, 2-е изд., испр. и допол., М.: Альпина Бизнес Букс, 2008, с. 6.

նկատառումից ելնելով, կարծում ենք, ճիշտ է այդ բոլոր տարատեսակությունները ընդհանրացնել ՆՀԱ (IPO) հասկացությամբ:

Միջազգային փորձի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ թողարկողներին ՆՀԱ ծառայությունների մատուցումը, որպես կանոն, իրականացնում են ներդրումային ընկերությունները, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչները, ինչպես նաև, կախված մոդելից, առևտրային բանկերը:

ՆՀԱ-ն տարբեր երկրներում տարբեր կերպ է զարգացել: ՆՀԱ շուկայի ակտիվությունը, առաջին հերթին, որոշվում է երկրում ընդունված ներդրումային մոդելով և ֆինանսական համակարգի կառուցման ավանդույթներով: Այսպես՝ ՆՀԱ առյուծի բաժինը իրականացվում է անգլո-սաքսոնական երկրներում, որոնք արժեթղթերի շուկան դիտարկում են որպես ներդրումների աղբյուր: Այդ երկրներում բաժնետոմսերի թողարկմամբ ֆինանսավորվում է հիմնական կապիտալում ամբողջ ներդրումների մինչև 15-20%-ը: Մի փոքր այլ է պատկերը եվրոպական երկրներում, որոնք կողմնորոշված են բանկային վարկավորմանը: Այստեղ արժեթղթերի թողարկմամբ ֆինանսավորվում է հիմնական կապիտալում ներդրումների մինչև 5-10%-ը:

Այն բանից հետո, երբ ընկերության և անդերռայթերի միջև կնքվում է պայմանագիր, վերջինս ներկայացվում է տվյալ երկրի կարգավորող մարմնի ներդրումային հուշագրի: ԱՄՆ-ում դա արժեթղթերի հանձնաժողովն է (SEC), Հայաստանի Հանրապետությունում՝ ԿԲ-ը: Կարգավորող մարմինը ստուգում է ներկայացված տեղեկատվությունը, և եթե դա բավարարում է պահանջները, նշանակվում է ՆՀԱ ժամկետ, իսկ անդերռայթերը պատրաստում է ընկերության ամբողջ ֆինանսական տվյալները:

Անդերռայթերի ճիշտ ընտրությունը, շատ դեպքերում, որոշում է ՆՀԱ հաջողությունը:

Անդերռայթերը, որպես կանոն, իրականացնում է հետևյալ գործառույթները.

- պատրաստում է վերլուծական նյութերը,

- մշակում է ՆՀԱ ծրագիրը և սխեման,
- համակարգում է ՆՀԱ նախապատրաստման և անցկացման գործընթացին աջակցող այլ միջնորդների աշխատանքը,
- համագործակցում է կարգավորող մարմինների հետ,
- կազմում է հայտերի գիրք,
- երաշխավորում է տեղաբաշխումը,
- որոշում է բաժնետոմսերի առաջարկի գինը և այլն:

Մինչև ՆՀԱ իրականացումը, որպես կանոն, տեղի է ունենում ընկերության պաշտոնական ներկայացուցչի հանդիպումը հնարավոր ներդրողների հետ: Նման հանդիպումներում լուսաբանվում են ընկերության գործունեության հիմնական տնտեսական ցուցանիշները: ՆՀԱ անցկացմանը նախորդում է հրապարակային հայտարարությունը:

ՆՀԱ-ն իրականացվում է ինչպես բաց, այնպես և փակ աճուրդի միջոցով: Առաջին դեպքում արժեթղթերը ֆոնդային բորսայում վաճառվում են իրական ժամանակի ռեժիմով, որի դեպքում դրանց արժեքը կարող է փոխվել յուրաքանչյուր րոպե: Երկրորդ դեպքում ընկերությունը հավաքագրում է բաժնետոմսերը որոշակի գնով գնելու առաջարկի հայտեր, և հաղթում է աճուրդի այն մասնակիցը, որն առաջարկել է ամենաբարձր գինը:

Իրենց բաժնետոմսերն առաջարկող ընկերությունները ներկայացնում են տարբեր ներդրումային հնարավորություններ և, համապատասխանաբար, ներգրավում տարբեր տիպի ներդրողների: Թեև նախապես հնարավոր չէ հավաստիորեն կանխատեսել թողարկող ընկերության բաժնետոմսերի նկատմամբ հետաքրքրությունը, սակայն որոշել, թե ընկերությունը որ տեսակին է պատկանում, և դա տվյալ պահին համադրել ներդրողների այս կամ այն կատեգորիայի ակտիվության հետ, միանգամայն լուծվող խնդիր է: Կախված հասունությունից, շահութաբերությունից, զարգացման հեռանկա-

րից և այս կամ այն գործոնի հաջող զարգացման կարևորությունից՝ թողարկող ընկերությունները կարելի է բաժանել հետևյալ խմբերի.

1. Խոշոր ընկերություններ, որոնք ունեն դրական վարկային պատմություն, լավ վաճառք և եկամտաբերության մակարդակ: Դրանք առաջարկում են ներդրողների մեծամասնության համար ընդունելի շահավետ ներդրումային պայմաններ:

Հրապարակային ընկերություն դառնալու որոշումն ընդունվում է կամ անհրաժեշտ միջոցների ընդլայնման համար, կամ ընկերության զարգացման անցյալը համարվում է գազաթնակետ և որոշվում է ամրագրել շահույթը:

2. Արագ աճող ընկերություններ, որոնք արձանագրում են շահութաբերության լավ ցուցանիշներ: Հատկապես այդպիսի ընկերություններն են բարենպաստ գնահատվում ներդրողների կողմից:

3. Ոչ մեծ նորարարական (ինովացիոն) ընկերություններ, որոնք ի սկզբանե կողմնորոշված են ՆՀԱ-ին: Դրանք ներդրողների համար մեծ հետաքրքրություն են ներկայացնում՝ դեռևս չունենալով լուրջ ֆինանսական արդյունքներ:

Հարկ է նշել, որ ՀՀ-ում ՆՀԱ շուկան առայժմ ձևավորված չէ: Դրա մասին է վկայում այն փաստը, որ մինչև այժմ բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի միջոցով կապիտալ է ներգրավել միայն երկու ընկերություն՝ «Արարատբանկ» ԲԲԸ-ն և «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն, ՆՀԱ նախապատրաստական փուլում է գտնվում նաև «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ն: Ուստի բավարար ծավալային ցուցանիշների բացակայության պատճառով հնարավոր չէ ֆինանսական ցուցանիշների վերլուծության արդյունքում բացահայտել ՀՀ-ում ՆՀԱ հիմնական գործոնները:

Հայաստանյան հարթակներում արևմտյան և արևելյան ներդրողները չեն շտապում մի շարք պատճառներով (սեփական իրավունքի պաշտպանությունը խանդավառություն չի առաջացնում, շուկայի ծավալը փոքր է և այլն):

Տեսականորեն, իհարկե, Հայաստանում ևս կապիտալը փոքր չէ, սակայն դա միայն ֆորմալ տեսանկյունից նայելու դեպքում. հասկանալի է, որ ազատ ակտիվների գերակշռող մասը, որին տիրապետում են խոշոր գործարարները և որոշ քաղաքացիներ, տեղաբաշխված է ոչ թե հայաստանյան ընկերություններում և բանկային հաշիվներում, այլ արևմտյան օֆշորներում, ֆոնդերում և բանկերում: Նման պայմաններում, կարծում ենք, կմեծանա արևմուտքում տեղաբաշխում կատարելու հայկական ընկերությունների հետաքրքրությունը:

Այս ամենով հանդերձ՝ Հայաստանի անդերռայթերներն արտահայտվում են առաջնային թողարկման և հետագայում դրա երաշխավորված տեղաբաշխման հաշվին ընկերությունների կապիտալացման մեծացման լայն հնարավորությունների օգտին:

Ընկերությունների կապիտալացման տեսական հիմքերը ներկայացված են մի շարք հայտնի արտասահմանցի հեղինակների աշխատություններում՝ Ի.Անսոֆ, Մ.Բրուն, Տ.Կոնո, Ֆ.Կոտլեր, Մ.Պորտեր, Տ.Պոստոն, Ի.Ստյուարտ, Վ.Տարսեն, Ա.Հայեկ և այլք: Սակայն նրանք տվյալ հիմնախնդիրը հետազոտել են ներդրումների զարգացած շուկայի և ժամանակակից տեխնոլոգիաների պայմաններում՝ հաշվի չառնելով անցումային տնտեսության ճգնաժամային բախումները: Նրանց տեսական հետևությունները և գործնական առաջարկները ոչ բոլոր դեպքերում կարելի է օգտագործել ժամանակակից Հայաստանի պարագայում, իսկ հայրենական հեղինակները նշված հիմնախնդրի առնչությամբ ներկայացված են միայն առանձին աշխատություններով:

Անդերռայթինգի իրականացման արդյունավետությունը կարելի է հաշվարկել ԱՄՆ-ի գիտնական Վան Հորնի մշակած բանաձևով, սակայն Հայաստանի համար մեր մշակած գործակցի լրացմամբ¹⁴².

$$\frac{\text{ներգրավված ռեսուրսների ծավալ}}{\text{միանվագ ծախսեր + պարտքի սպասարկում}} \cdot 100\% K_L = \text{արդյունավետություն,}$$

¹⁴² Տե՛ս Van Хорн Дж.К., Основы управления финансами. М.: Издательство “Финансы и статистика”, 2003, с. 715.

որտեղ K_L -ը լոբբիստական հնարավորությունների գործակիցն է:

Գործակցի էությունը ներդրումային ռիսկերի գնահատման վրա պայմանադիր կողմերի միջև վստահության ազդեցության հաշվառումը և այդ գնահատման վրա անձնական հարաբերությունների փոխազդեցության հնարավորություններն են: Այսպիսով՝ արդյունավետության գործակիցը որոշելու համար անհրաժեշտ է ներգրավված ռեսուրսների ծավալի և ներգրավման ծախսերի հարաբերությունը բազմապատկել ուղղիչ գործակցով, որտեղ՝ $K_L \geq 1$:

K_L գործակցի հավանական մեծությունը կարող է որոշվել փորձագիտական գնահատմամբ:

Հաշվի առնելով հայաստանյան իրականությունը՝ հարկ է նշել, որ այդ մոդելը լիարժեք չի կարող աշխատել առանց մեր առաջարկած գործակցի, որն արտացոլում է թողարկողի՝ իր շահերի լոբբիստական ճնշման ներքո որոշումների ընդունման հնարավորությունը:

Անդերռայթինգի ներդրումը այսօր կարող է լուծել ՀՀ արժեթղթերի շուկայի մի շարք հիմնախնդիրներ: Ահա դրանցից միայն մի քանիսը և անդերռայթինգի միջոցով դրանց լուծման ուղիները.

1. Կապիտալի ներգրավման փոքր ծավալները և ֆինանսական գործիքների իրացվելիության ցածր աստիճանը:

Անդերռայթինգը դեռևս անհասանելի ճյուղերից և կառուցվածքներից ներգրավում է լրացուցիչ կապիտալ, ինչպես նաև էականորեն բարձրացնում է իրացվելիության մակարդակը: Դա հնարավոր է, քանի որ հնարավոր ներդրողները չեն կարող գտնել իրենց համար ընդունելի և շահավետ առաջարկ: Անդերռայթինգային հարաբերությունների համակարգի զարգացման դեպքում կմեծանան ընտրության հնարավորությունները, թողարկվող արժեթղթերի ընդհանուր ծավալը, իսկ արժեթղթերի շուկայում արժեթղթերի շրջանառության մեծացմամբ կբարելավվի նաև դրանց իրացվելիությունը:

2. Նյութական բազայի, առևտրի տեխնոլոգիայի, կարգավորիչ և տեղեկատվական ենթակառուցվածքների թույլ զարգացումը, արժեթղթերի շուկայում ուժերի հարաբերակցության վերաբերյալ տեղեկատվության բացակայությունը:

Անդերռայթինգը, լինելով տնտեսական հարաբերությունների առաջավոր և առավել զարգացած տեխնոլոգիայի տեսակ, կարող է էականորեն պարզեցնել տեղեկատվության կառուցվածքը:

3. Պետական կարգավորման մեխանիզմի թուլությունը և արժեթղթերի շուկայի ձևավորման պետական երկարաժամկետ քաղաքականության բացակայությունը:

Անդերռայթինգը հնարավորություն ունի պարզեցնելու պետական վերահսկողությունը՝ ստանդարտացման և էմիսիոն համաձայնագրերի միջոցով: Անդերռայթինգի շնորհիվ հնարավոր է դառնում ֆինանսական ինստիտուտների միջև երկարատև հարաբերությունների սահմանումը, որը, վերջին հաշվով, կօգնի արժեթղթերի շուկայի երկարաժամկետ պետական քաղաքականության մշակմանը:

4. Արժեթղթերի և բաժնետոմսերի փոխարժեքի շարժընթացում ծայրահեղ անկայունության հետ կապված բոլոր ռիսկերի բարձր մակարդակը: Արժեթղթերի ներդրումային ցածր որակը և «սև» ու սպեկուլյատիվ շրջանառության բարձր աստիճանը: Ընդհանուր ներդրումային ճգնաժամը:

Անդերռայթինգը վաստակելու լայն հնարավորություն է ստեղծում՝ չապավինելով «ստվերային» սխեմաների և սպեկուլյացիաների: Տեղեկատվության լայն հասանելիության, թափանցիկության և տարբեր ընկերությունների ու ֆինանսական կառույցների մշտական փոխգործակցության արդյունքում անդերռայթինգը մեծ չափով նվազեցնում է ռիսկերը:

5. Գործնական էթիկայի մշակույթի բացակայության պայմաններում սուր մրցակցությունը: Շուկայի մեկուսացումը:

Գործնական էթիկայի սկզբունքները կարող են մշակվել միայն լավ համակարգված շուկայական մեխանիզմի և շուկայի գործակալների միջև հաստատված հարաբերությունների պայմաններում, իսկ անդերռայթինգը կարող է արգասավոր հող նախապատրաստել դրանց ձևավորման համար:

6. Արտասահմանյան արժեթղթերի շուկայից կախվածությունը:

Այստեղ գլխավոր հիմնախնդիրը շուկայի սեփական համակարգի և մեխանիզմների զարգացած չլինելն է: Անդերռայթինգը կօգնի կարգավորել թողարկման մեխանիզմը և արժեթղթերի հետագա իրացումը, որն էլ, վերջին հաշվով, թույլ կտա զգալիորեն բարելավել և զարգացնել շուկայական հարաբերությունների ամբողջ համակարգը:

Թվարկվածներից զատ, պետք է բարելավել նաև օրենսդրական հիմքը:

Ֆինանսական ոլորտում բնակչության ներգրավվածության անբավարար մակարդակը բացատրվում է տեղեկացվածության և ֆինանսական գործիքների նկատմամբ վստահության ցածր աստիճանով: Դա հանգեցնում է բնակչության խնայողությունների՝ առավելապես արտարժույթում ներդրումների կամ բանկերում կարճաժամկետ դեպոզիտների ձևով իրացմանը:

Ներկայումս ֆինանսական շուկաների զարգացման և բնակչության բարեկեցության մակարդակի բարձրացման նպատակով դրանց օգտագործման հնարավորությունների վերաբերյալ տեղեկատվությունը չունի համակարգված բնույթ և հիմնականում նախատեսված է այդ շուկաներում աշխատող մասնագետների, քան սովորական քաղաքացիների համար: Բնակչությունը անբավարար է տեղեկացված ֆինանսական շուկայում ներդրումների օրենսդրական հիմքերի և իրավական պաշտպանվածության մասին:

Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի մրցունակության մակարդակի բարձրացման նպատակով անհրաժեշտ է նախատեսել արժեթղթերի տեղաբաշխման այնպիսի պայմաններ, որոնք բնորոշ են զարգացած ֆինանսական շուկաներին:

Մասնավորապես՝ պահանջվում է ոչ լրիվ վճարման պայմանով արժեթղթերի տեղաբաշխման հնարավորությունների սահմանում, եթե դրանց լրիվ վճարման պարտավորությունը իրենց վրա վերցնեն շուկայի արհեստավարժ մասնակիցները:

Այսպիսով՝ անդերռայթինգը ներկայումս արժեթղթերի շուկայի, ինչպես նաև տնտեսության զարգացման հեռանկարային ուղղություններից է և բանկային վարկի նկատմամբ ունի հսկայական առավելություններ՝ հատկապես զարգացող նորամուծական (ինովացիոն) կազմակերպությունների համար: Իհարկե, անդերռայթինգը հնարավորություն չունի լուծելու հանրապետության արժեթղթերի շուկայում առկա բոլոր հիմնախնդիրները, սակայն կարող է դրանք էականորեն մեղմել: Անդերռայթինգային հարաբերությունների համակարգի զարգացումն անհրաժեշտ է զարգացած շուկայի ձևավորման, ներդրումային ակտիվության մեծացման, դեպի արտասահման կապիտալի վիթխարի չափերի հոսքի կանխման և ընդհանուր տնտեսական իրադրության բարելավման համար:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Ատենախոսության մեջ ՀՀ արժեթղթերի շուկայի արդյունավետ գործունեությունը, այն է՝ ավելցուկային բյուջե ունեցող անձանց խնայողությունների արժեթղթերի միջոցով հավաքագրումը և տնտեսության իրական հատված ու ծառայությունների ոլորտ ուղղորդումը և ներդրումային ծառայությունների իրականացումը դիտարկվել է փոխադարձ կախվածության մեջ: Այլ կերպ ասած, ներդրումային ծառայությունների հաջող իրականացումից է կախված ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ակտիվ և արդյունավետ գործողությունը և ընդհակառակը: Այսպիսով, հաշվի առնելով ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայությունների իրականացման անհրաժեշտությունը, հիմք ընդունելով հետազոտության շրջանականերում դրված նպատակի, առաջադրված խնդիրների լուծման ուղղությամբ իրականացված ուսումնասիրությունները, վերլուծությունները, ինչպես նաև միջազգային փորձի հիման վրա կատարած ընդհանրացումները և ելնելով հետազոտության գիտական և գործնական արդյունքներից, կարելի է կատարել հետևյալ եզրահանգումները:

1. Արժեթղթերի շուկայում դրամական կապիտալի տեղաբաշխման (ներդրման) ձևերի և եղանակների բարդացումն առաջ է բերել պրոֆեսիոնալ (արհեստավարժ) գործունեության նոր հատուկ տեսակներ, որոնք աստիճանաբար առանձնանալով բանկային ծառայություններից, ուղղվում են դրամական կապիտալի սպասարկմանը: Տվյալ դեպքում խոսքը, այսպես կոչված, «ներդրումային ծառայությունների» մասին է:

Ֆինանսների դասական տեսության շրջանակներում, արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ծառայությունների առումով, ելակետը ֆինանսական ծառայություններն են, իսկ նորդասական տեսության շրջանակներում՝ ներդրումային ծառայությունների մատուցումը: Տարբերությունն այն է, որ ֆինանսների նորդասական տեսության սահմաններում հստակորեն տարանջատվում են «ֆինանսավորում» և «ներդրում» հասկացությունները:

Մասնագիտացված սուբյեկտների գործունեության բովանդակության մեջ շեշտը դրվում է ներդրումների՝ որպես դրամական միջոցների կառավարման գործընթացի վրա, այն դեպքում, երբ ֆինանսների դասական տեսությունը որպես հիմք է ընդունում ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուրների հետազոտությունը:

2. «Թողարկող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» կամ «ներդրող — մասնագիտացված մասնակիցներ — ներդրող» հարաբերությունների տեսակները պայմանավորում են արժեթղթերի շուկայի ծառայությունների մատուցման կերպը: Այլ կերպ ասած՝ արժեթղթերի շուկան կարելի է դիտարկել որպես յուրահատուկ ծառայությունների շուկա: Արժեթղթերի շուկայի երեք գործառնությունների (արժեթղթերի շարժ, ներդրումներ և սպասարկում) փոխկապվածության ուսումնասիրությունը համակարգված պատկերացում է տալիս այդ տնտեսական երևույթի մասին:
3. Արժեթղթերի շուկայի ծառայություններն իրենց բնույթով մասնագիտացված են, որոնց բովանդակությունը բխում է արժեթղթերի հիմնական նկարագրից: Դրանք այն հատկանիշներն են, որոնցով կարելի է բնորոշել արժեթուղթը՝ որպես ինքնուրույն տնտեսաիրավական երևույթ: Դասական փաստաթղթային արժեթղթի հատկանիշներն են՝ փաստաթղթայնություն, արժեթղթից բխող իրավունքի հաստատում, արժեթղթում ամրագրված պարտավորության վերացականություն, ներկայացում: Ժամանակակից ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի հատկանիշները վերափոխվել են. փաստաթղթայնությունը դրսևորվում է որպես թողարկողի պարտավորությունների մասին տեղեկատվության փաստաթղթավորում, իսկ ներկայացնելը՝ իբրև արժեթղթի նկատմամբ իրավունքի հաստատում:

Արժեթղթերի փաստաթղթային թողարկման ձևը պայմանավորված է նվազագույն ծառայություններով, որ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցները մատուցում են թողարկողներին և ներդրողներին: Ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի առումով, անհրաժեշտ է մասնագիտացված

ինստիտուտ: Որպես կանոն, այդ դերն իրենց վրա են վերցնում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցները՝ դեպոզիտարիաները և/կամ գրանցողները (ռեեստր վարողներ), որոնք արժեթղթերի շուկայի հաշվառման համակարգի տարր են, և առանց որոնց ոչ փաստաթղթային արժեթղթերի գոյությունը հնարավոր չէ:

4. Արժեթղթերի բազային սպառողական հատկությունների (ռիսկ, հուսալիություն, եկամտաբերություն, իրացվելիություն) իրացման ժամանակ դրսևորվում են ներդրումային ռիսկեր: Ռիսկեր առկա են նաև թողարկողի համար: Այդ իսկ պատճառով ռիսկերի վերաբաշխումն իրենց վրա են վերցնում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված անձինք՝ արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներին մատուցելով ծառայություններ:

Թողարկողի համար արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները բխում են հիմնականում արժեթղթերի՝ որպես յուրահատուկ տեսակի ապրանքի հատկություններից, այն դեպքում, երբ ներդրողի համար դրանք հիմնականում պայմանավորված են արժեթղթերի բազային սպառողական հատկություններով: Պետության համար արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները կարող են բխել և՛ մեկ, և՛ մյուս հատկություններից՝ կախված այն բանից, թե պետությունը ինչ դեր է խաղում արժեթղթերի շուկայում. հանդես է գալիս որպես թողարկող, թե՛ ներդրող:

5. Հաճախորդի (թողարկող, ներդրող) տեսանկյունից արժեթղթերի շուկայում ծառայությունները մասնագիտացված մասնակիցների կողմից իրականացվող որոշակի գործողությունների, գործառնությունների հավաքածու են՝ ուղղված հաճախորդների պահանջմունքների բավարարմանը: Արժեթղթերի շուկայում ծառայությունների առանձնահատկություններ կարելի է համարել.

- մատուցվող ծառայությունների պայմանագրային բնույթը և հատուցելիությունը,
- ծառայություններ մատուցելիս դրամական միջոցների և ֆինանսական գործիքների հատուկ հաշվառման անհրաժեշտությունը,

- օրենսդրորեն սահմանված հաշվետվությունների պարտադիր ձևերի ու ժամկետների առկայությունը,
- մինչև ծառայությունների մատուցումը և մատուցման ընթացքում հաճախորդներին տեղեկատվության պարտադիր տրամադրումը,
- հնարավոր եկամտի առնչությամբ երաշխիքի, իսկ հետագայում ֆինանսական գործիքների արժեքների փոփոխության արգելքը:

6. Արժեթղթերի շուկայի վերաբերյալ ՌԴ օրենսդրությունը, դիտարկելով արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների գործունեությունը, չի մանրամասնում «արժեթղթերի շուկայում ծառայություններ» հասկացությունը:

Եվրամիության օրենսդրությունում օգտագործվում է «ներդրումային ծառայություններ» եզրույթը: 2004 թվականի ապրիլի 21-ի «Ֆինանսական գործիքների շուկայի մասին» 2004/39/EC դիրեկտիվը տարածվում է ոչ միայն արժեթղթերի, այլև մյուս ֆինանսական գործիքների վրա:

Վերոնշյալ դիրեկտիվի համաձայն ներդրումային ծառայությունները բաժանվում են հիմնականի և լրացուցիչի:

7. Արժեթղթերի շուկայում մատուցվող ծառայությունների վերաբերյալ ՀՀ օրենսդրությունը հիմնականում համահունչ է Եվրամիության օրենսդրությանը: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 25 և 26-րդ հոդվածներն հստակ սահմանում են ներդրումային ծառայությունների ցանկը, իսկ 27-րդ հոդվածը սահմանում է ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց շրջանակները: Սույն օրենքը սահմանում է նաև ներդրումային ընկերության հասկացությունը, համաձայն որի ներդրումային ընկերությունը ներդրումային ծառայությունների մատուցման լիցենզիա ստացած բաժնետիրական կամ սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունն է, որի գործունեությունը ներդրումային ծառայությունների մատուցումն է՝ առանձին կամ ոչ հիմնական ծառայությունների հետ մեկտեղ:

8. Այսպիսով, արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված (արհեստավարժ) մասնակիցները դրանք մասնագիտացված ընկերություններ են (առանձին դեպքերում կարող են լինել նաև ֆիզիկական անձինք), որոնք իրականացնում են արժեթղթերի հետ կապված մասնագիտացված գործունեություն:

Ընդհանրապես արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներն իրենց գործունեությունն իրականացնում են բացառիկության կամ նախապատվության հիմքով, այլ կերպ ասած չեն համատեղում գործունեության այլ տեսակների հետ:

9. Արժեթղթերի շուկայի միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ ընդհանուր առմամբ արժեթղթերի շուկայում որպես մասնագիտացված գործունեության տեսակներ կարելի է առանձնացնել.

1. բրոքերային գործունեություն,
2. դիլերային գործունեություն,
3. արժեթղթերի կառավարման գործունեություն,
4. արժեթղթերի տեղաբաշխման գործունեություն (անդերռայթինգ),
5. արժեթղթերի շուկայում խորհրդատվական գործունեություն,
6. անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրի վարման և պահպանության գործունեություն,
7. արժեթղթերի շուկայում առևտրի կազմակերպման գործունեություն,
8. քլիրինգային գործունեություն,
9. դեպոզիտարային (պահառության) գործունեություն:

Մասնագիտացված գործունեության վերը թվարկված տեսակներից առաջին հինգը, համաձայն «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի, համարվում են ներդրումային ծառայություններ, իսկ տվյալ գործունեությունը մատուցող անձինք՝ ներդրումային ընկերություններ:

10. Բրոքերային ծառայությունների տեսաւտնտեսագիտական սահմանման բացակայությունը կարելի է լրացնել ծառայության այդ տեսակի առանձնահատկությունների շարադրմամբ (որը թույլ կտա ներկայացնել բրոքերային ծառայության ընդհանուր և յուրահատուկ հատկանիշները), ինչպես նաև գիտական դասակարգմամբ, որը թույլ կտա վեր հանել նրա արտադրության, իրացման և սպառման առանձին կողմերը:

11. Ֆինանսական շուկաների ժամանակակից պրակտիկայում տեղի է ունենում փաստաթղթային արժեթղթերի թողարկումից անցում ոչ փաստաթղթային ձևին: Արժեթղթերի շուկայի համար ընդհանուր ճանաչում են գտել երկու հիմնական միտումներ. արժեթղթերի անշարժություն և ապանյութականացում: Այդ երկու միտումները արժեթղթերի շուկային բնորոշ են նրա էվոլյուցիոն զարգացմանը զուգընթաց: Դրանք պայմանավորում են հաշվառման համակարգի կազմակերպման տարբեր մեխանիզմների և սխեմաների օգտագործում:

Արժեթղթերի ապանյութականացման գործընթացի իրականացման հետ փոխվել է «սեփականության իրավունքի անցման պահի» հասկացության էությունը: Ներկայացուցչական արժեթղթերի սեփականության իրավունքի անցումը կատարվում էր գործարքի իրականացման գործընթացում՝ փոխանցման պահին:

Նախկինում ընդունվում էր, որ թողարկողի հաշվին անվանական արժեթղթերի գրանցումը միայն սեփականության կանխավարկած է, այսինքն՝ հաշվին գրառումը սեփականության ապացույց է միայն, այլ ոչ թե սեփականություն՝ որպես այդպիսին:

Ապանյութականացմանը զուգընթաց, երկար բանավեճերից հետո, այն տեսակետը հաստատվեց, որ հաշվին գրառումը սեփականության իրավունք չի ստեղծում, բայց մնում է որպես դրա ապացույց: Արժեթղթերի փոխանցումը դարձավ ոչ թե սեփականության, այլ պահանջի (պարտավորության) փոխանցում:

12. «Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա» ԲԲԸ-ն հանրապետության մարզերում դեռևս չունի տարածքային ստորաբաժանումներ: Հետևաբար՝ անհրաժեշտ է ստեղծել հաշվի օպերատորի գրասենյակներ, որոնք կմիջնորդավորեն ՀԿԴ-ի և շուկայի մասնակիցների միջև հարաբերությունները: Հաշվի օպերատորներ կարող են լինել ՀՀ-ում գործող առևտրային բանկերը, ներդրումային ընկերությունները և փոստային կապի օպերատորները:
13. Ըստ ՀՀ օրենսդրության՝ ներդրումային է համարվում այն բաժնետիրական կամ սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունը, որն ունի «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով և դրա հիման վրա ընդունված նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված ներդրումային ծառայությունների մատուցման լիցենզիա, որի գործունեությունը ներդրումային ծառայությունների մատուցումն է՝ առանձին կամ ոչ հիմնական ծառայությունների հետ մեկտեղ: Այլ կերպ ասած՝ ներդրումային ընկերությունների գործունեության շրջանակը ներդրումային ծառայությունների մատուցումն է:
14. ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործում են ներդրումային ծառայություններ մատուցող 21 առևտրային բանկեր, 8 ներդրումային ընկերություններ և ներդրումային ֆոնդի 1 կառավարիչ: Ներդրումային ծառայություններ մատուցող վերոնշյալ մասնակիցների կողմից իրականացվող ծառայությունների վերլուծությունը բացահայտում է նրանց մասնակցության դեռևս ոչ բավարար վիճակը:
15. Կատարված վերլուծությունը վկայում է 2010-2014 թթ. ընթացքում ՀՀ-ում ներդրումային ընկերությունների կարևորագույն ցուցանիշների ոչ դրական միտումների մասին, որոնք առանձնապես դրսևորվել են 2014 թ.: Իհարկե, դրանում իրենց դերն են ունեցել նաև հանրապետությունում նշված ժամանակաշրջանում տնտեսական աճի ցուցանիշները:
16. 2005-2014 թթ. «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում, ընդհանուր առմամբ, նկատվել է կնքված գործարքների ծավալների աճի միտում (բացառությամբ որոշ

տարիների): Ուշադրության է արժանի 2014 թ. գրանցված գործարքների ծավալի ընդհանուր աճը, որը 2013 թ. մակարդակը գերազանցել է ավելի քան 3 անգամ, իսկ բաժնետոմսերով գործարքներինը՝ 19 անգամ, պետական պարտատոմսերով գործարքներինը՝ ավելի քան 2,2 անգամ, կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքներինը՝ 2 անգամ: Հարկ է նշել նաև, որ 2005-2009 թթ. ընթացքում կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալն ունեցել է հստակ արտահայտված աճի միտում, ընդ որում, կտրուկ աճ է գրանցվել 2009-ին: Սակայն հաջորդ տարիներին դա սկսել է նվազել, և այդ գործընթացը կանգ է առել միայն 2013 թ., իսկ 2014-ին կրկին գրանցվել է կտրուկ աճ: Այնուամենայնիվ, 2014 թ. կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալը դեռևս 3 անգամ պակաս էր ինչպես բաժնետոմսերով, այնպես էլ պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալից: Բոլոր դեպքերում, 2005-2014 թթ. «ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ում կնքված գործարքների ցուցանիշները վկայում են դրական միտումների մասին, բացառությամբ 2009-2011 թթ., որը պայմանավորված էր համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով:

17. ՀՀ-ում 2005-2015 թթ. շուկայի ընդհանուր կապիտալացումը ունեցել է հստակ արտահայտված աճի միտում, բացառությամբ 2010-2012 թթ., որը, մեր կարծիքով, նույնպես պայմանավորված էր համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով:
18. Ինչպես ցույց են տալիս ՀՀ-ում 2010-2015 թթ. հավատարմագրային կառավարման վերցված միջոցների վերլուծության արդյունքները, կտրուկ աճ է գրանցվել 2011-ին, սակայն հետագայում ցուցանիշը կտրուկ նվազել է, և 2014 թ. արձանագրվել է 158,8 մլն ՀՀ դրամի ծավալ՝ 2011 թ. 4015,5 մլն ՀՀ դրամի դիմաց: Ավելին, 2014 թ. պետական պարտատոմսերի գծով գրանցվել է 0-ական ցուցանիշ: Որոշակի դրական միտում է արձանագրվել 2015-ին:

19. 2010-2012 թթ. արձանագրվել են պահառության վերցված պետական արժեթղթերի աճի միտումներ, ընդ որում կտրուկ աճ է գրանցվել 2012 թ., սակայն ցուցանիշը հետագայում նվազել է, իսկ 2014 թ. կտրուկ անկում է գրանցվել: Արձանագրված միտումները բնորոշ են եղել նաև ոչ պետական արժեթղթերին:

20. Ինչպես ցույց է տալիս արժեթղթերի շուկայի կարգավորման արտասահմանյան փորձը, համաշխարհային ֆինանսական շուկայում գերակշռում են մեգակարգավորիչի ստեղծման միտումները: Ընդ որում, մեգակարգավորիչի ինստիտուտները ստեղծվում են ինչպես զարգացած, այնպես և զարգացող տնտեսությամբ երկրներում:

Ֆինանսական շուկայի արտասահմանյան փորձի վրա հիմնվելով՝ Հայաստանի Հանրապետությունում 08.12.2005 թ. «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունմամբ, փաստորեն, Կենտրոնական բանկի հիմքի վրա ձևավորվեց ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգ (մեգակարգավորիչ): Այդ մարմնին հանձնարարվեց ամբողջ ֆինանսական շուկայի զարգացման և օրենսդրական նախաձեռնության հարցերի կարգավորումը:

Կարծում ենք՝ մեգակարգավորիչի ստեղծումը թելադրված էր օբյեկտիվ անհրաժեշտությամբ:

21. ՀՀ-ում նախնական հրապարակային առաջարկի (ՆՀԱ) շուկան դեռևս ձևավորված չէ: Դրա մասին է վկայում այն փաստը, որ մինչև այժմ ՆՀԱ-ի միջոցով կապիտալ է ներգրավել միայն 2 ընկերություն՝ «Արարատբանկ» ԲԲԸ-ն և «Արցախ ՀԷԿ» ԲԲԸ-ն, նախապատրաստական փուլում է գտնվում «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ը: Փաստորեն, բավարար ծավալային ցուցանիշների բացակայության պատճառով հնարավոր չէ ցուցանիշների վերլուծությամբ բացահայտել ՀՀ-ում ՆՀԱ հիմնական գործոնները:

22. Անդերռայթինգի արդյունավետությունը կարելի է հաշվարկել ԱՄՆ-ի գիտնական Վան Հորնի կողմից մշակված բանաձևով, իսկ Հայաստանի համար՝ մեր կողմից մշակված գործակցի լրացմամբ.

$$\frac{\text{ներգրավված ռեսուրսների ծավալ}}{\text{միանվագ ծախսեր + պարտքի սպասարկում}} \cdot 100\% \cdot K_L = \text{արդյունավետություն}$$

որտեղ K_L -ը լրբիստական հնարավորությունների գործակիցն է:

Գործակցի էությունը ներդրումային ռիսկերի գնահատման վրա պայմանադիր կողմերի միջև վստահության ազդեցության հաշվառումը և անձնական հարաբերությունների փոխազդեցության հնարավորություններն են: Այսպիսով՝ արդյունավետության գործակիցը որոշելու համար անհրաժեշտ է ներգրավված ռեսուրսների ծավալը բաժանել այդ ռեսուրսների ներգրավման ծախսերի վրա և բազմապատկել ուղղիչ գործակցով, որտեղ՝ $K_L \geq 1$:

Նկատի առնելով հայաստանյան իրականությունը՝ անհրաժեշտ է նշել, որ այդ մոդելը լիարժեք չի կարող աշխատել առանց առաջարկված գործակցի, որն արտացոլում է թողարկողի կողմից իր շահերի լրբիստական ճնշման ներքո որոշումների ընդունման հնարավորությունը:

23. Անդերռայթինգը ներկայումս տնտեսության զարգացման հեռանկարային ուղղություններից է և բանկային վարկի նկատմամբ ունի հսկայական առավելություններ՝ հատկապես զարգացող նորամուծական (ինովացիոն) կազմակերպությունների պարագայում: Իհարկե, անդերռայթինգը չի կարող լուծել հանրապետության արժեթղթերի շուկայում առկա բոլոր հիմնախնդիրները, սակայն կարող է էականորեն մեղմել դրանք: Անդերռայթինգային հարաբերությունների համակարգի զարգացումն անհրաժեշտ է զարգացած շուկայի ձևավորման, ներդրումային ակտիվության մեծացման, դեպի արտասահման կապիտալի վիթխարի չափերի հոսքի կանխման և ընդհանուր տնտեսական իրադրության բարելավման համար:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենք, ընդունվել է 06.07.2000թ.
2. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, ընդունվել է 11.10.2007թ.
3. «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենք, ընդունվել է 20.07.1993թ.
4. Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտ. դոկտոր, պրոֆ. Ա.Բ.Սալնազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Զանգակ - 97», 2009, 335 էջ:
5. ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2010, Եր., 2011, 123 էջ:
6. ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2011, Եր., 2012, 128 էջ:
7. ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2012, Եր., 2013, 122 էջ:
8. ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2013, Եր., 2014, 120 էջ:
9. ՀՀ ԿԲ «Վիճակագրական տեղեկագիր» 2014, Եր., 2015, 132 էջ:
10. ՀՀ ԿԲ-ի 16.10.2012թ. թիվ 272-Ն որոշմամբ հաստատված կանոնակարգ 5/10:
11. ՀՀ ԿԲ-ի խորհրդի 12.02.2008թ. թիվ 44/Ն որոշմամբ հաստատված կանոնակարգ 4/02:
12. Հայաստանի Հանրապետության սահմանադրության փոփոխություններ, 21.12.2015 թ., Եր., «Պաշտոնական տեղեկագիր» ՓԲԸ:
13. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, Եր., «Պաշտոնական տեղեկագիր» ՓԲԸ, 461 էջ:
14. Մարքս Կ. Կապիտալ, երրորդ հատոր, առաջին մաս, Պետական հրատարակչություն, Եր., 1947, 452 էջ:
15. Մելքումյան Մ.Ս. Ձեռնարկատիրական գործունեության կազմակերպում, Եր., «Զանգակ - 97», 2007, 482 էջ:
16. Մելքումյան Մ.Ս. Պետությունը և բիզնեսը, Եր., «Զանգակ - 97», 2009, 199 էջ:

17. Պետրոսյան Ա. ՀՀ արժեթղթերի շուկայի արդի վիճակը և զարգացման ուղղությունները, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա» հանդես, 4 (54), 2013, էջ 57-59:
18. Սալնազարյան Ա.Բ. Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառույթների իրականացումը և արդյունավետությունը, Եր., «Զանգակ - 97», 2002, 319 էջ:
19. «Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության միավորված համակարգի ներդրման մասին» ՀՀ օրենք, ընդունվել է 08.12.2005թ.
20. Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ (դասագիրք), Լ.Հ.Բադանյանի խմբագրությամբ, Եր., «ՄՈԱ» ՍՊԸ հրատարակչություն, 2010, 586 էջ:
21. Адамова К.Р. Депозитарные операции в коммерческом банке//Методическое пособие. – М.: Издательская группа “БДЦ-пресс”, 2001. – 235 с.
22. Алехин Б. Нужны ли маркет-мейкеры рынку ГКО-ОФЗ // Фондовый рынок №8 (10), М.: ММВБ – 2004, с. 7-11.
23. Антонов В.В. Рынок ценных бумаг США. – М.: Финансы и право, 2008. – 340 с.
24. Асаул А.Н., Фалтинский Р.А. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг/ под ред. А.Н.Асаула. – СПб.: ИПЭВ, 2008. – 207 с.
25. Бабкина Н.В., Платонова Н.А., Пономарев Г.Н., Черникова Л.И. Предпринимательская деятельность: трастовые услуги населению. – М.: Альфа – М: ИНФРА-М, 2008. – 398 с.
26. Батяева Т.А., Столяров И.И. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 304 с.
27. Боровкова В.А. Рынок ценных бумаг. – СПб.:Питер, 2005. – 320 с.
28. Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг/Буренин А.Н. – М.: Науч.-технич. общество им. С.И.Вавилова, 2007. – 400 с.
29. Буреш А.И. Формирование и управление портфелем ценных бумаг//Вестник экономической интеграции. – 2011, №6, с. 15-23.

30. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 800 с.
31. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг, 2-е издание. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.
32. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 379 с.
33. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы в развитии капитализма (пер. с немецкого И.И.Степанова-Скворцова). – М.: Соцэкгиз, 1959. – 491 с.
34. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования (пер с англ.). – М.: Дело, 1997. – 1008 с.
35. Едренова В.Н., Новожилова Т.Н. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: Магистр, 2007. – 684 с.
36. Желтоносов В.М., Рындина И.В. Экономическое доверие в системе рынка финансовых услуг//Финансы и кредит. – 2007, №34, с. 45-49.
37. Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Павленко В.А. Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования: учебное пособие. – 2-е изд., перераб. – М.: КНОРУС, 2005. – 272 с.
38. Кещян В.Г. Биржевой рынок: страницы истории и становления в современных условиях. – М.: изд. Рос. Эконом. Акад., 1996. – 352 с.
39. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуелл Д.У., Финансовые институты, рынки и деньги (пер. с англ.). – СПб.: изд-во “Питер”, 2000. – 752 с.
40. Козлов А. Основные этапы проведения сделок с ценными бумагами: статья. 15 сентября 2000г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.c-society.ru>, свободный.

41. Колб Р.В., Родригес Р.Дж., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты и рынки: учебник: пер. 2-ого америк. издания. – М.: изд-во “Дело и Сервис”, 2003. – 688 с.
42. Криничанский К.В. Рынок ценных бумаг: учебное пособие. – М.: Дело и Сервис, 2007. – 512 с.
43. Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П. Рынок государственных облигаций. – М.: Финстатинформ, 1997. – 108 с.
44. Лукашов А., Могин А. IPO от 1 до 0. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков, 2-е изд., испр. и допол.. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 361 с.
45. Маренков Н.Л. Ценные бумаги. – М.: Московский экономико-финансовый институт; Ростов н/Д: Феникс, 2003. – 608 с.
46. Маренков Н.Л., Косаренко Н.Н. Рынок ценных бумаг в России: учебное пособие. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Флинта:Наука, 2008. – 240 с.
47. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: изд-во “Перспектива”, 2005. – 380 с.
48. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ: учебник. – М.: Перспектива, 1995. – 536 с.
49. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: учеб. пособие для вузов /пер. с англ. Д.В.Виноградова, под ред. М.Е.Дорошенко. – М.: Аспект Пресс, 1999. – 820 с.
50. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг Российской империи. – М.: Экономика, 2014. – 560 с.
51. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. – М.: Экономика, 2010. – 240 с.

52. Параев Ю.И., Цветницкая С.А. Исследование инвестиционных стратегий управления портфелем ценных бумаг//Вестник Томского государственного университета. Управление, вычислительная техника и информатика. – 2009, №4, с. 17-25.
53. Поллард А.М., Пайсек Ж.Г., Эллис К.Х., Дейли Ж.П. Банковское право США (пер. с англ., под ред. Я.А.Куника). – М., 1992. – 768 с.
54. Развитие Фондового рынка СНГ в 2013-2014 годах и перспективы обращения в его рамках ценных бумаг организаций-эмитентов из государств Содружества (информационно-аналитический материал), Исполнительный комитет СНГ. – Москва, 2014. – 19 с.
55. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 495 с.
56. Ратников К.Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. – М.: Статут, 2001. – 334 с.
57. Ротко С.В. Деятельность по управлению ценными бумагами: вопросы правовой регламентации//Банковское право. – 2009, №2, с. 36-39.
58. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – 448 с.
59. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие для вузов. Под ред. д.э.н., проф. В.С.Золотарева. – Ростов/Д: “Феникс”, 2000. – 352 с.
60. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям/под ред. Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.
61. Рынок ценных бумаг: учебник/под ред. Е.Ф.Жукова. – М.: Волтерс Клувер, 2010. – 656 с.

62. Саркисян М.Р. Понятие и юридическая природа договора на брокерское обслуживание//Сборник трудов кафедры гражданского и международного частного права Кубанского государственного аграрного университета (электронное издание). <http://civilaw.h10.ru/st4.htm>
63. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами. – М.: Дело АНХ, 2009. – 488 с.
64. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами. – М.: Экономика, 2004. – 320 с.
65. Семилютин Н.Г. Российский рынок финансовых услуг (формирование правовой модели). – М.: Волтерс Клувер, 2005. – 336 с. (Серия “Библиотека профессионала”).
66. Сергаев С.В. Особенности индивидуального доверительного управления активами // Банковское дело. – 2008, №9, с. 35-38.
67. Словарь современной экономической теории Макмиллана. Общая редакция Д.Пирса (пер. с англ.). – М.: Изд. “ИНФРА-М”, 1997. – 608 с.
68. Смирнов В., Шемеловский М. Интернет-брокерское обслуживание на российском фондовом рынке // Рынок ценных бумаг. – 2000, №8, с. 24-26.
69. Сокольский Д. Взгляд на доверительное управление // Рынок ценных бумаг. – 2003, №9, с. 25-28.
70. Стародубцева Е.Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 176 с.
71. Стаханов В.Н., Стаханов Д.В. Маркетинг в сфере услуг. – М.: Экспертное бюро, 2001. – 798 с.
72. Суханов Е.А. Гражданское право: в 4 т., Т2: Вещное право. Наследственное право. Исключительные права. Личные неимущественные права: учебник /И.А.Зенин и др., отв. ред. Е.А.Суханов. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Волтерс Клувер, 2008. – 496 с.
73. Тавасиев А.М., Бычков В.П., Москвин В.А., Банковское дело: базовые операции для клиентов. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 304 с.

74. Тьюлз Р.Д., Брэдли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок (пер. с англ.). – М.: ИНФРА-М, 1997. – 396 с.
75. Тьюлз Р.Д., Брэдли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок (пер. с англ.). – М.: ИНФРА-М, 2000. – VIII+648 с.
76. Фабоцци Ф., Управление инвестициями (пер. с англ.). – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII – 932 с.
77. Финансовая компания “Титан”, fc-titan.com/rynok-cennyh-bumag-ssha.
78. Флейшиц Е.А. Торгово-промышленное предприятие в праве западноевропейском и РСФСР. – Л.: 1924. – 84 с.
79. Чалдаева Л.А., Килячков А.А. Рынок ценных бумаг: учебник. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2010. – 857 с.
80. Шарп У. Инвестиции=Global finance (пер. с англ.) / Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж.Александр, Джеффри В. Бейли. – М.: ИНФРА-М, 1977. – 1028 с.
81. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: учебник: пер с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – XII, 1024 с.
82. Энг М.В., Лис Ф.А., Мауэр Л.Дж. Мировые финансы: учебник: пер. с англ. – М.: ООО Издательско-консалтинговая компания “ДеКА”, 1998. – 768 с.
83. Banque de France. Les émissions de titres des résidents français. Novembre 2008
Le 06 Janvier 2009.
84. Chandra P. Investment Analysis and Portfolio Management. – Noida: McGraw-Hill, 2009. – 710 p.
85. Commission Decision №2001/528/EC of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee, OJL 191, 13.07.2001.
86. Council Directive on investment services in the securities field (ISD) №93/22/EEC of 10.05.1993// OJL 141 of 11.06.1993.

87. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EE 1/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJL 145, 30.04.2004.
88. Fabozzi F.J. Handbook of finance. - Hoboken, New Jersey: John Wiley&Sons, Inc., 2008. – P. XXIII.
89. <http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.cd>
90. <http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.gd.zs>
91. <http://www.cba.am/am/SitePages/fscfoinvestmentcompanies.aspx>
92. <http://www.euronext.com>
93. <http://www.finmarket.ru/economics/article/3535697>
94. <http://www.nasdaqomx.am/am/bulletins.htm>
95. <http://www.nasdaqomx.am/am/market.htm>
96. <http://www.parliament.am/drafts.php?sel=showdraft&DraftID=2736&Reading=0>
97. <http://www.tns-softres.com>
98. <http://www.togharkogh.cba.am/toghindex.shtm>
99. <http://www.yerkir.am/news/view/112649.html>
100. Investment company act of 1940// Official website of the Securities and Exchange Commission US. – URL:<http://sec.gov/about/laws/ica40.pdf> (date of treatment: 25.11.2011).
101. Reilly F.K. Investment analysis and portfolio management/F.K.Reilly, K.C.Brown. – Dryden Press, 1997. – 1080 p.
102. Thadani A. Introduction to Investment//Website of the professional investor A.Thadani. – URL:<http://www.narachinvestment.com/introduction.htm> (date of treatment: 22.11.2011).