

Հ.Գ.ՄՆԱՑԱԿԱՆՅԱՆ, Ա.Զ. ՀԱԿՈԲՅԱՆ

**ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ  
ՀԱՄԱԿԱՐԳ**

**ՈՒՍՈՒՄՆԱՄԵԹՈՂԱԿԱՆ ՁԵՌՆԱՐԿ**

**ԵՐԵՎԱՆ 2005**

Գիրքը մշակվել և երաշխավորվել է հրատարակման Երևանի պետական համալսարանի Տնտեսագիտության ֆակուլտետի «Ֆինանսահաշվախի» ամբիոնի որոշմամբ:

The book was developed and recommended for publication by “Finance and Accounting” department of the Economics Faculty of Yerevan State University.

Խմբագիր՝ տ.գ.թ., դոցենտ Հ.Ա. Մարգարյան

**Հ. Գ. Մնացականյան, Ա. Զ. Հակոբյան**

Ուսումնամեթոդական ձեռնարկ «Ֆինանսներ և ֆինանսական համակարգ», 88 էջ

Սույն ձեռնարկում ներկայացված է ֆինանսական համակարգի էությունը, ֆունկցիաները և ենթակառուցվածքները, դրանց գործունեության մեխանիզմները: Քննարկվել են նաև արժեթղթերի արժեքի և եկամտաբերության, ինչպես նաև սղաճի տեմպի գնահատման ֆինանսամաթեմատիկական մոտեցումները: Ձեռնարկը նախատեսված է ուսանողների, ասպիրանտների և դասախոսների համար:

С. Մնացականյան Հ.Գ, Հակոբյան Ա.Զ, 2005

## ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

<b>ԳԼՈՒԽ 1</b>	
<b>ԵԿԱՍՈՒՏՆԵՐԻ ԵՎ ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐԻ ՇՐՋԱՊՏՈՒՅՏԸ</b>	
<b>ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՀԱՍՏԱԿԱՐԳՈՒՄ</b>	5
1.1 Շրջապատույտի պարզագույն մոդելը	5
1.2 Ֆինանսական ինստիտուտները շրջապատույտում	7
1.3 Պետական սեկտորը շրջապատույտում	8
1.4 Արտաքին տնտեսական համակարգը շրջապատույտում	11
1.5 Շրջապատույտի հիմնական համամասնությունները	13
<b>ԳԼՈՒԽ 2</b>	
<b>ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ</b>	14
2.1 Ֆինանսների սահմանումը	14
2.2 Ֆինանսների ուսումնասիրման անհրաժեշտությունը	15
2.3 Տնտեսավարող սուբյեկտների կողմից կայացվող ֆինանսական որոշումները	17
<b>ԳԼՈՒԽ 3</b>	
<b>ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՍՏԱԿԱՐԳԻ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ</b>	19
3.1. Ֆինանսական համակարգի սահմանումը	19
3.2. Ֆինանսական հոսքերը	20
<b>ԳԼՈՒԽ 4</b>	
<b>ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՍՏԱԿԱՐԳԻ ՖՈՒՆԿՑԻՆԱԼՆԵՐԸ ԵՎ ՄԻՋՆՈՐԴՆԵՐԸ</b>	22
4.1. Ֆինանսական համակարգի ֆունկցիաները	22
4.2. Ֆինանսական միջնորդները	23
4.3. Բանկերը որպես ֆինանսական միջնորդներ	24
4.4. Դեպոզիտախնայողական կազմակերպությունները	26
4.5. Ապահովագրական ընկերությունները	27
4.6 Կենսաթոշակային հիմնադրամները (ֆոնդերը)	28
4.7 Համատեղ հիմնադրամները (ֆոնդերը)	29
4.8 Ներդրումային (ինվեստիցիոն) բանկերը	31
4.9 «Վենչուրային» ներդրումներ իրականացնող կազմակերպությունները	32
4.10 Ակտիվների կառավարում իրականացնող կազմակերպությունները	32
4.11 Ինֆորմացիոն ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունները (ֆիրմաները)	33
<b>ԳԼՈՒԽ 5</b>	
<b>ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԵՆԹԱԿԱՌՈՒՅՎԱԾՔՆԵՐԸ ԵՎ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ</b>	33
5.1 Արժեթղթերի առևտրի կանոնները	33
5.2 Հաշվապահական հաշվառման համակարգը	34
5.3 Պետական և ոչ պետական ֆինանսական կազմակերպությունները	35
5.4 Կենտրոնական բանկը	36

5.5 Մասնագիտացված միջնորդները	37
5.6 Համաշխարհային ֆինանսական կազմակերպությունները	38
<b>ԳԼՈՒԽ 6</b>	
<b>ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐԻ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ</b>	38
6.1. Ֆինանսական շուկայի «անտեսանելի ձեռքը»	38
6.2. Ֆինանսական շուկաների տեսակները	39
<b>ԳԼՈՒԽ 7</b>	
<b>ՓՈՂԻ ԵՎ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆԵՐԸ</b>	42
7.1 Փողի ագրեգատներ և իրացվելիություն	42
7.2 Արժեթղթերի շուկայի տեսակները և ֆունկցիաները	45
<b>ԳԼՈՒԽ 8</b>	
<b>ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՄԱՍՆԱԿԻՑՆԵՐԸ ԵՎ ՖՈՆԴԱՅԻՆ ԲՈՐՍԱՆ</b>	50
8.1 Թողարկողները	51
8.2 Ներդրողները	53
8.3 Բրոքերները և դիլերները	53
8.4 Արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարիչները	55
8.5 Դեպոզիտարիաները	55
8.6 Հաշվարկային կազմակերպությունները	57
8.7 Ֆոնդային բորսայի ֆունկցիաները և խնդիրները	58
<b>ԳԼՈՒԽ 9</b>	
<b>ԱՐԺԵԹՈՒՂԹ, ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ԴԱՍԱԿԱՐԳՈՒՄԸ ԵՎ ԵԿԱՍՏԱԲԵՐՈՒԹՅՈՒՆԸ</b>	61
9.1 Արժեթղթի էությունը և դասակարգումը	61
9.2 Կորպորատիվ աժեթուղթ, բաժնետոմս	63
9.3 Բաժնետոմսի արժեքը և եկամտաբերությունը	66
9.4 Պարտատոմսի էությունն ու բովանդակությունը	67
9.5 Պարտատոմսի եկամտաբերությունը	69
9.6 Մուրհակի էությունն ու բովանդակությունը	69
9.7 Ածանցյալ արժեթղթեր	72
<b>ԳԼՈՒԽ 10</b>	
<b>ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՅԻ ՏՈԿՈՍԱՊՐՈՒՅՋՆԵՐԸ</b>	74
10.1 Փոխատվության տոկոսադրույքները	74
10.2 Պարզ տոկոսադրույքը և գեղչադրույքը	76
10.3 Բարդ տոկոսադրույքը և գեղչադրույքը	78
10.4 Տոկոսադրույքների համարժեքությունը	80
10.5 Անուիտետներ	80
10.6 Մղանդ և տոկոսադրույքի իրական մակարդակը	82
10.7 Տոկոսադրույքների մակարդակների համահարթեցման շուկայական մեխանիզմը	84
10.8 Եկամտաբերության մակարդակի վրա ազդող հիմնական գործոնները	85
Օգտագործված գրականություն	88

**ԳԼՈՒԽ 1**  
**ԵԿԱՄՈՒՏՆԵՐԻ ԵՎ ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐԻ ՇՐՋԱՊՏՈՒՅՏԸ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ**  
**ՀԱՍԱԿԱՐԳՈՒՄ**

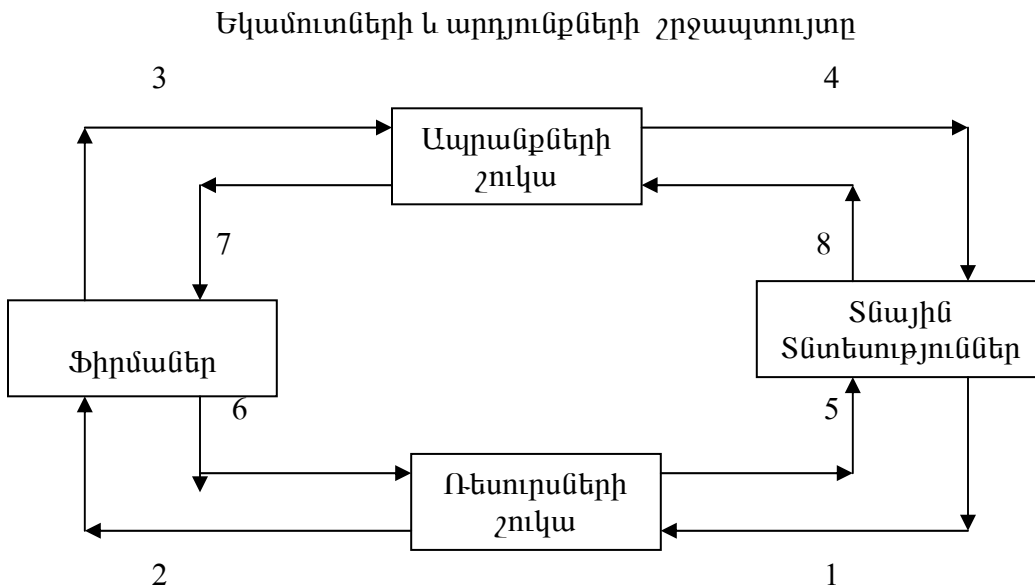
**1.1 Շրջապատույթի պարզագույն մոդելը**

Փողը ապրանքների և ծառայությունների ձեռքբերման համար պետության կողմից երաշխավորված վճարելամիջոց է, ինչպես նաև արժեքի չափման և կուտակման միջոց: Դիտարկենք եկամուտների և ապրանքների շրջապատույթի մոդելը, որտեղ հանդես են գալիս մի կողմից ֆիրմաները և տնային տնտեսությունները, մյուս կողմից՝ ապրանքների ու ծառայությունների, ինչպես նաև ռեսուրսների շուկաները:

Այս մոդելը նկարագրում է ապրանքների և ծառայությունների նյութական հոսքը տնային տնտեսությունների և ֆիրմաների միջև, որը հավասարակշռվում է դրամի հակառակ հոսքով:

Շրջապատույթի պարզագույն սխեմայում մի ուղղությամբ ներկայացված են նյութական հոսքերը, իսկ հակառակ ուղղությամբ՝ ֆինանսական հոսքերը:

Գծապատկեր 1



1 և 2-ը ռեսուրսների հոսքերն են,

3 և 4-ը ապրանքների և ծառայությունների հոսքերն են,

5 -ը տնային տնտեսությունների եկամուտներն են՝ ազգային եկամուտը,

- 6-ը - ծախքերն են՝ վճարները ռեսուրսների գնման համար,
- 7-ը - ֆիրմաների եկամուտներն են ապրանքների վաճառքից,
- 8-ը ծախսեր են՝ վճարները ապրանքների գնման համար:

Պարզագույն սխեմայում տնային տնտեսությունները ծախսում են իրենց ամբողջ եկամուտները սպառողական ապրանքներ ձեռք բերելու համար, իսկ ֆիրմաները արտադրական պրոցեսը ավարտելուց հետո վաճառում են իրենց ապրանքները տնային տնտեսություններին:

Սխեմայում նշված հոսքերից ամենակարևորներից մեկը ազգային արդյունքն է: Այն տվյալ տնտեսական համակարգում 1 տարվա ընթացքում արտադրված վերջնական ապրանքների և ծառայությունների ամբողջական արժեքն է: Ազգային արդյունքն իր մեջ ընդգրկում է թե՛ արտադրական սպառման, և թե՛ անձնական սպառման ապրանքների և ծառայությունների ամբողջությունը:

Ազգային եկամուտը տնային տնտեսությունների կողմից ստացած եկամտի գումարային մեծությունն է՝ աշխատավարձի, ռենտայի, տոկոսավճարի և շահույթի ձևերով:

Ազգային եկամտում աշխատավարձը ներկայացվում է որպես աշխատանք ռեսուրսի դիմաց ստացված եկամտի, ռենտան՝ բնական ռեսուրսի և հիմնական միջոցների վարձակալության դիմաց ստացված եկամտի, տոկոսավճարը՝ կապիտալ ռեսուրսի դիմաց ստացված եկամտի, շահույթը՝ տնային տնտեսությունների /բնակչության/ ձեռնարկչատիրական գործունեության դիմաց ստացված եկամտի ձևով:

Շրջապտույտի մոդելում նյութական հոսքերի և դրանց հակառակ ուղղված ֆինանսական հոսքերի անխոչընդոտ ընթացքը ապահովվում է շուկայում հավասարակշռության առկայության պայմաններում, այն է՝

- ապրանքների և ծառայությունների շուկայում հավասարակշռված առաջարկ և պահանջարկ,
- ռեսուրսների շուկայում հավասարակշռված առաջարկ և պահանջարկ,
- ապրանքների և ծառայությունների ներհոսքը դեպի տնտեսություն, ինչպես նաև արտահոսքը տնտեսությունից բացակայում են փակ տնտեսական համակարգում և հավասար են բաց տնտեսական համակարգում,

- ֆինանսական /փող և ֆինանսական այլ ակտիվներ/ ներհոսքը և արտահոսքը հավասար են բաց տնտեսական համակարգում և բացակայում են փակում:

Նշված նախապայմանների առկայության դեպքում նկարագրված տնտեսական համակարգը կգործի առանց խոչընդոտի:

Մխեմայում նշված հոսքերից բացի գոյություն ունեն նաև քանակական ցուցանիշներ: Այս ցուցանիշները արտահայտվում են առանց ժամանակային սահմանափակման:

Փողի քանակի և ազգային արդյունքի միջև կապը արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով`

$$(1) MV=PY, \text{ որտեղ}$$

M- փողի քանակն է կամ դրամական զանգվածը,

V- շրջանառության արագությունը,

P- գների մակարդակը,

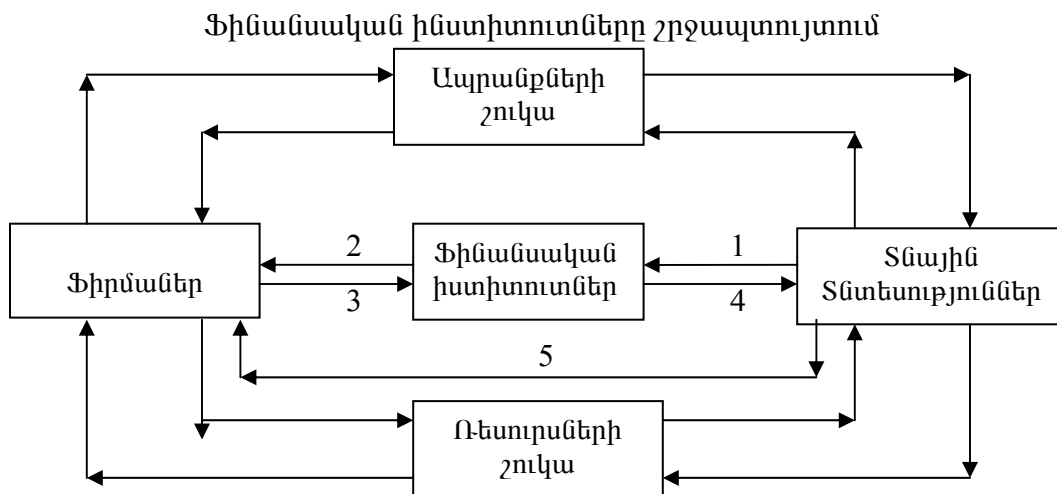
Y- իրական ազգային արդյունքը:

Գների մակարդակի և իրական ազգային արդյունքի արտադրյալը /հավասարման աջ մասը/ հավասար է անվանական ազգային արդյունքին:

### 1.2 Ֆինանսական ինստիտուտները շրջապատւյտում

Ֆինանսական ինստիտուտների և շրջապատւյտի այլ սուբյեկտների միջև հարաբերությունները բնորոշվում են հիմնականում հետևյալ կապերով.

Գծապատկեր 2



1-ը խնայողությունների հոսքն է տնային տնտեսություններից դեպի ֆինանսական շուկաները,

2-ը՝ վարկերը և ներդրումներն են,

3-ը՝ վարկերի դիմաց վճարված տոկոսներն են, վարկի մայր գումարի մարումն է, ինչպես նաև ներդրումների դիմաց ստացված դիվիդենդների վճարներն են և ներդրումներ հետգումուր,

4-ը՝ խնայողությունների դիմաց վճարված տոկոսագումարներն են, ինչպես նաև մայր գումարի մարումը,

5-ը՝ ուղղակի ֆինանսավորումն է:

Ուղղակի ֆինանսավորումը տնային տնտեսությունների կողմից առևտրաարդյունաբերական ձեռնարկություններին ֆինանսական միջոցների ուղղակի տրամադրումն է՝ արժեթղթերի ձեռք բերման միջոցով:

Անուղղակի ֆինանսավորումը տնային տնտեսությունների կողմից առևտրաարդյունաբերական ձեռնարկություններին ֆինանսական միջոցների անուղղակի տրամադրումն է՝ ֆինանսական ինստիտուտների միջնորդությամբ:

Վարկը ֆինանսական ինստիտուտներից առևտրաարդյունաբերական ձեռնարկություններին ֆինանսական միջոցների փոխատվությունն է վերադարձելիության, վճարելիության և ժամկետայնության պայմանով:

### ***1.3. Պետական սեկտորը շրջապատույտում***

Պետական սեկտորը շրջապատույտում ընգրկված է մի շարք կապերով.

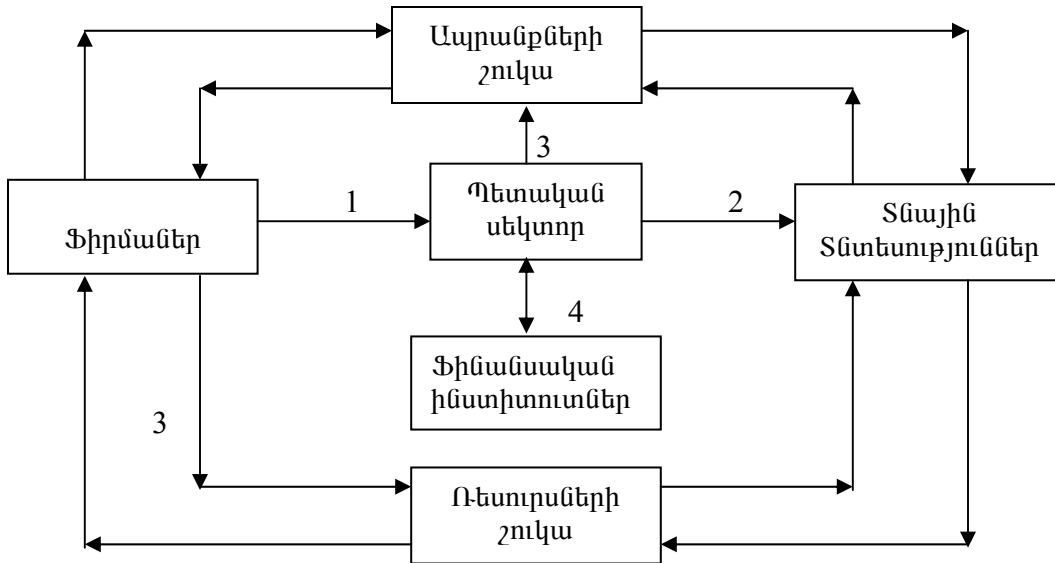
1-ը պետության հարկային եկամուտների հոսքն է (տես՝ գծապատկեր 3),

2-ը տնային տնտեսություններին տրվող տրանսֆերտ վճարներն են, որոնք կառավարության կողմից տնային տնտեսություններին միակողմանի, անհատույց վճարումներ են թոշակի, կենսաթոշակի, գործազրկության վճարների և նպաստների տեսքով,

3-ը պետական գումուսներն են՝ կառավարության կողմից վճարված գումարները ապրանքների և ծառայությունների ձեռք բերման համար,

4-ը երկկողմանի կապն է պետության և ֆինանսական ինստիտուտների միջև:

Պետական սեկտորը շրջապատւյտում



Պետական ծախսերը պետական գնումների և տրանսֆերտային վճարների հանրագումարն է: Դրանց մեջ ներառվում են նաև պետական ապարատի պահպանման և պետության սահմանադրական ֆունկցիաների կատարման համար անհրաժեշտ ծախսերը:

Եթե պետական գնումները գումարային առումով գերազանցում են զուտ հարկերը և առաջանում է բյուջեի դեֆիցիտ, ապա կառավարությունը փոխառություններ է վերցնում միջազգային կամ տեղի ֆինանսական շուկաներից, որը շրջապատւյտում ներկայացված է կառավարության և տնտեսական համակարգի միջև կապի 3-րդ սլաքով:

Շրջապատւյտում հնարավոր է նաև հակառակ գործընթացը: Եթե զուտ հարկերը գերազանցեն պետական գնումներին, ապա նախկին պետական պարտքի դիմաց վճարները կգերազանցեն նոր փոխառությունների գումարին: Այդ դեպքում կառաջանա զուտ դրամական հոսք կառավարությունից դեպի ֆինանսական շուկաներ:

Պետական բյուջեն պետության հարկային եկամուտների և պետական ծախսերի համադրումն է 1 տարվա կտրվածքով: Այն հիմնական պետական փաստաթղթերից մեկն է, որը ներկայացվում է օրենսդիր մարմնի հաստատմանը: Բյուջեի դեֆիցիտը (պակասորդը) բյուջետային տարվա ընթացքում պլանային ծախսերի գերազանցումն է պլանային եկամուտների նկատմամբ:

Պետության դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործընթացում գոյություն ունի բյուջեի դեֆիցիտի հաղթահարման 3 հիմնական ուղի.

1. Փոխառություններ բնակչությունից /ներքին պետական պարտք/
2. Փոխառություններ օտարերկրյա կառավարություններից /արտաքին պետական պարտք/
3. Փոխառություններ միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններից:

Օգտագործելով շրջապտույտում նշված կապերը, կառավարությունը կարող է ազդել եկամուտների և սպրանքների շրջապտույտի հիմնական տարրերի վրա: Այն կարող է տարբեր լծակներով ազդել ազգային եկամտի անվանական մեծության վրա:

Ազդեցության լծակներից մեկը հանդիսանում է ֆիսկալ քաղաքականությունն է, որը կարգավորում է հարկերը և պետական ծախսերը: Այն անվանում են նաև հարկաբյուջետային քաղաքականություն: Մեծացնելով զուտ հարկերի դրույքաչափերը, կառավարությունը մեծացնում է նաև տնային տնտեսություններից գանձվող դրամական միջոցների ծավալները: Տնային տնտեսություններն էլ իրենց հերթին ստիպված են փոքրացնել կամ խնայողությունները, կամ սպառումը, կամ էլ երկուսը միասին: Որպես հետևանք փոքրանում է ազգային արդյունքը:

Զուտ հարկերի նվազեցումը նպաստում է ինչպես խնայողությունների, այնպես էլ սպառման ծավալի աճին: Որպես հետևանք աճում է ազգային արդյունքի ծավալը:

Իրականացնելով հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կառավարությունը կարող է ազդել շրջապտույտի վրա՝ պետական գնումների ծավալները փոփոխելով:

Պետական գնումների աճը նպաստում է ազգային արդյունքի աճին, քանի որ աճում են ֆիրմաների եկամուտները կառավարությանը սպրանքների և ծառայությունների վաճառքից: Որպես հետևանք կաճեն նաև տնային տնտեսությունների եկամուտները, եթե աճում են պետական սեկտորում զբաղվածների աշխատավարձերը կամ այդ սեկտորում զբաղվածների քանակը:

Պետական գնումների ծավալների նվազումը հակառակ ազդեցություն է թողնում ազգային արդյունքի վրա:

Շրջապատույտի վրա ազդելու պետության հաջորդ լծակը դրամավարկային քաղաքականությունն է: Այն իր մեջ ներառում է կառավարության այն բոլոր գործառնությունները, որոնք ազդում են շրջանառության մեջ գտնվող փողի քանակի և տոկոսադրույքի մակարդակի վրա:

#### ***1.4 Արտաքին տնտեսական համակարգը շրջապատույտում***

Փակ տնտեսական համակարգը արտաքին այլ տնտեսական համակարգի հետ նյութական և ֆինանսական հոսքերով կապ չունեցող տնտեսական համակարգն է:

Բաց տնտեսական համակարգը արտաքին այլ տնտեսական համակարգի հետ նյութական և ֆինանսական հոսքերով կապված տնտեսական համակարգն է:

Արտաքին տնտեսական համակարգի հետ կապն արտահայտվում է այնպիսի հաշվետվություններում, ինչպիսիք են՝

1. առևտրային հաշվեկշիռը,
2. վճարային հաշվեկշիռը:

Եթե առևտրային հաշվեկշռում ներկայացվում են արտաքին տնտեսական համակարգի հետ նյութական հոսքերի՝ ապրանքների և ծառայությունների գծով փոխհարաբերությունները, ապա վճարային հաշվեկշռում հանրագումարի է բերվում թե՛ նյութական, թե՛ ֆինանսական հոսքերի ամբողջությունը:

Վճարային հաշվեկշիռն ընդհանուր առմամբ իր մեջ ընդգրկում է 3 ընթացիկ հաշիվ.

1. Առևտրային ընթացիկ հաշիվ.
  - Ապրանքների և ծառայությունների արտահանում
  - Ապրանքների և ծառայությունների ներմուծում
  - Ջուտ ներմուծում կամ արտահանում
2. Կապիտալի ընթացիկ հաշիվ.
  - Կապիտալի արտահոսք
  - Կապիտալի ներհոսք
  - Կապիտալի զուտ արտահոսք կամ ներհոսք
3. Պետական պաշտոնական պահուստների ընթացիկ հաշիվ.

- Կենտրոնական բանկի պաշտոնական պահուստները օտարերկրյա կենտրոնական բանկերում,
- Օտարերկրյա ԿԲ-երի պաշտոնական պահուստները երկրի ԿԲ-ում,
- Զուտ պաշտոնական պահուստները:

Շրջապատույտում նշված է արտերկրի հետ 3 տեսակի կապ (գծապատկեր 4).

1-ը՝ ներմուծման վրա կատարվող ծախսերն են,

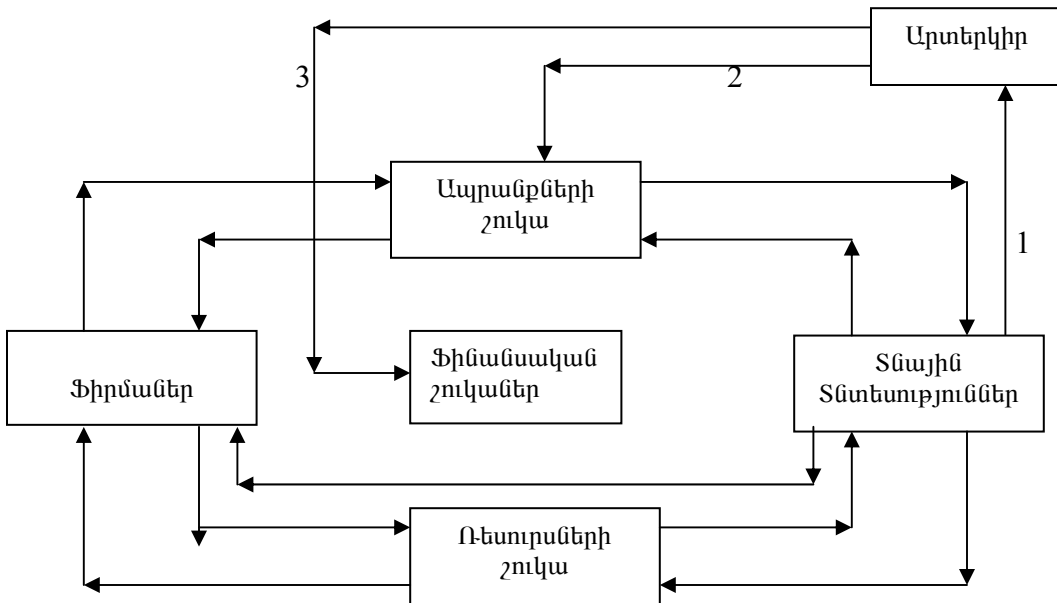
2-ը՝ արտահանումն է՝ օտարերկրյա գնորդների վճարներն են գնված ապրանքների և ծառայությունների դիմաց,

3-ը՝ կապիտալի զուտ հոսք:

Եթե արտահանումը չի գերազանցում ներմուծմանը, ապա տարբերությունը վճարվում է արտասահմանյան ֆինանսական միջնորդներից փոխառություններ ձեռք բերելու միջոցով, կամ էլ վաճառելով արտասահմանյան գնորդներին իրական կամ ֆինանսական ակտիվներ: Այդ գործարքները առաջացնում են կապիտալի զուտ ներհոսք:

Գծապատկեր 4

Արտաքին տնտեսական համակարգը շրջապատույտում



Կապիտալի զուտ ներհոսքը արտասահմանյան երկրների սպառողներին վաճառած իրական կամ ֆինանսական ակտիվների դիմաց ստացած և նրանց

վաճառողներից իրական կամ ֆինանսական ակտիվների գնմանն ուղղված միջոցների տարբերությունն է:

Ֆինանսական արտահոսքը ազգային եկամտի այն մասն է, որը տնային տնտեսությունների կողմից չի օգտագործվում հայրենական արտադրության ապրանքների ձեռք բերման համար: Այն բաղկացած է խնայողություններից, զուտ հարկերից և ներմուծման հետ կապված ծախսերից:

Ֆինանսական ներարկումը ազգային արդյունքի արտադրությանն ուղղված միջոցներն են: Այն բաղկացած է ներդրումներից, պետական գնումներից և արտահանումից ստացված գումարից:

### ***1.5 Շրջապտույտի հիմնական համամասնությունները***

Տնտեսական համակարգում համամասնությունների ձևավորումը երկարաժամկետ և ինքնազարգացման գործընթացով ձևավորվող օրինաչափություն է: Սակայն իրենց ձևավորման ամբողջ ընթացքում ենթարկվում են բազմաթիվ ոչ միարժեք ուղղվածության ազդեցությունների և իրական հավասարակշռվածությունը որպես այդպիսին տնտեսական համակարգում չի կայանում: Եթե տնտեսական համակարգում ֆինանսական և նյութական հոսքերը հաջորդում են մեկը մյուսին և իրականացվում են անխոչընդոտ, ապա բազմաթիվ գործոնների ոչ միարժեք ազդեցության արդյունքում տնտեսական համակարգում ձևավորվում է օրինաչափություն, որի դեպքում ազգային արդյունքը հավասարվում է ազգային եկամտին:

$$UU = C + G + I + (EX - IM) \quad (1)$$

$$UT = C + S + T \quad (2)$$

$$UU = UT = C + G + I + (EX - IM) = C + S + T \quad (3)$$

$$I + G + EX = S + T + IM \quad (4)$$

(4) հավասարումը ցույց է տալիս, որ ֆինանսական ներարկումը հավասար է ֆինանսական կորուստին: Նշված արտահայտությունը կարելի է ձևափոխել հետևյալ կերպ.

$$I + (G - T) = S + (IM - EX) \quad (5)$$

(5) հավասարումը ցույց է տալիս հավասարակշռությունը ֆինանսական շուկայում:

## ԳԼՈՒԽ 2 ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ

### *2.1. Ֆինանսների սահմանումը*

Ֆինանսները (financia) լատինական ծագում ունեցող տերմին է, որ բառացիորեն նշանակում է կանխիկ արժույթ կամ եկամուտ: Տնտեսագիտական մեկնաբանմամբ այն ընդհանրացնող հասկացություն է, որով ներկայացվում է ինչպես դրամական միջոցների, այնպես էլ ֆինանսական ռեսուրսների ամբողջություն:

*Ֆինանսները (finance) գիտություն է այն մասին, թե ինչպես են մարդիկ կառավարում սահմանափակ դրամական ռեսուրսների ստացումը և օգտագործումը որոշակի ժամանակահատվածի ընթացքում:*

Ֆինանսական որոշումների առանձնահատկությունը կայանում է նախ նրանում, որ սահմանափակ դրամական ռեսուրսների ստացումը և օգտագործումը, որպես կանոն, տարաժամկետ են և երկրորդ, որ դրանց չափերն անկանխատեսելի են նույնիսկ ֆինանսական որոշումներ կայացնողների համար: Ֆինանսական որոշումները իրագործվում են ֆինանսական համակարգի միջոցով:

*Ֆինանսական համակարգը (financial system)՝ ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական ինստիտուտների ամբողջությունն է, որի միջոցով իրագործվում են ֆինանսական գործարքներ, փոխանակվում են ակտիվներ և ռիսկեր:*

Տնտեսագիտական բովանդակությամբ ֆինանսական շուկաները տնտեսավարող սուբյեկտների միջև հարաբերությունների ամբողջությունն են, ընդ որում, այդ հարաբերությունները հիմնականում անմիջական բնույթ ունեն և իրագործվում են առանց ֆինանսական միջնորդների մասնակցության: Այդ իսկ տեսակետից էլ ֆինանսական շուկաների միջոցով ապահովվում է տնտեսության ուղղակի ֆինանսավորումը:

Ֆինանսական ինստիտուտները և նրանց կազմակերպակառուցվածքային միավորները ֆինանսական համակարգի ֆունկցիաները իրականացվող այն ենթակառուցվածքներն են, որոնք ապահովում են տնտեսության անուղղակի ֆինանսավորումը: Ընդ որում ֆինանսական ինստիտուտների անհրաժեշտությունը պայմանավորված է ֆինանսական շուկաների առանձնահատկություններով:

Ֆինանսների տեսության առանցքային խնդիրների ուսումնասիրման ուղղություններից հիմնականը ֆինանսական համակարգի զարգացման օրենքների ու օրինաչափությունների բացահայտումն է: Ֆինանսների տեսությունը հիմնվում է մի շարք այնպիսի սկզբունքների վրա, որոնք հնարավորություն են տալիս ֆինանսական որոշումներ կայացնելիս ցուցաբերել համակարգային մոտեցում և նրանցում անպայման հաշվի առնել ժամանակի գործոնը, մշակել քանակական մոդելներ՝ ֆինանսական լուծումների արդյունքների գնահատումը այլընտրանքային տարբերակներով իրականացնելու համար: Այդ հիմնական սկզբունքները և քանակական գնահատման մոդելները օգտագործվում են ֆինանսական որոշումների ընդունման բոլոր մակարդակներում, ինչպես տնային տնտեսությունների, այնպես էլ ֆիրմաների, միաժամանակ ինչպես բանկերի, այնպես էլ ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից:

Ֆինանսների տեսությունը հենվում է այն հիմնադրույթի վրա, համաձայն որի ֆինանսական համակարգի գլխավոր ֆունկցիան մարդկանց պահանջմունքների բավարարումն է նյութական բարիքների, ծառայությունների ու աշխատանքի, ինչպես նաև դրանց արտադրության, բաշխման և սպառման հետ կապված հարաբերությունների ոլորտում:

## ***2.2. Ֆինանսների ուսումնասիրման անհրաժեշտությունը***

Մարդն իր ամբողջ գիտակից կյանքի ընթացքում «դատապարտված» է ֆինանսական որոշումներ կայացնելու: Շատ հաճախ մենք դիմում ենք ֆինանսական խորհրդատվության, որովհետև ֆինանսական որոշումների կայացումը առավել քան բարդ և մասնագիտական որակավորում պահանջող գործընթաց է:

Ֆինանսների, ֆինանսական սկզբունքների և օրենքների իմացությունը մեծապես կնպաստի հնարավորինս մեծ օգտակարությամբ անձնական ֆինանսական միջոցները ճիշտ տնօրինելու: Արդյոք այստեղ պետք են ֆինանսական գիտելիքներ: Կասկած չկա, որ պետք են: Հակառակ դեպքում կկորցնենք թե մեր միջոցները, և թե ֆինանսական անկախությունը: Անհասանելի կդառնան նույնիսկ ֆինանսական խորհրդատուի ծառայությունները:

Ֆինանսների իմացության մյուս կարևոր դրդապատճառը այն է, որ մարդն առանց այդ գիտելիքների չի կարող իր գործարար ակտիվությունը ցուցաբերել բիզնեսի որևէ ոլորտում: Նույնիսկ նրանց, ովքեր մտադրություն չունեն մասնագիտանալու ֆինանսների ոլորտում, անհրաժեշտ են որոշակի գիտելիքներ ֆինանսական տերմինների, կատեգորիանների, պարամետրերի մասին, որոնցից օգտվում են ֆինանսիստները՝ համապատասխան ֆինանսական որոշումներ կայացնելիս:

Ֆինանսների ոլորտում արհեստավարժ դառնալը և դրա շնորհիվ մասնագիտական կարիերա ապահովելը կհետաքրքրի մեզանից շատերին: Այս դեպքում պետք են խորը տեսական գիտելիքներ ֆինանսներից և ֆինանսական ղեկավարի երկարամյա փորձ: Ակադեմիական կարիերան, շատերի կարծիքով, ոչ պակաս գրավիչ է, քան ֆինանսական կառավարիչինը, ինչպես ֆինանսական, այնպես էլ ոչ ֆինանսական կազմակերպություններում: Մի՞թե գրավիչ չեն Գ.Մարկովիցի, Մ.Մյուլլերի և Ու.Շարպի գիտահետազոտական արդյունքները ֆինանսների տեսության ոլորտում, որոնց համար նրանց 1990թ. շնորհվեց նոբելյան մրցանակ: Ով չէր ուզենա կրկնել Ռ.Մերտոնի կամ Մ.Շոուլի հաջողությունը, որոնք 1997թ. արժանացան նոբելյան մրցանակի ֆինանսների տեսության ոլորտում: Բացի դրանից ֆինանսների ոլորտում կրթություն, մասնագիտացում ստանալը մարդու համար ստեղծում է մասնագիտական կարիերայի անընդհատ աճի հիմք: Աշխարհում ճանաչված շատ ընկերությունների (կորպորացիաների) ղեկավարները իրենց պրակտիկ գործունեությունը սկսել են ֆինանսիստի պաշտոնից:

Երկրորդական չեն այն դրդապատճառները, որոնց թելադրանքով մենք ուսումնասիրում և մասնագիտանում ենք ֆինանսների ոլորտում, որպեսզի մասնակցենք ու նպաստենք հասարակական, տնտեսական և սոցիալական խնդիրների լուծմանը, ինչպես նաև մեր իսկ ընդհանուր զարգացման ապահովմանը: Գաղտնիք չէ, որ ֆինանսական օրենքների ու օրինաչափությունների իմացությունը ընդլայնում է մարդու շրջահայացությունը և օգնում է ճիշտ հասկանալ, թե ինչպես են ձևավորվում և զարգանում բազմատեսակ և բազմաբնույթ հասարակական երևույթները:

### **2.3. Տնտեսավարող սուբյեկտների կողմից կայացվող ֆինանսական որոշումները**

Տնտեսավարման առանձնահատկություններով պայմանավորված՝ բավականին տարբերվում են իրարից տնային տնտեսությունների և կազմակերպությունների ընդունած ֆինանսական որոշումները, չնայած նրան, որ տնտեսագիտական բովանդակության տեսակետից նրանց գործունության մեխանիզմները շատ ընդհանրություններ ունեն:

Տնային տնտեսությունների ֆինանսական որոշումները, սովորաբար, վերաբերվում են՝

- սահմանափակ դրամական միջոցների խնայողության, սպառման չափերին և դրանց հարաբերակցությանը,
- տարբեր ակտիվներում խնայողությունների մեծ օգտակարությամբ ներդրմանը,
- դրամական միջոցների փոխառության ժամկետի, ծավալի և աղբյուրի բացահայտմանը,
- ֆինանսական որոշումների հետ կապված ռիսկերից ապահովագրմանը և այլն:

Կազմակերպությունների (ֆիրմաների) ֆինանսական որոշումները հիմնականում վերաբերվում են՝

- սահմանափակ դրամական միջոցների ձեռքբերման աղբյուրների բացահայտմանը, օգտագործման ուղղությունների պլանավորմանը և իրագործմանը,
- ներդրումային ծրագրերի մշակմանը և իրագործմանը,
- փոխառությունների աղբյուրների չափերի և ընդհանուր կապիտալում նրանց արդյունավետ տեսակարար կշռի որոշմանը,
- կապիտալի արդյունավետ կառուցվածքի որոշմանը,
- ներդրողների, կրեդիտորների և կառավարիչների շահերի հաշվեկշռմանը,
- շրջանառու կապիտալի արդյունավետ կառավարմանը և այլն:

Ֆինանսների տեսանկյունից տնային տնտեսություն են համարվում ցանկացած չափերի և կազմության ընտանիքները, որոնք ապրում են միասին և

համատեղ տնօրինում են որոշակի տնտեսական (այդ թվում ֆինանսական) ռեսուրսներ:

Կազմակերպությունը (կորպորացիա, ֆիրմա) ֆինանսների տեսակետից ցանկացած չափերի և կազմակերպարավական ձևի տնտեսավարող սուբյեկտ է, որի հիմնական ֆունկցիան ապրանքների արտադրությունն և/կամ ծառայությունների մատուցումն է:

Ֆինանսների այն ոլորտը, որը մասնագիտացած է կազմակերպությունների (ֆիրմաների) մակարդակով ֆինանսական որոշումների կայացման (ընդունման) և դրանց իրագործման խնդիրներով կոչվում է կազմակերպությունների (ֆիրմաների) ֆինանսներ:

Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները, կապիտալը և ակտիվները կազմակերպության ֆինանսների ուսումնասիրման գլխավոր օբյեկտներն, առարկաներն են: Այդ իսկ տեսակետից էլ կազմակերպության ֆինանսական կառավարիչների գործունեությունը հիմնականում ուղղված է ֆինանսական ռեսուրսների, կապիտալի և ակտիվների կառավարման գծով ֆինանսական որոշումների կայացմանը և իրագործմանը:

Կազմակերպության ֆինանսական ռեսուրսները եկամուտների ու արտաքին մուտքերի ձևով հանդես եկող դրամական միջոցների այն մասն են, որոնք կազմակերպության կողմից օգտագործվում են պարտավորությունների ժամանակին և անկորուստ կատարման ու վերարտադրության ծախսերի իրականացման համար:

Կազմակերպության կապիտալը տարբերվում է նրա ֆինանսական ռեսուրսներից: Կապիտալը հանդես է գալիս ֆինանսական ռեսուրսների այն մասով, որը կազմակերպության կողմից օգտագործվում է, ներդրվում է շրջանառության մեջ եկամուտ, շահույթ ստանալու նպատակով: Ինչ վերաբերվում է ակտիվները կատեգորիային, ապա այն ընդհանուր տնտեսագիտական բովանդակություն ունի և իրենից ներկայացնում է այն ամենը, ինչը տնտեսական արժեք ունի: Տնտեսական արժեքը ունի քանակական գնահատական և որոշվում է առարկայի կամ ռեսուրսի նկատմամբ շուկայական առաջարկի և պահանջարկի հարաբերակցությամբ:

### **ԳԼՈՒԽ 3 ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ**

#### ***3.1. Ֆինանսական համակարգի սահմանումը***

Ֆինանսական համակարգը, ինչպես արդեն նշեցինք, ֆինանսական շուկաների և միջնորդ ֆինանսական ինստիտուտների ամբողջությունն է, որոնց միջոցով տնային տնտեսություններն ու կազմակերպություններն (ֆիրմաները) իրագործում են իրենց կայացրած ֆինանսական որոշումները:

Ժամանակակից ֆինանսական համակարգը բարդ կառուցվածք և վարքագիծ ունեցող համակարգ է: Ֆինանսական շուկաները և միջնորդները միմյանց հետ փոխկապակցված են ինչպես «անտեսանելի» շուկայական կապերով ու մեխանիզմներով, այնպես է ժամանակակից «տեսանելի» հեռահաղորդակցության միջոցներով: Այդ իսկ տեսակետից էլ այսօրվա ֆինանսական համակարգը աշխարհագրական, տարածքային սահմաններ չունի և նրա միջոցով լուծվում են բնակչության և տնտեսավարող սուբյեկտների թե լոկալ, և թե գլոբալ բնույթի ֆինանսական խնդիրները:

Յուրաքանչյուր ֆինանսական գործարքի գծով այսօր կան թե տեղական, և թե միջազգային ֆինանսական շուկաներ: Կոնկրետ ֆինանսական շուկաները ունեն տարածքային կորորդինատներ. այսպես օրինակ, Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսան (New York Stock Exchange) ԱՄՆ-ում, Օսակայի Ֆյուչերսների և Օպցիոնների բորսան (Osaka Options and Futures Exchange) Ճապոնիայում և այլն: Սակայն դրանք ևս ունեն ինտեգրվելու, գլոբալացվելու ռազմավարություն: Ֆինանսական համակարգի ինքնազարգացումը ընթանում է ֆինանսական շուկաների առաջանցիկ զարգացման օրինաչափությամբ՝ ի հաշիվ ֆինանսական միջնորդների դերի ու ֆունկցիաների նվազման:

Այդպիսի ուղղվածությունը պայմանավորված է այն պարզ տրամաբանությամբ, որ միջնորդությունը շուկաների անկատարության հետևանք է և վերջիններիս զարգացումը, անկասկած, պետք է բերի ֆինանսական ինստիտուտների դերի ու ֆունկցիաների աստիճանական փոփոխությանն ու նվազմանը:

### 3.2. Ֆինանսական հոսքերը

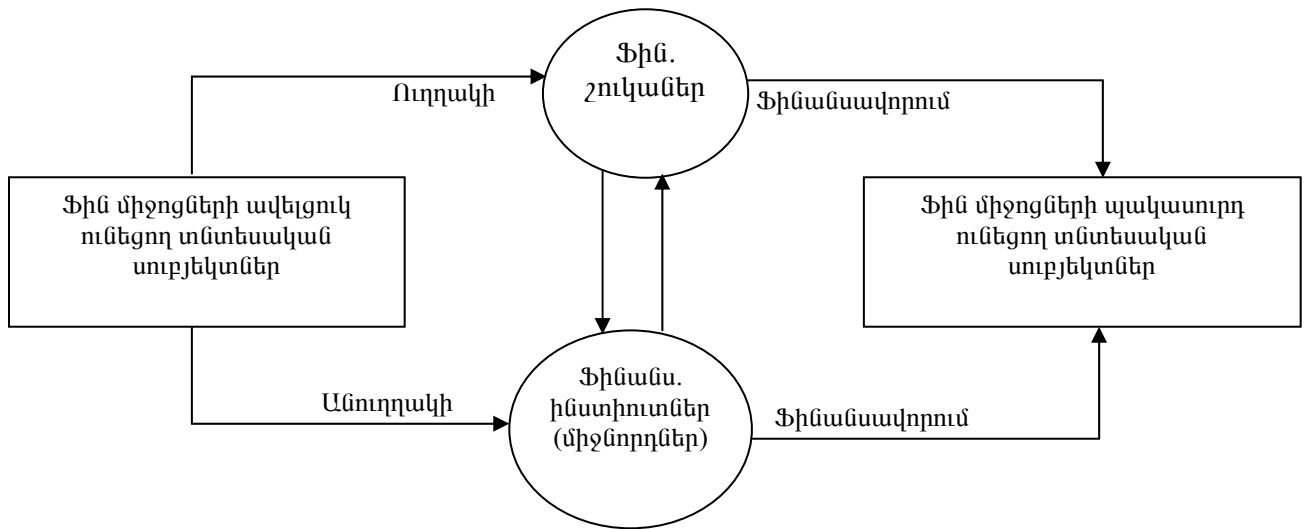
Ֆինանսական համակարգը կազմող ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական ինստիտուտների համագործակցության արդյունքում իրականացվում է ֆինանսական միջոցների տեղաշարժը այդ միջոցների ավելցուկ ունեցող տնտեսավարող սուբյեկտներից դեպի դրանց պակասորդը ունեցող սուբյեկտներին:

Ընդ որում, ֆինանսական միջոցների ավելցուկի մեծությամբ ձևավորվում է դրանց առաջարկի մեծությունը ֆինանսական շուկայում, իսկ պակասորդի մեծությամբ՝ պահանջարկի մեծությունը:

Ֆինանսական միջոցների ուղղակի և անուղղակի հոսքերի շուկայական տեղաշարժը կարելի է ներկայացնել հետևյալ պարզ գծապատկերով՝

#### Գծապատկեր 5

#### Ֆինանսական միջոցների հոսքերը



Ֆինանսական համակարգի կառուցվածքային էլեմենտների (միջնորդների) միջոցով ֆինանսական միջոցները հոսում են տնտեսավարող մի սուբյեկտից, որն ունի դրա ավելցուկը, դեպի մյուսը, որը զգում է դրա անհրաժեշտությունը: Այսպես օրինակ, ընտանիքը, որը խնայել է իր ընթացիկ եկամուտների մի մասը՝ ապագայում իրեն կենսաթոշակով ապահովելու նպատակով, կարող է կուտակել ազատ դրամական միջոցներ, իսկ մյուսը, որը որոշել է բնակարան գնել, կարող է դրամական միջոցների պակաս ունենալ: Կամ ընկերությունը, որի դրամական եկամուտները գերազանցում են ներդրումային պահանջներին, դրանց ավելցուկ

ունի, իսկ մյուսը, որի դրամական միջոցները բավարար չեն իր նախատեսած ներդրումային ծրագրերի իրագործման համար, դրանց պակասուրդ ունի: Այս երկու դեպքերում էլ դրամական միջոցները ազատ կամավորության սկզբունքով կհոսեն մի տնտեսավարող սուբյեկտից դեպի մյուսը՝ ընտրելով ֆինանսավորման համապատասխան ուղի:

Ֆինանսական միջոցների հոսքերի վերին (զծ.5) ուղղակի ֆինանսավորման ուղին ներկայացնում է գործարքների այն խումբը, որի դեպքում ազատ դրամական միջոցներ ունեցող որևէ տնտեսավարող սուբյեկտ շուկայից, ֆոնդային բորսայից ձեռք է բերում դրամական միջոցների պակասուրդ ունեցող որևէ բաժնետիրական ընկերության թողարկած բաժնետոմսեր: Որպես կանոն, այս դեպքում ֆինանսական հոսքերի տեղաշարժին մասնակցում են բորսայական բրոքերներն ու դիլերները: Սակայն լինում են դեպքեր, երբ արժեթղթերը ձեռք են բերվում անմիջապես թողարկող ընկերությունից (երբ մասնակիցների միջև շահաբաժինները վճարվում են լրացուցիչ բաժնետոմսերի տեղաբաշխումով):

Ֆինանսական միջոցների մեծ մասը, դուրս չգալով ֆինանսական համակարգի շրջանակներից, տեղաշարժվում են շրջանցելով ֆինանսական շուկաները, այսինքն անցնում են անուղղակի ֆինանսավորման ուղիով (զծ.5): Գործարքների այս խումբը իրականացվում է ֆինանսական միջնորդների մասնակցությամբ, երբ վերջիններս ֆինանսական միջոցները ձեռք են բերում այն տնտեսավարող սուբյեկտներից, ում մոտ կա դրանց ավելցուկը: Ընդ որում, միջնորդային գործունեությունը այդ ինստիտուտները իրականացնում են առևտրային սկզբունքներով՝ վճարելիության, վերադարձելիության, ժամկետայնության և ապահովության սկզբունքներով:

Որպես անուղղակի ֆինանսավորման օրինակ կարող է ծառայել այն գործարքը, երբ մարդիկ իրենց խնայողությունները տեղադրել են բանկում որպես դեպոզիտ, իսկ բանկը այդ միջոցները տրամադրել է փոխատվություն, օրինակ՝ վարկ առևտրաարդյունաբերական ընկերությանը: Այսպիսի գործարքի դեպքում մարդիկ չեն կարող որևէ պահանջ ներկայացնել փոխառու ընկերությանը: Նրանք դրամական պահանջներ ունեն բանկի նկատմամբ, որպես դեպոզիտային գործարքին մասնակցող կողմ՝ բանկի հաճախորդ: Այլ է բանկի ունեցած դրամական պահանջը ընկերության հանդեպ, վերջինս պետք է սահմանված

ժամանակին վճարի փոխառության դիմաց տոկոսներ և վերադարձնի մայր գումարը:

Ֆինանսական միջնորդի՝ բանկի հետ առնչվող այս երկու գործարքների դեպքում էլ ռիսկի հիմնական մասը բաժին է ընկնում բանկին: Ընդ որում բանկային դեպոզիտի գծով լիկվիդայնության և ռիսկայնության մակարդակները խիստ տարբերվում են բանկային վարկի գծով նրանց մակարդակներից:

Առավել ինտենսիվ են հոսքերը ֆինանսական համակարգի կառուցվածքային էլեմենտների՝ շուկաների և միջնորդ ինստիտուտների միջև: Ֆինանսական միջնորդները շատ հաճախ ֆինանսական հոսքերը ուղղում են ֆինանսական շուկաներ: Այսպես, օրինակ, երիտասարդ ընտանիքն իր խնայողությունները (տնտեսավարող սուբյեկտն ազատ դրամական միջոցներով) ներդնում է ապահովագրական ընկերությունում (ֆինանսական միջնորդ) իր ապագա ծրագրերի իրագործման նպատակով, վերջինս այդ միջոցները իր հերթին ներդնում է շահութաբեր բաժնետոմսերում և պարտատոմսերում (ֆինանսական շուկաներում):

#### **ԳԼՈՒԽ 4**

### **ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ՖՈՒՆԿՑԻԱՆԵՐԸ ԵՎ ՄԻՋՆՈՐԴՆԵՐԸ**

#### ***4.1. Ֆինանսական համակարգի ֆունկցիաները***

Ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական ինստիտուտների զարգացումը անտարակույս պայմանավորված է նաև ընդհանուր համակարգային հատկանիշների փոփոխություններով: Խոսքը վերաբերվում է ֆինանսական համակարգի զարգացման այն ընդհանուր համակարգային հատկանիշներին՝ ֆունկցիաներին, որոնց ազդեցությունը մեծ է ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական ինստիտուտների առանձնացված հատկանիշների զարգացման վրա: Այն, որ տարբեր երկրների ֆինանսական շուկաներն ու ինստիտուտները խիստ տարբերվում են իրենց զարգացածության մակարդակով, հիմնականում պայմանավորված է ֆինանսական համակարգի ֆունկցիաների և ընդհանուր շուկայական սկզբունքների ինտենսիվ տարածման ու խորացման հետ կապված փոփոխություններով:

Այսպիսի մոտեցումը հիմնվում է հետևյալ սկզբունքների վրա՝

- ֆինանսական շուկաները և ֆինանսական ինստիտուտները ձև ու բովանդակություն են ստանում՝ ելնելով իրենց ֆունկցիաներից, նրանց ձևի ու կատարելիության մակարդակները բխում են ֆունկցիաների արդյունավետությունից,
- մրցակցությունը ֆինանսական շուկաներում ֆինանսական ինստիտուտների միջև բերում է ֆինանսական համակարգի գործունեության արդյունավետության բարձրացմանը,
- ֆինանսական համակարգի ֆունկցիաներն ունեն ավելի կայուն բնույթ, քան նրա շուկաների ու ինստիտուտների ֆունկցիաները:

Ֆինանսական համակարգի զարգացման այսպիսի տրամաբանությունն էլ հիմք դարձավ նրա ֆունկցիոնալ վերլուծության համար:

Ֆինանսական համակարգի հիմնական ֆունկցիայի վերլուծության հիման վրա, որը վերաբերվում է ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ բաշխման իրականացմանը, կարելի է բացահայտել ֆինանսական համակարգի հետևյալ հիմնական ֆունկցիաները՝

- ռիսկերի կառավարման եղանակների ապահովման,
- վճարահաշվարկային սպասարկման ապահովման,
- ֆինանսական ռեսուրսների միավորման և առանձին տնօրինման մեխանիզմների ապահովման,
- գնային տեղեկատվության ապահովման,
- խրախուսման հիմնախնդրի լուծման եղանակների ապահովման,
- տնտեսական համակարգում ժամանակի և տարածության մեջ ռեսուրսների տեղաշարժի ապահովման:

#### ***4.2. Ֆինանսական միջնորդները***

Որպես ֆինանսական միջնորդներ հանդես են գալիս այն կազմակերպությունները, ընկերությունները, որոնց հիմնական ֆունկցիան հաճախորդներին ֆինանսական «արտադրանքով» և ծառայություններով ապահովելն է: Ընդ որում, նրանք այդ գործունեությունը պետք է իրականացնեն

ավելի մեծ արդյունավետությամբ, քան թե հաճախորդների անմիջական գործունեությունն է ֆինանսական շուկաներում:

Ֆինանսական միջնորդների հիմնական ներկայացուցիչներից են՝ բանկերը, ներդրումային և ապահովագրական ընկերությունները: Նրանց ֆինանսական «արտադրանքի» անվանացանկը բավականին հարուստ է՝ կրեդիտներ (վարկեր), դեպոզիտներ (ավանդներ), արժեթղթեր, չեկային հաշիվներ, ապահովագրական պայմանագրեր և այլն: Ֆինանսական միջնորդի պարզագույն միավոր են հանդիսանում համատեղ հիմնադրամները (ֆոնդերը), որոնք հավաքագրում են բազմաթիվ մանր և միջին ներդրողների ֆինանսական ռեսուրսները և դրանք ներդնում շահութաբեր արժեթղթերում: Համատեղ ֆոնդերի առանձնահատկությունը (այն համարվում է առավելություն) կայանում է նրանում, որ ինչպես նրանց հավաքագրած միջոցները, այնպես էլ կատարած ներդրումները ժամկետայնության ռիսկի ենթակա չեն: Այդ է պատճառը, որը համատեղ ֆոնդերի հավաքագրած գումարները դառնում են բանկերի և վարկային կազմակերպությունների ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուր: Բացի նշվածից, իրենց գործառնությունների մասշտաբներից կախված, համատեղ ֆոնդերը արժեթղթերի առևտուրը դարձնում են համեմատաբար ավելի արդյունավետ, իրենց հաճախորդների համար ապահովում են առավել արդյունավետ ներդրումային տարբերակներ և այլն:

Հայաստանի ֆինանսական շուկայում համատեղ ֆոնդերի բացակայության հիմնական պատճառը բնակչության լայն խավերի և տնտեսավարող սուբյեկտների խնայողությունների բացակայությունն է, և երկրորդը՝ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածությունը:

#### ***4.3. Բանկերը որպես ֆինանսական միջնորդներ***

Բոլոր երկրներում, անկախ տնտեսավարման եղանակից ու արդյունքներից, բանկերը եղել են ու այսօր էլ համարվում են հիմնական ֆինանսական միջնորդները: Բանկերի ֆունկցիաները ձևավորվել են ֆինանսական միջնորդության պատմական զարգացման «բնականոն» ընթացքով:

Սկզբնական փուլում բանկերը իրականացրել են վճարահաշվարկային, քլիրինգային գործառնություններ, որոնք և նպաստել են առևտրի զարգացմանը:

Այսօր բանկ անվանվող ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունը իրականացնում է առնվազն երեք ֆունկցիաներ՝ հավաքագրում է բնակչության և տնտեսավարող սուբյեկտների ազատ դրամական միջոցները դեպոզիտների (ավանդների) ձևով, տրամադրում է փոխատվություններ վարկերի ձևով և իրականացնում է վճարահաշվարկային ծառայություններ հաճախորդներին:

Բանկերի ակտիվների կառավարման հիմնական խնդիրների շարքում է դասվում արժեթղթերի պորտֆելի ձևավորման հետ կապված ռիսկի կառավարումը: Համաշխարհային պրակտիկայում գոյություն ունի արժեթղթերի շուկայում բանկերի գործունեության հետ կապված խնդրի 2 մոտեցում: Համաձայն առաջին մոտեցման, բանկերին չի թույլատրվում զբաղվել արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության որոշ տեսակներով, օրինակ՝ բրոքերային, դիլերային կամ հանդես գալ շուկայի կազմակերպիչների դերում: ԱՄՆ-ում այդպիսի մոտեցումը հիմք հանդիսացավ 30-ական թվականներին ունիվերսալ բանկերի՝ կոմերցիոն և ինվեստիցիոն բանկերի բաժանման համար: Այսպիսի բաժանումը արգելում էր կոմերցիոն բանկերին իրականացնել մասնագիտացված գործունեություն արժեթղթերի շուկայում, կնքել այնտեղ այնպիսի գործարքներ, որոնք հանդիսանում են ռիսկի հիմնական աղբյուր: Վերջին 2 տասնամյակում ԱՄՆ-ում նկատվում է այդ բաժանումից առաջացած սահմանի վերացում, որի համար հիմք են հանդիսանում օրենքներում տարբեր փոփոխությունները:

Երկրորդ մոտեցումը ենթադրում է բանկերի հիմնական գործունեության համադրումը արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության հետ՝ առանց որևէ սահմանափակման: Այս մոտեցումը գերիշխում է եվրոպական երկրներում:

Շատ երկրներում բանկ ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունը իրականացնում է օրենքով նախատեսված ցանկացած ֆինանսական գործառնություն: Նրանք իրականացնում են ոչ միայն զուտ ֆինանսական գործառնություններ, այլև կատարում են համապատասխան ֆոնդերի և ապահովագրական ընկերությունների ֆունկցիաներ: Այսպես օրինակ, ունիվերսալ բանկերը Գերմանիայում և առևտրային բանկերը Հայաստանի Հանրապետությունում իրականացնում են օրենքով նախատեսված ֆինանսական ցանկացած ֆունկցիա, որոնք ըստ էության մասնագիտացված ֆինանսական

միջնորդ կազմակերպությունների ֆունկցիաներ են: Միշտ դժվար է եղել և առավել ևս այսօր դժվար է սահմանազատել, թե ֆինանսական որ ինստիտուտը ինչպիսի ֆունկցիաներ է իրականացնում: Գործընթացները ֆինանսական շուկաներում ինստիտուտների ունիվերսալացման միտում ունեն: Մասնագիտացված ֆինանսական կազմակերպությունները, որպես այդպիսին, հանդես են գալիս իրենց գործունեության սկզբնական էտապներում՝ հետագայում ընդլայնելով ֆունկցիաների և ծառայությունների իրենց անվանացանկը՝ դառնալով ունիվերսալ:

#### ***4.4. Դեպոզիտախնայողական կազմակերպությունները***

Դեպոզիտախնայողական կամ փոխատվախնայողական կազմակերպությունների թվին են դասվում խնայողական բանկերը, փոխատվախնայողական միությունները (ասոցիացիաները), վարկային կազմակերպություններն ու միությունները: ԱՄՆ-ում և Եվրոպայում նրանք մրցակցում են առևտրային և ունիվերսալ բանկերի հետ ինչպես դեպոզիտային, այնպես էլ փոխատվակրեդիտային գործառնությունների գծով:

Դեպոզիտախնայողական ինստիտուտների գործունեությունը հիմնականում ուղղված է ֆիզիկական անձանց խնայողությունների հավաքագրմանը, պահպանմանը և արդյունավետ օգտագործմանը՝ կամավորության, վերադարձելիության, վճարելիության, ժամկետայնության և ապահովվածության սկզբունքներով:

Դեպոզիտախնայողական կազմակերպությունների ծագման և պատմական զարգացման ընթացքը վկայում է այն մասին, որ նրանք առաջացել են առևտրային բանկերից և ժամանակի ընթացքում վերակազմակերպվելու և դառնալու են առևտրային բանկեր:

Այլ է փոխատվախնայողական միությունների ծագման և զարգացման ընթացքը: Շատ զարգացող երկրներում նրանք նույնիսկ չհասցրեցին ձևավորվել, որովհետև առևտրային բանկերը հաջողությամբ փոխարինեցին դրանց: ԱՊՀ բոլոր երկրներում, ինչպես նաև Հայաստանի Հանրապետությունում, դեպոզիտախնայողական և փոխատվախնայողական կազմակերպությունների ֆունկցիաները այսօր հիմնական կատարում են առևտրային բանկերը:

#### ***4.5. Ապահովագրական ընկերությունները***

Ապահովագրական ընկերությունները ֆինանսական միջնորդներ են, որոնց հիմնական ֆունկցիան բնակչության և տնտեսավարող սուբյեկտների կյանքի և գործունեության ընթացքում առաջացած ռիսկերի մակարդակի նվազեցումն է: Նրանք իրենց այդ հիմնական ֆունկցիան իրականացնում են առանձնահատուկ փաստաթղթերի՝ ապահովագրական պոլիսների վաճառքի միջոցով: Ըստ ապահովագրական առարկայի տեսակի դասակարգվում են՝ ունեցվածքային, առողջության, անաշխատունակության և կյանքի ապահովագրման պոլիսներ:

Ունեցվածքային ապահովագրական պոլիսներով սահմանվում են դժբախտ պատահարների, աղետների, գողության կամ հրդեհների հետևանքով առաջացած ունեցվածքային կորուստների ու վնասների փոխհատուցման չափերը:

Հիվանդության և աշխատունակության կորստի հետ կապված վճարները սահմանվում են համապատասխան ապահովագրական պոլիսների միջոցով, իսկ կյանքի ապահովագրության պոլիսներով սահմանվում են հաճախորդի մահվան հետ կապված վճարների չափերը:

Ապահովագրական ընկերության թողարկած և վաճառած պոլիսները ներկայացնում են պարտքային պարտավորության մեծությամբ՝ համապատասխան ռիսկի հանդես գալու դեպքում: Միաժամանակ դրանք հանդես են գալիս որպես ակտիվներ այն ֆիզիկական ու իրավաբանական անձանց համար, ովքեր ձեռք են բերել այդ պոլիսները:

Ապահովագրական պոլիսների ձեռքբերման վճարները ապահովագրական ընկերությունների կողմից նախատեսվող ապահովագրական ծառայությունների դիմաց վճարներ են և անվանվում են ապահովագրական պարգևներ: Եվ քանի որ հաճախորդները այդ պարգևները վճարում են մինչև ապահովագրական ծառայությունների մատուցումը, իսկ ապահովագրական ծառայությունները բավականին երկարաժամկետ են, ուստի և ապահովագրական ընկերությունները այն օգտագործում են իրական և ֆինանսական տարբեր ակտիվներում ներդնելով:

Ապահովագրական ընկերությունների գործարարական օգուտը ձևավորվում է հիմնականում ներդրումային եկամուտներից: Հայաստանի Հանրապետությունում ապահովագրական շուկան ձևավորման փուլում է:

#### **4.6 Կենսաթոշակային հիմնադրամները (ֆոնդերը)**

Կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակցությունը կենսաթոշակային ծրագրերի իրականացմանը հնարավորություն է տալիս կենսաթոշակի անցնող քաղաքացիներին օգտվել մեկ այլ եկամտի աղբյուրից՝ անձնական խնայողությունների և կենսաթոշակային արտոնությունների հետ մեկտեղ: Կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցները ձևավորվում են քաղաքացու մինչ կենսաթոշակային եկամուտներից: Ընդհանուր առմամբ, կենսաթոշակային ծրագրերը ֆինանսավորվում են գործատուի միջոցներից, աշխատողի մինչև կենսաթոշակային եկամուտներից, արհմիությունների միջոցներից, ինչպես նաև կենսաթոշակային արտոնությունների հաշվին, որոնք սահմանվում են տվյալ երկրի կենսաթոշակային ապահովման ծրագրերով: Կենսաթոշակային ծրագիրը կոչվում է «կուտակային», եթե այն իրագործվում է քաղաքացու մինչև կենսաթոշակային եկամուտներից իրականացվող անդամավճարների և աշխատատուի մասհանումների հաշվին և «խրախուսական», եթե այն իրագործվում է օրենսդրությամբ սահմանված արտոնությունների հաշվին: Համաշխարհային պրակտիկայում հաջողությամբ օգտագործվում են այդ երկու մոդելներին համապատասխան մեխանիզմներ, կախված նրանից, թե տվյալ երկիրը սոցիալտնտեսական ինչ իրավիճակում է գտնվում և ֆինանսավորման աղբյուրներից որն է նախընտրելի:

Հայաստանի Հանրապետությունում կենսաթոշակային ծրագիրը իրագործվում է «կուտակախրախուսական» խառը մոդելով, որին համապատասխան էլ մշակված է ֆինանսական միջոցների ձևավորման և օգտագործման առանձնահատուկ մեխանիզմ:

Այն, որ այստեղ գործում է միայն պետական կենսաթոշակային ֆոնդը, վկայում է շուկայի ոչ մրցակցային և անկատար լինելու մասին: Բացի դրանից անթույլատրելի ցածր են վճարները և անկատար են արտոնությունների տրամադրման մեխանիզմները, որը և վկայում է Հայաստանի Հանրապետությունում կենսաթոշակային ծրագրի միջազգային չափանիշներին անհամապատասխանության մասին:

#### ***4.7 Համատեղ հիմնադրամները (ֆոնդերը)***

Համատեղ ֆոնդեր են (mutual funds) կոչվում ներդրողների որոշակի խմբի անունից ձեռքբերված բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ ակտիվների ամբողջության կառավարման համար ձևավորված կազմակերպական այն կառուցվածքները, որոնք գործում են ներդրումային (ինվեստիցիոն) ընկերության կամ որևէ այլ մասնագիտացված ֆինանսական կազմակերպության ղեկավարությամբ: Ֆոնդի եկամուտների յուրաքանչյուր բաշխումից նրա ներդրողները իրավունք ունեն ստանալու եկամտի համապատասխան մասնաբաժինը: Բացի նշվածից նրանք կարող են ցանկացած պահին վաճառել ֆոնդում ունեցած արժեթղթերի իրենց մասնաբաժինը շուկայական գներով:

Ներկայումս աշխարհի շատ երկրներում ներդրումային ընկերությունները և ներդրումային հիմնադրամները կուտակում են միլիոնավոր ներդրողների միջոցներ: Այդ հիմնադրամները կապիտալի ներդրման և հավելաճի ստացման լավագույն տարբերակներից են: Չարգացած երկրներում մարդիկ ետ են վերցնում իրենց գումարները բանկից և ներդնում ներդրումային հիմնադրամներում: Ներդնելով գումարը հիմնադրամներում, նրանք ձեռք են բերում այլ ֆոնդերի արժեթղթեր, որոնք հետագայում անհրաժեշտության դեպքում կարող են հետ վերադարձնել հիմնադրամին՝ ստանալով իրենց գումարը: ԱՄՆ-ում ներդրումային հիմնադրամները անվանում են նաև բանկային համակարգին այլընտրանքային համակարգ: Ներդրումային հիմնադրամները ունեն նաև բացասական կողմեր: Օրինակ՝ կառավարումը ամբողջովին կենտրոնանում է ներդրումային մենեջերների փոքր խմբի ձեռքբերում: Դա նշանակում է, որ նրանք կարող են միանձնյա կառավարել և տնօրինել մեծ գումարով ակտիվներ: Առաջին ներդրումային ընկերությունները հիմնվել են Բելգիայում 1822թ.-ին, այնուհետև Շվեյցարիայում և Ֆրանսիայում: Այնուհետև այդ ֆոնդերը մասսայաբար ստեղծվել են Անգլիայում, որը այդ ժամանակ հանդիսանում էր վարկավորման և կապիտալի արտահանման առաջատար: Հետագայում երկրի տարբեր տնտեսական տատանումները հանգեցրին առաջատար դիրքերի կորստին: XX-րդ դարի սկզբին առաջատարի դերում սկսեց հանդես գալ ԱՄՆ-ը: Պատճառը նույնն էր՝ կապիտալի արտահանման աճ:

Համատեղ ֆոնդի գործունեությունը ղեկավարող ընկերությունը վերահսկում է ֆոնդի յուրաքանչյուր ներդրողի արժեթղթերի քանակը և ֆոնդից ստացած եկամտի վերաներդրման անհրաժեշտությունը: Համատեղ ֆոնդերի գործունեությամբ ապահովվում են կապիտալի բաժանելիությունը, եկամուտների բաշխումը և վերաբաշխումը, ինչպես նաև ֆինանսական ռեսուրսների և ռիսկերի տարանջատումը:

Ձարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրներում գործում են համատեղ ֆոնդերի երկու հիմնական տեսակներ՝ բաց և փակ: Բաց են անվանվում այն համատեղ ֆոնդերը, որոնք իրենց իսկ թողարկած բաժնետոմսերի գնման և վաճառքի գծով պարտականություններ են վերցնում, ընդ որում գնման և վաճառքի այդ պարտավորությունները նրանք պետք է կատարեն մեկ բաժնետոմսին ընկնող զուտ ակտիվների արժեքի չափին համապատասխան: Մեկ բաժնետոմսին ընկնող զուտ ակտիվների արժեքը հաշվարկվում է համատեղ ֆոնդի պորտֆելում առկա բոլոր արժեթղթերի շուկայական գների գումարը բաժանելով շրջանառության մեջ գտնվող բոլոր բաժնետոմսերի թվին: Բաց կարգավիճակի համատեղ ֆոնդերի համար հաշվարկվող այս ցուցանիշը շատ արագ փոփոխվում է կախված նրանից, թե նրա մասնակիցները ինչ արագությամբ են ձեռք բերում նոր բաժնետոմսեր և վաճառում հները:

Փակ կարգավիճակի համատեղ ֆոնդերը մեկ բաժնետոմսին ընկնող զուտ ակտիվների արժեքի չափանիշին համապատասխան բաժնետոմսեր չեն թողարկում և չեն վաճառում: Նրանց բաժնետոմսերը վաճառվում են բրոքերների միջնորդությամբ, այնպես ինչպես ընկերությունների սովորական բաժնետոմսերը, հետևաբար և նրանց գները տարբերվում են մեկ բաժնետոմսին ընկնող զուտ ակտիվների արժեքից:

Համատեղ ֆոնդերը շատ կարևոր և մեծ դեր են կատարում ֆինանսական շուկաների կայացման գործում: Նրանք կարճաժամկետ և փոքրարժեք միջոցները դարձնում են երկարաժամկետ և մեծ գումարային ներդրումներ: Միջանկյալ այս օղակի բացակայության պայմաններում մեծանում է ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունների գործունեության ռիսկայնությունը:

Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական շուկայում համատեղ ֆոնդեր չեն գործում: Ավելին, չկան նաև նրանց փոխարինող ֆինանսական

կազմակերպություններ՝ կենսաթոշակային և ապահովագրական ֆոնդեր: Այդ է պատճառը, որ ռիսկերի ամբողջ «ծանրությունը» ընկնում է առևտրային բանկերի վրա, որպես ունիվերսալ ֆինանսական կազմակերպությունների:

#### ***4.8 Ներդրումային (ինվեստիցիոն) բանկերը***

Ինվեստիցիոն բանկերը (investment banks)՝ ֆինանսական այն կազմակերպություններն են, որոնց հիմնական ֆունկցիան՝ ընկերություններին և այլ կազմակերպություններին օգնելն է ֆինանսական ռեսուրսների հավաքագրման գործում: Այդ իսկ նպատակով էլ նրանք կազմակերպում և իրականացնում են արժեթղթերի թողարկում և տեղաբաշխում իրենց հաճախորդների համար: Ինվեստիցիոն բանկերը իրենց հաճախորդների ֆինանսատնտեսական գործունեության արդյունավետության և շուկայական մրցունակության բարձրացման նպատակներով երաշխավորում և իրականացնում են նրանց միաձուլումն ու միացումը:

Բացի դրանից, ինվեստիցիոն բանկերի առանձնահատուկ ֆունկցիան է համարվում հաճախորդների արժեթղթերի թողարկման և տեղաբաշխման երաշխավորումը, այսպես կոչված անդերայթինգը: Բովանդակային բնութագրմամբ այն արժեթղթերի բաժանորդագրությունն ու ինքնուրույն տեղաբաշխումն է՝ որոշ դեպքերում նույնիսկ կրելով համապատասխան ֆինանսական պատասխանատվություն: Անդերայթինգը, ըստ էության, հաճախորդի՝ էմիտենտի, ապահովագրման ձև է, քանի որ ինվեստիցիոն բանկը իր վրա ֆինանսական պարտավորություն է վերցնում արժեթղթերի թե թողարկման և թե տեղաբաշխման առումով: Այն դեպքում, երբ ոչ բոլոր արժեթղթերն են վաճառվում շուկայում, ինվեստիցիոն բանկը ինքն է վճարում դրանց դիմաց նախապես համաձայնեցված գներով:

Շատ երկրներում, այդ թվում Հայաստանի Հանրապետությունում, առևտրային բանկերն են իրականացնում մասնագիտացված ինվեստիցիոն բանկերի ֆունկցիաները: Ինչ վերաբերվում է «անդերայթինգի» ֆունկցիային, ապա արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածությունը պատճառ է հանդիսանում ֆինանսական շուկայում ինվեստիցիոն բանկերի փաստացի բացակայության և

հակառակը՝ նրանց բացակայությունը արժեթղթերի շուկայի թերզարգացածության պատճառ է:

#### ***4.9 «Վենչուրային» ներդրումներ իրականացնող կազմակերպությունները (venture capital firms)***

«Վենչուրային» են կոչվում այն ներդրումները, որոնք իրականացվում են թույլ և (կամ) նոր հիմնադրված ընկերություններում բիզնեսի ֆինանսավորման և (կամ) կառավարման կատարելագործման նպատակով: Վենչուրային ներդրումներ իրականացնող կազմակերպությունը ինվեստիցիոն բանկից տարբերվում է միայն իր հաճախորդի ունեցած կարգավիճակով: Այս դեպքում, որպես հաճախորդ հանդես են գալիս ոչ թե տնտեսավարման երկարամյա փորձ ունեցող ուժեղ և խոշոր ընկերությունները, այլ անփորձ և նոր հիմնադրված ֆիրմաները: Վենչուրային ներդրումներ իրականացնող ընկերությունները, բանկերն, իրենց միջոցները ներդնելով բիզնեսի նոր և խոստումնալից ոլորտներ, նպատակ են հետապնդում բարձրացնել այնտեղ գործող ընկերությունների բաժնետոմսերի շուկայական գինը, որի արդյունքում ձեռնտու կդառնա իր մասնաբաժնի վաճառքը հաջորդական վենչուրային ներդրումներ կատարելու մտադրությամբ:

#### ***4.10 Ակտիվների կառավարում իրականացնող կազմակերպությունները***

Ակտիվների կառավարում իրականացնող կազմակերպություններին այլ կերպ անվանում են ներդրումների հավատարմագրային կառավարման ընկերություններ: Նրանց հիմնական ֆունկցիաներն են՝ ինչպես համատեղ ու կենսաթոշակային ֆոնդերի և ակտիվների տարբեր միավորմամբ կառույցների անմիջական կառավարումը, այնպես էլ կառավարման և բիզնեսի հարցերով նրանց խորհրդատվական ծառայությունների մատուցումը: Ամերիկյան և եվրոպական ֆինանսական շուկաներում այսպիսի ֆունկցիաները իրականացնում են ինչպես ինքնուրույն ընկերություններն ու կազմակերպությունները, այնպես էլ նրանց առանձին ստորաբաժանումները: Հիմնականում առևտրային բանկի, ապահովագրական ընկերության կամ էլ բրոքերային ֆիրմայի մասնագիտացված ստորաբաժանումներն ու մասնաճյուղերին են, որ առավելապես վայելում են հաճախորդների վստահությունը հավատարմագրային (տրաստային) ծառայությունների մատուցման գծով: Հայաստանի ֆինանսական շուկայում

տրաստային ծառայություններ մատուցող մասնագիտացված կազմակերպություններ դեռևս չկան, որովհետև բացակայում է պահանջարկը այդպիսի ծառայությունների նկատմամբ: Առկա աննշան պահանջարկը ներկայացվում է առևտրային բանկերին և կենտրոնական դեպոզիտարիային:

#### ***4.11 Ինֆորմացիոն ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունները***

Ֆինանսական ծառայություններ մատուցող շատ ֆիրմաներ հիմնական գործունեության հետ մեկտեղ հավաքագրում և հանրամատչելի ներկայացմամբ տրամադրում են պահանջարկ ունեցող ֆինանսական ինֆորմացիա: Սակայն զարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրներում քիչ չեն այն ֆիրմաները, որոնք մասնագիտացել են ինֆորմացիոն ծառայություններ մատուցելու գործում: Նրանք հավաքագրում, մշակում, վերլուծում և «սպրանքային» նշանակվածության ու կարևորության են բերում առկա, բայց անհասանելի ինֆորմացիան: Եվ իհարկե, այդպիսի ինֆորմացիան մատուցվում, վաճառվում է համապատասխան շուկայական գներով: Չնայած Հայաստանի ֆինանսական շուկայում առայժմ այդպիսի ֆիրմաները բացակայում են, սակայն մեր շուկայում ինֆորմացիոն ծառայությունների պահանջարկը վաղուց արդեն կա: Ֆինանսական ինֆորմացիայի պակասը զգում են առաջին հերթին հենց ֆինանսական ինստիտուտները, ներդրողները, առևտրաարդյունաբերական ընկերություններն ու բնակչությունը:

### **ԳԼՈՒԽ 5**

#### **ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԵՆԹԱԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔՆԵՐԸ ԵՎ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ**

##### ***5.1 Արժեթղթերի առևտրի կանոնները***

Հասարակական օգտակարություն ունեցող յուրաքանչյուր գործունեություն ենթակա է որոշակի սահմանափակումների: Այն իրականացվում է տվյալ պահին ու տվյալ երկրում գործող օրենքներին, կարգերին և հրահանգներին համապատասխան: Ընդհանուր առմամբ բնակչության և տնտեսավարող սուբյեկտների ֆինանսատնտեսական գործունեությանը վերաբերվող սահմանափակումների մեծ մասը հանդես են գալիս օրենքների կարգավիճակով և

ծառայում են այդ երկրների ֆինանսական համակարգի ձևավորմանը և գործունեությանը:

Ֆինանսական ենթակառուցվածքները ընդգրկում են ֆինանսական գործիքների առևտրին աջակցող վճարաքլիրինգային կազմակերպությունները, ֆինանսական համակարգի մասնակիցների փոխհարաբերությունները վերահսկող և կարգավորող մարմինները:

Անկասկած, ֆինանսական ենթակառուցվածքների զարգացումը այն հիմնական միջոցներից է, որով բնութագրվում է երկրի տնտեսական զարգացման մեխանիզմը:

Ինչպես տնտեսական համակարգի մյուս ոլորտների, այնպես էլ ֆինանսական ոլորտի, ենթակառուցվածքների, հետևաբար և ֆինանսական համակարգի զարգացման գործում պետությունը կարող է շատ դրական դեր կատարել: Սակայն դրական այդ դերակատարումը պայմանավորված է նրանով, թե ինչ աստիճանի պետական միջամտություն է անհրաժեշտ երկրի ֆինանսական համակարգի կայուն գործելու համար:

Արժեթղթերի առևտրի կանոնները սահմանվում են օրենքով և նրա հիման վրա մշակված ենթաօրենսդրական կարգերով: Արժեթղթերի կանոնակարգված առևտուրը իրականացվում է ֆոնդային բորսաներում՝ վերջիններիս կողմից մշակված խաղի կանոններով: Ընդ որում, բորսայական խաղի կանոնները մշակվում և կիրառվում են օրենքի սկզբունքների և սահմանափակումների հիման վրա: Նրանք նախատեսվում են առևտրային գործարքների ստանդարտացման, հետևաբար և ծախսերի հնարավորինս նվազեցման համար:

Արժեթղթերի կազմակերպված առևտուրը միանշանակ նախընտրելի և նպատակահարմար է առևտրին մասնակցող բոլոր կողմերի համար: Այդ իսկ պատճառով էլ ֆոնդային բորսաներում իրականացված շրջանառության ծավալները անընդհատ աճում են:

## ***5.2 Հաշվապահական հաշվառման համակարգը***

Որպեսզի ֆինանսական ինֆորմացիան հնարավոր լինի արդյունավետ օգտագործել, այն պետք է ներկայացված լինի որոշակի կոնկրետ, ստանդարտ ձևերով: Ֆինանսական ինֆորմացիայի այդպիսի ձևերով ներկայացումն էլ հենց

ձևավորում է հաշվապահական հաշվառման համակարգը: Իսկ վերջինս, որպես այդպիսին, կազմում է ֆինանսական համակարգի ենթակառուցվածքների հիմնական և շատ կարևոր մասը:

Հաշվապահական հաշվառման համակարգը ձևավորման ու զարգացման իր էվոլյուցիան է «ապրել»: «Երկակի գրանցման» մեթոդով հաշվապահական հաշվառման վարումը բավարարում է այսօրվա պահանջներին և առայժմ չի խոչընդոտում ֆինանսական համակարգի ենթակառուցվածքների զարգացմանը: Ավելին, այդ նույն սկզբունքներով բանկային հաշվապահության վարումը վկայում է ժամանակի պահանջներին նրա համապատասխանության մասին:

### ***5.3 Պետական և ոչ պետական ֆինանսական կազմակերպությունները***

Ֆինանսական համակարգի կարգավորումը և կայունության ապահովումը հիմնականում իրականացվում է պետության կողմից: Որպես կանոն, օրենքների ու օրենսդրական ակտերի մշակողն ու նրանց կատարման վերահսկողը պետությունն է:

Ճիշտ է այս ոլորտի որոշ խնդիրների լուծումն ու գործընթացների իրականացումը հանձնված է ոչ պետական, մասնավոր կազմակերպությունների (բանկային և ոչ բանկային միություններ ու միավորումներ, ֆինանսական հողիինգներ ու բորսաներ) իրավասությանը, այնուամենայնիվ, ֆինանսական համակարգի կայուն ֆունկցիանավորման ամբողջ պատասխանատվությունը կրում է պետությունը:

Ֆինանսական համակարգի նկատմամբ պետության պատասխանատվությունը պայմանավորված է մասամբ նրանով, որ պետությունն այն օգտագործում է իր սահմանադրական ֆունկցիաների իրականացման նպատակներով: Այսպես օրինակ, կառավարությունը դրամավարկային քաղաքականությունը օգտագործում է տնտեսական աճի և բնակչության զբաղվածության ուղղությամբ համազգային խնդիրների լուծման համար: Պետական որոշ կազմակերպություններ լիազորված են կարգավորելու ֆինանսական համակարգի որոշակի կոնկրետ ոլորտներ, իսկ մյուսներն այդ համակարգը օգտագործում են սոցիալ-տնտեսական նպատակների իրականացման համար:

#### ***5.4 Կենտրոնական բանկը***

Կենտրոնական բանկը այն ֆինանսական կազմակերպությունն է, որի հիմնական ֆունկցիան պետության սոցիալ-տնտեսական քաղաքականության խնդիրների իրագործմանը նպաստելն է՝ ֆինանսական շուկայի որոշակի պարամետրերի վրա ազդեցության միջոցով:

Շատ երկրներում, ինչպես նաև Հայաստանի Հանրապետությունում, կենտրոնական բանկի գործունեությունը ուղղված է տնտեսական համակարգում գների կայունության ապահովմանը: Այդ գլխավոր խնդրի իրագործման նպատակով էլ կենտրոնական բանկը պետք է իրականացնի համապատասխան դրամավարկային քաղաքականություն, ապահովի ֆինանսական համակարգի կայունությունը և նպաստի երկրի սոցիալ-տնտեսական զարգացմանը:

Որոշ երկրներում կենտրոնական բանկի գործունեությունը գտնվում է պետական գործադիր մարմինների անմիջական հսկողության տակ, սակայն հիմնականում նրանք ունեն որոշակի ինքնուրույնություն:

Բանկը համարվում է կենտրոնական, եթե այն իրականացնում է համապատասխան ֆունկցիաներ: Անգլիայում այն կոչվում է Bank of England, Ճապոնիայում՝ Bank of Japan, Ռուսաստանում, Հայաստանում և այլ երկրներում՝ կենտրոնական բանկ, իսկ ԱՄՆ-ում՝ Federal Reserve System և Գերմանիայում՝ Bundesbank:

Կենտրոնական բանկը, սովորաբար, համարվում է երկրի վճարահաշվարկային համակարգի սիրտը: Տնտեսական համակարգին նա ապահովում է դրամական միավորով՝ արժույթով և նրա կարգավորման ու վերահսկողության տակ են գտնվում միջբանկային հաշվառման համակարգը: Որպեսզի երկրի վճարահաշվարկային համակարգը արդյունավետ գործի անհրաժեշտ է, որ սղաճի մակարդակը լինի հնարավորինս ցածր: Այդ իսկ տեսակետից էլ կենտրոնական բանկի հիմնական խնդիրը պետք է լինի գների աճի կայուն ցածր մակարդակի ապահովումը: Սակայն կան երկրներ, որտեղ կենտրոնական բանկի հիմնական խնդիրը այլ է և կայանում է բնակչության լրիվ զբաղվածության և տնտեսական աճի ապահովումը: Այդ դեպքում կենտրոնական

բանկը պետք է իր հիմնական խնդրի լուծումը իրականացնի գների կայունության ապահովմամբ:

### ***5.5 Մասնագիտացված միջնորդները***

Կազմակերպությունների այս խմբում են ընդգրկվում այն ֆինանսական միջնորդները, որոնք հիմնադրվում են առանձնահատուկ տնտեսական գործունեության ֆինանսական աջակցման նպատակով: Աջակցությունն իրականացնում են տարբեր տեսակի պարտքային գործիքների տրամադրման միջոցով: Այդ դերում են հանդես գալիս, օրինակ այն, պետական գործակալությունները, որոնք փոխատվություններ են տրամադրում կամ երաշխավորում են փոխատվությունները գյուղացիական տնտեսություններին (ֆերմերներին) ուսանողներին, բնակչությանը և այլն: Պետական կազմակերպությունների մյուս խումբն են կազմում այն գործակալությունները, որոնք հիմնադրվում են բանկային ավանդների ապահովագրման նպատակով: Նրանց հիմնական ֆունկցիան է համարվում տնտեսական կայուն զարգացման աջակցելը՝ ֆինանսական համակարգում կամ էլ նրա մի հատվածում անկայունությունը կանխարգելելու միջոցով:

Ավանդների ապահովագրումը, իրոք որ, ապահովագրում է բանկային խուճապից: Չէ որ ավանդատուն համաձայն է իր ավանդը բանկում պահել այնքան ժամանակ, քանի դեռ դրանց վերադարձը ապահովագրված է, հակառակ դեպքում նա շտապում է առաջինը հետ վեցնել իր դրամական միջոցները: Այն դեպքում, երբ բազմաթիվ ավանդատուներ, ընդ որում տարբեր բանկերի, հետևում են միևնույն օրինակին իրավիճակը դառնում է խուճապային:

Խուճապային իրավիճակում բանկը ստիպված է վաճառել իր ռիսկային ակտիվների զգալի մասը, որոնցով ապահովված են եղել ավանդները: Այդ ռիսկային և ոչ իրացվելի ակտիվների հապճեպ վաճառքը, շատ դեպքում, մեծ կորուստների պատճառ է դառնում: Եվ եթե որևէ մի բանկի կողմից ավանդները լրիվությամբ և ժամանակին չեն վերադարձվում, ապա խուճապը տարածվում է այլ բանկերի ավանդատուների շրջանակներ: Անվճարունակության «վարակը» տարածվում և ընդգրկում է բանկային համակարգը ամբողջությամբ: Ավելին, ավանդատուների փախուստը բանկային համակարգից և անվճարունակության

«վարակի» տարածումը նրանում բերում են կանխիկացման կտրուկ ավելացմանը, որը և պատճառ է դառնում ֆինանսական համակարգի կազմալուծմանը:

### ***5.6. Համաշխարհային ֆինանսական կազմակերպությունները***

Այսօր գործում են մի քանի ֆինանսական կազմակերպություններ, որոնց իրավասության մեջ է մտնում տարբեր երկրների կողմից իրականացվող ֆինանսական քաղաքականության կոորդինացումը: Այդ կազմակերպություններից են՝ միջազգային հաշվառման բազելյան (Շվեյցարիա) բանկը (BIS՝ Bank for International Settlements), միջազգային արժույթային հիմնադրամը (IMF՝ International Monetary Fond) և Չարգացման և վերակառուցման միջազգային բանկը՝ համաշխարհային բանկը (World Bank, International Bank for Reconstruction and Development): Միջազգային արժույթային հիմնադրամը հետևում է անդամ երկրների տնտեսական և ֆինանսական իրավիճակի փոփոխություններին, ցույց է տալիս տեխնիկական օգնություն, մշակում և աջակցում է միջազգային առևտրի և ֆինանսական գործարքների իրականացման կանոնները, տնտեսական զարգացման տարբեր խնդիրների լուծման ուղիների ընտրության հարցում խորհրդակցում է անդամ երկրների հետ, ֆինանսական ռեսուրսներ է տրամադրում անդամ երկրներին վճարային հաշվեկշռի պակասորդի մարման համար և այլն: Համաշխարհային բանկը զարգացող երկրներում ֆինանսավորում է տարբեր ներդրումային ծրագրեր: Նա իր կապիտալը ձևավորում է հիմնականում զարգացած երկրներում պարտատոմսերի վաճառքից: Համաշխարհային բանկը ներդրումային ծրագրերի միջև ընտրությունը կատարում է համաշխարհային տնտեսության զարգացման առանցքային չափանիշներից ելնելով:

## **ԳԼՈՒԽ 6 ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐԻ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ**

### ***6.1. Ֆինանսական շուկայի «անտեսանելի ձեռքը»***

Ֆինանսական նորարարությունները ոչ թե պլանավորվում և իրականացվում են երկրի կենտրոնական մարմինների կողմից, այլ առաջանում, ձևավորվում են առանձին քաղաքացիների ու տնտեսավարող սուբյեկտների ֆինանսատնտեսական գործունեության արդյունքում: Հիմնական տնտեսական

շարժառիթները, որոնք խրախուսում են նորարարությունների առաջացմանը ֆինանսների ոլորտում, ըստ էության, ոչնչով չեն տարբերվում մարդկային գործունեության մյուս ոլորտներում գործող շարժառիթներից: Ադամ Սմիթի խոսքերով ասած՝ «Յուրաքանչյուր անհատ ձգտում է իր կապիտալը օգտագործել այնպես, որպեսզի այն բերի հնարավորինս մեծ շահույթ: Որպես կանոն, նրա մտադրությունը հասարակական շահերին ծառայելը չէ, և նա չգիտի էլ, թե իր այդ ձգտումով ինչքան է նպաստում դրանց բավարարմանը: Նրան մտահոգում են միայն իր սեփական անվտանգությունը և շահույթը: Սակայն, ձգտելով հասնել միայն իր սեփական շահին, նա անտեսանելի ձեռքով հասնում է այնպիսի արդյունքների, որոնք իր մտադրություններում չկան: Հետևելով միայն իր սեփական շահերի իրականացմանը նա առավել արդյունավետ կերպով է նպաստում հասարակության զարգացմանը, քան թե նախապես մտադրվեր այդ անել»:

Ադամ Սմիթի այս հանճարեղ միտքը հաստատող բազմաթիվ օրինակներ կարելի է բերել ֆինանսական շուկաներում ընթացող զարգացումներից: Եվ նրանցից յուրաքանչյուրի ծագումը, զարգացումը և «մահը» վկայում են զգալի փոփոխությունների մասին, որոնց ենթարկվում է մարդկային գործունեությունն այդ ոլորտում վերջին 20 տարիների ընթացքում: Ամբողջությամբ վերցրած, նրանց հանրագումարային ազդեցության արդյունքում զգալի մեծացավ ռիսկի և եկամտաբերության միջև արդյունավետ հավասարակշռության կայացման հնարավորությունը, անձնական ներդրումների արդյունավետ տնօրինման հնարավորությունը, ինչպես նաև անձնական պահանջումների բավարարման հնարավորությունները մարդու կենսագործունեության ամբողջ ընթացքում, ներառյալ աշխատանքային գործունեության ընթացքում միջոցների կուտակումը և դրանց սպառումը կենսաթոշակային տարիքում:

## ***6.2. Ֆինանսական շուկաների տեսակները***

Ֆինանսական ակտիվների հիմնական տեսակներից են՝

- պարտքային պարտավորությունները (debt),
- բաժնետոմսերը (equity),
- ածանցյալ արժեթղթերը (derivatives):

Պարտքային գործիքներ թողարկվում են բոլոր նրանց կողմից, ովքեր փոխառությամբ փող են ուզում վերցնել՝

- կառավարությունները,
- կազմակերպությունները (ֆիրմաները),
- տնային տնտեսությունները:

Պարտքային պարտավորություններին, այլ կերպ, անվանում են հաստատագրված եկամուտով գործիքների (fixed-income instruments), որովհետև նրանց սեփականատերերին խոստանում են հաստատագրված գումարների ապագա վճարներ:

Պարտքային գործիքները դասակարգվում են նաև ըստ իրենց մարման ժամկետների (maturity): Այսպես, կարճաժամկետ պարտքային պարտավորությունների շուկան (մինչև մեկ տարի ժամկետայնություն) անվանվում են դրամական (փողի) շուկա (money market), իսկ երկարաժամկետ պարտքային պարտավորությունների և բաժնետոմսերի շուկան՝ կապիտալի շուկա (capital market):

Դրամական շուկայում առավելապես շրջանառում են այնպիսի գործիքներ, ինչպիսիք են տոկոսային արժեթղթերը: Նրանք թողարկվում են կամ պետության (պետական լիազորված մարմնի) կողմից, ասենք օրինակ գանձապետարանի կողմից թողարկվող գանձապետական մուրհակները, կամ էլ մասնավոր սեկտորի խոշոր կորպորացիաների կողմից, օրինակ առևտրային արժեթղթերը և մուրհակները:

Ժամանակակից փողի շուկաներին հատկանշական է համաշխարհային ինտեգրացումն ու իրացվելիությունը: Ակտիվի իրացվելիությունը նրա այն հատկանիշն է, որով այդ ակտիվը կարող է հանդես գալ որպես արագ և անկորուստ փողի փոխարկվող վճարելամիջոց:

Բաժնետոմսերը հավաստում են ընկերության ակտիվների մի մասի նկատմամբ նրա բաժնետերերի ներկայացրած պահանջների մասին: Բաժնետոմսի սեփականատերը ձեռք է բերում ընկերության ակտիվների մի մասի նկատմամբ սեփականության իրավունք, շահաբաժիններ ստանալու և ընկերության կառավարմանը մասնակցելու ձայնի իրավունք:

Սովորական և արտոնյալ բաժնետոմսերով բաժնետերերին վերապահվող իրավունքները տարբեր են: Եթե սովորական բաժնետոմսերը սեփականատերերին ապահովում են ընկերության կառավարմանը անպայման մասնակցելու ձայնի իրավունքով, ապա արտոնյալի սեփականատերերը ունեն անպայման շահաբաժին՝ դիվիդենտ ստանալու իրավունք:

Սովորական բաժնետոմսերը բնութագրվում են իրենց սեփականատերերի սահմանափակ պատասխանատվությամբ ևս: Այսինքն, եթե ընկերության լուծարումից հետո նրա ակտիվների վաճառքից ստացած եկամուտներով չեն մարվում բոլոր պարտքերը, ապա փոխատուները իրավունք չունեն բաժնետերերից պահանջելու լրացուցիչ հատուցում՝ պարտքերի լրիվ մարման համար:

Բաժնետոմսերի առուվաճառքը իրականացվում է ֆոնդային շուկայում (stock market):

Ածանցյալ արժեթղթերը այն ֆինանսական գործիքներն են, որոնց արժեքը որոշվում է արժեթղթով ներկայացվող բազային ակտիվի արժեքի հիման վրա: Այսպես օրինակ, եթե որպես բազային ակտիվ հանդես է գալիս բաժնետոմսը, պարտատոմսը, արտարժույթը կամ էլ որևէ ապրանքատեսակ, ապա նրա գնման կամ վաճառքի պայմանագրի՝ ածանցյալ արժեթղթի արժեքը որոշվում է այդ ակտիվի արժեքի հիման վրա: Ածանցյալ արժեթղթերը այնպիսի ֆինանսական գործիքներ են, որոնց միջոցով կարող են կառավարվել բազային ակտիվներում կատարված ներդրումների ռիսկայնության մակարդակները: Հենց դա էլ հանդիսանում է ածանցյալ արժեթղթերի հիմնական ֆունկցիան:

Ածանցյալ արժեթղթերի հիմնական տեսակներից են ֆորվարդային, ֆյուչերսային և օպցիոն պայմանագրերը (համաձայնագրերը):

Ֆորվարդային համաձայնագիրը (forward contracts) այն ֆինանսական գործիքն է, համաձայն որի կողմերից մեկը պարտավորվում է գնել, իսկ մյուսը՝ վաճառել որոշակի բազային ակտիվ ըստ համաձայնեցված գնի, գումարի և ժամկետների: Ֆորվարդ արժեթուղթը թե գնորդին և թե վաճառողին հնարավորություն է տալիս խուսափել գների հետագա փոփոխության հետ կապված անորոշություններից՝ ռիսկերից:

Ֆյուչերսային համաձայնագիրը ներկայացնող արժեթուղթը՝ ֆյուչերսը, այն ֆորվարդային համաձայնագիրն է, որը կայացվում է և իրականացվում է կողմերի

միջև կազմակերպված՝ բորսայական խաղի կանոններով: Ինչպես ֆորվարդները այնպես էլ ֆյուչերսները, հետաձգված մատակարարման մասին արժեթղթեր են, և կողմերին ապահովագրում են շուկայական գների փոփոխության հետ կապված անորոշություններից՝ ռիսկերից:

Օպցիոնը արժեթուղթը ֆինանսական գործիք է, որն իր ձեռքբերողին իրավունք է տալիս գնելու (call option) կամ վաճառելու (put option) որոշակի բազային ակտիվ ըստ սահմանված գնի, գումարի և ժամկետի: Եթե բազային ակտիվ տնօրինողը ձեռք է բերում վաճառքի օպցիոն, ապա նա ապահովագրում է իրեն գների շուկայական փոփոխություններից այն դեպքում, երբ բազային ակտիվի գինը շուկայում իջնում է օպցիոնում սահմանված մակարդակից:

## **ԳԼՈՒԽ 7 ՓՈՂԻ ԵՎ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆԵՐԸ**

### ***7.1 Փողի ազրեզատներ և իրացվելիություն***

Փողը կատարում է մի շարք ֆունկցիաներ, որոնցից առանձնացնում են հիմնական երեքը.

1. շրջանառության կամ վճարման միջոցի ֆունկցիա,
2. արժեքի չափի ֆունկցիա,
3. խնայողության կամ կուտակման ֆունկցիա:

Որպես շրջանառության միջոց փողը օգտագործվում է ապրանքների և ծառայությունների գնման, ներդրումային և պարտքային պարտավորությունները իրականացնելու ժամանակ: Այն հնարավորություն է ընձեռում ձեռնպահ մնալ առևտրի բարտերային ձևից: Հիմնականում շրջանառության միջոցի ֆունկցիան կատարում են մետաղադրամները և թղթադրամները, ինչպես նաև չեկային դեպոզիտները:

Որպես արժեքի չափ փողը օգտագործվում է ապրանքների և ծառայությունների արժեքների համեմատման և չափման համար:

Ցանկացած ակտիվ կարող է հանդես գալ որպես կուտակման միջոց: Մարդիկ կարող են իրենց հարստությունը պահել ոսկու, պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի և այլ ակտիվների ձևով: Բայց ի տարբերություն մնացած ակտիվների փողը ամենաիրացվելին է /ամենալիկվիդային է/: Իրացվելիությունը

փողային ագրեգատի և նրանում ֆինանսական ակտիվի այն հատկությունն է, որով այն կարող է հանդես գալ որպես վճարելամիջոց:

Այդ իսկ առումով փողային ագրեգատներից առաջինը ամենաիրացվելին է և նրանում ընդգրկված ակտիվներից առաջինը իր հերթին նույնպես ամենաիրացվելին է: Փողային ագրեգատներից յուրաքանչյուր հաջորդը նախորդի համեմատ պակաս իրացվելի է և այդ նույն տրամաբանությամբ իրար հաջորդում են փողային /դրամական/ ագրեգատում ընդգրկված ֆինանսական ակտիվները: Յուրաքանչյուր ակտիվ կարելի է փոխարինել ավելի իրացվելի ակտիվով՝ լրացուցիչ ծախսերի և ժամանակի հաշվին:

Ըստ իրացվելիության նվազման զարգացած երկրներում ակտիվները դասակարգվում են հետևյալ հաջորդականությամբ.

Աղյուսակ 1

Դրամական ագրեգատներ

M1	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Շրջանառության մեջ կանխիկ մետաղադրամ և թղթադրամ</li> <li>2. Տրանսակցիոն դեպոզիտներ ա/ ցպահանջ ավանդներ բ/ այլ չեկային ավանդներ</li> </ol>
M2	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. M1</li> <li>2. Դրամական շուկայի փոխադարձելիության հիմնադրամներ</li> <li>3. Դրամական շուկայի դեպոզիտային հաշիվներ</li> <li>4. Խնայողական ավանդներ</li> <li>5. Ժամկետային ավանդներ</li> <li>6. Հետգնման մեկօրյա համաձայնագրեր</li> <li>7. Մեկօրյա փոխառություններ Եվրոդոլարով</li> </ol>
M3	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. M2</li> <li>2. դեպոզիտային սերտիֆիկատներ</li> <li>3. հետգնման ժամկետային համաձայնագրեր</li> <li>4. ժամկետային փոխառություններ Եվրոդոլարով</li> <li>5. դրամական շուկայի փոխադարձելիության բաժնետոմսեր</li> </ol>
L	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. M3</li> <li>2. գանձապետական մուրհակներ</li> <li>3. խնայողական պարտատոմսեր</li> <li>4. բանկային ակցեյտներ</li> <li>5. առևտրային արժեթղթեր</li> </ol>

Փողային ագրեգատը իրացվելի ակտիվի խմբավորումն է, որը փողի շուկայում կարող է հանդես գալ որպես փողի զանգվածի մեծության արտահայտման այլընտրանքային տարբերակ:

Տրանսակցիոն դեպոզիտները հաշիվներ են, որոնցից միջոցները կարող են փոխանցվել այլ անձանց գործարքների գծով վճարումների համար: Փոխանցումները կարող են իրականացվել էլեկտրոնային եղանակով կամ չեկերի միջոցով:

Ցպահանջ ավանդները ներդրումներն են, որոնց սեփականատերերը իրավունք ունեն առաջին իսկ պահանջով հետ վերցնել գումարները:

Այլ չեկային ավանդները տոկոսային եկամտով ավանդներ են, որոնց սեփականատերերը չեկային կամ էլեկտրոնային փոխանցումների իրավունք ունեն:

Դրամական շուկայի փոխադարձելիության հիմնադրամները ֆինանսական անկախ միջնորդներ են, որոնք բնակչությանն են վաճառում իրենց սեփականության տիտղոսները՝ հիմնադրամի մասնաբաժինները, և ստացված գումարով ձեռք են բերում ֆիքսված տոկոսով կարճաժամկետ արժեթղթեր:

Դրամական շուկայի դեպոզիտային հաշիվները դեպոզիտային ինստիտուտներում առանձնահատուկ ավանդներ են, որոնք նախատեսված են փոխադարձելիության հիմնադրամին մասնակցելու նպատակով:

Խնայողական ավանդները դեպոզիտային ինստիտուտներում տոկոսային եկամուտ ապահովող ավանդներ են, որոնցից ֆինանսական միջոցները կարելի է հետ վերցնել ցանկացած պահին առանց տուգանքների և տույժեր վճարելու: Այս ավանդների սեփականատերերը չեն կարող դրամական միջոցները կառավարել չեկերի միջոցով:

Ժամկետային ավանդները դեպոզիտային ինստիտուտներում տոկոսային եկամուտ ապահովող ավանդներն են, որոնցից դրամական միջոցները առանց տույժի կամ տուգանքի կարելի է հետ վերցնել միայն պայմանագրում նշված ժամկետը լրանալուց հետո:

Հետգնման մեկօրյա համաձայնագրերը կարճաժամկետ լիկվիդային ակտիվներ են, որոնք իրենցից ներկայացնում են պայմանագրեր, համաձայն որոնց, ֆիրմաները կամ անհատները համաձայնվում են գնել արժեթղթեր ֆինանսական հաստատություններից մեկ օր հետո նախապես պայմանավորված գնով ֆինանսական նույն ինստիտուտներին արժեթղթերը հետ վաճառելու պայմանով:

Մեկօրյա փոխառությունները եվրոդոլարով կարճաժամկետ լիկվիդային ակտիվներ են, որոնք օգտագործվում են արտարժույթային հիմնադրամի հետ գործարքների ժամանակ:

Գեպոզիտային սերտիֆիկատները խոշոր անվանական գումարով ժամկետային ավանդներ են, որոնց դիմաց տրվում են սերտիֆիկատներ:

Փողի (դրամական) բազան (MB) կենտրոնական բանկից դուրս գտնվող կանխիկ փողի, ԿԲ-ում բանկերի պարտադիր պահուստների և ԿԲ-ում բանկերի այլ հաշիվների հանրագումարն է:

Փողի (դրամական) զանգվածը (BM) շրջանառության մեջ կանխիկի, բանկերում բնակչության ու ֆիրմաների ցայահանջ և ժամկետային դեպոզիտների հանրագումարն է:

$BM = m * MB$ , երբ  $m > 1$

Այստեղ  $m$ -ը դրամական բազմապատկիչն է, որը ցույց է տալիս, թե ինչ հարաբերակցություն է ընդունված տվյալ տնտեսական համակարգում դրամական բազայի և զանգվածի միջև:

Արժեթղթերի շուկան հանդիսանում է ցանկացած երկրի տնտեսության հիմնական բաղադրիչներից մեկը: Արժեթղթերի շուկայի ստեղծման և զարգացման համար անհրաժեշտ պայման են հանդիսանում ապրանքային շուկայի և ֆինանսական կապիտալի առկայությունը:

## ***7.2 Արժեթղթերի շուկայի տեսակները և ֆունկցիաները***

Արժեթղթերի շուկաների տեսակներից կարելի է առանձնացնել՝

- Միջազգային և ազգային արժեթղթերի շուկաներ,
- Ազգային և ռեզիդնալ շուկաներ,
- Արժեթղթերի կոնկրետ տեսակների շուկաներ,
- Պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաներ,
- Առաջնային և երկրորդային արժեթղթերի շուկաներ:

Ձեռնարկչատիրական գործունեության միայն ֆինանսական ոլորտում կարելի է կուտակել կամ էլ ստանալ ֆինանսական կապիտալ: Հիմնական շուկաները, որտեղ գերակշռում են ֆինանսական հարաբերությունները, հանդիսանում են՝

- բանկային կապիտալի շուկան,
- արժեթղթերի շուկան,
- արժույթի շուկան,
- ապահովագրական և այլ ֆոնդերի շուկան:

Անհրաժեշտ է տարբերակել շուկաները, որտեղ կարելի է միայն ներդնել կապիտալ այն շուկաներից, որտեղ կապիտալը ինքնահոս ձևով կուտակվում, կենտրոնանում և բաշխվում է: Առաջին տեսակի շուկայի օրինակ է առաջնային շուկան, իսկ երկրորդ տեսակի շուկայի օրինակ է հենց ֆինանսական շուկան, որին այլ կերպ անվանում են կապիտալի շուկա: Կապիտալի շուկան հանդիսանում է «միջնորդ» դրամական միջոցների առաջնային տնօրինողների և վերջնական օգտագործողների միջև: Տարբեր շուկաների միջև կապիտալի շարժը կախված է մի շարք գործոններից, որոնցից հիմնականները հետևյալն են.

1. Շուկայի եկամտաբերության մակարդակը:
2. Շուկայի հարկային պայմանները:
3. Կապիտալի կորստի ռիսկի մակարդակը:
4. Շուկայի կազմակերպվածությունը և ինֆորմացիոն թափանցելիությունը

Արժեթղթերի շուկան ֆինանսական մյուս շուկաներից տարբերվում է իր առարկայի՝ ապրանքի առանձնահատկություններով: Արժեթուղթն ունի շուկայական գին, քանի որ ներկայացնում է իրական կապիտալի արժեքը:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորումը իրականացվում է հետևյալ տարբերակներով.

- շուկայի պետական կարգավորում,
- շուկայի կարգավորում մասնագիտացված անձանց կողմից կամ ինքնակարգավորում,
- հասարակական կարգավորում կամ կարգավորում հասարակական կարծիքի միջոցով:

Արժեթուղթը կարող է լինել կամ սեփականության տիտղոս կամ պարտքային պարտավորություն, մի կողմից եկամուտ ստանալու իրավունք, մյուս կողմից եկամուտ վճարելու պարտավորություն՝ կախված տեսակից:

Արժեթղթի արժեքը բնութագրվում և որոշվում է տնօրինողին տրվող իրավունքներով: Վերջինս փոխանակում է ապրանքը կամ փողը արժեթղթի հետ միայն այն դեպքում, եթե համոզված է, որ այդ արժեթուղթը իրականում ավելի հարմար է /շահավետ է/ պահել, քան փողը կամ ապրանքը:

Արժեթղթի էությունը կայանում է նրանում, որ կապիտալի սեփականատիրոջ մոտ բացակայում է հենց կապիտալի առարկան, բայց գոյություն ունեն այն տնօրինելու բոլոր իրավունքները, որոնք ֆիքսված են արժեթղթի ձևով:

Արժեթուղթը ունի իր շրջապատույտի տեղն ու ժամանակը՝ այն է արժեթղթի շուկան: Ելնելով արժեթղթի տնտեսագիտական բովանդակությունից կարող ենք սահմանել արժեթղթի շուկայի հիմնական ֆունկցիաները.

- ներդրումային ֆունկցիա,
- սեփականության տրանսֆորմացիայի ապահովման ֆունկցիա,
- ռիսկերի վերաբաշխման ֆունկցիա,
- իրացվելիության ապահովման ֆունկցիա,
- կապիտալի հոսունության ապահովման ֆունկցիա:

Ներդրումային ֆունկցիա: Եթե պլանային տնտեսությունում ներդրումները իրականացվում են ազգային եկամտի կուտակման և սպառման ֆոնդերի բաժանման միջոցով, ապա շուկայական տնտեսությունում՝ արժեթղթերի ձեռք բերման միջոցով:

Սեփականության տրանսֆորմացիայի ապահովման ֆունկցիան սեփականության մի ձևը մյուսով փոխարինելն է ոչ թե ադմինիստրատիվ-վարչական մեթոդով, այլ երկրորդային շուկայում արժեթղթի /բաժնետոմսի/ իրացման միջոցով:

Ռիսկերի վերաբաշխման ֆունկցիա: Ներդրումները իրականացվում են եկամուտ ստանալու ակնկալիքով: Արժեթուղթ ձեռք բերող անձը գիտակցում է, որ եկամուտ ստանալու ակնկալիքով նա դիմում է ռիսկի և որքան մեծ է եկամուտը տվյալ արժեթղթից, այլ հավասար պայմաններում, այնքան բարձր է ռիսկի՝ վնասի կամ կորստի հավանականությունը: Այդ իսկ առումով արժեթղթի ձեռք բերումը

եկամուտ ստանալու ակնկալիքով ռիսկերի վերաբաշխման գործընթաց է արժեթղթեր ձեռք բերողների կամ էլ արժեթղթերի սեփականատերերի միջև:

Իրացվելիության ապահովման ֆունկցիա: Շրջանառության մեջ փողի ֆունկցիա կատարող ակտիվներից ամենաիրացվելին կանխիկ փողն է: Արժեթղթերը իրացվելիությամբ զիջում են կանխիկ փողին, բայց հանդիսանում են բարձր իրացվելի ակտիվներ: Արժեթղթերի ազատ շրջանառությունը շուկայում բարձրացնում է դրանց իրացվելիության աստիճանը և պայմաններ ստեղծում շրջանառության մեջ փողի ֆունկցիա կատարող ակտիվների շրջապտույտի արագ աճի համար:

Կապիտալի հոսունության ապահովման ֆունկցիա: Արժեթղթերի երկրորդային շուկայում դրանց ազատ շրջանառության հետևանքով փոխվում է սեփականության կառուցվածքը տնտեսության մեջ և ի հաշիվ ազատ շրջանառության կապիտալը մի ոլորտից հոսում է մյուս ոլորտը՝ ելնելով եկամտաբերության և արդյունավետության չափանիշներից, որոնք պայմաններ են ստեղծում տնտեսական համակարգում կապիտալի սահմանային արդյունավետության բարձրացման համար:

Ընդհանրացնելով, կարելի է նշել արժեթղթերի շուկայի ֆունկցիաների բացահայտման մեկ այլ մոտեցում: Արժեթղթերի շուկան ունի մի շարք ֆունկցիաներ, որոնք պայմանականորեն կարելի է բաժանել 2 խմբի՝

- համաշուկայական
- առանձնահատուկ

Համաշուկայական ֆունկցիաներից են.

1. Կոմերցիոն ֆունկցիա, որն ապահովում է տվյալ շուկայում գործարքներից շահույթի ստացում:
2. Գնային ֆունկցիա, որի միջոցով շուկան ապահովում է գնագոյացման ֆունկցիան:
3. Ինֆորմացիոն ֆունկցիա. շուկան ապահովում է տեղեկատվություն առևտրի ապրանքի և մասնակիցների վերաբերյալ:

4. Կարգավորիչ ֆունկցիա. շուկան ստեղծում է առևտրի կանոններ, մասնակիցների միջև վեճերի լուծման կարգ:

Շուկայի առանձնահատուկ ֆունկցիաներից են՝

- Վերաբաշխման ֆունկցիա,
- Ֆինանսական ռիսկերի ապահովման ֆունկցիա:

Արժեթղթերի շուկաները կարելի է դասակարգել նաև ըստ առևտրի կազմակերպման տեսակների.

- առաջնային և երկրորդային,
- կազմակերպված և անկազմակերպ,
- բորսայական և արտաբորսայական,
- ավանդական և կոմպյուտերացված,
- դրամարկղային և ժամկետային:

Առաջնային շուկայում արժեթղթերը տեղաբաշխվում են հենց թողարկողի կողմից և գտնում իրենց առաջին գնորդին: Դա արժեթղթերի իրացման առաջին էտապն է, որի ընթացքում արժեթուղթը առաջին անգամ հայտնվում է շուկայում:

Երկրորդային շուկայում շրջանառվում են թողարկված և առաջնային շուկայում շրջանառված արժեթղթերը:

Կազմակերպված արժեթղթերի շուկայում արժեթղթերը շրջանառվում են շուկայի լիցենզավորված մասնագիտացված անձանց միջև:

Բորսայական շուկան իրենից ներկայացնում է արժեթղթերի առևտուր ֆոնդային բորսաներում: Արտաբորսայական շուկան արժեթղթերի առևտուրն է՝ շրջանցելով ֆոնդային բորսաները:

Բորսայական շուկան արժեթղթերի կազմակերպված շուկա է, քանի որ առևտուրը կանոնակարգվում է բորսայի համապատասխան կանոններով և իրականացվում բորսայում մասնագիտացված անձանց միջոցով: Արտաբորսայական շուկան կարող է լինել կազմակերպված և անկազմակերպ:

Կազմակերպված արտաբորսայական շուկան սովորաբար հիմնվում է արժեթղթերի առևտրի համակարգչային ցանցի վրա:

Արժեթղթերի առևտուրը կարող է իրականացվել ավանդական և կոմպյուտերացված շուկաներում: Առաջին դեպքում առևտուրն իրականացվում է ժեստերի միջոցով: Երկրորդ դեպքում առևտուրն իրականացվում է համակարգչային ցանցի միջոցով, որը միմյանց է կապում շուկայի համապատասխան միջնորդներին:

Կոմպյուտերիզացված շուկայի բնութագրիչներն են՝

- գնորդների և վաճառողների հանդիպման վայրի և կոնտակտի բացակայությունը,
- առևտրի և սպասարկման գործընթացի ավտոմատացումը:

Արժեթղթերի դրամարկղային շուկան սովորաբար անվանում են կանխիկի կամ սփոթ շուկա: Այդ շուկայում գործարքները իրականացվում են անմիջապես՝ 1 օրվա ընթացքում: Ժամկետային շուկայում գործարքները իրականացվում են 1 օրը գերազանցող ժամանակահատվածում:

## **ԳԼՈՒԽ 8**

### **ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ՍԱՍՆԱԿԻՑՆԵՐԸ ԵՎ ՖՈՆԴԱՅԻՆ ԲՈՐՍԱՆ**

Արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները ֆիզիկական կամ իրավաբանական անձինք են, որոնք գնում կամ վաճառում են արժեթղթեր կամ էլ սպասարկում են դրանց շրջանառությունը: Գոյություն ունեն արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների հետևյալ հիմնական խմբերը.

- էմիտենտներ/թողարկողներ
- Ինվեստորներ/ներդրողներ
- Ֆոնդային միջնորդներ
- Արժեթղթերի շուկան սպասարկող կազմակերպություններ
- Կարգավորման և վերահսկման պետական մարմիններ

Էմիտենտները այն անձինք են, ովքեր դրամական միջոցներ ներգրավելու ակնկալիքով թողարկում են արժեթղթեր: Ինվեստորները գնում են շրջանառության մեջ գտնվող արժեթղթերը: Ֆոնդային միջնորդներն այն անձինք են, ովքեր արժեթղթերի շուկայում ապահովում են կապը թողարկողի և ներդրողի միջև:

Արժեթղթերի շուկան սպասարկող կազմակերպությունները կատարում են արժեթղթերի շուկայում ցանկացած այլ ֆունկցիա, բացի արժեթղթերի առք ու վաճառքից: Էմիտենտ են հանդիսանում սովորաբար բաժնետիրական ընկերությունները և պետությունը: Որպես ներդրողներ կարող են հանդես գալ ինչպես առևտրային կազմակերպությունները, այնպես էլ բնակչությունը: Ֆոնդային միջնորդները արժեթղթերի շուկայում իրականացնում են բրոքերային կամ դիլերային, ինչպես նաև արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարման գործունեություն:

Արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը սպասարկող կազմակերպությունները ներառում են՝

- Արժեթղթերի շուկայի կազմակերպիչներին /ֆոնդային բորսայի կազմակերպիչներ/,
- հաշվարկային կենտրոններ,
- դեպոզիտարիաներ,
- ռեգիստրներ,
- ինֆորմացիոն կենտրոններ:

Կարգավորման և վերահսկման պետական մարմինը արժեթղթերի հանձնաժողովն է:

### ***8.1 Թողարկողները***

Թողարկողը իրավաբանական անձ է կամ պայմանագրով միմյանց հետ կապված իրավաբանական անձանց խումբ, կամ էլ պետական, ինչպես նաև տեղական կառավարման մարմին, որը կրում է արժեթղթերի թողարկման հետ կապված պարտավորություն ներդրողի առջև: Թողարկողը արժեթղթերի շուկա է

ներկայացնում ապրանք՝ արժեթուղթ, որի որակը որոշվում է էմիտենտի կարգավիճակով, իր գործունեության ֆինանսատնտեսական արդյունքներով: Թողարկողը ապրանքը ներկայացնելուց և վաճառելուց հետո չի լքում շուկան: Այն միշտ գտնվում է շուկայում, քանի որ կրում է թողարկած արժեթղթերով սահմանված իրավունքների իրականացման պարտավորություն: Ինչպես նշեցինք, որպես թողարկող կարող է հանդես գալ պետությունը: Այս դեպքում արժեթղթերի մեծ պահանջարկը բացատրվում է նրա կարգավիճակով: Պետական արժեթղթերը սովորաբար համարվում են 0-ական ռիսկով արժեթղթեր, քանի որ պետությունը ի տարբերություն բանկի կամ ձեռնարկության, որոնք կարող են սնանկանալ, միշտ կարող է կատարել ստանձնած պարտավորությունները: Գոյություն ունեն մի շարք ընդհանուր կանոններ, որոնց կիրառումը կմեծացնի ֆոնդային շուկայում հաջողության հասնելու հնարավորությունը.

1. Արժեթղթերի թողարկումը պետք է լինի հասցեագրված, այսինքն՝ ուղղված լինի որոշակի ներդրողների պահանջարկի բավարարմանը:
2. Անհրաժեշտ է մանրամասն վերլուծել և որոշել արժեթղթերի թողարկման ժամանակը՝ կախված երկրում ֆինանսական իրավիճակի գնահատականից:
3. Անհրաժեշտ է արժեթղթերի թողարկման պայմաններում արտացոլել այն առավելությունները, որոնք ունի թողարկողը և իր կողմից իրականացվող ինվեստիցիոն ծրագիրը:
4. Որքան ցածր է թողարկողի վարկանիշը, այնքան ավելի շատ իրավունքներ և երաշխիքներ պետք է իր մեջ պարունակի թողարկվող արժեթուղթը, որպեսզի գրավի պոտենցիալ ներդրողին:

Կորպորատիվ արժեթղթեր թողարկողների շարքում առաջնային դիրք ունեն բանկերը: Դա բացատրվում է բանկային բիզնեսի առավել շահութաբերությամբ՝ նույնիսկ տնտեսության ճգնաժամի ժամանակ, միաժամանակ բանկերի կողմից արժեթղթերի թողարկումը և շրջանառությունը խիստ վերահսկվում է կենտրոնական բանկի կողմից: Թվարկվածը թույլատրում է բանկերին հուսալիության տեսակետից զբաղեցնել երկրորդ տեղը պետությունից հետո:

## **8.2 Ներդրողները**

Արժեթղթերի ցանկացած շուկա չի կարող ստեղծվել, գոյատևել և զարգանալ, եթե բացակայում է ներդրողը: Ըստ կարգավիճակի ներդրողներին կարելի է բաժանել հետևյալ խմբերի.

1. անհատական՝ ֆիզիկական անձ,
2. ինստիտուցիոնալ՝ կորպորատիվ ինստիտուտներ, պետություն,
3. մասնագիտացված անձինք:

Ներդրողների դասակարգումը կարելի է իրականացնել նաև ըստ ներդրման նպատակի: Այդ դեպքում նրանց կարելի է բաժանել 2 խմբի՝

- ռազմավարական,
- պորտֆելային:

Ռազմավարական ներդրումը ենթադրում է սեփականության ձեռք բերում՝ հիմնականում բաժնետիրական ընկերության բաժնետոմսերի կեսից ավելին, և այդ սեփականության տիրապետումից շահույթի ստացում՝ ընդլայնելով բիզնեսի շրջանակները:

Պորտֆելային ներդրումը ենթադրում է արժեթղթերից եկամտի ստացում: Այդ իսկ պատճառով ներդրողի համար միշտ արդիական է այն հարցը թե ինչ, ինչպես, երբ և որտեղ գնել արժեթուղթը:

## **8.3 Բրոքերները և դիլերները**

Ինչպես նշել ենք, շուկայի գործունեությունը ապահովելու համար անհրաժեշտ են վաճառողներ, գնորդներ և միջնորդներ: Արժեթղթերի շուկայում բրոքերները, դիլերները և հավատարմագրային կառավարիչները սովորաբար հանդես են գալիս որպես միջնորդներ:

Բրոքերներ կարող են լինել ինչպես ֆիզիկական անձինք, այնպես էլ կազմակերպություններ: Ֆոնդային բորսայում մասնագիտացված բրոքերային գործունեությունը իրականացվում է համապատասխան լիցենզիայի հիման վրա:

Բրոքերը սովորաբար ստանում է լիցենզիա արժեթղթերի շուկան կարգավորող հանձնաժողովից:

Արժեթղթերի շուկայում գործունեություն ծավալելու համար բրոքերը կամ բրոքերային կազմակերպությունը պետք է բավարարի որակավորման հետևյալ պայմաններին.

- հաստիքացուցակում ընդգրկի մասնագետներ, որոնք ունեն որակավորման համապատասխան վկայականներ,
- համալրի օրենքով սահմանված կապիտալի նվազագույն չափը,
- ունենա արժեթղթերով գործարքներն արտացոլող համապատասխան հաշվետվություններ:

Բրոքերը պարտավոր է բարեխիղճ ձևով կատարել հաճախորդների հանձնարարականները և պաշտպանել նրանց շահերը շուկայում: Բրոքերը և հաճախորդը իրենց հարաբերությունները կարգավորում են պայմանագրի միջոցով: Գոյություն ունի պայմանագրի երկու տեսակ՝ հանձնարարականով և կոմիսիոն:

Եթե կնքված է հանձնարարականով պայմանագիր, ապա բրոքերը շուկայում հանդես է գալիս հաճախորդի անունից և հաճախորդի հաշվին: Այսինքն՝ գործարքի կողմ հանդես է գալիս հաճախորդը, որը և կրում է գործարքի իրականացման պատասխանատվությունը:

Եթե կնքվում է կոմիսիոն պայմանագիր, ապա այդ դեպքում բրոքերը հանդես է գալիս իր անունից, բայց ի հաշիվ և ի օգուտ հաճախորդի: Այս դեպքում գործարքի կողմ է հանդիսանում բրոքերը և ինքն էլ կրում է գործարքի իրականացման պատասխանատվությունը: Բրոքերը հիմնականում եկամուտը ստանում է գործարքներից կոմիսիոն վճարների տեսքով: Սովորաբար բրոքերը հանդես է գալիս նաև որպես խորհրդատու:

Դիլերը ի տարբերություն բրոքերի հանդես է գալիս իր անունից և իր հաշվին: Դիլերը եկամուտը ստանում է արժեթղթերի գնման և վաճառքի գների տարբերությունից: Ըստ արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին ՀՀ օրենքի դիլերն այն անձն է, որն իր հաշվին արժեթղթերի առքուվաճառքի գործունեություն է

իրականացնում, բացառությամբ բանկերի և այն անձանց, որոնք արժեթղթեր են գնում և վաճառում ոչ որպես իրենց հիմնական գործունեության մաս:

#### ***8.4 Արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարիչները***

Արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարումը անձի կողմից պարզևավճարի դիմաց իր տիրապետմանը հանձնած այլ անձին պատկանող և նրա օգտին կամ նրա կողմից նշված երրորդ անձի օգտին կառավարչի անունից արժեթղթերի, արժեթղթերում ներդրում կատարելու համար նախատեսված դրամական միջոցների, հավատարմագրային կառավարման արդյունքում ստացված արժեթղթերի և դրամական միջոցների կառավարումն է: Հավատարմագրային կառավարման գործունեությունը ենթակա է լիցենզավորման: Արժեթղթերի շուկայում կառավարման ընկերությունների գործունեության տնտեսական իմաստը կայանում է հետևյալում՝

1. Մասնագիտացման արդյունքում հաճախորդների արժեթղթերի կառավարումից լավագույն արդյունքների ստացում,
2. Ֆոնդային բորսայում գործարքների սպասարկման փոքր ծախսեր՝ ի հաշիվ ծավալուն գործունեության,
3. Գործունեության բարձր արդյունավետություն՝ ի հաշիվ տարբեր երկրների շուկաներում միաժամանակյա գործունեություն:

#### ***8.5 Դեպոզիտարիաները***

Դեպոզիտարիաներն այն կազմակերպություններն են, որոնք կատարում են արժեթղթերի սեփականատերերի հաշվառում, ինչպես նաև մատուցում են արժեթղթերի սերտիֆիկատների պահպանման ծառայություններ: Դեպոզիտարիաներն ի հայտ են եկել կազմակերպված արժեթղթերի շուկայում հաշվարկների արագացման համար: Առաջին դեպոզիտարիաներն ի հայտ են եկել ֆոնդային բորսաներում, որտեղ մասնագիտացված անձինք կնքում են հարյուրավոր տարբեր գործարքներ, որի արդյունքում անհրաժեշտություն է առաջանում շատ արագ գրանցել կամ փոփոխել արժեթղթերի սեփականատերերին: Այդ գործունեության արագությունը և արդյունավետությունը ապահովում են դեպոզիտարիաները: Սովորաբար բրոքերները իրենց կամ

հաճախորդներին պատկանող արժեթղթերի սերտիֆիկատները դեպոնացնում են դեպոզիտարիաների համապատասխան հաշիվներին: Այս դեպքում ռեեստրում այդ արժեթղթերը փոխանցվում են բրոքերների հաշվից բորսային դեպոզիտարիայի հաշվին, որը կոչվում է անվանական տնօրինող: Բորսային դեպոզիտարիայում յուրաքանչյուր բրոքերի համար բացվում է դեպո հաշիվ, որտեղ հաշվառվում են նրան պատկանող բոլոր արժեթղթերը: Այժմ գործարքներ կնքելիս, արժեթղթերի սեփականատերերի փոփոխությունը արտացոլվում է բորսային դեպոզիտարիայի դեպո հաշիվներում: Անհրաժեշտություն չի առաջանում նույնիսկ վերաձևակերպել սերտիֆիկատներ: Անհրաժեշտության դեպքում թողարկողների պահանջով դեպոզիտարիաները, որոնք հանդիսանում են արժեթղթերի անվանական տնօրինողներ, հայտնում են արժեթղթերի նոր սեփականատերերի անունները: Երբեմն էմիտենտները նախընտրում են նույնիսկ չհավաքել ամբողջ ռեեստրը, այլ իրականացնում են իրենց պարտավորությունները դեպոզիտարիաների միջոցով: Օրինակ՝ շահաբաժինները վճարելիս էմիտենտը դեպոզիտարիայում գտնվող արժեթղթերի քանակին համապատասխան վճարվելիք գումարը փոխանցում է դեպոզիտարիա: Դեպոզիտարիան իր հերթին փոխանցում է այդ գումարը իր հաճախորդին՝ համապատասխան իրենց դեպո հաշիվներին գտնվող արժեթղթերի քանակի: Այստեղ ի հայտ է գալիս դեպոզիտարիայի ևս մեկ ֆունկցիա՝ այն հանդիսանում է միջնորդ թողարկողի և ներդրողի միջև: Դեպոզիտարիան օգնում է հաճախորդին, որը դեպոնացնում է իր արժեթղթերը, ստանալ էմիտենտից իր գումարը:

Դեպոզիտարիաների առաջացման հետ արժեթղթերի փաստաթղթային ձևով կիրառումը նվազում է: Որպես փաստաթուղթ, որը հաստատում է արժեթղթերի նկատմամբ սեփականությանը իրավունքը, հանդես է գալիս դեպո հաշիվը: Շատ երկրներում դա հիմնավորվում է օրենսդրությամբ:

Այսպիսով դեպոզիտարիայի հիմնական ֆունկցիաներն են՝

- համաձայն հաճախորդի հետ կնքած պայմանագրի դեպո հաշիվների վարում,
- արժեթղթերի սերտիֆիկատների պահպանում,
- թողարկողի և ներդրողի միջև միջնորդի ֆունկցիայի իրականացում:

Դեպոզիտարիաները իրականացնում են նաև այլ ֆունկցիաներ, որոնցից են՝ օրինակ սերտիֆիկատների տեղափոխումը, դրանց իսկության ստուգումը, անվանական արժեթղթերի ռեեստրի վարումը:

### **8.6 Հաշվարկային կազմակերպությունները**

Արժեթղթերով գործարքները բնութագրվում են մի կողմից սեփականատիրոջ փոփոխմամբ, մյուս կողմից դրամական հոսքի շարժով: Եթե գործարքը իրականացվում է մեկ անգամ, կամ ոչ հաճախ, ապա այդ գործարքի դիմաց հաշվարկը իրականացվում է այնպես, ինչպես այլ ապրանքների առք ու վաճառքի դեպքում: Սակայն կազմակերպված և կոմայուտերացված արժեթղթերի շուկայում, որտեղ բոլորի ընթացքում կնքվում են հարյուրավոր գործարքներ, անհրաժեշտություն է առաջանում ստեղծել հատուկ հաշվարկային կազմակերպություն: Սովորաբար այդ կազմակերպությունը անվանվում է հաշվարկային կենտրոն կամ հաշվարկային պալատ: Հաշվարկային կենտրոնը մասնագիտացված կազմակերպություն է, որը իրականացնում է կազմակերպված արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների հաշվարկային սպասարկումը: Այդ կազմակերպության հիմնական նպատակներն են.

- շուկայի մասնակիցների հաշվարկային սպասարկման մինիմալ ծախսեր,
- հաշվարկների իրականացման ժամկետների կրճատում,
- հաշվարկների իրականացման բոլոր ռիսկերի մինիմալացում:

Հաշվարկային գործունեությունը հիմնականում իր մեջ ներառում է՝

- արժեթղթերի շրջանառության վերահսկում,
- հաշվանցման հաշվապահական և փաստաթղթային ձևակերպում:

Հաշվարկային կազմակերպությունը շահույթ հետապնդող կազմակերպություն է: Եկամտի հիմնական աղբյուրներ կարող են լինել.

- գործարքների գրանցման դիմաց ստացված վճարը,
- ինֆորմացիայի վաճառքի դիմաց ստացված վճարը,
- ծրագրային սպասարկման դիմաց ստացված վճարը,
- այլ եկամուտներ:

Հաշվարկային կազմակերպությունները հիմնարար տեղ են զբաղեցնում ածանցյալ արժեթղթերի առևտրի մեջ՝ մասնավորապես ֆյուչերսային և օպցիոն

պայմանագրեր կնքելիս: Հաշվարկային կազմակերպությունների և նրա անդամների, ինչպես նաև բորսաների և այլ կազմակերպությունների միջև հարաբերությունները կանոնակարգվում են երկուստեք կնքված պայմանագրերով: Հաշվարկային կազմակերպության անդամներ են հանդիսանում խոշոր բանկերը, ֆինանսական կազմակերպությունները, ինչպես նաև ֆոնդային և ածանցյալ արժեթղթերի բորսաները: Ի տարբերություն կոմերցիոն բանկերի, հաշվարկային կազմակերպությունները իրավունք չունեն զբաղվել վարկային, ինչպես նաև այլ ակտիվային գործարքներով, օրինակ՝ գումար ներդնել արժեթղթերի առևտրի մեջ և այլն: Այն երկրներում, որտեղ բորսաներում գործարքների ծավալը փոքր է, երբեմն հաշվարկային կազմակերպությունների և դեպոզիտարիայի ֆունկցիաները համընկնում են և նրանք հանդես են գալիս որպես մեկ մարմին:

### ***8.7 Ֆոնդային բորսայի ֆունկցիաները և խնդիրները***

Ֆոնդային բորսայի հիմնական ֆունկցիաներից է արդյունավետ առևտրի համար պայմանների ստեղծումը: Շուկայի զարգացման հետ միասին ավելանում են ֆոնդային բորսայի ֆունկցիաները և հիմնական ֆունկցիաների շարքին է դասվում ոչ միայն առևտրի կազմակերպումը, այլև սպասարկումը:

Ստորև նշենք բորսայի հիմնական խնդիրները.

1. Բորսայի առաջին խնդիրը շուկայի համար տարածքի տրամադրումն է, որտեղ և՛ կվաճառվեն և՛ կգնվեն տարբեր տեսակի արժեթղթեր:

Շուկայի ստեղծումը ենթադրում է, որ նրա մասնակիցները կարող են իրականացնել առևտուր և պետք է պահպանեն բոլոր այն կանոնները, որոնք սահմանված են շուկայում առևտուրը կանոնակարգելու համար: Բորսան պետք է ունենա բարձր որակավորմամբ անձնակազմ, որը կարող է ոչ միայն վարել բորսայական առևտուրը, այլև ապահովել գործարքների պարտադիր իրականացման արդյունավետ վերահսկում: Դա պայմանավորվում է նրանով, որ ներդրողը և թողարկողը փնտրում են լիկվիդային և արդյունավետ շուկաներ, որոնք ապահովված են արդյունավետ առևտրի համակարգով, լայնամասշտաբ շրջանառությամբ և ինվեստորի արդյունավետ պաշտպանվածությամբ:

2. Ֆոնդային բորսայի երկրորդ խնդիրը գնագոյացման ապահովումն է: Այդ խնդրի իրականացումը հնարավոր է դառնում այն դեպքում, երբ բորսան հավաքում է մեծ

թվով վաճառողներ և գնորդներ՝ նրանց տրամադրելով շուկայի տարածք, որտեղ նրանք կարող են հանդիպել ոչ միայն գործարքի իրականացման պայմանները քննարկելու համար, այլև յուրաքանչյուր կոնկրետ արժեթղթի վերաբերյալ նրանց երկուսի համար էլ ընդունելի գին սահմանելու համար: Հավասարակշռված գին սահմանելու համար, բորսան ապահովում է ինֆորմացիայի թափանցիկություն և հասանելիություն, գների կայացման պայմանների ստանդարտիզացում: Դա թույլ է տալիս բորսայի մասնակիցներին և մասնագիտացված անձանց տեղեկանալ կնքված գործարքների ամենավերջին գների, ինչպես նաև գործարքների քանակի վերաբերյալ:

3. Բորսայի երրորդ խնդիրն է կուտակել ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցները և աջակցել սեփականության իրավունքի փոփոխման գործընթացին: Գրավելով արժեթղթերի գնորդներին, բորսան հնարավորություն է տալիս թողարկողներին իրենց թողարկած արժեթղթերի դիմաց ստանալ նոր ներդրումների համար անհրաժեշտ դրամական միջոցներ: Մի կողմից բորսան խթանում է նոր միջոցների կուտակումը, իսկ մյուս կողմից ընդլայնում է սեփականատերերի շրջանակը: Միաժամանակ բորսան հնարավորություն է ստեղծում վերավաճառել գնված արժեթղթերը: Արժեթղթերի վաճառքի ու սեփականատիրական իրավունքների փոխանցումը մի անձից մյուսին կրում է շարունակական և անխափան բնույթ:

4. Ֆոնդային բորսայի չորրորդ խնդիրն է բորսայական առևտրի թափանցիկության ապահովումը: Պետք է հաշվի առնել այն փաստը, որ բորսան չի երաշխավորում եկամտի ստացում գնված արժեթղթերից: Եվ դիվիդենդները, և արժեթղթերի կուրսը կարող են աճել կամ նվազել: Ֆոնդային բորսան երաշխավորում է մասնակիցներին հավասար պայմաններ և ստույգ ինֆորմացիա, որի առկայության դեպքում հնարավոր է միայն արժեթղթի եկամտաբերության վերաբերյալ եզրակացության վերջնական ձևավորում: Բորսան պարտավոր է յուրաքանչյուր մասնակցին տեղեկացնել գործարքների կնքման ժամանակի, արժեթղթերի պետական գրանցման համարի, նրանց գնի և քանակի մասին: Բորսան պատասխանատվություն է կրում բորսայական ինֆորմացիայի կենտրոնացված տարածման համար: Բորսան ստանում և մեկնաբանում է կառավարության

ցանկացած որոշում, որը այս կամ այն կերպ կարող է ազդել բորսայում շրջանառվող արժեթղթերի կուրսերի վրա:

5. Բորսայի հինգերորդ խնդիրը արբիտրաժի ապահովումն է: Այս դեպքում արբիտրաժ նշանակում է վեճերի լուծման անխափան մեխանիզմ: Այն պետք է սահմանի անձերի շրջանակը, որոնք կարող են լուծել առաջ քաշված խնդիրը, ինչպես նաև կոմպենսացնել տուժող կողմին: Հիմնականում վեճերի լուծման համար բորսաները հիմնում են արբիտրաժային կոմիտեներ, որոնց անդամները դառնում են անկախ մասնագետները: Այդ մասնագետները պետք է ունենան բորսայական առևտրի փորձ: Արբիտրաժային կոմիտեի որոշումները ենթակա են պարտադիր իրականացման:

6. Բորսայի վեցերորդ խնդիրը գործարքների իրականացման երաշխիքների տրամադրումն է: Դա իրականացվում է միայն այն դեպքում, երբ բորսան երաշխավորում է շրջանառվող արժեթղթերի իսկությունը և ապահովությունը: Բորսայում շրջանառվում են միայն այն արժեթղթերը, որոնք անցել են լիստինգ: Հիմնական խնդիրը, որն առաջանում է բորսայական առևտրի ժամանակ՝ գործարքի պարտադիր իրականացումն է: Դա նշանակում է, որ գնորդը կարող է վճարել նշված արժեթղթերի դիմաց, իսկ վաճառողը տրամադրել նշված արժեթղթերը: Չնայած այն փաստին, որ բորսան չի կարող ստուգել յուրաքանչյուր վաճառողի կամ գնորդի բարեխղճությունը, այն պետք է սահմանի շատ խիստ պահանջներ մասնակիցների որակավորման, նրանց ֆինանսական վիճակի վերաբերյալ:

7. Բորսայի յոթերորդ խնդիրն է բորսայական առևտրի մասնակիցների վարքի, էթիկական ստանդարտների մշակումը: Այդ խնդրի իրականացման համար բորսայում ընդունվում են հատուկ համաձայնագրեր, որոնք սահմանում են հատուկ բառեր և նշաններ, որոնք կարող են օգտագործել մասնակիցները: Բորսան նաև վերահսկում է իր կողմից մշակված ստանդարտների իրականացումը և կիրառում է տարբեր տույժեր խախտողների նկատմամբ:

**ԳԼՈՒԽ 9**  
**ԱՐԺԵԹՈՒՂԹ, ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ԴԱՍԱԿԱՐԳՈՒՄԸ ԵՎ**  
**ԵԿԱՍՏԱԲԵՐՈՒԹՅՈՒՆԸ**

***9.1 Արժեթղթի էությունը և դասակարգումը***

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

Տնտեսագիտական գրականության մեջ ավելի համառոտ նշվում է, որ արժեթուղթը սահմանված ձևի և պարտադիր վավերապայմանների գույքային և փոխառության իրավունքը հավաստող փաստաթուղթ է: Արժեթղթի էությունը բնութագրվում է հետևյալ հատկություններով.

- այն իրացվելի ակտիվ է,

- այն շրջանառելի ակտիվ է,
- այն շուկայական ակտիվ է,
- արժեթուրքն ունի անվանական արժեք, էմիսիոն և շուկայական գին:

Արժեթղթերը դասակարգվում են՝

1. Ըստ սեփականության իրավունքի /պատկանելիության/: Ըստ այդ չափանիշի արժեթղթերը լինում են.

- Անվանական, որի դեպքում սեփականատիրոջ անունը նշվում է արժեթղթի վրա կամ/և սեփականատերերի ռեեստրում:
- Ըստ ներկայացնողի, որի դեպքում սեփականատիրոջ անունը չի ֆիքսվում արժեթղթի վրա, իսկ շրջանառությունը չի սահմանափակվում որևէ գրանցումով:
- Օրդերային, որն իր մեջ ներառում է վերը թվարկված բոլոր հատկանիշները: Այն սեփականության իրավունքով արժեթուրք է, որը պատկանում է նրան, ում անվամբ թողարկված է, կամ էլ նրան, ով լիազորված է վերջինիս կողմից:

2. Ըստ տնտեսության մեջ ունեցած դերի՝

- Հիմնական արժեթղթեր: Այս արժեթղթերի հիմքում դրված է որևէ ակտիվի նկատմամբ գույքային իրավունքի տնօրինում:
- Օժանդակ արժեթղթեր, որոնք արժեթղթեր են արժեթղթերի վերաբերյալ: Օրինակ՝ չեկեր, սերտիֆիկատներ:
- Ածանցյալ արժեթղթեր: Այս արժեթղթերը ժամկետային համաձայնագրեր են: Օրինակ՝ ֆյուչերս, ֆորվարդ և օպցիոն:

3. Ըստ թողարկողների՝

- պետական,
- տեղական կառավարման մարմինների,
- կորպորատիվ:

4. Ըստ շրջանառելիության՝

- շուկայական,
- ոչ շուկայական:

5. Ըստ ժամկետայնության՝

- կարճաժամկետ,
- միջին ժամկետ,
- երկարաժամկետ:

6. Ըստ այլ չափանիշների:

***9.2 Կորպորատիվ ամբողջ, բաժնետոմս***

Բաժնետոմսը սահմանված ձևի և բովանդակության արժեքուղթ է, որը վկայում է ընկերության կանոնադրական կապիտալում որոշակի մասնաբաժին ներդնելու մասին: Մյուս արժեթղթերի հետ համեմատած բաժնետոմսերը ունեն թողարկման և շրջանառության հետ կապված, ինչպես նաև բաժնետոմսի էությունն ու բովանդակությունը բնութագրող այլ առանձնահատկություններ:

Բաժնետոմսն ունի հետևյալ հատկությունները.

1. Այն սեփականության տիտղոսագիր է, այսինքն բաժնետոմսի սեփականատերը հանդիսանում է բաժնետիրական ընկերության համասեփականատերը՝ համապատասխան իրավունքներով:
2. Այն չունի գոյատևման սահմանված ժամկետ, այսինքն բաժնետոմսի սեփականատիրոջ իրավունքները պահպանվում են այնքան ժամանակ, քանի դեռ գոյություն ունի բաժնետիրական ընկերությունը:
3. Բաժնետոմսի սեփականատիրոջ համար բնորոշ է սահմանափակ պատասխանատվությունը: Բաժնետերը պատասխանատվություն է կրում միայն ներդրված գումարի չափով: Այդ իսկ պատճառով ներդրողը կարող է կորցնել այն գումարը, որը նա օգտագործել է բաժնետոմս գնելու համար:

4. Բաժնետոմսին բնորոշ է անբաժանելիությունը, այսինքն բաժնետոմսի համատեղ տիրապետումը կապված չէ սեփականատերերի իրավունքների բաժանման հետ, նրանք բոլորը հանդես են գալիս որպես 1 բաժնետեր:

5. Բաժնետոմսերը կարող են կոնսոլիդացվել կամ էլ փոշիացվել:

Փոշիացման դեպքում 1 բաժնետոմսը ձևափոխվում է մի քանիսի: Այս դեպքում չի փոփոխվում կանոնադրական կապիտալի չափը, նվազում է միայն բաժնետոմսի անվանական արժեքը կամ էլ ավելանում է քանակը : Կոնսոլիդացումը հակառակ գործընթացն է:

Բաժնետոմսը սահմանված ձևի փաստաթուղթ է, այդ իսկ պատճառով այն ունի անհրաժեշտ վավերապայմաններ.

- բաժնետիրական ընկերության անվանումը և իրավաբանական հասցեն,
- արժեթղթի տեսակի անվանումը՝ տվյալ դեպքում «բաժնետոմս»,
- կանոնակարգված համարը,
- թողարկման ամսաթիվը,
- բաժնետոմսի տեսակը՝ հասարակ կամ արտոնյալ,
- անվանական գինը,
- տնօրինողի հասցեն,
- բաժնետոմսի թողարկման օրվա դրությամբ կանոնադրական կապիտալի չափը,
- թողարկված բաժնետոմսերի քանակը,
- ընկերության նախագահի ստորագրությունը,
- ընկերության դրոշմակնիքը:

Բաժնետոմսը կարող է թողարկվել ինչպես փաստաթղթային, այնպես էլ ոչ փաստաթղթային տեսքով: Բաժնետոմսի փաստաթղթային թողարկման ժամանակ այն հնարավոր է փոխարինել սերտիֆիկատով, որը հավաստում է սերտիֆիկատում նշված անձի կողմից որոշակի քանակի բաժնետոմսեր տնօրինելու իրավունքը: Բաժնետիրական ընկերության կողմից թողարկված բաժնետոմսերը լինում են.

- հասարակ,
- արտոնյալ:

Հասարակ բաժնետոմսի սեփականատերն ունի ընկերության կանոնադրությամբ սահմանված բոլոր իրավունքները՝ այդ թվում ընկերության ժողովում ձայնի, դիվիդենդներ ստանալու իրավունք, ինչպես նաև ընկերության լուծարման դեպքում իր բաժնետոմսերի արժեքին համապատասխան գույքի ստացման իրավունք:

Արտոնյալ բաժնետոմսեր տնօրինողներն ունեն ձայնի իրավունք միայն կանոնադրությամբ և արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին օրենքով սահմանված դեպքերում, այդ թվում, երբ.

- բաժնետերերի ժողովում քննարկվում է ընկերության լուծարման կամ վերակազմավորման հարցը,
- բաժնետերերի ժողովում քննարկվում է արտոնյալ բաժնետոմսեր տնօրինողների իրավունքների փոփոխման հարցը:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ տարանջատվում են բաժնետոմսի հետևյալ տեսակները.

1. Կապույտ ֆիշկաներ՝ առավել հայտնի և կայուն բաժնետոմսերն են արժեթղթերի շուկայում, որոնց դիմաց վճարվում են կայուն և բարձր դիվիդենդներ՝ անկախ տվյալ ընկերության ֆինանսատնտեսական վիճակից:
2. Աճի բաժնետոմսեր՝ հեռանկարային ընկերությունների բաժնետոմսերն են, որոնց դիմաց դիվիդենդները վճարվում են փոքր չափերով, իսկ ընկերության շահույթի հիմնական մասն ուղղվում է բիզնեսի վերաֆինանսավորմանը:
3. Եկամտաբեր բաժնետոմսեր՝ հաստատագրված եկամտով պարտատոմսերի եկամտաբերությանը չզիջող եկամտաբերությամբ բաժնետոմսերն են:
4. Ցիկլային բաժնետոմսեր՝ այս բաժնետոմսերի դիմաց ստացված դիվիդենդի մեծությունը տատանվում է՝ կապված բիզնեսի սեզոնային /ցիկլային/ բնույթից:
5. Ռիսկային բաժնետոմսեր՝ փոքր և միջին բիզնեսի, ինչպես նաև նոր ստեղծվող բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետոմսերն են, որոնց շուկայական

գինը շատ արագ փոփոխվում է, իսկ դիվիդենտները վճարվում են փոքր չափերով:

6. Պաշտպանված բաժնետոմսեր՝ շուկայի կառուցվածքի արագ փոփոխման պայմաններում բավական կայուն գին ունեցող բաժնետոմսեր են: Հիմնականում դրանք սննդի, դեղերի արդյունաբերության և կենցաղային սպասարկման ոլորտի ընկերությունների բաժնետոմսերն են, որոնց արտադրանքի նկատմամբ պահանջարկը միշտ կայուն է շուկայի թե՛ բարենպաստ, թե՛ անբարենպաստ պայմաններում:

### ***9.3 Բաժնետոմսի արժեքը և եկամտաբերությունը***

Բաժնետոմսի անվանական արժեքը հիմնականում նշվում է բաժնետոմսի երեսային մասում: Բաժնետոմսի շուկայական գինը ձևավորվում է արժեթղթերի երկրորդային շուկայում առաջարկի և պահանջարկի հիման վրա:

Այն դեպքում, երբ տարեկան դիվիդենտները հաստատուն են, սովորական բաժնետոմսի իրական արժեքը կարելի է հաշվարկել հետևյալ բանաձևով.

$$V_t = \text{DIV} / R, \text{ որտեղ՝}$$

$V_t$  - բաժնետոմսի իրական գինն է,

$R$  -ը - այլընտրանքային տոկոսադրույքն է,

$\text{DIV}$  - վճարվելիք դիվիդենտները:

Եթե նախատեսվում է դիվիդենտի և ռիսկի աճ, ապա բանաձևը կունենա հետևյալ տեսքը.

$$V_t = (\text{DIV} + \Delta \text{DIV}) / (R + \Delta R), \text{ որտեղ՝}$$

$\Delta \text{DIV}$  -ը - դիվիդենտի սպասվող աճն է,

$\Delta R$  -ը - ռիսկի դիմաց վճարն է /տոկոսադրույքի սպասվելիք աճը/:

Բաժնետոմսի եկամտաբերությունը 1 տարվա համար հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$R = 100\% * (\text{DIV} + (P_1 - P)) / P, \text{ որտեղ՝}$$

R-ը - եկամտաբերությունն է,

P<sub>1</sub> - արժեթղթի վաճառքի գինն է 1 տարի հետո,

P - արժեթղթի ձեռք բերման գինն է:

Եթե ինվեստիցիոն ժամանակահատվածը գերազանցում է 1 տարին, ապա բանաձևը ունի հետևյալ տեսքը.

$$R = 100\% * \left( \sum_{t=1}^n \text{DIV}_t + (P_n - P) \right) / P * T, \text{ որտեղ }`$$

P<sub>n</sub> - արժեթղթի վաճառքի գինն է,

T - այն ժամանակահատվածն է, որի ընթացքում բաժնետոմսը գտնվել է ինվեստորի ձեռքում:

#### ***9.4 Պարտատոմսի էությունն ու բովանդակությունը***

Պարտատոմսը արժեթուղթ է, որը վկայում է տնօրինողի կողմից ֆինանսական միջոցների ներդրման մասին, ինչպես նաև թողարկողի պարտքային պարտավորության մասին՝ այն է վերադարձնել պարտատոմսի անվանական արժեքը և տոկոսագումարները նախատեսված ժամկետին: Պարտատոմսը հաստատագրված եկամտով արժեթուղթ է: Պարտատոմսը նաև կտրոնային վճարով արժեթուղթ է, որից հետևում է, որ պարտատոմսի գծով հաստատագրված տոկոսավճարները իրականացվում են կտրոնների միջոցով: Պարտատոմսը ներդրումային պարտավորություն է, որը հուսալի պաշտպանված է տարբեր ռիսկերից: Պարտատոմսը ունի ինչպես անվանական արժեք, այնպես էլ շուկայական գին: Անվանական արժեքը նշվում է պարտատոմսի վրա, որը հիմք է հանդիսանում պարտատոմսի տոկոսատեսակի հաշվարկելիս: Պարտատոմսի արժեքի աճը կամ նվազումը որոշակի ժամանակահատվածի համար հաշվարկվում է որպես մարման պահին անվանական արժեքի և ձեռք բերման գնի տարբերություն: Սովորաբար պարտատոմսերը թողարկվում են բարձր անվանական արժեքով: Թողարկման և մարման միջև ընկած ժամանակահատվածում պարտատոմսերը գնվում և վաճառվում են շուկայում ձևավորված գներով: Թողարկման ժամանակ շուկայական գինը կարող է

անվանականից լինել ցածր, հավասար կամ բարձր: Հետագայում պարտատոմսի շուկայական գինը որոշվում է ֆինանսական շուկայում տիրող իրավիճակով և հիմնական 2 գործոններով.

1. Մարման ժամանակ պարտատոմսի անվանական գինը ստանալու հեռանկարով: Գնման պահին որքան մոտ է պարտատոմսի մարման ժամկետը, այնքան բարձր է շուկայական գինը:

2. Պարբերաբար ֆիքսված եկամուտ ստանալու իրավունքով: Որքան բարձր է պարտատոմսի դիմաց տոկոսավճարը, այնքան բարձր է շուկայական գինը:

Պարտատոմսերի շրջանառության ընթացքում գնի փոփոխության ցուցանիշ է հանդիսանում պարտատոմսի կուրսը, որը հավասար է.

$$K = (P_t / N_o) * 100\%, \text{ որտեղ}$$

K -ն պարտատոմսի կուրսն է,

P<sub>t</sub> - ն` պարտատոմսի շուկայական գինը,

N<sub>o</sub> - ն` պարտատոմսի անվանական արժեքը:

Ի տարբերություն բաժնետոմսի` պարտատոմսի սեփականատերը ստանում է ֆիքսված եկամուտ: Այդ եկամուտը իրենից ներկայացնում է անուիտետ, որը տարիների ընթացքում տարեկան ֆիքսված եկամուտ ստանալու իրավունք է: Այն պարտատոմսերը, որոնք գնվել են անվանականից ցածր գնով, կոչվում են զեղչային պարտատոմսեր: Այդպիսի պարտատոմսերի օրինակ է 0-ական կտրոնով պարտատոմսը: Ջրոյական կտրոնով պարտատոմսերի տոկոսադրույքը հավասար է 0-ի: Եկամուտը ձևավորվում է անվանական արժեքի և տեղաբաշխման գնի տարբերությունից: Վերջինս ավելի փոքր է, քան անվանական արժեքը, այսինքն` 0-ական կտրոնով պարտատոմսերը իրացվում են անվանական արժեքից ցածր գնով: Այդ իսկ պատճառով դրանք կոչվում են զեղչային:

Չեղչային (դիսկոնտային) պարտատոմսի վաճառքի գինը որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$P_d = (N / (1 + R * T)) * 100\%, \text{ որտեղ}$$

P<sub>d</sub> - ն զեղչային պարտատոմսի վաճառքի գինն է,

N - ը՝ պարտատոմսի անվանական գինը,

T- ն՝ պարտատոմսի մարման տարիների թիվը,

R - ը՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը /այլընտրանքային տոկոսադրույքը/:

### ***9.5 Պարտատոմսի եկամտաբերությունը***

Ընդհանուր առմամբ եկամտաբերությունը հանդիսանում է հարաբերական ցուցանիշ, որը միավոր ծախսին ընկնող եկամուտն է: Գոյություն ունի պարտատոմսի ընթացիկ, լրիվ կամ վերջնական եկամտաբերություն:

Պարտատոմսի ընթացիկ եկամտաբերությունը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$L_c = (R/K) * 100\%$ , որտեղ

$L_c$ -ն՝ պարտատոմսի ընթացիկ եկամտաբերությունն է,

R -ը՝ տարեկան վճարվող տոկոսագումարները,

K -ն՝ պարտատոմսի կուրսը ձեռք բերման պահին:

Պարտատոմսի լրիվ կամ մարման պահին եկամտաբերությունը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$L_f = ((R+d)/(K*T)) * 100\%$ , որտեղ

$L_f$ -ը՝ պարտատոմսի եկամտաբերությունն է մարման պահին,

d -ն՝ պարտատոմսի դիսկոնտի մեծությունը,

T -ն՝ այն տարիների թիվը, որի ընթացքում պարտատոմսը գտնվել է ինվեստորի մոտ:

### ***9.6 Մուրհակի էությունն ու բովանդակությունը***

Մուրհակը գրավոր փաստաթուղթ է պարտքային պարտավորության մասին, որը հավաստում է մի կողմի պարտավորությունը մուրհակում նշված գումարը նշված ժամկետին վճարել մյուս կողմին:

Մուրհակը պարտքային արժեթուղթ է, որում չի նշվում պարտքի առաջացման պատճառները ու պայմանները: Մուրհակը ըստ թողարկողի լինում է երկու տեսակի՝ կորպորատիվ և պետական: Պետական մուրհակի հիմնական տեսակը գանձապետական մուրհակն է:

Ըստ տնտեսության մեջ ունեցած դերի մուրհակները դասակարգվում են՝

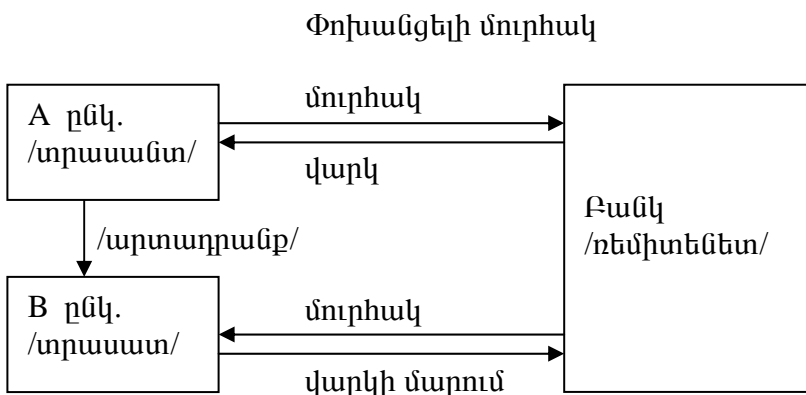
- հասարակ,
- ֆոխանցելի:

Հասարակ մուրհակը կորպորատիվ մուրհակի տարատեսակ է: Այն վկայում է պարտքային պարտավորության մասին և ունի բարձր ապահովվածություն: Կորպորացիաների համար պարտքային պարտավորությունը ենթակա է առաջնահերթ վերադարձման:

Հասարակ մուրհակին մասնակցում են 2 կողմ՝ մուրհակ թողարկողը, այն է՝ վճարողը, և մուրհակ տնօրինողը, ում պահանջով և օգտին պետք է իրականացվի վճարը:

Փոխանցելի մուրհակը /տրատտա/ արժեթուղթ է, որը վկայում է պարտքային պարտավորության մասին, սակայն այս դեպքում գործարքին մասնակցում են 3 կողմ: 3-րդ կողմը ներկայացվում է այն անձով, ում հրամայվում է կատարել վճարը: Առաջին կողմը՝ մուրհակ թողարկողը անվանվում է «տրասանտ»: Երկրորդ կողմը, ում անվամբ տրվում է հրամանը, կոչվում է «ռեմիտենտ»: Երրորդ կողմը կոչվում է «տրասատ»:

Գծապատկեր 6



Օրինակ, ենթադրենք A ընկերությունը վարկ է վերցնում քանկից արտադրություն կազմակերպելու համար, իսկ ստացված արտադրանքը վաճառելու է B ընկերությանը: Գծապատկեր 6-ում մուրհակի շարժը ցույց է տրված համապատասխան ուղղվածությամբ սլաքներով:

Մուրհակը շուկայական արժեքուղթ է և այն ենթակա է շուկայում առք ու վաճառքի: Մուրհակում նշվող հիմնական վավերապայմաններն են՝ մուրհակի գումարը, վճարողի անվանումը և հասցեն, վճարման ժամկետը, վճարման տեղը և մուրհակ թողարկողի ստորագրությունը: Եթե մուրհակի վրա նշված չէ վճարման ժամկետը, ապա մուրհակը պետք է մարվի առաջին իսկ ներկայացման ժամանակ:

Ինդոսամենտը մուրհակի փոխանցման համար անհրաժեշտ ստորագրությունն է մուրհակի հակառակ էջին: Ինդոսամենտը հաստատում է մուրհակի դիմաց վճարի պահանջի իրավունքի փոխանցումը մի անձից մյուսին: Անպայման նշվում է այն անձի լրիվ անվանումը, որին փոխանցվում է մուրհակը:

Գոյություն ունի ինդոսամենտի 4 տեսակ.

1. Ինկաստ ինդոսամենտ: Այն փոխանցման ստորագրությունն է հոգուտ որևէ քանկի, որը հետագայում պետք է ստանա մուրհակի դիմաց վճարը:
2. Բլանկային ինդոսամենտ: Տարբերվում է առաջինից նրանով, որ նրանում չի նշվում ինդոսանտի անվանումը:
3. Անվանական ինդոսամենտ: Այս դեպքում նշվում է ինդոսանտի լրիվ անվանումը, ստորագրությունը և դրոշմակնիքը:
4. Գրավի ինդոսամենտ: Այն տրվում է մուրհակ թողարկողի կողմից, որպես վարկի ապահովվածության միջոց:

Ավալը որևէ անձի կողմից մուրհակի վճարման պատասխանատվության երաշխավորությունն է մեկ կամ երբեմն մի քանի պատասխանատու անձերի փոխարեն: Ավալը իրականացվում է մուրհակի երեսային մասում կամ էլ «ալոնժեի» վրա, որը մուրհակին կից լրացուցիչ էջն է:

Մուրհակները խմբավորվում են՝

- առևտրային,

- ֆինանսական,
- ապահովման:

Առևտրային մուրհակները օգտագործվում են իրական առևտրային գործարքների դեպքում: Այս մուրհակներն անվանում են նաև ապրանքային կամ սպառողական:

Ֆինանսական մուրհակները տրվում են ֆինանսական գործարքների դիմաց, ինչպես նաև պարտքային ծագում ունեցող գործարքների դիմաց: Սովորաբար նման մուրհակները օգտագործվում են ձեռնարկությունների կողմից շրջանառու միջոցների ավելացման համար: Ֆինանսական մուրհակի տարատեսակներից են գանձապետական մուրհակները և բանկային մուրհակները:

Ապահովման մուրհակներն օգտագործվում են որպես այլ գործարքի անհրաժեշտ ժամկետային իրականացման պարտավորության ապահովման միջոց: Բանկային պրակտիկայում ապահովման մուրհակները օգտագործվում են որպես բլանկային վարկերի ապահովման միջոց: Այդպիսի մուրհակները փոխանցելի չեն:

### ***9.7 Ածանցյալ արժեթղթեր***

Ածանցյալ են կոչվում այն արժեթղթերը, որոնք նախատեսում են որևէ իրական ակտիվի մատակարարումը համաձայնագրում նշված ժամկետին, սահմանված չափաքանակով և նախատեսված գնով: Այլ կերպ ժամկետային համաձայնագրերին անվանում են «հետաձգված մատակարարմամբ» համաձայնագրեր, քանի որ այն կնքվում է այսօր՝ ապագայում ապրանքի մատակարարման վերաբերյալ: Ժամկետային համաձայնագրեր կնքելուց կողմերը համաձայնություն են տալիս գործարքի բոլոր պայմանների վերաբերյալ: Ժամկետի հետաձգման պայմանը հնարավորություն է ընձեռում կողմերին չունենալով, չտիրապետելով ակտիվին՝ այն ձեռք բերել ընթացքում և մատակարարել համաձայնագրում նշված ժամկետին:

Ժամկետային համաձայնագրերի առարկա կարող են հանդես գալ.

- ապրանքներ,
- արժեթղթեր,

- արժույթ:

Որպես ժամկետային համաձայնագրերի տարատեսակներ կարող են հանդես գալ.

- Ֆորվարդային համաձայնագրերը,
- Ֆյուչերսային համաձայնագրերը,
- Օպցիոն համաձայնագրերը:

Ժամկետային համաձայնագրերը ընդհանուր առմամբ կարելի է բաժանել 2 խմբի.

1. Պայմանական գործարքներ, որը իրավունք է տալիս կողմերից մեկին իրականացնել կամ չիրականացնել կնքված պայմանագիրը: Այս տիպի գործարքներից է օրինակ օպցիոնը:
2. Հաստատուն գործարքներ, որոնք ենթակա են պարտադիր իրականացման: Օրինակ՝ ֆորվարդային և ֆյուչերսային պայմանագրերը:

Ֆորվարդային պայմանագրերը իրենցից ներկայացնում են նախապես պայանավորված գնով ապագայում ապրանքի գնման կամ վաճառքի արտաբորսայական պարտադիր ժամկետային գործարքներ:

Ֆոնդային բորսայի զարգացման, ինչպես նաև արժեթղթերով գործարքների քանակի ավելացման և բարդացման հետևանքով, բորսայական առևտրում սկսեցին օգտագործել ածանցյալ արժեթղթեր: Դրանցից է ֆյուչերսային պայմանագիրը, որը նախապես պայանավորված գնով ապագայում ապրանքի՝ արժեթղթի, գնման կամ վաճառքի բորսայական պարտադիր ժամկետային գործարք է:

Օպցիոնը իրենից ներկայացնում է նախապես պայանավորված գնով և ժամկետներում ապրանք գնելու կամ վաճառելու իրավունք:

Գոյություն ունի օպցիոնի 2 տեսակ.

1. Գնման օպցիոն /call option/
2. Վաճառքի օպցիոն /put option/

Գնման օպցիոն տնօրինողը իրավունք է ձեռք բերում կնքված պայմանագրի համապատասխան գնել արժեթղթեր նախապես ֆիքսված գնով պայմանագրում

նշված ժամկետի ցանկացած պահին: Պայմանագրի մյուս կողմ հանդիսացող անձը պարտավորվում է վաճառել գնորդին այդ արժեթղթերը՝ գնորդի առաջին իսկ պահանջով: Վաճառքի օպցիոնը ներառում է կողմերի վերը նշված իրավունքների և պարտականությունների հակառակ պահանջներ:

Օպցիոնները, ինչպես այլ արժեթղթերը, շրջանառվում են առաջնային և երկրորդային շուկաներում:

Ածանցյալ արժեթղթի մի այլ տեսակ է վառանտը: Այդ արժեթուղթը ի հայտ է գալիս այլ հիմնական արժեթղթի հետ միասին: Վառանտը իրավունք է տալիս տնօրինողին ձեռք բերել արժեթղթեր նախապես պայմանավորված գներով որոշակի ժամանակահատվածում: Երբեմն վառանտը առաջարկվում է արժեթղթի հետ միասին և դրա գինը ներառվում է արժեթղթի գնի մեջ: Եթե վառանտը շուկայում հանդես է գալիս առանց հիմնական արժեթղթի, այդ դեպքում արժեթղթի գինը փոքրանում է վառանտի գնի չափով:

## **ԳԼՈՒԽ 10**

### **ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՅԻ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔՆԵՐԸ**

#### ***10.1 Փոխատվության տոկոսադրույքները***

Տոկոսադրույք է անվանվում եկամտի այն դրույքաչափը, որը փոխառուն խոստանում է փոխատուին: Կան տոկոսադրույքի այնքան տեսակներ, ինչքան փոխառության տարատեսակներն են: Որպես այդպիսիք կարող են ներկայացվել մեզ բոլորիս հայտնի ավանդային և վարկային գործարքների տոկոսադրույքները, պարտատոմսերով ձևակերպված փոխառությունների և բաժնետոմսերով ներկայացված ներդրումների տոկոսադրույքները և այլն:

Ֆինանսական շուկայի յուրաքանչյուր գործարքի (գործիքի) նկատմամբ ձևավորված տոկոսադրույքի մակարդակը պայմանավորված է մի շարք գործոններով: Առավել ազդեցիկ գործոններից են՝ հաշվարկային դրամական միավորը՝ վճարելամիջոցը, վճարման ժամկետը, գործարքի (գործիքի) ռիսկայնությունը և սղաճի մակարդակը:

Հաշվարկային դրամական միավորի ազդեցության գնահատման նպատակով ենթադրենք Ռուսաստանի պետական գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը (տոկոսադրույքը) բավականին բարձր է, քան Հայաստանի պետական գանձապետական պարտատոմսերինը: Իհարկե, խոսքը միևնույն ժամկետայնության և ոչ ռիսկային պետական պարտատոմսերի մասին է: Տոկոսադրույքների այդպիսի հարաբերակցության դեպքում հայաստանյան ներդրողները չե՞ն նախընտրի արդյոք Ռուսաստանի պետական պարտատոմսերը:

Միայն տոկոսադրույքների տարբերությամբ, սակայն, ճիշտ չէ նախապատվությունը միանշանակ տալ ռուսաստանյան պարտատոմսերին: Շատ կարևոր է նաև այն, որ պարտատոմսերի անվանական արժեքները արտահայտված են տարբեր արժույթներով՝ Ռուսաստանի պետական գանձապետական պարտատոմսերը ռուբլիներով, իսկ Հայաստանինը՝ դրամներով:

Եթե այժմ ընդունենք Հայաստանի պետական գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տարեկան տոկոսադրույքը 10%, իսկ Ռուսաստանինը՝ 20% (երկուսն էլ մեկ տարվա ժամկետայնության) և մեկ ռուբլու փոխարժեքը 20 դրամ, որը արժույթներից մեկի (ռուբլու) գինն է մյուսով (դրամով) արտահայտված, ապա մենք մեկ միլիոն դրամ, այսինքն, 50 հազար ռուբլի ռուսաստանյան պարտատոմսերում ներդնելուց կունենանք 60 հազար ռուբլի: Մեկ միլիոն դրամը հայկական պարտատոմսերում ներդնելու դեպքում տարեվերջին այն կդառնար 1.1 մլն դրամ: Անորոշությունը այստեղ պայմանավորված է նրանով, թե այդ տարվա ընթացքում ինչպիսին կդառնա ռուբլու փոխարժեքը դրամներով արտահայտված, որպեսզի գնահատենք մեր ներդրումների համեմատական եկամտաբերությունները: Եթե ռուբլու փոխարժեքը նվազի 20 դրամից դառնա 15 դրամ, ապա ռուսաստանյան պարտատոմսերի դրամական եկամտաբերությունը կդառնա՝

$$R_{\text{դրամ}} = \frac{60\text{հազ.ռ.} \times 15\text{դրամ} / \text{ռ.} - 1\text{մլն.դրամ}}{1\text{մլն.դրամ}} = \frac{900\text{հազ.դրամ} - 1\text{մլն.դրամ}}{1\text{մլն.դրամ}} = \frac{-100000}{1000000} = -0.1 = -10\%$$

Այնպես, որ մեր դրամական եկամտաբերության տոկոսադրույքը Ռուսաստանի պետական պարտատոմսերից կկազմի -10%, որը զգալի ցածր է Հայաստանի պետական պարտատոմսերում ներդրումներից դրամական եկամտաբերության տոկոսադրույքից:

Ընդհանրացնելով վերոնշյալ վերլուծությունը կարող ենք սահմանել.  
*եկամտաբերության տոկոսադրույքը, որևէ արժույթով արտահայտած, որոշվում է նրա փոխարժեքի կանխատեսումային մակարդակից ելնելով, եկամուտների ստացման ժամկետի դրությամբ հաշվարկած:*

## **10.2 Պարզ տոկոսադրույքը և զեղչադրույքը**

Համաշխարհային պրակտիկայում գոյություն ունի տոկոսային եկամտի հաշվարկման երկու եղանակ՝

1. Դեկուրսիվ
2. Անտիսիպատիվ

Դեկուրսիվ մեթոդը կիրառելիս տոկոսագումարը հաշվեգրվում և վճարվում է հաշվեգրման ժամանակաշրջանի վերջում:

Անտիսիպատիվ եղանակը կիրառելիս տոկոսագումարը հաշվարկվում և վճարվում է հաշվեգրվող ժամանակաշրջանի սկզբում:

Երկու դեպքում էլ տոկոսադրույքները և զեղչադրույքները կարող են լինել և պարզ և բարդ: Հաշվարկների մեջ պարզ տոկոսադրույք կիրառելիս տոկոսները հաշվեգրվում են նախնական ներդրված գումարի վրա: Բարդ տոկոսադրույքի դեպքում հաշվեգրման յուրաքանչյուր ժամանակաշրջանում տոկոսները հաշվեգրվում են նախնական ներդրված գումարի վրա, ինչպես նաև նախորդ ժամանակաշրջանի հաշվեգրված տոկոսագումարի վրա:

Պարզ տոկոսադրույքները սովորաբար կիրառվում են կարճաժամկետ ֆինանսական գործարքների ժամանակ, որոնց ժամկետը սովորաբար չի գերազանցում 1 տարին, կամ էլ այն դեպքում, երբ հաշվեգրման յուրաքանչյուր ժամանակաշրջանից հետո վճարվում են տոկոսագումարները:

Որպեսզի դուրս բերենք եկամտի հավելաճի բանաձևը, կատարենք հետևյալ նշանակումները.

R (%)՝ տարեկան պարզ տոկոսադրույքի տոկոսային մեծություն,

R՝ տարեկան պարզ տոկոսադրույքի հարաբերական մեծություն,

Vտ՝ տոկոսատեկամտի տարեկան մեծություն,

V՝ հաշվեգրման ամբողջ ժամանակաշրջանի տոկոսատեկամտի ընդհանուր գումար,

P՝ նախնական ներդրված գումար,

S՝ աճած գումար,

S<sub>k</sub>՝ աճման գործակից,

N՝ հաշվեգրման ժամանակաշրջանը տարիներով,

L՝ հաշվեգրման ժամանակաշրջանը օրերով,

K՝ տարվա օրերի քանակը,

K-ն հանդիսանում է տոկոսների հաշվարկման ժամանակային բազան: Այն սովորաբար ընդունում են կամ 360 օր կամ էլ 365 օր:

$$R (\%) = (V_{տ}/P) * 100\% \quad (1)$$

$$R = V_{տ}/P \text{ կամ } V_{տ} = P * R \quad (2)$$

$$V = V_{տ} * N \quad (3)$$

$$S = P + V \quad (4)$$

$$S_k = S/P \quad (5)$$

$$N = L/K \quad (7)$$

Օգտագործելով վերը նշված բանաձևերը դուրս բերենք աճած գումարի հիմնական բանաձևը.

$$S = P + V = P + V_{տ} * N = P + P * R * N = P(1 + N * R)$$

$$S = P(1 + N * R) \text{ կամ էլ } S = P(1 + L/K * R)$$

Սովորաբար պրակտիկայում հանդիպում է նաև հակադարձ խնդիրը, այսինքն՝ գտնել նախնական ներդրված գումարը (P), որը ապագայում կդառնա (S) գումար: Այս դեպքում՝

$$P = S / (1 + N * R)$$

Երբեմն հաշվեգրման տարբեր ժամանակահատվածներում կիրառվում են տարբեր տոկոսադրույքներ: Եթե իրար հաջորդող  $N_1, \dots, N_k$  ժամանակաշրջաններում կիրառվեն համապատասխանաբար  $R_1, \dots, R_k$  տոկոսադրույքներ, ապա աճած գումարի բանաձևը կունենա հետևյալ տեսքը.

$$S = P(1 + \sum_{t=1}^k N_t R_t)$$

Անտիսիպատիվ եղանակով տոկոսագումարը հաշվարկելիս օգտագործում են հետևյալ նշանակումները.

$d$  (%)՝ տարեկան պարզ զեղչադրույքի տոկոսային մեծություն,

$d'$ ՝ տարեկան պարզ զեղչադրույքի հարաբերական մեծություն,

$Dn$ ՝ 1 տարվա ընթացքում վճարված զեղչագումարներն են,

$D$ ՝ հաշվեգրման ամբողջ ժամանակաշրջանի զեղչանկանտի ընդհանուր գումար,

$P$ ՝ նախնական գումար,

$S$ ՝ աճած գումար,

$n$ ՝ հաշվեգրման ժամանակաշրջանը տարիներով:

$$d = Dn/S$$

$$Dn = d * S$$

$$D = Dn * n = n * d * S$$

$$P = S - D = S - n * d * S = S(1 - n * d)$$

$$S = P / (1 - n * d)$$

Պրակտիկայում զեղչադրույքները օգտագործվում են պարտատոմսեր և մուրհակներ գնելիս:

### ***10.3 Բարդ տոկոսադրույքը և զեղչադրույքը***

Եթե տոկոսանկանտի հաշվեգրման հերթական ժամանակահատվածից հետո տոկոսագումարները չեն վճարվում, այլ գումարվում են նախնական

ներդրված գումարին, ապա աճած գումարը հաշվարկելու համար օգտագործում են բարդ տոկոսադրույքի բանաձևը:

Առաջին տարվա համար աճած գումարը հետևյալն է.

$$S_1 = P(1+r)$$

Երկրորդ տարվա վերջում.

$$S_2 = S_1(1+r) = P(1+r)(1+r) = P(1+r)^2$$

$$S_3 = P(1+r)^3$$

Ընդհանրացնելով, կարելի է նշել, որ

$$S_n = P(1+r)^n$$

Երբեմն բարդ տոկոսադրույքների հաշվեգրումը իրականացվում է տարեկան  $n$  թե մեկ, այլ մի քանի անգամ: Այդ դեպքում հաշվեգրումը կարելի է իրականացնել ( $j$ ) անվանական տոկոսադրույքով: Եթե ( $n$ ) տարիների ընթացքում բարդ տոկոսադրույքով հաշվեգրումը իրականացվում է տարեկան ( $m$ ) անգամ, ապա բանաձևը ստանում է հետևյալ տեսքը.

$$S_{mn} = P(1+j/m)^{mn}$$

Այժմ դիտարկենք բարդ զեղչադրույքի հաշվեգրման անտիսիպատիվ մեթոդը: Կատարենք հետևյալ նշանակումները.

$d_c$  (%)՝ տարեկան բարդ զեղչադրույքի տոկոսային մեծություն,

$d_c$ ՝ տարեկան բարդ զեղչադրույքի հարաբերական մեծություն,

$P$ ՝ նախնական գումար,

$S$ ՝ աճած գումար,

$n$ ՝ հաշվեգրման ժամանակաշրջանը տարիներով,

$f$ ՝ անվանական տարեկան զեղչադրույք:

Այսպիսով կունենանք.

$$S = P / (1 - d_c)^n$$

Եթե (n) տարիների ընթացքում զեղչագումարները հաշվեգրվում են տարեկան (m) անգամ, ապա՝

$$S=P/(1-f/m)^{mn}$$

#### ***10.4 Տոկոսադրույքների համարժեքությունը***

Կատարենք հետևյալ նշանակումները.

r՝ տարեկան պարզ տոկոսադրույքի հարաբերական մեծություն,

d՝ տարեկան պարզ զեղչադրույքի հարաբերական մեծություն,

r<sub>c</sub>՝ տարեկան բարդ տոկոսադրույքի հարաբերական մեծություն,

d<sub>c</sub>՝ տարեկան բարդ զեղչադրույքի հարաբերական մեծություն,

j՝ անվանական տարեկան տոկոսադրույք,

n՝ տարիների թիվը:

Օգտագործելով պարզ և բարդ տոկոսադրույքներով գումարի հավելանի բանաձևերը կստանանք՝

$$P(1+r*n) = P(1+r_c)^n$$

Գոյություն ունեն տոկոսադրույքների համարժեքության մի շարք բանաձևեր, բայց վերը նշված հավասարումից կունենանք.

$$r = ((1+r_c)^n - 1)/n$$

Մասնավոր դեպքում, երբ հաշվեգրումն իրականացվում է մի քանի անգամ, բանաձևն ունի հետևյալ տեսքը՝

$$r = ((1+j/m)^{mn} - 1)/n$$

#### ***10.5 Անուիտետներ***

Ժամանակակից ֆինանսական գործառույթներն իրենց մեջ ներառում են ոչ թե միանվագ վճարներ, այլ որոշակի ժամանակահատվածում իրար հաջորդող վճարներ: Այս դեպքում գործ ունենք անուիտետի հետ: Անուիտետը հավասար

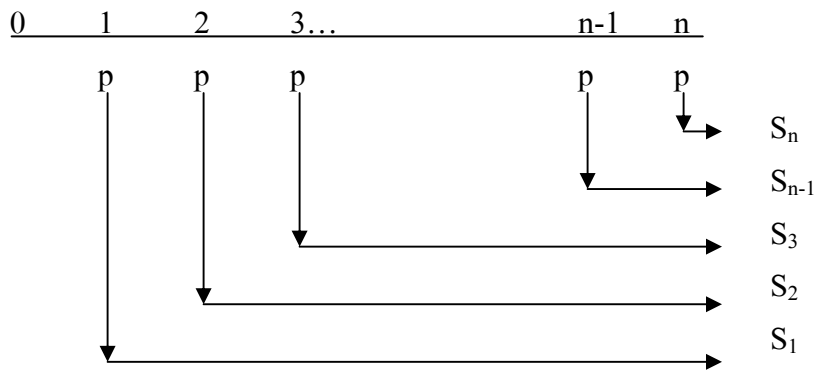
Ժամանակահատվածների ընթացքում հավասարաչափ գումարների ստացումն է կամ վճարումը:

Գոյություն ունի անուիտետի 2 տեսակ.

1. սովորական /պոստնումերանդո/,
2. ոչ սովորական /պրենումերանդո/:

Սովորական անուիտետի դեպքում գումարների ստացումը կամ վճարումը իրականացվում է ժամանակաշրջանի վերջում, ոչ սովորականի դեպքում՝ սկզբում: Ստացված ամբողջ եկամուտը կամ վճարը հաշվարկելու համար դժվարությունը կայանում է տարբեր ժամանակահատվածների գումարները՝ այսինքն անուիտետները, ժամանակի միևնույն պահի արժեքի բերելը: Դրա համար օգտագործվում է բերված արժեքի տեսությունը:

Դիտերկենք պոստնումերանդո անուիտետը տարեկան (P) գումար վճարումներով (n) տարիների ընթացքում, որոնց վրա հաշվեգրվում է տոկոսագումար տարեկան  $R_c$  բարդ տոկոսադրույքով:



Առաջին վճարի ավելացված գումարը  $S_1$ -ը, որի վրա տոկոսագումարները հաշվեգրվելու են (n-1) անգամ, հավասար է՝

$$S_1 = P(1+R_c)^{n-1}$$

$$S_2 = P(1+R_c)^{n-2}$$

$$S_n = P$$

Ընդհանուր առմամբ ստանում ենք, որ

$$S = P \sum_{t=1}^n (1+R_c)^{t-1} :$$

Այլ կերպ հավասարումն ունի հետևյալ տեսքը՝

$$S = P((1+R_c)^n - 1)/R_c :$$

Ոչ սովորական անուիտետի դեպքում հավասարումն ունի հետևյալ տեսքը՝

$$S = (1 - (1+R_c)^n)/R_c (1+R_c)^n :$$

### ***10.6. Սղաճը և տոկոսադրույքի իրական մակարդակը***

Ակնհայտ է, որ տարբեր ժամանակահատվածներին վերաբերվող ֆինանսատնտեսական ցուցանիշների համեմատությունը հավաստի դարձնելու նպատակով անհրաժեշտ է, որպեսզի ակտիվների, ասյրանքների ու ծառայությունների գները ճշգրտվեն՝ սղաճի մակարդակից ելնելով: Այդ իսկ անհրաժեշտությունը ի նկատի ունենալով էլ՝ տնտեսագետները տարբերակում են անվանական և իրական գներ հասկացությունները: Այն դեպքում, երբ ցուցանիշների արժեքային մեծություններում չի առանձնացվում, այլ ընդգրկվում է նաև սղաճի մակարդակը, ապա գինը անվանական է: Իրական գնի դեպքում ցուցանիշի արժեքային մեծությունը գտված է (մաքրված է) սղաճից:

Այնպես, ինչպես տարբերակվում են անվանական և իրական գները, այդպես էլ՝ ֆինանսական շուկայի տոկոսադրույքը: Անվանական տոկոսադրույքը այն տոկոսադրույքն է, որը ընդգրկում է նաև սղաճի մակարդակը: Իրական տոկոսադրույքը սղաճից մաքրված (գտված) եկամտաբերությունն է:

Սղաճը բնութագրվում է ազգային արժույթի գնողունակության անկումով՝ պայմանավորված տնտեսությունում գների մակարդակի համընդհանուր աճով: Այդ իսկ տեսակետից, որպես իրական տոկոսադրույքի հաշվարկման միջոց օգտագործվում է հստակ կազմավորված (համադրության նպատակներով ստանդարտացված) սպառողական զամբյուղը: Հետևաբար, եկամտաբերության իրական տոկոսադրույքը կախված է զամբյուղի կազմից ու կառուցվածքից: Դրանում համոզվելու նպատակով ենթադրենք մեր ներդրած յուրաքանչյուր 100 հազ. դրամը մեկ տարվա ընթացքում կդառնա 120 հազ. դրամ: Սակայն այդ նույն

ժամանակահատվածում սպառողական զամբյուղը, որը մեկ տարի առաջ ուներ 100 հազ. դրամ արժեք, քանկացել է և այսօր արժե 110 հազ. դրամ: Այդ դեպքում ինչպիսին է մեր 120 հազ. դրամի իրական արժեքը, եթե այսօր այն օգտագործենք սպառողական զամբյուղի ապրանքների ձեռքբերման համար: Փաստորեն 110 հազ. դրամի ( $S_\alpha$ ) գնողունակությունը, այսօր, հավասար է 100 հազ. դրամի ( $S$ ) գնողունակությանը, մեկ տարի առաջ:

$$\frac{S_\alpha - S}{S} = \frac{\Delta S}{S} \quad (1) \quad \text{հարաբերությունը,} \quad \text{տոկոսներով} \quad \text{արտահայտած,}$$

ներկայացնում է տղաճի մակարդակը, իսկ  $\frac{\Delta S}{S} = \alpha$  (2) հարաբերական մեծությունը՝

տղաճի տեմպը:  $S_\alpha$ -ի արժեքը  $S$ -ով արտահայտված կարող է ներկայացվել ելնելով (1) և (2) հարաբերությունների համադրությունից՝

$$S_\alpha = S + \Delta S = S + S \times \alpha = S(1 + \alpha):$$

$$S_\alpha = S(1 + \alpha) \quad (3)$$

$I_\alpha = (1 + \alpha)$  (4) մեծությունը, որը ցույց է տալիս թե  $S_\alpha$ -ն ինչքանով է մեծ  $S$ -ից, անվանվում է տղաճի ինդեքս:

Ինչ վերաբերվում է մեր ներդրած 100 հազ. դրամին ( $P$ ), ապա այն մեկ տարվա ընթացքում դարձել է 120 հազ. դրամ ( $S_\alpha$ ), իրական աճի և տղաճի համատեղ հանդես գալու արդյունքում՝  $S_\alpha = P(i + r'_\alpha)$  (5), սակայն այդ նույն աճը կարող է արտահայտվել տղաճի ինդեքսի  $I = (1 + \alpha)$  օգտագործմամբ՝  $S_\alpha = P(1 + r')(1 + \alpha')$  (6):

(5)-ի և (6)-ի հավասարությունից բխում է՝

$$1 + r'_\alpha = (1 + r')(1 + \alpha') \quad \text{կամ}$$

$$1 + r' = (1 + r'_\alpha) : (1 + \alpha')$$

$$\text{որտեղ } r' = \frac{r'_\alpha - \alpha'}{1 + \alpha'}$$

$$\text{կամ } r'_\alpha = r' + \alpha' + r'\alpha'$$

Այդ դեպքում, մեր 100 հազ. դրամ ներդրումների իրական աճը կկազմի 10%,

$$r' = \frac{0.2 - 0.1}{1 + 0.1} = \frac{0.1}{1.1} = 0.1$$

իսկ մնացած 10% աճն էլ տեղի է ունեցել տղաճի հաշվին:

Արժույթի գնողունակության անկման հետ կապված ռիսկից ապահովագրման նպատակով ֆինանսական շուկայի տոկոսադրույքները ինդեքսավորում են սղաճի մակարդակից կախված: Տոկոսադրույքների փոփոխությունը կարող է ինդեքսավորվել՝ ելնելով ինչպես սպառողական զամբյուղի, այնպես էլ որևէ ներկայացուցչական ապրանքատեսակի գնի փոփոխությունից, նայած թե որ ինֆորմացիան է ավելի արժանահավատ:

### ***10.7. Տոկոսադրույքների մակարդակների համահարթեցման շուկայական մեխանիզմը***

Մրցակցության խորացումը ֆինանսական շուկաներում բերում է նրան, որ համարժեքային ակտիվներում ներդրումների եկամուտների տոկոսադրույքների մակարդակները հավասարվում են:

Այսպես օրինակ, եթե Հայաստանի Հանրապետությունում գանձապետական մուրհակների դիմաց այսօր վճարվում է տարեկան 10% տոկոսադրույք, ապա ինչպիսին կլինեն մոտ ապագայում մյուս պարտքային պարտավորությունների տոկոսադրույքների տարեկան մակարդակը Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական շուկայում: Անտարակույս դրանք կլինեն 10%-ին մոտ: Բանը նրանում է, որ եթե որևէ առևտրային բանկ, ներգրավված միջոցների գծով առաջարկում է 10%-ից զգալի ցածր եկամուտ, ապա ներդրողի նախապատվությունը միանշանակ գանձապետական մուրհակների կողմն է: Մյուս կողմից առևտրային բանկը, որը աշխատում է հնարավորինս նվազեցնել իր տոկոսային ծախսերը ներգրավված միջոցների գծով, կառաջարկի արդյոք 10%-ից բարձր եկամուտ: Իհարկե ոչ, նա կառաջարկի առավելագույնը այնքան, որքան պետք է իր շահույթի մակարդակը չնվազեցնելու համար: Հետևաբար ցանկացած տարեկան փոխատվության տոկոսադրույքը օրինաչափորեն ձգտում է այդ նույն 10%-ին՝ գանձապետական մուրհակների եկամտաբերության մակարդակին:

Սակայն, եթե ֆինանսական որևէ միջնորդ կազմակերպություն կամ տնտեսավարող սուբյեկտ տոկոսադրույքների հավասարեցման պայմաններում առայսօր կարողանում է վերցնել փոխառություն կամ տալ փոխատվություն տարբեր տոկոսադրույքներով (մնացած հավասար և անփոփոխ պայմաններում), ապա նրանք զբաղվում են այսպես կոչված «տոկոսային արբիտրաժով»: Այսինքն

ցածր տոկոսադրույքով վերցնում են փոխառություն և համեմատաբար բարձր տոկոսադրույքով տալիս են փոխառվություն: Բնական է, որ արբիտրաժային գործառնությունների ընդարձակմանը զուգընթաց տոկոսադրույքների այդ տարբերությունն անվերջ փոքրանալու է և արդյունքում ձևավորվելու է եկամտաբերության «միջին» շուկայական մակարդակը:

### ***10.8. Եկամտաբերության մակարդակի վրա ազդող հիմնական գործոնները***

Շուկայական մեխանիզմների լիարժեք գործելու պայմաններում եկամտաբերության մակարդակի վրա առավել մեծ ազդեցություն կունենան հետևյալ հիմնական գործոնները՝

- արտադրության միջոցների արդյունավետությունը,
- արտադրության միջոցների արդյունավետ օգտագործման հետ կապված անորոշության աստիճանը ,
- սպառման ծավալների նկատմամբ ներկայացվող ժամանակային գերակայությունները,
- ռիսկի նկատմամբ չհակվածությունը:

Իրոք, որ արտադրության միջոցներին ուղղվող ներդրումների եկամտաբերությունը առաջին հերթին կախված է այդ միջոցների արդյունավետությունից: Արտադրության միջոցները հանդես են գալիս ֆիզիկական կապիտալի ձևով: Կապիտալը բացի ֆիզիկական, նյութական էությունից կարող է հանդես գալ նաև ոչ նյութական՝ համակարգչային ծրագրերի, ինֆորմացիոն բազաների, գյուտերի, համաձայնագրերի, առևտրային պիտակների ու նշանների և այլ բովանդակությամբ:

Կապիտալի օգտագործման արդյունավետությունը, ժամանակի միավորի (որպես կանոն, մեկ տարվա) ընթացքում, որոշվում է տոկոսային արտահայտությամբ և ունի ներդրված կապիտալի եկամտաբերության տոկոսադրույք անվանումը:

Կապիտալից այդ եկամուտը հանդիսանում է ֆիրմաների կողմից թողարկված բաժնետոմսերի, պարտատոմսերի և այլ ֆինանսական գործիքների նկատմամբ հաշվարկվող շահութաբաժինների և տոկոսների աղբյուր: Փաստորեն ֆինանսական այդ գործիքները իրենցից ներկայացնում են որպես կապիտալի

օգտագործումից ստացված եկամտի որոշ մասի նկատմամբ ներկայացվող պահանջ:

Ներդրված կապիտալի եկամտաբերության տոկոսադրույքը կախված է ներդրման ոլորտից և ժամկետից, արտադրական և աշխատանքային ռեսուրսների առաջարկից, ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ ներկայացվող պահանջարկից, որոնք արտադրվելու են օգտագործելով այդ նույն կապիտալը:

*Ընդհանուր առմամբ, որքան բարձր է ներդրված կապիտալի սպասվող եկամտաբերության տոկոսադրույքը, այնքան բարձր է տոկոսադրույքների մակարդակը տնտեսությունում:*

Ինչ վերաբերվում է արտադրության միջոցների արդյունավետ օգտագործման հետ կապված անորոշություններին, ապա դրանք կարող են հանդես գալ բազմաթիվ պատճառներով: Այսպես օրինակ, բերքատվության վրա մեծ ազդեցություն կարող են ունենալ նախապես անհայտ պատճառներով բնակլիմայական պայմանների փոփոխությունները: Մեքենաները, հաստոցները և հոսքային գծերը ժամանակի ընթացքում մաշվում ու շարքից դուրս են գալիս, հանքերն ու հանքահորերը շատ հաճախ, այնքան հարուստ չեն լինում, ինչքան նախանշվում են, արտադրանքի նկատմամբ պահանջարկը կարող է անկանխատեսելի փոփոխվել՝ կամ շուկայում փոխարինող ապրանքատեսակների ի հայտ գալով, կամ էլ սպառողական գերակայությունների փոփոխություններով պայմանավորված, և վերջապես, տեխնիկական առաջընթացի, որպես նոր գիտելիքների ու մտքի զարգացման ու ներդրման հետևանքի անկանխատեսելիությամբ պայմանավորված: Բաժնետոմսերի հետ կապված անորոշությունները նախ և առաջ գույքի արդյունավետ օգտագործման, ներդրումների եկամտաբերության տոկոսադրույքի անորոշություններով են պայմանավորված: Չէ որ բաժնետոմսը ներդրման մասին փաստաթուղթ լինելով հանդերձ՝ նաև եկամտի համապատասխան մասի ստացման պահանջագիր է: Իսկ եկամուտը ստացվում է գույքի, այն է արտադրության միջոցների, օգտագործումից:

*Որքան բարձր է արտադրության միջոցների օգտագործման արդյունավետության հետ կապված անորոշության աստիճանը, այնքան մեծ է, մնացած անփոփոխ և հավասար պայմաններում, բաժնետոմսերում ներդրումների ռիսկի դիմաց պարգևը:*

Եկամտաբերության մակարդակի վրա ազդող հաջորդ կարևոր գործոնը մարդկային հոգեբանությունն է: Մարդիկ, որպես կանոն, գերադասում են իրենց անհրաժեշտ բարիքներից օգտվել այսօր, քան թե վաղը: Մարդիկ դիմել են և կդիմեն փոխառությունների, որովհետև նրանք ընթացիկ սպառումը գերադասում են վաղվա սպառման համեմատ:

*Ընդհանուր առմամբ, մարդիկ, ինչքան շատ են գերադասում ապրանքների ու ծառայությունների սպառումը այսօր, քան թե վաղը, այնքան բարձր են տոկոսադրույքները տնտեսական համակարգում:*

Այսօրվա սպառման նախապատվությունը վաղվա համեմատ մարդկանց մոտ պայմանավորված է հիմնականում վաղվա հետ կապված անորոշություններով: Մարդը գիտակցում է, որ քանի դեռ այսօր նա ապրում է և կարող է բավարարել իր պահանջմունքները, ապա այն չպետք է հետաձգել վաղվան: Բոլոր դեպքերում վաղվա նկատմամբ որոշակի անորոշություններ, մտավախություններ մարդկանց մոտ կան: Մարդը միշտ տարակուսում է, թե կկարողանա՞ արդյոք նա իրականացնել իր ցանկությունները վաղը:

Ռիսկի նկատմամբ չհակվածությունը իրեն զգացնել է տալիս մարդու տնտեսական գործունեության ամբողջ ընթացքում, բայց առավել ցայտուն՝ ներդրումային գործունեության ժամանակ: Ներդրված կապիտալի եկամտաբերության տոկոսադրույքը, այդ տեսակետից, միշտ բնութագրվում է ռիսկայնությամբ: Հնարավոր է արդյոք երաշխավորված տոկոսակամուտ ստանալ ներդրումներից և ինչպես դա անել: Պարզվում է, որ ֆինանսական համակարգը այդ հնարավորությունը ընձեռում է, և մարդիկ կարող են իրենց միջոցները ներդնել միայն ոչ ռիսկային ակտիվներում: Սակայն այդ դեպքում նրանք պետք է հրաժարվեն եկամուտների այն մասից, որին սպասում էին ռիսկային ոլորտներում ներդնելուց: Ռիսկի նկատմամբ զգայուն ներդրողները մյուսներին հնարավորություն են տալիս ստանալու ավելի բարձր եկամուտ՝ ապահովելով եկամտաբերություն երաշխավորված տոկոսադրույքով:

*Որքան փոքր է մարդկանց մոտ ռիսկի նկատմամբ հակվածությունը, այնքան բարձր է պարզևի մեծությունը ռիսկի դիմելու դեպքում և ցածր է ոչ ռիսկային ներդրումների եկամտաբերության տոկոսադրույքը:*