

**ՄԱՆՈՒԿՅԱՆ Ռ.Մ.**

**ՆԵՐԴՐՈՒՄ ԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱ**  
(դասախոսության տեքստ)

Երևան  
*Տնտեսագետ*  
2008

ՀՏԴ 33  
ԳՄԴ 65  
Ս 283

Հրատարակության և երաշխավորել  
ՀՊՏՀ գիտական խորհուրդը

Մասնագիտական խմբագիր՝  
տ.գ.թ., պրոֆեսոր Ի.Տ.Տիգրանյան

Գրախոսներ՝  
տ.գ.դ., պրոֆեսոր Գ.Վ.Բաղդասարյան  
տ.գ.թ., դոցենտ Կ.Յ.Գրիգորյան

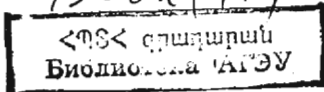
Մանուկյան Ռ.Ս.

Ս 283 Ներդրումային շուկա (դասախոսության տեքստ) - Եր.:  
ՏՆտեսագետ, 2008. - 56 էջ:

Դասախոսությունները ներկայացնում են ներդրումային շուկայի  
էությունը, սկզբունքները, գործառույթները: Դասակարգվում են  
ներդրումային շուկաները, լուսաբանվում են դրանց իրավիճակը  
բնութագրող ցուցանիշները, շուկայի մասնակիցները և նրանց  
գործառույթները՝ ՀՀ օրինակով: Մեկնաբանվում են նաև գլխավոր  
թեմային առնչվող ներդրումային գործընթացի ենթակառուցվածքները:  
Նյութի լավ յուրացման համար առաջադրվում են ինքնաստուգման  
հարցեր, հանձնարանվում է անհրաժեշտ գրականություն:

Նախատեսվում է տնտեսագիտական բուհերի ուսանողների համար:

13862(41)



ԳՄԴ 65

ISBN 978-99941-51-73-8

ուս. ձ.

ՀՊՏՀ Գրադարան



000000169

© «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, 2008

## **1. Ներդրումային շուկայի էությունը, սկզբունքները**

Շուկայական տնտեսությունում ներդրումային գործընթացն իրականացվում է ներդրումային շուկայի մեխանիզմի գործողության միջոցով: Ներդրումային շուկան բարդ, դինամիկ տնտեսական երևույթ է: Տնտեսավարող օբյեկտների ներդրումային գործունեությունը սերտորեն կապված է ներդրումային շուկայի գործողության հետ: Տնտեսագիտական գրականության մեջ ներդրումային շուկան մեկնաբանվում է տարբեր ձևերով: Այս հասկացությունը վերջին տարիներին լայն տարածում է ստացել: Այն հաճախ դիտարկվում է որպես ներդրումային ապրանքների շուկա: Մի դեպքում ներդրումային ապրանքները ներկայացնում են միայն ներդրումային օբյեկտները՝ հիմնական կապիտալ, շինանյութեր, շինմոնտաժային աշխատանքներ: Մյուս դեպքում ներդրումային շուկան մեկնաբանում են ավելի լայն իմաստով, այսինքն՝ ներդրման օբյեկտների շուկա՝ իր բոլոր ձևերով: Արևմտյան տնտեսագիտական գրականության մեջ ներդրումային շուկան հասկացվում է որպես ֆոնդային շուկա, որովհետև զարգացած շուկայական տնտեսությունում ներդրումների գերակշռող ձևը ներդրումներն են արժեթղթերի մեջ:

Մեր երկրում ձեռնարկությունների ներդրումային գործունեության բնորոշ տարբերակը եղել է կապիտալ ներդրումների ձևով իրական ներդրումը: Հայրենական որոշ տնտեսագետների<sup>1</sup> մեկնաբանություններում հաճախ ներդրումային շուկան՝ դիտարկվում է որպես կապիտալային ապրանքների շուկա: Նշված գրականության մեջ չի առանձնացվում ներդրումային շուկան և խոսվում է միայն կապիտալի շուկայի մասին: Մյուսները<sup>2</sup> «ներդրումային շուկա» հասկացությունը դիտարկում են առանձին շուկաների (իրական և ֆինանսական ներդրումային օբյեկտների) ձևով: Դրա կազմում առանձնացվում են՝

- ուղղակի կապիտալ ներդրումների շուկա,
- մասնավորեցվող օբյեկտների շուկա,
- անշարժ գույքի շուկա,
- իրական ներդրումների և այլ օբյեկտների շուկա,
- ֆոնդային շուկա,
- փողի շուկա:

<sup>1</sup> Ковалев В.В., Финансовый анализ, М., 1988 г.

<sup>2</sup> Кыш М.Н., Перекатов Б.А. и др., Стратегическое планирование инвестиционной деятельности. Санкт-Петербург, 1998 г.

Նշված հեղինակները փորձում են որոշակիացնել ներդրումային շուկան ըստ ներդրումային օբյեկտների՝ առանց ճշգրտելու ներդրումային ռեսուրսների առանձնահատկությունները: Այս դեպքում չեն առանձնացվում նաև ներդրումային ռեսուրսների ձևավորման և կապիտալ ներդրման գործընթացները:

«Ներդրումային շուկա» հասկացության նշված մոտեցումները շատ նեղ են և չեն ընդգրկում ձեռնարկությունների և մյուս ներդրողների ներդրումների բազմաբնույթ օբյեկտները:

Ներդրումային շուկան ամենաընդհանուր ձևով կարելի է դիտարկել որպես ներդրումային գործունեության սուբյեկտների փոխադարձ գործողության ձև՝ ընդգրկելով ներդրումային պահանջարկը և առաջարկը: Այն բնութագրվում է առաջարկի և պահանջարկի որոշակի հարաբերակցությամբ, գների մակարդակով, մրցակցությամբ և իրացման ծավալներով:

Շուկայական տնտեսությունում ներդրումային շուկայի միջոցով իրականացվում է ներդրումների շրջապտույտը, որտեղ ներդրումային ռեսուրսները վերափոխվում են ներդրումների:

Ներդրումային շուկայի էությունն արտահայտվում է դրա շուկայական սկզբունքների մեջ: Դրանք են՝

1. Ներդրումային շուկան ընդհանրացնում է ինչպես իրական, այնպես էլ ֆինանսական ներդրումային օբյեկտների շրջանառությունը:
2. Ներդրումային շուկայում շրջանառության օբյեկտներ կարող են լինել բոլոր տեսակի ներդրումային ապրանքները՝ արտահայտելով տնտեսավարող սուբյեկտների բազմազան ներդրումների տարապատկերը:
3. Ներդրումային շուկայում ներդրումային ապրանքների ու գործիքների հետ միասին որպես շրջանառության օբյեկտ հանդես են գալիս ներդրողների իրական ու ֆինանսական ներդրումային գործընթացում մատուցվող ծառայությունները:

Նշված սկզբունքային դրույթները հաշվի առնելով՝ «ներդրումային շուկա» հասկացությունը կարելի է բնութագրել հետևյալ կերպ. «Ներդրումային շուկան ֆինանսական շուկայի բաղադրամասն է, որտեղ որպես առջ ու վաճառքի օբյեկտներ հանդես են գալիս բազմաբնույթ ներդրումային ապրանքները և ֆինանսական ակտիվները, ինչպես նաև ներդրումային ծառայությունները՝ ապահովելով իրական և ֆինանսական գործընթացը: Ներդրումային շուկան բարդ ամբողջական համակարգ է, որ միավորում է բազմապլանային փոխադարձ կապերով կապված հաստատություններ, կազմակերպություններ ու անհատների ներդրումային գործողությունը՝

հիմնականում նպատակ ունենալով ներդրումային ներուժի ներգրավման ու կազմակերպման միջոցով ապահովել ներդրումային գործընթացի ինքնակարգավորումը: Հետևապես, ներդրումային շուկայի՝ որպես տնտեսական կատեգորիայի էությունը ներդրումային ռեսուրսների առջ ու վաճառքի տնտեսական հարաբերությունների բարդ համակարգն է: Այս շրջանակներում էլ ձևավորվում են առաջարկը և պահանջարկը, ինչպես նաև դրանց ձևերը: Ներդրումային շուկան սպասարկվում է բավականին ճյուղավորված և բազմաթիվ ներդրումային ենթակառուցվածքներ ունեցող հատուկ ներդրումային հաստատությունների կողմից: Շուկայական սկզբունքներով գործող ներդրումային շուկան՝ մեծ դեր ունի երկրի տնտեսական համակարգում»:

## ***2. Ներդրումային շուկայի գործառույթները***

Ներդրումային շուկան բնութագրվում է հետևյալ գործառույթներով՝

- 1. Տարբեր աղբյուրներից ակտիվորեն ներգրավվում է ժամանակավորապես ազատ կապիտալը:* Այդ ազատ կապիտալը, չծախսվելով ընթացիկ սպառման նպատակով և գտնվելով հասարակության խնայողությունների և այլ տեսակի ներդրումային ռեսուրսների ձևով, ներդրումային շուկայի մեխանիզմի միջոցով հետագա օգտագործման համար ներգրավվում է երկրի ներդրումային գործընթացում:
- 2. Իրականացնում է կուտակված ազատ կապիտալի արդյունավետ բաշխումը արտաքին աղբյուրներից կապիտալի ներգրավման կարիք ունեցող բազմաթիվ սպառողների միջև:*
- 3. Որոշում է ներդրումային ոլորտում կապիտալի օգտագործման ամենաարդյունավետ ուղղությունները:* Ներդրումային շուկան ներդրումային ապրանքների ու ֆինանսական ակտիվների գնագոյացման համակարգի միջոցով բավարարում է տնտեսավարող սուբյեկտների լայն շրջանակի պահանջարկը, օգտագործվող կապիտալի բարձր եկամտաբերության ապահովման տեսանկյունից բացահայտում ներդրումային հոսքերի ամենաարդյունավետ ոլորտները և ուղղությունները:
- 4. Ձևավորում է առանձին ներդրումային ապրանքների և ծառայությունների շուկայական գները, որոնք օբյեկտիվորեն արտահայտում են դրանց առաջարկի ու պահանջարկի միջև գոյություն ունեցող հարաբերակցությունը: Ըստ այդմ ձևա-*

վորվում է գների համապատասխան մակարդակ՝ առավելագույն չափով ապահովելով վաճառողների ու գնորդների տնտեսական շահերը:

5. *Իրականացնում է ներդրումային ապրանքներ և ծառայություններ վաճառողների և գնորդների միջև միջնորդական գործունեություն:* Այսպիսի ներդրումային միջնորդները լավ ծանոթ են ընթացիկ ներդրումային իրավիճակին, գործարքների պայմաններին և կարճ ժամկետում կարող են կապ հաստատել վաճառողների ու գնորդների միջև: Նման միջնորդությունը նպաստում է ֆինանսական ու ապրանքային հոսքերի արագացմանը և ծախսերի կրճատմանը:
6. *Պայմաններ է ձևավորում ներդրումային և առևտրական ռիսկերի նվազեցման համար:* Ներդրումային շուկան մշակում է գնային ռիսկի ապահովագրության իր սեփական մեխանիզմը: Այդ մեխանիզմը երկրի անկայուն տնտեսական զարգացման, ֆինանսական և ապրանքային շուկաների պայմաններում թույլ է տալիս նվազագույնի հասցնել ներդրումային և առևտրային ռիսկերը:
7. *Արագացնում է կապիտալի շրջապտույտը, նպաստում տնտեսական գործընթացի ակտիվացմանը, ապահովում ազատ կապիտալի ներգրավումը և կարճ ժամկետում բավարարում տնտեսավարող սուբյեկտների պահանջարկը:*

Ներդրումային շուկան նպաստում է օգտագործվող կապիտալի շրջանառության արագացմանը, որի ամեն մի պարբերաշրջանում կուտակվում է լրացուցիչ ներդրումային շահույթ և ամբողջությամբ ապահովվում երկրի ազգային եկամտի հավելաճը:

Այսպիսով՝ «ներդրումային շուկա» հասկացությունը որոշ չափով համարվում է հավաքական, ընդհանրական: Գործնականում այն բնութագրում է առանձին ներդրումային շուկաներից յուրաքանչյուրի տարբեր հատվածների համընդհանուր համակարգը: Ներդրումային շուկաների ժամանակակից համակարգում առանձնացվում են դրանց տարբեր տեսակները:

### **3. Ներդրումային շուկաների դասակարգումը**

Այժմ դիտարկենք ներդրումային շուկաների դասակարգումը՝ հաշվի առնելով հետևյալ հիմնական հատկանիշները: Այսպես՝

1) ըստ տարբեր տեսակի ներդրումային օբյեկտների.

- իրական ներդրումային օբյեկտների շուկա,
- ֆինանսական ակտիվների շուկա,

2) ըստ շրջանառվող ներդրումային ապրանքների, ֆինանսական ակտիվների ու ծառայությունների տեսակների.

- անշարժ գույքի շուկա,
- կապիտալային ապրանքների շուկա,
- ինովացիոն ապրանքների ներդրումային շուկա,
- իրական ներդրումային ոլորտի ծառայությունների շուկա,
- դրամական գործարքների ներդրումային շուկա,
- ոսկու և մյուս քանկարժեք մետաղների շուկա,
- ֆինանսական ներդրումների ոլորտի ծառայությունների շուկա,

3) ըստ գործողության կազմակերպման ձևերի.

- կազմակերպված (բորսայական) շուկա,
- չկազմակերպված (արտաբորսայական) շուկա,

4) ըստ տարածաշրջանային հատկանիշի.

- տեղական շուկա,
- տարածաշրջանային շուկա,
- ազգային շուկա,
- համաշխարհային շուկա,

5) ըստ գործարքի իրականացման ժամկետայնության.

- գործարքի պայմանի անմիջական իրականացման շուկա (սփոթ շուկա),
- գալիք գործարքների պայմանով շուկա,

6) ըստ ֆինանսական ակտիվների շրջանառության պայմանների.

- առաջնային շուկա,
- երկրորդային շուկա,

7) ըստ ֆինանսական գործիքների շրջանառության ժամկետների.

- փողի շուկա,
- կապիտալի շուկա:

Նշված շուկաները դիտարկենք առանձին-առանձին:

*Իրական ներդրումային օբյեկտների շուկայում որպես առք ու վաճառքի օբյեկտներ հանդես են գալիս բոլոր այն տեսակի ապրանքներն ու ծառայությունները, որոնք ապահովում են տնտեսավարման առանձին սուբյեկտների իրական ներդրումային գործընթացը: Ըստ օպերացիաների ծավալի՝ իրական ներդրումային շուկան համարվում է մեր երկրի զարգացման ժամանակակից փուլի հիմնական տեսակը:*

*Ֆինանսական ներդրումային շուկայում* որպես առջ ու վաճառքի օբյեկտներ են հանդես գալիս բոլոր տեսակի ֆինանսական ակտիվներն ու ծառայությունները՝ ապահովելով տնտեսավարող տարբեր սուբյեկտների ֆինանսական ներդրումային գործընթացը: Ըստ զարգացման տեսանկյունի՝ այս շուկան համարվում է ամենադինամիկը, չնայած ձեռնարկությունների ներդրումային գործառնություններն այստեղ հարաբերականորեն փոքր են:

*Անշարժ գույքի շուկան*, որպես ամբողջական գույքի համալիր, ընդգրկում է ձեռնարկության շրջանառությունը, մասնավորեցման օբյեկտները, որոնք ամբողջությամբ վաճառվում են աճուրդով, մրցույթով կամ գնվում են աշխատավորական կոլեկտիվի կողմից: Մասնավորեցվող օբյեկտների այն մասը, որը սկզբում բաժնեմասնավորեցվում է, այնուհետև իրացվում բաժնետոմսերի ծրարի ձևով, համարվում է ֆինանսական ներդրումների օբյեկտ՝ անավարտ շինարարության արտադրական օբյեկտներ, ձեռնարկության աշխատողների համար բնակարաններ և հողամասեր:

*Կապիտալային ապրանքների շուկան ընդգրկում է* արտադրատեխնիկական նշանակության (արտադրական սարքավորումներ, մեքենա-մեխանիզմներ, կապի ու հաղորդակցության միջոցներ, կոմպլեկտավորող տեխնիկա, շինանյութեր և այլն) և այլ ապրանքների շրջանառությունը:

*Ինովացիոն օբյեկտների ներդրումային շուկայում* առջ ու վաճառքի օբյեկտներ են համարվում գյուտարարության արտոնագրերը, դրանց օգտագործման իրավունքի լիցենզիաները, առևտրային մակնիշները, ապրանքանշանները և այլ իրավունքներ: Այս շուկան ձեռնարկություններին հնարավորություն է տալիս ներդրումային գործունեության ընթացքում ձևավորելու անհրաժեշտ նյութական ակտիվներ:

*Իրական ներդրումների այլ օբյեկտների շուկայում* շրջանառության առարկա են համարվում բոլոր այն ապրանքները, որոնք չեն մտնում վերը նշված շուկաների մեջ, օգտագործվում են ձեռնարկության շրջանառությունից դուրս և շրջանառու գործառնական ակտիվներում:

*Իրական ներդրումային ոլորտի ծառայությունների շուկան ներառում է* այնպիսի ծառայություններ, ինչպիսիք են՝ իրական ներդրումային նախագծերի բիզնես-պլանների նախապատրաստումը, առանձին օբյեկտների նախագծումը, տեխնոլոգիական գործընթացների և շինմոնտաժային աշխատանքների իրականացումը:

*Արժեթղթերի շուկան (ֆոնդային շուկա)* արժեթուղթը թողարկողից ներդրողին հասցնելու և հետագա շրջանառության ընթացքում



վերջիններիս ու բոլոր տեսակի միջնորդների ու սպասարկող կազմակերպությունների միջև առաջացող փոխհարաբերությունների ամբողջությունն է: Միաժամանակ, արժեթղթերի շուկան կապիտալի վերարտադրումն է տնտեսության տարբեր ոլորտներում, դրա վերաբաշխումն ապահովող մեխանիզմն է: Արժեթղթերի շուկայի գործողությունը հնարավորություն է տալիս կարգավորելու շատ տնտեսական գործընթացներ և, առաջին հերթին, ազատ ֆինանսական ռեսուրսների ներդրման գործընթացը: Այս շուկայի գործողության մեխանիզմը թույլ է տալիս իրականացնել ներդրումային գործառնություններ ամենաարագ ձևով և ավելի արդարացի գներով, քան մյուս ներդրումային շուկաներում է:

*Դրամական գործարքների (ակտիվների) ներդրումային շուկան* հիմնականում ներկայացնում է ցպահանջ և ժամկետային դրամական ավանդները: Բացի դրանից, մեր երկրում խիստ ընդգծված արժեզրկման գործընթացները ներդրման օբյեկտ են դարձրել մի շարք երկրների ազատ փոխարկելի կայուն արժույթները: Արժութային շուկայում արտաքին տնտեսական գործառնություններ իրականացնելու համար արտարժույթի ձեռքբերումը ներդրումների կատարում չի համարվում:

*Ոսկու և մյուս թանկարժեք մետաղների (արծաթ, պլատին)* շուկայում առջ ու վաճառքի օբյեկտ են համարվում նշված մետաղները և առաջին հերթին ոսկին: Այստեղ իրականացվում են ֆինանսական ակտիվների ապահովագրության գործառնություններ, ապահովվում է ակտիվների պահուստավորումը միջազգային հաշվարկների գործընթացում անհրաժեշտ արժույթի ձեռքբերման համար, կատարվում են ներդրումային սպեկուլյատիվ գործարքներ: Շուկան բավարարում է նաև այս մետաղների արդյունաբերակենցաղային սպառման պահանջները: Ոսկու շուկայի այսպիսի բազմաբնույթ գործողությունը կապված է այն բանի հետ, որ ոսկին համարվում է ոչ միայն ընդհանուր ճանաչում ստացած ներդրումային ակտիվ և ազատ դրամական միջոցների պահուստավորման ամենաանվտանգ միջոց, այլև արժեքավոր հումքային ապրանք մի շարք արտադրական ձեռնարկությունների համար: Սակայն մեր երկրում ոսկու շուկան չի համարվում զարգացած ներդրումային շուկա:

*Ֆինանսական ներդրումների ոլորտի ծառայությունների շուկա:* Այս շուկայում, որպես շրջանառության օբյեկտ, հանդես են գալիս, ամենից առաջ, միջնորդական ծառայությունները, ինչպես նաև տեղեկատվական և արժեթղթերի գրանցման ու պահպանման ծառայությունները:

*Կազմակերպված (բորսայական) շուկան* ներկայացնում է ապրանքային, ֆոնդային և արժութային բորսաները: Կազմակերպված ներդրումային շուկայում մեկ միասնական տեղում ապահովվում է առաջարկի և պահանջարկի բարձր կենտրոնացումը: Այստեղ առանձին կապիտալային ապրանքների, ֆինանսական ակտիվների ու ներդրումային ծառայությունների համար սահմանվում է զների ամենօրյա, ամենաօբյեկտիվ համակարգ, կատարվում է հիմնական տեսակի արժեթղթերի էմիտենտների ֆինանսական վիճակի ստուգում: Սակայն բորսային առևտուրն ունի առանձին «թույլ տեղեր»: Այստեղ շրջանառվող ներդրումային ապրանքները և ֆինանսական ակտիվների առանձին տարրեր սահմանափակ բնույթ ունեն: Այս շուկան ավելի խիստ կարգավորում է պետությունը՝ փոքրացնելով դրա ճկունությունը, պարտադրելով գործողության բոլոր նորմատիվաիրավական ակտերի կատարումը, մեծացնում է ծախսերը, չի պահպանում խոշոր մասշտաբի գործարքների գաղտնիությունը:

Տարբերվում է նաև *անկազմակերպ շուկա*:

*Տարածաշրջանային ներդրումային շուկան*, գործելով մարզերում, տեղական անկազմակերպ շուկաների հետ միասին ներառում է տարածաշրջանային ապրանքների համակարգը, ֆոնդային ու արժութային բորսաները:

*Ազգային ներդրումային շուկան* ընդգրկում է երկրի ներդրումային շուկաների ամբողջ համակարգը՝ դրանց բոլոր տեսակներով և կազմակերպական ձևերով:

*Պանաշխարհային ներդրումային շուկան* համարվում է համաշխարհային շուկայական համակարգի բաղադրիչ մասը, որը համագործակցում է բաց տնտեսություն ունեցող երկրների ազգային ներդրումային շուկաների հետ:

*Փողի շուկայում* զնվում և վաճառվում են շուկայական ֆինանսական ակտիվները (գործիքներ) և իրականացվում են ներդրումային բոլոր շուկաների ֆինանսական ծառայությունները՝ մինչև մեկ տարի շրջանառության ժամկետով: Ներդրումային շուկաների այս կարճաժամկետ հատվածի գործողությունը ձեռնարկություններին հնարավորություն է տալիս լուծելու ինչպես ընթացիկ վճարումակության ապահովման համար դրամական ակտիվների անբավարարության հիմնախնդիրը, այնպես էլ ժամանակավորապես ազատ դրամական մնացորդների արդյունավետ օգտագործումը: Փողի շուկայում շրջանառվող ֆինանսական ակտիվները համարվում են ամենաիրացվելի, դրանց հատուկ է ներդրումային ռիսկի ամենաիրացվելի մակարդակը և զների ձևավորման հարաբերականորեն պարզ համակարգը: Այդ հատկությունը ապահովում է կարճաժամ-

կետ ֆինանսական ակտիվների ձևավորման ու կառավարման ավելի պարզ ու արդյունավետ գործընթաց:

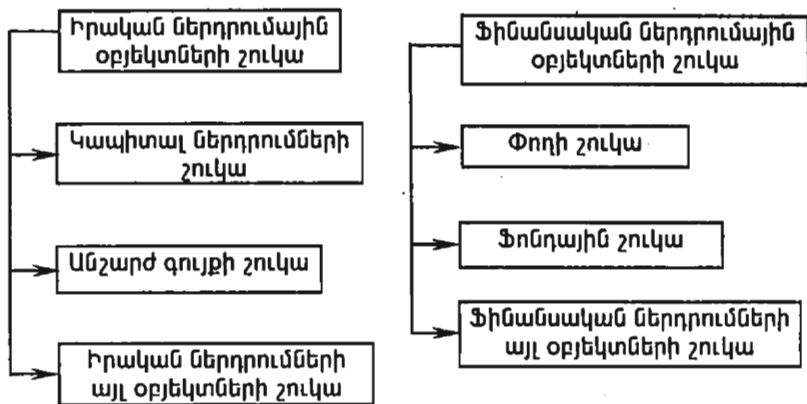
*Կապիտալի շուկայում* գնվում և վաճառվում են մեկ տարուց ավելի շրջանառության ժամկետով ֆինանսական ակտիվներ և մատուցվող ծառայություններ: Կապիտալի շուկայի գործողությունը ձեռնարկություններին հնարավորություն է տալիս ապահովելու ինչպես իրական ներդրումային նախագծերի իրականացման համար ներդրումային ռեսուրսների ձևավորումը, այնպես էլ կատարելու երկարաժամկետ ֆինանսական ներդրումներ: Կապիտալի շուկայում շրջանառվող ֆինանսական ակտիվների իրացվելիությունն փոքր է: Դրանց հատուկ է մեծ ներդրումային ռիսկը և, համապատասխանաբար, ավելի բարձր եկամտաբերությունը:

Ժամանակակից պայմաններում ներդրումային շուկաների ավանդական բաժանումը փողի ու կապիտալի շուկաների ունի պայմանական բնույթ: Այդ պայմանակառուցությունն արտահայտվում է նրանում, որ ժամանակակից շուկայական ներդրումային տեխնոլոգիան շատ ֆինանսական գործիքների էմիտավորման պայմաններում նախատեսում է առանձին կարծաժամկետ ակտիվների վերափոխումը երկարաժամկետի, և ընդհակառակը:

Տարբերակելով ներդրումային շուկաները ըստ տեսակների՝ շրջանառվող ակտիվների ու շրջանառության ժամկետների, պետք է ընդգծել, որ դրանք սերտորեն փոխկապված են և գործում են նույն շուկայական տարածքում: Այսպես, բոլոր տեսակի շուկաները, սպասարկելով տարբեր ֆոնդային և դրամական ակտիվների շրջանառությունը, միաժամանակ համարվում են ինչպես փողի շուկայի, այնպես էլ կապիտալի շուկայի բաղադրամասեր:

Իրական և ֆինանսական կապիտալների տարբերակումն ընկած է ներդրումային շուկայի գործողության երկու հիմնական ձևերի՝ առաջնային (իրական կապիտալի) և երկրորդային (ֆինանսական ակտիվների) շրջապտույտների առանձնացման հիմքում:

Ներդրումների և ներդրումային ապրանքների բազմաձևությունը պայմանավորում է ներդրումային շուկայի բարդ կառուցվածքը, որը կարելի է դասակարգել՝ հիմք ընդունելով տարբեր չափանիշներ: Այդ դասակարգման ընդհանրացնող չափանիշ համարվում է ներդրման հիմնական օբյեկտների առանձնացումը.



Գծ. 1

Այս դասակարգման դեպքում ներդրումային շուկան կարելի է դիտարկել որպես իրական և ֆինանսական օբյեկտների շուկաների ամբողջություն:

#### **4. Ներդրումային շուկայի իրավիճակը և այն բնութագրող ցուցանիշները**

##### **4.1. Ներդրումային առաջարկ և պահանջարկ**

Ներդրումային շուկայի իրավիճակը բնութագրվում է այդ շուկայի կամ դրա առանձին հատվածներում գոյացող առաջարկի ու պահանջարկի հարաբերակցությամբ, գների մակարդակով, մրցակցությամբ և իրացման ծավալը որոշող գործոնների ամբողջությամբ:

Շուկայի ընթացիկ իրավիճակի զարգացման հիմնական միտումների և գալիք իրավիճակի բացահայտման մշտական ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը պայմանավորված է ներդրումային շուկայի պարբերաշրջանային զարգացմամբ և դրա մշտական փոփոխություններով:

Ներդրումային շուկայի իրավիճակային պարբերաշրջանը բաղկացած է 4 փուլերից՝

- վերելք,

- շահադիտական նպատակով իրավիճակային իրարանցում (բոււմ),
- թուլացում,
- անկում:

Ներդրումային շուկայի իրավիճակի վերելքը տեղի է ունենում տնտեսության մեջ գործարար ակտիվության ընդհանուր բարձրացման հետ կապված: Դա արտահայտվում է ներդրումային օբյեկտների պահանջարկի ավելացմամբ, դրանց գների աճով և ներդրումային շուկայի ակտիվացմամբ:

Շահադիտական նպատակով իրավիճակային իրարանցումը (բոււմը) արտահայտվում է ներդրումային շուկայում իրացման ծավալների, ներդրումային օբյեկտների նկատմամբ առաջարկի և պահանջարկի ավելացմամբ, ինչպես նաև պահանջարկի առաջանցիկ աճի դեպքում ներդրումային օբյեկտների գների, ներդրողների և ներդրումային միջնորդների եկամուտների համապատասխան բարձրացմամբ:

Իրավիճակի թուլացումը տեղի է ունենում տնտեսության ընդհանուր անկման արդյունքում՝ ներդրումային ակտիվության անկման դեպքում: Տվյալ փուլը բնութագրվում է ներդրումային օբյեկտների առաջարկի որոշակի ավելցուկի պարագայում դրանց պահանջարկի հարաբերականորեն լրիվ բավարարումով, կայունացումով, իսկ այնուհետև ներդրումային օբյեկտների գների իջեցումով, ներդրողների ու ներդրումային միջնորդների եկամուտների կրճատումով:

Ներդրումային շուկայում իրավիճակի անկումը բնութագրվում է ներդրումային ակտիվության խիստ ցածր մակարդակով, առաջարկի աճի դեպքում ներդրումային օբյեկտների առաջարկի ու պահանջարկի կտրուկ անկումով:

Իրավիճակի անկման փուլում ներդրումային օբյեկտների գները, ինչպես նաև ներդրողների ու ներդրումային միջնորդների եկամուտները իջնում են ամենացածր մակարդակի: Մի շարք դեպքերում ներդրումային գործունեությունը դառնում է վնասաբեր:

Ներդրումային պահանջարկը լինում է *ներուժային* և *իրական*: Ներուժային ներդրումային պահանջարկը տնտեսավարող սուբյեկտների կուտակած խնայողությունների մեծություներն է, որն օգտագործվում է ներդրումների նպատակով: Իրական ներդրումային պահանջարկը բնութագրում է տնտեսավարող սուբյեկտների ներդրումներ կատարելու իրական պահանջները և ներկայացնում է այն ներդրումային ռեսուրսները, որոնք ուղղակիորեն նշանակված են ներդրումային նպատակների համար:

Ներդրումային առաջարկը կազմում է բոլոր ձևերով ներդրումներ կատարելու օբյեկտների ամբողջությունը: Դրանք են. նոր

ստեղծվող և վերակառուցվող հիմնական և շրջանառու միջոցները, արժեթղթերը, գիտատեխնիկական արտադրանքը, գույքային և ինտելեկտուալ իրավունքը:

Ներդրումային գործունեության օբյեկտները ներկայացնում են ներդրումային կապիտալը: Ներդրումային գործունեության կապիտալը և օբյեկտները, հանդես գալով ներդրումային ապրանքների ձևով և գտնվելով ներդրումային շուկայի տարբեր բևեռներում, ստեղծում են ներդրումային առաջարկը և պահանջարկը: Դա դիտարկվում է երկու առումով. որպես ներդրումային կապիտալի շուկա՝ տեղաբաշխելով ներդրողներին, ներդրումային ապրանքների շուկա՝ ներկայացնելով ներդրողների ներդրումային օբյեկտները:

Տվյալ մոտեցումը պայմանավորված է ներդրումների երկակի բնույթով. մի կողմից հանդես գալով որպես ռեսուրս (ներդրումային կապիտալ), մյուս կողմից՝ որպես ներդրում (ներդրումային ապրանքներ), արտահայտում է շուկայի պայմաններն ու ներդրումների առանձնահատկությունները:

Ներդրումների շարժն իրականացվում է ներդրումային կապիտալի շուկայում: Այն բնութագրում է ներդրողների կողմից ներդրումային կապիտալի առաջարկը: Այս դեպքում հանդես է գալիս վաճառողի դերում, իսկ ներդրումային գործունեության սուբյեկտների կողմից ներդրումների նկատմամբ պահանջարկի դեպքում՝ գնորդի դերում:

Ներդրումային կապիտալը կազմում է կապիտալային արժեքների տարր և կարող է ընդունել ինչպես նյութական, այնպես էլ դրամական ձև: Ներդրումային տարաբնույթ բոլոր ձևերն էլ համարվում են կապիտալի կուտակման արդյունք: Ներդրումային կապիտալի շուկայում ներդրումների փոխանակումը տեղի է ունենում՝ ելնելով դրանցից սպասվող հատույցից, որը պետք է գերազանցի ծախսերը:

Ներդրումային ապրանքների շուկան ներկայացնում է ներդրումային գործունեության օբյեկտների փոխանակման պահանջարկ: Ներդրումային պահանջարկ ներկայացնում են ներդրողները՝ հանդես գալով որպես ներդրումային ապրանքների գնորդներ, իսկ առաջարկը ներկայացնում են ներդրումային ապրանքներ արտադրողները կամ ներդրումային գործունեության այլ մասնակիցներ, որոնք համարվում են ներդրողների համար ներդրման օբյեկտներ վաճառողներ:

Ներդրումային ապրանքները, ինչպես նաև ներդրողները, բնութագրվում են դրական տարասեռությամբ: Դրանք գոյություն ունեն նյութական (ֆիզիկական կապիտալ) և դրամական (փող,

նպատակային դրամական ավանդներ, բաժնեմասային արժեթղթեր), ինչպես նաև նյութական-դրամական (հիմնական և շրջառառու կապիտալ, գիտատեխնիկական արտադրանք) ձևերով:

## **4.2. Ներդրումային շուկայի հավասարակշռությունը**

Ներդրումային շուկայի գործողությունն իրականացվում է բազմաթիվ գործոնների ազդեցությամբ:

Ներդրումային շուկայի ընդհանուր իրավիճակը և մասշտաբները որոշող հիմնական գործոնները հանդես են գալիս ամբողջական պահանջարկի և առաջարկի ձևավորումով: Արևմտյան տնտեսագիտության տեսությունը ներդրումներ իրականացնելու հիմնախնդիրը վերլուծելիս ելնում է կատարյալ մրցակցային շուկայի մոդելից, որին հատուկ է առաջարկի և պահանջարկի շարժունակությունը:

Տնտեսագիտական մտքի տարբեր ուղղություններ տնտեսական գործընթացի պատճառահետևանքային կապերի բնույթը միանշանակ չեն սահմանում: Եթե քեյնսյան տեսության ելակետը համարվում է ներդրումային պահանջարկի փոփոխվելը, ապա նորդասական հայեցակարգում որոշիչ դերը տրվում է առաջարկին, այդ թվում՝ ներդրումային ռեսուրսներին:

Ազատ մրցակցության պայմաններում առաջարկի ու պահանջարկի դինամիկան հանդես է գալիս որպես ներդրումային շուկայի ընդհանուր օրինաչափություն: Իրական տնտեսական գործունեության մեջ, մրցակցության սահմանափակության պայմաններում, երբ, շուկայի մենաշնորհից կախված, դրա տարրերի ճկունությունը զգալի չափով նվազում է, այդ օրինաչափությունը դառնում է միտում:

Դիտարկվող օրինաչափությունների վերլուծությունը ենթադրում է ներդրումային շուկայի հավասարակշռությունը ձևավորող և փոփոխող գործողության մեխանիզմների բացահայտում: Ներդրումային պահանջարկը բնութագրվում է բարձր շարժունակությամբ և ձևավորվում է մի շարք գործոնների ազդեցությամբ: Այդ գործոնները պայմանականորեն բաժանվում են մակրո և միկրո տեսակների:

Ներդրումային պահանջարկը որոշող մակրոմակարդակի գործոններ են համարվում՝

- ազգային արդյունքի ծավալը,
- կուտակման մեծությունը,
- բնակչության դրամական եկամուտները,

- ստացվող եկամուտների բաշխումը սպառման և խնայողության,
- գնաճի սպասվող տեմպը,
- վարկային տոկոսադրույթը,
- պետական հարկային քաղաքականությունը,
- ֆինանսական շուկայի պայմանները,
- դրամական եկամուտների փոխանակային կուրսը,
- արտասահմանյան ներդրողների ներգործությունը,
- տնտեսական և քաղաքական իրավիճակը:

Նշվածները դիտարկենք առանձին-առանձին:

Ներդրումային պահանջարկի վրա ներգործող կարևոր մակրոտնտեսական ցուցանիշ է *ազգային արդյունքի ծավալը*։ Դրա ավելացումը՝ այլ հավասար պայմաններում, հանգեցնում է ներդրումային պահանջարկի աճին: Նույն ուղղությամբ է գործում *կուտակման մեծության փոփոխությունը* (բնակչության դրամական եկամուտները): Դրա հետ միասին որոշակի նշանակություն ունեն ոչ այնքան այդ ցուցանիշների բացարձակ չափերը, որքան հարաբերական՝ օգտագործվող ազգային արդյունքի շրջանակներում կուտակման և սպառման հարաբերակցությունը, ստացված եկամտի բաշխումը խնայողության և սպառման: Շուկայական տնտեսության մեջ խնայողություն ասելով հասկացվում է եկամտի սպառման համար չօգտագործվող մասը, որը համարվում է ներդրումային ռեսուրսների աղբյուր: Խնայողության համար նախատեսված իրական ռեսուրսների մեծությունը, որը տնօրինում է տնտեսությունը իր զարգացման ամեն մի փուլում, մեծ չափով կախված է այն բանից, թե *ի՞նչ առաջնայնություն է ընկած արտադրվող արդյունքի բաշխման հիմքում՝ ընթացիկ սպառո՞ւմը, թե՞ կուտակումը*: Իր հերթին՝ խնայողության նորմի փոփոխությունը մեծ չափով ազդում է հասարակական արդյունքի կառուցվածքի տեղաշարժի վրա: Խնայողության նորմի իջեցման դեպքում տեղի է ունենում սպառման աճ և ներդրումների կրճատում, որի արդյունքում կապիտալի դուրսգրումը գերազանցում է ներդրումները: Տնտեսության մեջ խախտվում է հավասարակշռությունը:

Խնայողության նվազեցման չափով արտադրության ծավալը, ներդրումները և սպառումը կրճատվում են, տեղի է ունենում հավասարակշռության վերականգնում ուրիշ տեխնոլոգիական մակարդակում: Ներդրումային աճը որոշակի ժամանակամիջոցում հանգեցնում է արտադրության մեջ կապիտալի կուտակման: Կուտակման և ներդրումների մակարդակները բարձրանում են այնքան, մինչև տնտեսությունը կայունության տեսակետից հասնում է օպտիմալության: Այս դեպքում խնայողության աճի



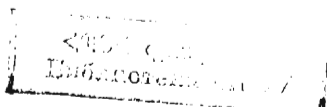
արդյունքում ապահովվում է սպառման ավելի բարձր մակարդակ: Ձարգացած երկրների փորձը ցույց է տալիս, որ այն երկրները, որոնք տնտեսության կառուցվածքային տեղաշարժի հետևանքով ստացվող եկամտի զգալի մասը նպատակաուղղում են խնայողությանը՝ հետևապես տրամադրում են ներդրումներին, մեկ շնչի հաշվով ապահովում են մեծ եկամուտ:

Ներդրումների դինամիկայի վրա նույնաման ներգործություն ունի *բնակչության եկամուտների բաշխումը խնայողությունների և սպառումների*: Խնայողության՝ որպես ներդրումային ռեսուրսի դերը կախված է այնպիսի գործոնների ազդեցությունից, ինչպիսիք են կանխիկ փողի աճող գերակայությունը, ինստիտուցիոնալ համակարգի զարգացումը, որոնց հիմնական մասը չի հասնում կապիտալի կարիք ունեցող ձեռնարկություններին, պետության դերի բարձրացումը, որը հսկում է վարկի մի մասը:

*Ներդրումային պահանջարկի* վրա զգալի ներգործություն ունի *ինֆլյացիայի սպասվող աճը*, որը կհանգեցնի ներդրման արդյունքում ստացվող եկամուտների արժեզրկման:

Բացի դրանից, ինֆլյացիան բացասական ներգործություն է ունենում ներդրումների ծավալի վրա մի շարք ուղղություններով: Երկարաժամկետ առումով, տնտեսական աճը արգելակող շարժիչ ուժի միջոցով սահմանափակվում են արտադրության ընդլայնման գործընթացները, արժեզրկվում են արտադրական ֆոնդերը՝ բոլոր ֆունկցիոնալ ձևերով, շահույթից ինֆլյացիոն հարկազանձումը: Տեղի է ունենում դրամական միջոցների հոսքը արտադրական ոլորտից շրջանառության ոլորտ, կրճատվում են իրական եկամուտները, խնայողությունները և ներքին շուկայի տարողությունը: Դրա համար էլ ինֆլյացիոն տեմպերի աճը, ինչպես նաև ինֆլյացիոն սպասումները արգելակում են ներդրումային ակտիվությունը:

Ձարգացած շուկայական տնտեսության պայմաններում ներդրումային պահանջարկի ձևավորումը կապված է ֆինանսական շուկայի գործողության ու առանձին ներդրողների խնայողությունների ֆինանսական շուկայի գործողության հետ: Առանձին ներդրողների խնայողությունները ֆինանսավարկային համակարգի միջոցով ստեղծում են ներդրումային պահանջարկը: Այս դեպքում հատկապես մեծ դեր ունեն բանկերը, որոնք օգտագործում են ոչ միայն խնայողությունները, այլև շրջանառվող դրամական միջոցները և էմիսիան: Ներդրումների ծավալների ու կառուցվածքի վրա ազդում են ներդրումների պայմանները որոշող ֆոնդային և վարկային շուկաների իրավիճակները: Ներդրումների դինամիկայի վրա էական ազդեցություն ունեն պետության վարած տոկոսային և հարկային քաղաքականությունները: Ներդրումային պահանջարկի



վրա պետական ներգործման կարևոր լծակ է տոկոսային և հարկային դրույքների կարգավորումը: Շահութահարկի կրճատումը, այլ հավասար պայմանների դեպքում, նպաստում է տնտեսավարող սուբյեկտների ներդրումներին ուղղվող կուտակման բաժնի ավելացման: Վարկային տոկոսադրույքը որոշում է ներդրողի փոխառումի իջեցնելու գինը: Տոկոսադրույքի բարձրացումը խթանում է խնայողություններ կատարելու ցանկությունը և միաժամանակ սահմանափակում ներդրումները՝ դարձնելով դրանք անշահութաբեր: *Վարկային տոկոսադրույքի կրճատումը ներդրումներ կատարելը* դարձնում է ավելի շահութաբեր, ապահովում է ներդրումների աճ: Սակայն տոկոսադրույքի իջեցումը՝ որպես ներդրումների ակտիվացման գործոն, ունի օբյեկտիվ սահմաններ, որովհետև տոկոսադրույքի իջեցման որոշակի փուլում ներդրողները գերադասում են կանխիկ փողը (փողը ավելի իրացվելի է կանխիկ ձևով՝ «Քեյնսի իրացվելիության տեսություն»): Այս դեպքում ավելանում է միջոցների օգտագործումը արժեթղթերի սպեկուլյացիայի ոլորտում: Տվյալ պայմաններում, դրա հետ կապված, առաջանում է օպտիմալ տոկոսադրույքի որոշման հիմնախնդիրը, որովհետև տոկոսադրույքի անչափ մեծացումը կամ կրճատումը նվազեցնում է նաև ներդրումային ակտիվությունը: Այսպիսով, տոկոսադրույքի ներգործությունը ներդրումային պահանջարկի վրա միանշանակ չէ:

Ներդրումային պահանջարկի դինամիկայի վրա տոկոսադրույքի ներգործության որոշումը լրիվ չի լինի՝ առանց սպասվելիք շահույթի նորմի հետ դրա հարաբերակցության բացահայտման: Դրա հետ միասին, ներդրումային որոշում կայացնելիս զգալի դեր է խաղում ոչ թե անվանական, այլ իրական տոկոսադրույքը, որովհետև ինֆլյացիայի գործոնը խեղաթյուրում է իրական կողմնորոշիչները և սպասվելիք զուտ շահույթի նորմի հետ վարկային տոկոսադրույքը համեմատելիս, առանց դա հաշվի առնելու, կարող են ճիշտ արդյունքներ չստացվել:

Ներդրումային գործունեության մեջ շահույթը խաղում է երկակի դեր: Մի կողմից դա համարվում է ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուր, իսկ մյուս կողմից՝ ներդրումներ կատարելու նպատակ: Այսպիսով, ներդրումային պահանջարկը գոյանում է բազմաբնույթ և տարբեր գործոններով, որոնք որոշում են դրա ճկունությունն ու դինամիկան:

### **4.3. Ներդրումային առաջարկի ձևավորման առանձնահատկությունները**

Ներդրումային առաջարկի ձևավորումն ունի մի շարք տարբերիչ առանձնահատկություններ: Մի կողմից, որպես ապրանքների առաջարկ, այն պայմանավորված է այնպիսի հիմնական գործոններով, ինչպիսիք են գինը, ինչպես նաև ոչ զնային բաղադրիչները՝ ծախսերը, տեխնոլոգիաների կատարելագործումը, հարկային քաղաքականությունը, սպասումները և մրցակցության մակարդակը: Մյուս կողմից՝ ներդրումային առաջարկը հանդես է գալիս որպես առանձնահատուկ ապրանքային առաջարկ, որովհետև ներդրումային ապրանքները եկամուտ բերելու տարբեր հատկություն ունեն: Դա որոշում է այնպիսի գործոնի որակական առանձնահատկությունը, ինչպիսին է եկամտաբերության նորմը, որից էլ գոյանում է ներդրումային ապրանքի գինը:

Ֆինանսական ակտիվների գների հիմքում ընկած է եկամտաբերության նորմը՝ միջնորդավորելով իրական կապիտալի շարժը: Ներդրումային առաջարկի վրա էական ազդեցություն ունի բանկային համակարգի ղեպաղիտային ավանդների տոկոսադրույքը, որի մեծությամբ են որոշվում տնային տնտեսությունների խնայողությունները:

Ֆոնդային շուկայի զարգացումը և վարկային կապիտալի շուկան համարվում են ներդրումային առաջարկի խթանման կարևոր պայման: Ներդրումային առաջարկը ներդրումային շուկայի գործողության մասշտաբները որոշող հիմնական գործոնն է, որովհետև ազդում է ներդրումային ապրանքների պահանջարկի փոփոխության վրա:

Ներդրումային առաջարկի ու պահանջարկի հաշվեկշռվածության կարելի է հասնել միայն ներդրումային շուկայի ընդհանուր մասշտաբներով: Շուկայական համակարգում դրանց հաշվեկշռվածությունը տեղի է ունենում հավասարակշիռ գներ սահմանելու միջոցով: Հավասարակշիռ գների գործողության մեխանիզմը հատուկ է միայն ազատ մրցակցող շուկային: Այդ մեխանիզմը, առաջարկի ու պահանջարկի հաշվեկշռության համար, ենթադրում է ներդրումային ապրանքների ու գների այնպիսի փոփոխություն, որ ներդրումային շուկայում ապահովվի դիմամիկ հաշվեկշռվածություն, այսինքն՝ մինչև սահմանվեն ներդրումային կապիտալի (ապրանքների) հավասարակշիռ գներ:

Ներդրումային շուկայում հավասարակշիռ գների գործողության մեխանիզմը արտացոլում է ներդրումային ապրանքների առանձնահատկությունները (եկամուտ բերելու հատկությունը): Ներդրում-

ներ անելու մասին տնտեսավարող սուբյեկտների որոշումների հիմքում ընկած է փոքր ծախսումներով ամենամեծ եկամուտ ստանալու ծագումը: Ներդրումային առաջարկի որոշակի կառուցվածքի դեպքում ներդրողները գերակայությունը տալիս են այն ներդրումային ապրանքներին, որոնք ներդրված կապիտալից ապահովում են զուտ շահույթի ամենամեծ նորմը՝ նվազագույն ռիսկի դեպքում: Ներդրումային ապրանքների բարձր շուկայական գինը պայմանավորող եկամուտը ներդրման այդ օբյեկտում ներդրումային կապիտալի զգալի զանգված ուղղելու ազդանշան է ծառայում: Ներդրումային կապիտալի տեղաբաշխումն իր հերթին հանգեցնում է տվյալ ապրանքների առաջարկից ներդրումային պահանջարկի գերազանցման: Տվյալ ներդրումային ապրանքների առաջարկի ավելացման դեպքում դրանց գներն իջնում են: Ուստի տեղի է ունենում ներդրումային կապիտալի հոսք ներդրումային գործունեության ավելի եկամտաբեր ոլորտներ: Դիտարկվող գործընթացը ավարտվում է ներդրումային շուկայում դինամիկ հավասարակշռություն սահմանելով:

Այսպիսով, հավասարակշռությունը զուտ մրցակցային շուկայի պայմաններում ենթադրում է, որ ներդրումներ կատարելու որոշման ընդունումը իրականացվում է պլանավորվող ներդրումների օպտիմալ բաշխման, շահութաբերության հեռանկարային աճին համապատասխան: Իրականում ներդրումային շուկայի կառուցվածքը հեռու է իդեալական մոդել լինելուց:

Զուտ մրցակցության բացակայությունը սահմանափակում է ներդրումային առաջարկի ու պահանջարկի դինամիզմը, փոքրացնում է դրանց հաշվեկշռվածության հնարավորությունը, հետևապես՝ հավասարակշիռ շուկայում գների սահմանումը:

Ներդրումային գործունեության հավանական մասնակիցները հավասար մուտք չունեն ներդրումային շուկա: Նրանց հնարավորությունները տարբերվում են մաև շուկայական գնով ներդրումային ապրանքներ արտահանելիս: Խոշոր խմբաշնորհային (օլիգոպոլ) ներդրողները ավելի բարենպաստ պայմաններում են գտնվում, քան մրցակիցները, որովհետև, հսկելով առաջարկը և գները, նրանք իրենց ծախսերը դնում են սպառողների վրա: Բացի դրանից, իրենց բարձր վարկանիշի շնորհիվ ֆինանսական շուկայի միջոցները նրանք կարող են օգտագործել ավելի արտոնյալ պայմաններում, քան մյուս ֆիրմաները, որոնց սպասվող զուտ շահույթի նորմը կարող է բարձր լինել: Այստեղից հետևում է, որ իրական տնտեսական պրակտիկայում ներդրումային շուկան չի կատարում ներդրումների բաշխման իրական գործառույթ, որոնցից

գոյանում է տնտեսական երևույթների ամբողջությունը ազատ մրցակցության օրենքին համապատասխան:

#### **4.4. Ներդրումային շուկայի իրավիճակը բնութագրող ցուցանիշները**

Ազգային տնտեսության զարգացման պետական ներդրումային քաղաքականության արդյունավետությունը և ներդրումային իրավիճակը բնութագրող հիմնական ցուցանիշները կարելի է ներկայացնել հետևյալ խմբերում.

- ցուցանիշներ, որոնք բնութագրում են ազգային տնտեսության ներդրումային գործունեությունը և պետության ներդրումային քաղաքականությունը,
- ցուցանիշներ, որոնք բնութագրում են ներդրումային շուկայի տարողությունը և դրա ապահովումը,
- ցուցանիշներ, որոնք բնութագրում են անշարժ գույքի և հիմնական միջոցների վիճակը,
- ցուցանիշներ, որոնք բնութագրում են արժեթղթերի շուկայի վիճակը,
- ցուցանիշներ, որոնք բնութագրում են փողի շուկան:

Ազգային տնտեսության ներդրումային գործունեությունը և պետական ներդրումային քաղաքականությունը բնութագրող ցուցանիշներն են.

- 1) համախառն ներքին արդյունքը,
- 2) ազգային եկամտի ծավալը,
- 3) արդյունաբերական արտադրության ծավալը,
- 4) արտադրության և ներդրման զուտ հարկը,
- 5) ապրանքների գների ինդեքսը,
- 6) աշխատանքի վարձատրման նպատակով կատարվող ծախսերը,
- 7) տնտեսության համախառն շահույթը,
- 8) ազգային սպառման վերջնական ծախսերը,
- 9) համախառն ազգային կուտակումը:

Ներդրումային շուկայի տարողությունը և դրա ապահովումը բնութագրող ցուցանիշներն են՝

- 1) կապիտալ ներդրումների ծավալը՝ ընդամենը, այդ թվում՝ արտադրական օբյեկտներով,
- 2) շինմոնտաժային աշխատանքների ծավալը,
- 3) կապիտալ ներդրումների ծավալը բյուջետային միջոցների հաշվին, այդ թվում՝ պետական բյուջեի հաշվին,

- 4) հիմնական միջոցների գործարկում՝ ընդամենը, այդ թվում՝ արտադրական օբյեկտներով,
- 5) ամորտիզացիոն հատկացումները բոլոր ճյուղերում,
- 6) գների ինդեքսը՝ ըստ կապիտալ ներդրումների, այդ թվում՝ շինմոնտաժային աշխատանքների համար,
- 7) տնտեսության մեջ երկարաժամկետ վարկային ներդրումներ: Անշարժ գույքի և հիմնական միջոցների շուկայի իրավիճակը արտահայտող հիմնական ցուցանիշներն են՝

- 1) անշարժ գույքը իրացնող գործող բորսաների և ընկերությունների թվաքանակը,
- 2) անշարժ գույքի առք ու վաճառքի ուղղությամբ գրանցված գործարքների թիվը,
- 3) իրացվող հիմնական միջոցների ծավալը, այդ թվում՝ բնակելի մակերես,
- 4) հիմնական միջոցների վաճառքի ուղղությամբ առաջարկի ծավալը, այդ թվում՝ բնակելի մակերես:

Արժեթղթերի շուկայի իրավիճակը բնութագրող հիմնական ցուցանիշներն են՝

- 1) լիցենզավորված հիմնական բորսաների քանակը,
- 2) կնքված բորսային գործարքների քանակը,
- 3) վաճառված արժեթղթերի քանակը, դրանցից՝ ձեռնարկության բաժնետոմսեր և պետական պարտատոմսեր,
- 4) թողարկված արժեթղթերի քանակը, այդ թվում՝ ձեռնարկությունների, կազմակերպությունների բաժնետոմսեր:

Փողի շուկայի իրավիճակը բնութագրող ցուցանիշներն են՝

- 1) փողի ռեսուրսների վաճառքի ծավալը, այդ թվում՝ դեպոզիտներ, առևտրային վարկեր և միջբանկային վարկեր,
- 2) ապահովագրական վճարումների ծավալը,
- 3) բնակչության ավանդների գումարը,
- 4) միջբանկային վարկերի օգտագործման համար կենտրոնական բանկի տոկոսադրույքները:

Բերված վիճակագրական բացարձակ ցուցանիշների և դիտարկումների տվյալների հիման վրա հաշվարկվում են ներդրումային գործունեության և ազգային տնտեսության ուղղությամբ ներդրումային շուկայի իրավիճակի հարաբերական ցուցանիշները: Այդպիսի ցուցանիշներ են.

1. Ամբողջությամբ ազգային տնտեսության ուղղությամբ ներդրումների տնտեսական արդյունավետության գործակիցը.

$$K_{\text{H3}} = \frac{\Delta H \text{Д}}{K},$$

որտեղ՝  $\Delta H_D$  - երկրի ազգային եկամտի հավելաճն է,

$K$  - կապիտալ ներդրումների ծավալը երկրի տնտեսության զարգացման մեջ:

2. Կապիտալ ներդրումների արդյունավետության գործակիցը արտադրական նշանակության օբյեկտներում.

$$K_{HH} = \frac{\Delta V}{K_H},$$

որտեղ՝  $\Delta V$  - արդյունաբերական արտադրանքի արտադրության ծավալի հավելաճը,

$K_H$  - կապիտալ ներդրումների ծավալը արտադրական նշանակության օբյեկտներում:

3. Կապիտալ ներդրումների աճի տեմպը ( $j_{kb}$ ) ազգային տնտեսության զարգացման մեջ.

$$j_{kb} = \frac{K_a}{K_\delta},$$

որտեղ՝  $K_a$  - վերլուծվող տարվա կապիտալ ներդրումները,

$K_\delta$  - բազիսային տարվա կապիտալ ներդրումները:

4. Կապիտալ ներդրումների իրացման գործակիցը.

$$K_B = \frac{V_B}{K},$$

որտեղ՝  $V_B$  - հիմնական միջոցների (ֆոնդերի) գործարկումը,

$K$  - կապիտալ ներդրումներ:

5. Երկարաժամկետ վարկերի աճի տեմպը ազգային տնտեսության զարգացման մեջ.

$$j_{kp} = \frac{K_\delta^a}{K_\delta^\delta},$$

որտեղ՝  $K_\delta^a$  - երկարաժամկետ վարկերի գումարը տնտեսության զարգացման մեջ,

$K_\delta^\delta$  - բազիսային տարվա երկարաժամկետ վարկերի գումարը:

6. Ձեռնարկությունների և կազմակերպությունների կապիտալ ներդրումների ֆինանսավորման մեջ սեփական և փոխառու միջոցների հարաբերակցությունն արտահայտող գործակից ( $C$ ).

$$C = \frac{A_c}{A_3}$$

որտեղ՝  $A_c$  - ձեռնարկությունների և կազմակերպությունների սեփական միջոցները ամորտիզացիայի հատկացումների և շահույթի հաշվին,

$A_3$  - ձեռնարկությունների և կազմակերպությունների փոխառու միջոցները ներդրումների նպատակով:

Բերված ցուցանիշներից ամեն մեկն ունի իր տնտեսական իմաստային բովանդակությունը: Այսպես՝ ներդրումների տնտեսական արդյունավետության գործակիցը ցույց է տալիս, թե ինչ չափով է աճում ազգային եկամուտը մեկ դրամական միավոր կապիտալ ներդրումների հաշվին:

Կապիտալ ներդրումների իրացման գործակիցը բնութագրում է օբյեկտների գործարկման ապահովումը և հիմնական միջոցների հավելաճը:

Կապիտալ ներդրումների աճի տեմպի և երկարաժամկետ վարկերի ծավալների ավելացումը վկայում է ազգային տնտեսության զարգացման մեջ ներդրումային ակտիվության աճի և երկրի տնտեսության վերելքի մասին: Տնտեսության վերելքի կամ անկման մասին անուղղակիորեն վկայում է նաև կապիտալ ներդրումների ֆինանսական ապահովման մեջ սեփական և փոխառու միջոցների հարաբերակցությունը: Տնտեսության վերելքի փուլերը համապատասխանում են սեփական և փոխառու միջոցների՝ 60÷40 հարաբերակցությանը, իսկ տնտեսության անկումը՝ 40÷60 հարաբերակցությանը:

Երկրի ընդհանուր տնտեսության և ներդրումային շուկայի իրավիճակների միջև գոյություն ունեն անմիջական կապ և փոխադարձ պայմանավորվածություն: Դրա համար էլ ներդրումային շուկայի վերլուծությունը, գնահատումը և կանխատեսումը նշանակում է նաև ազգային տնտեսության ընդհանուր վիճակի ուսումնասիրություն:

Մակրոտնտեսական գործընթացների զարգացման տեսությունից հայտնի է, որ տնտեսությունը այս կամ այն պարբերությամբ և ինտենսիվությամբ անցնում է ճգնաժամի, դեպրեսիայի, աշխուժացման և վերելքի փուլերը:

Տնտեսության մեջ ճգնաժամի սկսվելու հատկանիշ է համարվում արտադրության և ծառայությունների ծավալների կրճատումը: Այդ կրճատումը անմիջապես ազդում է նաև ներդրումներ կատարելու վրա: Ապրանք արտադրողները ստիպված կրճատում են



արտադրության զարգացման նպատակով ներդրումների ծավալը, նրանց ներդրումային ակտիվությունը նվազում է, տեղի է ունենում ներդրումային իրավիճակի թուլացում:

Տնտեսության մեջ ճգնաժամային երևույթների խորացումը հանգեցնում է լճացման, որը բնութագրվում է ոչ միայն արտադրանքի արտադրության անկումով, այլև արտադրության մասնակի կամ նույնիսկ լրիվ դադարեցումով: Տնտեսության լճացման իրավիճակային փուլին հատուկ է շատ ձեռնարկությունների սնանկացումը ինչպես արտադրության, այնպես էլ առևտրի և ծառայությունների ոլորտներում: Այս փուլում տեղի է ունենում ներդրումային շուկայի իրավիճակի խորը անկում: Ներդրումների ծավալը զգալիորեն կրճատվում է, իսկ վերլուծաբանները պետք է փնտրեն հնարավոր «տնտեսական աճի կետը»: Հատկապես այդ հնարավոր կետի ուսումնասիրության հիման վրա, որտեղ ներդրումների տնտեսական արդյունավետությունը բարձր է, կարելի է որոշել տնտեսության ակտիվացման տեղը և ոլորտները: Այս դեպքում պետք է նկատի ունենալ, որ տնտեսության հիմնական ակտիվացումը համարվում է արտադրության որակական ու տեխնիկական նորացումը, նորագույն տեխնիկայի և տեխնոլոգիայի հիման վրա նոր, ավելի արդյունավետ արտադրանքների յուրացումը, որը ապահովում է դրա առաջարկը և մրցակցությունը: Այս փուլում սկսվում է ներդրումների ակտիվության աճը և աստիճանաբար վերականգնվում է ներդրումների ծավալը՝ մինչև կանախատեսվող մակարդակը: Ընդ որում՝ այդ աճը տեղի է ունենում տնտեսության բոլոր ճյուղերում: Տնտեսության վերելքի փուլը բնութագրվում է ներդրումների ծավալի, ներդրումային ռեսուրսների ինտենսիվ պահանջարկի, խոշոր ներդրումային նախագծերի իրականացման և կապիտալի զգալի աճով:

### ***5. Ներդրումային շուկայի մասնակիցները և նրանց խնդիրները***

Ներդրումային շուկայում գործում են տարբեր մասնակիցներ: Նրանց գործառույթները որոշվում են գործունեության նպատակներով և առանձին գործարքներ կատարելու մեջ մասնակցության աստիճանով: Ներդրումային շուկայի հիմնական մասնակիցների կազմը, գործարքների իրականացման ձևից կախված, բնութագրվում է որպես՝ *ուղղակի* և *միջնորդավորված*: Ներդրումային շուկայում գործարքների կնքման սկզբունքային ձևը հաշվի առնելով՝ դրա հիմնական մասնակիցներին բաժանում են 2 խմբի՝

1. ներդրումային ապրանքներ, գործիքներ ու ծառայություններ վաճառողներ և գնորդներ,

2. ներդրումային (ֆինանսական) միջնորդներ:

Բացի ներդրումային շուկայի հիմնական մասնակիցներից, կան նաև բազմաթիվ այլ մասնակիցներ, որոնք իրականացնում են օժանդակ՝ ներդրումային շուկայի հիմնական մասնակիցների և առանձին գործառնությունների սպասարկման գործառնություններ:

Ներդրումային շուկայի մասնակիցների ընդհանուր կազմը հետևյալն է. ներդրումային ապրանքներ և ծառայություններ վաճառողներ ու գնորդներ, որոնք համարվում են ներդրումային շուկայի ուղղակի մասնակիցներ: Այս խմբի հիմնական կազմը որոշվում է այստեղ շրջանառվող ներդրումային ապրանքների բնությամբ:

Իրական ներդրումային օբյեկտների և ապրանքների շուկաներում ներդրումային գործառնությունների հիմնական մասնակիցները համարվում են.

ա) *Իրական ներդրումային օբյեկտներ վաճառողները:* Այդպիսի վաճառողներ են պետական մարմինների լիազորները, որոնք հանդես են գալիս աճուրդի մասով, մրցությամբ կամ մասնավորեցվող ձեռնարկությունները աշխատավորական կոլեկտիվներին վաճառելու ձևով, պետական ձեռնարկությունների սեփականատերերը, ինչպես նաև ձեռնարկությունները և մասնավոր անձինք, որոնք իրականացնում են այս կամ այն տեսակի ներդրումային ապրանքների իրացումը:

բ) *Իրական ներդրումային ապրանքների և օբյեկտների գնորդները:* Դրանք են՝ հոլդինգային ընկերությունները, աշխատավորական կոլեկտիվները, մասնավոր անձինք, ձեռնարկությունները և այլ ներդրողներ, որոնք ներդրումային գործընթացում ապահովում են իրական ներդրումային ապրանքների օգտագործումը:

2. Իրական ներդրման ոլորտի ծառայությունների շուկա: Այս շուկայում, որպես հիմնական ուղղակի մասնակիցներ, հանդես են գալիս կապալառուները: Նրանք ապահովում են իրական ներդրման գործընթացը: Դրանք կոնսալտինգային ֆիրմաներն են, որոնք իրական ներդրումային նախագծերով իրականացնում են շինմոնտաժային աշխատանքներ ու օժանդակ ծառայություններ:

3. Արժեթղթերի շուկա: Այս շուկայում ներդրումային գործառնությունների ուղղակի մասնակիցներ համարվում են.

- թողարկողները,
- ներդրողները,
- պրոֆեսիոնալ միջնորդները,

- առևտրի կազմակերպիչները,
- սպասարկող կազմակերպությունները,
- պետական կարգավորման ու վերահսկման իրավասու մարմինները:

Արժեթղթերի շուկայի հետ առնչություն ունեցող բոլոր անձինք, ըստ այդ շուկայում իրենց զբաղեցրած տեղի, բաժանվում են երեք խմբի.

*Հաճախորդներ:* Այս խմբի մեջ մտնում են ներդրողներն ու թողարկողները, որոնք արժեթղթերի շուկայում չեն զբաղվում պրոֆեսիոնալ գործունեությամբ, այլ օգտվում են դրանից՝ իրենց ֆինանսական խնդիրները լուծելու համար:

*Պրոֆեսիոնալ միջնորդներ:* Այս խմբի մեջ մտնող անձինք, որպես իրենց հիմնական պրոֆեսիոնալ գործունեություն, արժեթղթերի շուկայում մատուցում են միջնորդական ծառայություններ, իրականացնում են արժեթղթերի առքուվաճառք և այլն, որոնց հիմնական նպատակը արժեթղթերի շուկայի հաճախորդների կարիքների բավարարումն է: Արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ միջնորդները, բացի շուկայի հաճախորդների կարիքների բավարարումից, անմիջական հարաբերությունների մեջ են մտնում նաև միմյանց հետ՝ առաջարկելով նույն ծառայությունները միմյանց: Այս խմբում են ընդգրկվում ներդրումային բրոքերները, դիլերները, ներդրումային հիմնադրամները, հավատարմագրային կառավարիչները (թրաստ), մասնագետները, խորհրդատուները և այլն:

*Սպասարկող ենթակառույցներ:* Այս խմբի մեջ մտնող կազմակերպություններն ապահովում են արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների գործունեության համար անհրաժեշտ բոլոր պայմաններն ու արժեթղթերի շրջանառության ընթացքում ծագող փոխադարձ պարտավորությունների կատարումը: Այս խմբում ընդգրկվում են առևտրի կազմակերպիչները (ֆոնդային բորսաներ և արտաբորսայական առևտրի կազմակերպիչներ), հաշվարկային պալատները, քլիրինգային և վերջնահաշվարկի կազմակերպիչները, ավանդատուները, ռեստորավարները:

*Թողարկողները* ֆինանսական միջոցների ներգրավման նպատակով իրենց անունից թողարկում են արժեթղթեր, դրանց ձեռք բերողների առջև կրում են թողարկման պայմաններով նախատեսված պարտավորություններ և արժեթղթերի շուկայում հանդես են գալիս միայն որպես վաճառողներ: Թողարկողը իր արժեթղթերը շրջանառության մեջ դնելուց հետո չի հեռանում շուկայից, այլ մշտապես ներկա է այնտեղ իր ֆինանսատնտեսական հաշվետվություններով, ներդրողների առջև իր պարտավորությունների կատարումով և այլն: Համաձայն ՀՀ օրենսդրության՝ մեր երկրում

արժեթղթեր կարող են թողարկել իրավաբանական անձինք (այլ արժեթղթեր և մուրհակներ կարող են թողարկել նաև անհատ ձեռներեցներն ու իրավաբանական կարգավիճակ չունեցող ձեռնարկությունները), ԴԴ Կառավարությունը՝ ի դեմս ֆինանսների ու էկոնոմիկայի նախարարության, իշխանության տեղական մարմինները:

*Ներդրողները* իրենց ազատ դրամական միջոցների շրջանառությունից եկամուտ ստանալու նպատակով գնում են շրջանառության մեջ մտած արժեթղթերը: Նրանք կարող են դրանք ձեռք բերել նաև իրենց դրամական միջոցների ապահովագրման, իրացվելիության կառավարման, արժեթղթերով պայմանավորված որոշակի իրավունքների տիրապետման և այլ նպատակներով: Եթե արժեթղթերի թողարկման պայմաններում չկան որոշակի սահմանափակումներ, ապա, ըստ ԴԴ օրենսդրության, որպես ներդրողներ ԴԴ տարածքում կարող են օրենքով սահմանված կարգով հանդես գալ ԴԴ կամ օտարերկրյա կառավարման մարմինները, ֆիզիկական անձինք, իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող միջնորդներ:

*Արժեթղթերի պրոֆեսիոնալ միջնորդներ:* Արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ միջնորդներն ապահովում են ներդրողների ու թողարկողների կապը, և առանց նրանց արժեթղթերի շուկան չի կարող գործել: Պրոֆեսիոնալ միջնորդները թողարկողներին, ներդրողներին և արժեթղթերի շուկայի մյուս պրոֆեսիոնալ մասնակիցներին առաջարկում են ֆինանսական ակտիվների ու ծառայությունների շատ լայն տեսականի: Նրանք տարբերակվում են ըստ իրենց կողմից առաջարկվող ֆինանսական ակտիվների ու ծառայությունների առանձնահատկությունների, ֆինանսական ռիսկերի նկատմամբ վերաբերմունքի, եկամտի հիմնական աղբյուրների, պատասխանատվության աստիճանի: Այս խմբին են դասվում ներդրումային բրոքերները, դիլերները:

*Ներդրումային բրոքերները* արժեթղթերի առջուվաճառքի գործարքներում հանդես են գալիս որպես գործակալներ, որոնք հաճախորդի կողմից լիազորվում են երրորդ կողմի հետ կայացվող գործարքներում գործելու իրենց անունից: Բրոքերներն իրենց կամ այլ անձանց անունից իրականացնում են արժեթղթերի առուծախ և ինչպես բորսայական, այնպես էլ արտաբորսայական հաստատություններում ներկայանում են որպես միջնորդներ գնորդների ու վաճառողների միջև: Բրոքերներն իրենց հաճախորդների կամքի ու շահերի արտահայտիչներն են և, կատարելով նրանց պատվերները, չեն դառնում գործարքի առարկա արժեթղթերի սեփականատեր: Բրոքերներն իրականացնում են քաղաքացիաիրավական գործարքներ, հանդես գալով որպես հավատարմատարներ կամ

կոմիսիոներներ, գործում են հանձնարարության և կոմիսիայի պայմանագրի, ինչպես նաև համապատասխան գործարքի վատահագրերի հիման վրա:

*Դիլերները* արժեթղթերով կատարվող գործարքներում հանդես են գալիս որպես պրինցիպալ: *Պրինցիպալները* համարվում են իրենց կողմից կնքվող գործարքների մասնակից, գործում են իրենց հաշվին և իրենց անունից ու գործարքների ժամանակ արտահայտում են իրենց սեփական կամքն ու շահերը: Դիլերը գործարքներ է կնքում անմիջապես արժեթղթերի շուկայի հաճախորդների, բրոքերների, այլ դիլերների և շուկայի ուրիշ պրոֆեսիոնալ միջնորդների հետ:

Որպես ներդրումային գործառնությունների հիմնական տեսակի ուղղակի մասնակիցներ հանդես են գալիս.

ա) *Կրեդիտորները (դեպոզենտներ)*: Նրանք ներդրումային շուկայի սուբյեկտներ են, որոնք վարկեր են տալիս ժամանակավոր օգտագործման համար՝ որոշակի տոկոսի դիմաց: Կրեդիտորների հիմնական գործառույթը համարվում է վարկառուների տարբեր պահանջների բավարարումը ֆինանսական ռեսուրսներով: Շուկայում սովորաբար որպես կրեդիտորներ հանդես են գալիս պետական և առևտրային բանկերը, ինչպես նաև ոչ բանկային ֆինանսավարկային հիմնարկները, ձեռնարկությունները: Դրանք իրականացնում են ամենամեծ ծավալի վարկային գործառնություններ: Ձեռնարկույունը հանդես է գալիս կրեդիտորի դերում՝ իր ազատ դրամական միջոցները ներդնելով համապատասխան ակտիվի մեջ, ստանում ներդրումային եկամուտ վարկային տոկոսի ձևով:

բ) *Վարկառուները*: Նրանք նույնպես համարվում են ֆինանսական շուկայի սուբյեկտ, կրեդիտորներից ստանում են վարկեր դրանց վերադարձման որոշակի երաշխիքի հիման վրա: Ֆինանսական շուկայում որպես դրամական ակտիվների հիմնական վարկառու հանդես են գալիս առևտրային բանկերը և ձեռնարկությունները:

*Արժույթային շուկայում ներդրումային գործառնությունների* հիմնական մասնակիցներ համարվում են.

ա) *Արժույթ վաճառողները*: Արժույթի հիմնական վաճառողներ են պետությունը՝ շուկայում իրացնելով արժույթային պաշարների մի մասը, առևտրային բանկերը, որոնք ունեն արժույթային գործառնություններ կատարելու արտոնագիր, ձեռնարկությունները, որոնք վարում են արտաքին տնտեսական քաղաքականություն, արտահանվող արտադրանքի համար

շուկայում իրացնում են իրենց արժուքային դրամամուտքը: Ֆիզիկական անձինք իրենց մոտ եղած արժույթը իրացնում են արժուքային փոխանակային կետերի լայն ցանցի միջոցով:

բ) *Արժույթ գնողները:* Հիմնական գնորդներն են նույն սուբյեկտները, ինչպես նաև ներդրումային նպատակով վաճառողները:

Ոսկու և այլ թանկարժեք մետաղների շուկայում հիմնական ուղղակի մասնակիցներ են դրանց վաճառողները և գնորդները:

*Ֆինանսական ներդրումների ոլորտում ծառայությունների շուկա:* Այս շուկայում, որպես հիմնական մասնակից, հանդես են գալիս ծառայություններ վաճառողները և գնորդները: Հիմնական գնորդներ համարվում են տնտեսության իրական հատվածի ձեռնարկությունները՝ իրականացնելով ֆինանսական ներդրում: Ներդրումային շուկայի հիմնական մասնակիցներ են նաև բազմաթիվ խմբեր՝ ապահովելով ներդրումային ապրանքների, ֆինանսական ակտիվների ու ծառայությունների գնորդների ու վաճառողների միջև միջնորդական կապ: Ներդրումային մասնակիցների որոշ մասը կարող է հանդես գալ ներդրումային շուկայում գնորդի կամ վաճառողի դերում:

*Մասնակիցներ,* որոնք ներդրումային շուկայում *իրականացնում են օժանդակ գործառույթներ:* Դրանք ենթակառուցվածքների բազմաթիվ սուբյեկտներն են: Ներդրումային շուկայի ենթակառուցվածքների այդ սուբյեկտների կազմում առանձնացվում են.

1. Ապրանքային բորսաները, որոնք համարվում են իրական կապիտալային ապրանքների բորսաների մասնակիցներ, ապահովում են դրանց մեծածախ առքուվաճառքը:
2. Ֆոնդային բորսաներն իրենց կողմից սահմանված որոշակի տեղում և ժամանակահատվածում օրենքով, ենթաօրենսդրական փաստաթղթերով ու ըստ սեփական կանոնակարգի, կազմակերպում են արժեթղթերի և ֆոնդային այլ ապրանքների հրապարակային սակարկություններ և գնանշում:

Ֆոնդային բորսաների հիմնական խնդիրներն են.

- շրջանառության թույլատրվող արժեթղթերի ընտրության չափանիշների և կարգի սահմանումը,
- արժեթղթերի բորսայական առևտրի համար տեղի հատկացումը,
- արժեթղթերի բորսայական հավասարակշռված գնի ձևավորումը,
- ժամանակավորապես ազատ ֆինանսական միջոցների կուտակման և վերաբաշխման կազմակերպումը,

- արժեթղթերի առևտրի հրապարակայնության և թափանցիկության ապահովումը,
- վեճերի լուծման հստակ և անխաթար գործող մեխանիզմի ապահովումը,
- բորսայում կայացված գործարքների կատարման երաշխիքների ապահովումը,
- բորսայական առևտրի կանոնների, անդամակցության և առևտրի մասնակցության չափանիշների, առևտրի մասնակիցների գործունեության ու վարվելակերպի կանոնների սահմանումն ու վերահսկումը,
- բորսայական առևտրի արդյունքների ամփոփումը, արժեթղթերի գնանշումը, համապատասխան տեղեկատվության ապահովումը:

Արժութային շուկան նույն գործառույթն է կատարում, ինչ որ՝ ֆոնդային բորսան, սակայն գործում է համապատասխան արժութային շուկայում՝ համարվելով դրա մասնակիցը:

*Արժեթղթերի դեպոզիտարիաները* (ավանդատու, պահառու) իրենց հաճախորդների (դեպոնենտներ) հետ կնքված պայմանագրերի հիման վրա բացված *դեպո* հաշիվների վարման միջոցով կատարում են նրանց արժեթղթերի պահպանման, դրանց նկատմամբ իրավունքների հաշվառման, արժեթղթերով գործառնությունների իրավունքների վերածնակերպման հաշվարկների և արժեթղթերի փոխանցման պարտավորությունների իրականացման գործառույթները:

*Արժեթղթերի պահպանումը* ավանդատներում կարող է իրականացվել ինչպես կանխիկ՝ թղթային կրիչների, այնպես էլ ոչ կանխիկ՝ էլեկտրոնային գրանցամատյանների օգնությամբ: Արժեթղթերի շրջանառության հետ կապված հաշվարկները ընդգրկում են ինչպես արժեթղթերի, այնպես էլ համապատասխան դրամական միջոցների՝ մի հաշվից մյուսին փոխանցումը կամ կանխիկ հատկացումը:

*Դեպոզիտարիաներն* իրականացնում են նաև իրենց հիմնական գործունեությանն առնչվող մի շարք լրացուցիչ գործառույթներ, որոնցից մասնավորապես կարելի է հիշատակել հետևյալները.

- արժեթղթերի և դրանց սերտիֆիկատների (հավաստագրերի) փորձաքննություն,
- արժեթղթերի և դրանց սերտիֆիկատների ինկասացիա (գանձում),
- արժեթղթերի ռեեստրի վարում,
- պարտավորություններով բեռնվածության վերահսկում և հաշվառում,

- անվանատիրոջ գործառույթների կատարում,
- թողարկողի և ներդրողի միջև միջնորդային գործունեություն վերջիններիս իրավունքների պաշտպանման համար և այլն:

Զարգացած ֆոնդային շուկաներում խստորեն տարանջատվում է դեպոզիտար գործունեությունը ակտիվային գործառույթություններից կամ մեկ կազմակերպությունում դրանց համատեղման անմիջական արգելքի, կամ էլ համապատասխան ստորաբաժանումների պարտադիր երաշխավորված ներքին տեղեկատվական և ադմինիստրատիվ առանձնացման միջոցով: Որպես կանոն, արևմուտքում դեպոզիտարիաները սպասարկում են խոշոր ինստիտուցիոնալ ներդրողների դեպո հաշիվները և նրանց արժեթղթերի շրջանառությունը: *Վերջնական հաճախորդին սպասարկող և նրան պահառու ծառայություններից բացի մի շարք այլ ֆինանսական ծառայություններ* (ներառյալ՝ արժեթղթերով ակտիվային գործառույթություններ, արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարում, հանձնարարությունների կատարում, խորհրդատվություն) մատուցող դեպոզիտարիաները կոչվում են *քաստոդիաներ*:

Ընդհանուր առմամբ, դեպոզիտարիաները հիմնադրվում են բորսաների կամ արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցների կողմից՝ որպես շահույթի նպատակ չհետապնդող ինքնակառավարվող կազմակերպություններ: Արժեթղթերի շուկայի զարգացման, խրախուսման, համակարգային ռիսկերի նվազեցման և շուկայի իրացվելիության բարձրացման նպատակով նոր զարգացող շուկաներում երբեմն դեպոզիտար համակարգի ձևավորման նախաձեռնությամբ հանդես են գալիս նաև պետական իշխանությունները:

*Անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրի վարում*: Ռեեստրավարների հիմնական գործառույթը թողարկողի հետ կնքված համապատասխան պայմանագրերի հիման վրա անվանական տերերի վերաբերյալ տվյալների հավաքումը, գրանցումը, պահպանումը և թողարկողներին ժամանակին ու անսխալ ներկայացումն է: Ռեեստրը որոշակի օրվա դրությամբ թղթային կամ էլեկտրոնային կրիչներում առկա անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի վերաբերյալ տվյալների համակարգ է: Ռեեստրը անհրաժեշտ է թողարկողի կողմից անվանական արժեթղթերի սեփականատերերի նկատմամբ իր պարտականությունների կատարման, ինչպես նաև վերջիններիս իրենց սեփականատիրական իրավունքների պաշտպանման համար: Անվանական արժեթղթերի ռեեստրի վարումը ներդրողների շահերի պաշտպանության ապահովման կարևորագույն համակարգերից մեկն է, որը դադարում է



արդյունավետ գործելուց, երբ թողարկողն ինքն է վարում իր ռեեստրը:

Թողարկողը ռեեստրի վարման պայմանագիր կարող է կնքել միայն մեկ ռեեստրավարի հետ, իսկ ռեեստրավարը կարող է սպասարկել անսահմանափակ քանակությամբ հաճախորդների: *Ռեեստրավարների ծառայություններից օգտվում են* ոչ միայն անվանական արժեթղթերի սեփականատերերը, այլ նաև անվանական սեփականատերերը: Անվանական սեփականատերերը չեն համարվում արժեթղթերի սեփականատեր և, արժեթղթի տիրապետմամբ պայմանավորված, սեփականատիրական իրավունքները կարող են իրացնել միայն արժեթղթի սեփականատիրոջ կողմից համապատասխան լիազորություններ ստանալու դեպքում:

Իրենց հիմնական գործառույթներից բացի, ռեեստրավարները արժեթղթերի շուկայի հաճախորդներին ու պրոֆեսիոնալ մասնակիցներին մատուցում են նաև իրենց հիմնական գործունեության հետ առնչվող մի շարք այլ լրացուցիչ ծառայություններ: Սակայն, ընդհանուր առմամբ, ռեեստրավարն իր գործունեությունը չի կարող համատեղել տնտեսական գործունեության այլ տեսակների հետ:

*Չաշվարկաքլիրինգային կենտրոններ:* Չաշվարկաքլիրինգային կենտրոններն իրականացնում են արժեթղթերի կազմակերպված շուկայի մասնակիցների միջև արժեթղթերի շրջանառությամբ պայմանավորված պարտավորությունների հաշվառումը և փոխադարձ հաշվարկների ու վճարումների կատարումը: Չաշվարկաքլիրինգային կենտրոնների գործունեության հիմնական նպատակը շուկայի մասնակիցների միջև փոխադարձ հաշվարկների ու պարտավորությունների կատարման ծախսերի, ժամանակի ու ռիսկերի նվազեցումն է: Չաշվարկաքլիրինգային կենտրոններն, ընդհանուր առմամբ, իրականացնում են հետևյալ գործառույթությունները.

- արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների միջև փոխադարձ հաշվարկների կատարում,
- արժեթղթերի շուկայում կատարված գործառույթությունների վերաբերյալ տվյալների հավաքում, համեմատում, ճշգրտում և գրանցում,
- հաշվարկների ու փոխանցումների կատարման պայմանների ու ժամկետների սահմանում,
- արժեթղթերի ու համապատասխան դրամական միջոցների փոխանցման հսկողության սահմանում,
- կատարված հաշվարկների և վճարումների հաշվապահական ձևակերպումներ:

Հաշվարկաքլիրինգային կենտրոնները հիմնականում գործում են որպես շահույթի նպատակ հետապնդող կազմակերպություններ, որոնց եկամուտները ձևավորվում են գործարքների գրանցման վարձերից, տեղեկատվության վաճառքի հասույթներից, իրենց տրամադրության տակ եղած դրամական միջոցների շրջանառությունից:

*Տեղեկատվական-խորհրդատվական կենտրոններն* սպասարկում են ներդրումային շուկայի բոլոր մասնակիցներին՝ ինչպես անհատական, այնպես էլ ինստիտուցիոնալ: Դրանք խորհրդատվական, տեղեկատվական ծառայություններ են մատուցում ներդրողներին, թողարկողներին և արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցներին արժեթղթերի թողարկման, շրջանառության ու ներդրումների հետ առնչվող բոլոր հարցերի վերաբերյալ: *Ներդրումային խորհրդատուների ու տեղեկատվական ծառայությունների աշխատանքներն ընդգրկում են.*

- արժեթղթերի շուկայի վերլուծությունն ու համապատասխան տեղեկատվության հրապարակումը,
- ներդրումային ծրագրերի փորձագիտական վերլուծությունն ու մշակումը,
- արժեթղթերի թողարկման և շրջանառության կազմակերպման վերաբերյալ խորհրդատվությունը,
- արժեթղթերի փաթեթի պլանավորման և կառավարման խորհրդատվությունը,
- արժեթղթերի ներդրումային հատկանիշների ուսումնասիրումը և համապատասխան տեղեկատվության ապահովումը:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցների գործունեությունը կարգավորող հիմնական օրենսդրական փաստաթուղթը (1993 թվականից մինչև այժմ) համարվում է «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքը: Ըստ էության, «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքը կարգավորում է ոչ թե արժեթղթերի շուկայում պրոֆեսիոնալ գործունեության առանձին տեսակները, այլ սահմանում է որպես տնտեսավարող սուբյեկտներ արժեթղթերի շուկայում գործող հիմնական պրոֆեսիոնալ մասնակիցների կազմը, բնութագրում է նրանց ու ներկայացնում պահանջները: Սասնավորապես, «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքի 12-14 հոդվածներով սահմանվում են արժեթղթերի շուկայի հետևյալ ինը պրոֆեսիոնալ մասնակիցների կազմը, իրականացվող գործունեության շրջանակները, կազմակերպատիրավական կարգավիճակները (աղյուսակ 1):

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցների կազմը, նրանց կազմակերպահրավական կարգավիճակն ու իրականացվող մասնագիտական գործունեության սահմանումներն՝ ըստ «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքի

Հ/հ	Արժեթղթերի շուկայի պրոֆեսիոնալ մասնակիցները	Կազմակերպահրավական կարգավիճակը	Գործունեության սահմանները
1	2	3	4
1.	Ֆոնդային բորսա (ՖԲ)	Իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող ձեռնարկություն, որը կարող է հիմնադրվել որպես սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերություն (ՍՊԸ) կամ բաժնետիրական ընկերություն (ԲԸ)	Որոշակի տեղում և ժամկետներում իր կողմից սահմանված կանոններով արժեթղթերի հրապարակային սակարկությունների կազմակերպում և արժեթղթերի գնանշում
2.	Ներդրումային ընկերություն	Իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող ձեռնարկություն, որը կարող է հիմնադրվել որպես ՍՊԸ կամ ԲԸ	Արժեթղթերի թողարկում, տեղաբաշխում և վերավաճառք
3.	Ներդրումային հիմնադրամ	Իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող ձեռնարկություն, որը կարող է հիմնադրվել որպես ՍՊԸ կամ ԲԸ	Դրամական միջոցների հավաքագրում և արժեթղթերում այդ միջոցների ներդրում
4.	Թողարկող կազմակերպություն	Իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող ձեռնարկություն	Արժեթղթեր թողարկողի լիազորմամբ արժեթղթերի թողարկման կազմակերպում և իրականացում
5.	Ներդրումային խորհրդատվական գրասենյակ (ՆԽԳ)	Ձեռնարկություն	Արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման և շրջանառության վերաբերյալ խորհրդատվական ծառայություններ
6.	Ներդրումային բրոքերային գրասենյակ (ՆԲԳ)	Ձեռնարկություն	Իր կամ այլ անձանց անունից և հաշվին արժեթղթերի առուծախի իրականացում

7.	Անկախ ներդրումային բրոքեր	Անհատ ձեռներեց	Իր անունից այլ անձանց հաշվին, այլ անձանց անունից վերջինների հաշվին արժեթղթերի առուծախի իրականացում
8.	Անկախ ներդրումային դիլեր	Անհատ ձեռներեց	Իր անունից և իր հաշվին արժեթղթերի առուծախի իրականացում
9.	Լիազորված բանկ	Իրավաբանական անձի կարգավիճակ ունեցող ձեռնարկություն, որը կարող է հիմնադրվել որպես ՍՊԸ կամ ԲԸ (սահմանվում է բանկային օրենսդրությամբ)	Արժեթղթերի վերաբաշխման և վերավաճառքի իրականացում (ըստ բանկային օրենսդրության՝ արժեթղթերի շուկայում կարող է իրականացնել նաև գործունեության այլ տեսակներ)

Ինչպես երևում է վերը բերվածից, «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքով նախատեսված չէ արժեթղթերի շուկային բնորոշ գործունեության մի շարք կարևորագույն տեսակներ իրականացնող սուբյեկտների առկայությունը ՀՀ արժեթղթերի շուկայում՝ պահառու, քլիրինգային կազմակերպություն, հավատարմագրային կառավարիչ, ռեեստրավար:

## ***6. Ներդրումային շուկայի հիմնական ֆինանսական գործիքների բնութագիրը***

Ի տարբերություն իրական ներդրումների, որոնք կապված են ամբողջական գույքային համալիրների շրջանառության, կապիտալային ապրանքների և որոշակի գործառության նշանակության ոչ նյութական ինովացիոն ակտիվների հետ, ֆինանսական ներդրումները կապված են տարբեր բնույթի ֆինանսական գործիքների հետ, որոնք ներդրողներին տալիս են նպատակին հասնելու այլընտրանքային հնարավորություն: Այդպիսի այլընտրանքային հնարավորությունը կապված է առանձին ֆինանսական գործիքների ներդրումային գրավչության հետ: Ֆինանսական գործիքները դրամական արժեք ունեցող շրջանառվող բազմաբնույթ ֆինանսական փաստաթղթեր են, որոնց օգնությամբ ներդրումային շուկայում իրականացվում են գործառնություններ: Ներդրումային

շուկայում շրջանառվող ֆինանսական գործիքները սպասարկում են դրա տարբեր հատվածները և բնութագրվում են մեծ բազմազանությամբ:

*Ըստ ֆինանսական շուկաների տեսակների՝* տարբերվում են դրանք սպասարկող հետևյալ գործիքները.

ա) *Ֆոնդային շուկայի գործիքներ:* Դրանց վերաբերում են այս շուկայում շրջանառվող տարբեր տեսակի արժեթղթերը: Արժեթղթերի կազմը, ըստ դրանց տեսակների, էմիսիայի և շրջանառության, հաստատվում են համապատասխան նորմատիվաիրավական ակտերով:

բ) *Վարկային շուկայի գործիքներ:* Դրանք ներկայացնում են փողի շուկայում շրջանառվող փողերը և հաշվարկային փաստաթղթերը:

գ) *Արժուքային շուկայի գործիքներ:* Դրանցից են՝ տարբեր արտարժույթները, հաշվարկային արժուքային փաստաթղթերը, ինչպես նաև այդ շուկան սպասարկող առանձին տեսակի արժեթղթերը:

դ) *Թանկարժեք մետաղների շուկային* վերաբերում են այն մետաղները, որոնք ձեռք են բերվում ֆինանսական պահուստների՝ գանձակուտակման, ինչպես նաև այդ շուկան սպասարկող և արժեթղթերի ձևավորման նպատակով հաշվարկային փաստաթղթերի միջոցով:

*Ըստ շրջանառության տեսակի՝* առանձնացվում են հետևյալ ֆինանսական գործիքները.

ա) *Կարճաժամկետ՝* մինչև մեկ տարի շրջանառության ժամկետով ֆինանսական գործիքներ: Նման գործիքները բազմաթիվ են և սպասարկում են փողի շուկան:

բ) *Երկարաժամկետ՝* մեկ տարուց ավելի շրջանառության ժամկետով: Այս տեսակի ֆինանսական գործիքներին վերաբերում են, այսպես կոչված՝ անժամկետ ֆինանսական գործիքները, որոնց մարման վերջնական ժամկետը չի սահմանված (օրինակ՝ բաժնետոմսերը): Նման տեսակի ֆինանսական գործիքները սպասարկում են կապիտալի շուկայի գործառնությունները:

*Ըստ ֆինանսական պարտավորությունների բնույթի՝* ֆինանսական գործիքները բաժանվում են հետևյալ տեսակների.

ա) *Գործիքներ՝* կապված հետագա ֆինանսական պարտավորությունների հետ, գործիքներ՝ առանց հետագա պարտավորությունների: Դրանք ներդրումային գործառնությունների իրականացման առարկա են և զնորդին տալու դեպքում վաճառողը լրացուցիչ ֆինանսական պարտավորություններ չունի (օրինակ՝ արժուքային արժեքներ, ոսկի):

բ) *Բաժնեմասային ֆինանսական գործիքներ*: Այս գործիքները բնութագրում են դրանց գնորդների ու վաճառողների միջև վարկային հարաբերություններ և պարտադրում են պարտատուին նախատեսված ժամկետում մարել դրանց անվանական արժեքը և տոկոսի ձևով տրամադրել լրացուցիչ պարգևատրում:

գ) Այս ֆինանսական գործիքները կազմում են դրանց էմիտենտի կանոնադրական ֆոնդի բաժինը և ապահովում համապատասխան եկամտի ստացումը: Նման ֆինանսական գործիքներ են բաժնետոմսերը և ներդրումային սերտիֆիկատները:

*Ըստ գերակայության՝* լինում են *առաջնային ֆինանսական գործիքներ*: Շրջանառության մեջ թողարկում են առաջնային էմիտենտները: Դրանք են՝ բաժնետոմսերը, փոխառությունները, չեկերը, մուրհակները: Նման արժեթղթերը հաստատում են ուղղակի գույքային իրավունք կամ վարկային հարաբերություններ:

*Ըստ եկամտաբերության երաշխավորության մակարդակի՝* ֆինանսական գործիքները բաժանվում են *ֆիքսված (հաստատագրված)* և *անորոշ եկամուտներով* տեսակների:

Հաստատագրված եկամուտներով ֆինանսական գործիքները դրանց մարվելու կամ շրջանառության դեպքում բնութագրվում են եկամտի երաշխավորված մակարդակով՝ անկախ ֆինանսական շուկայում վարկային տոկոսի կամ կապիտալի շահույթի նորմի իրավիճակային տատանումներից:

Անորոշ եկամտով ֆինանսական գործիքները բնութագրում են այն ակտիվները, որոնց եկամտաբերության մակարդակը կարող է փոփոխվել՝ կախված էմիտենտի սովորական բաժնետոմսերի և ներդրումային սերտիֆիկատների ֆինանսական վիճակից կամ ներդրումային շուկայի իրավիճակի փոփոխության հետ կապված:

## **7. Ներդրումային գործընթացի ենթակառուցվածքները**

Շուկայական օբյեկտիվ օրինաչափություններին համապատասխան ներդրումներ կատարելը ենթադրում է զարգացած ֆինանսական շուկայի գործողություն: Ներդրումային և ֆինանսական շուկաների փոխադարձ գործողությունները շուկայական տնտեսության մեջ համարվում են մակրոտնտեսական հավասարակշռության կարևոր պայման: Ֆինանսական շուկան ապահովում է շուկաների սուբյեկտների ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցների կուտակումը և դրանց արդյունավետ, անխափան ու նպատակային օգտագործումը մյուսների կողմից:

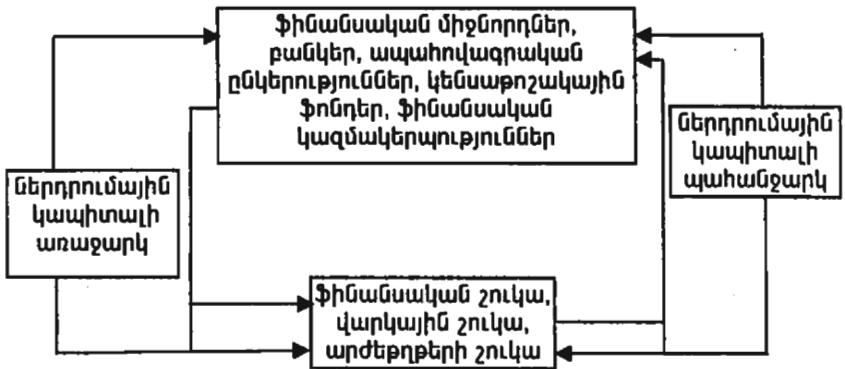
## **7.1. Ներդրումային գործընթացում ֆինանսական միջնորդների տեսակները և դերը**

Ֆինանսական միջնորդների տեսության դրույթների համաձայն՝ ներդրումային ռեսուրսների հիմնական սեփականատերը բնակչությունն է, իսկ հիմնական սպառողները՝ ձեռնարկությունները և կազմակերպությունները: Բնակչության խնայողությունների ներդրումային նշանակությունը վերլուծելիս ընդունված է առանձնացնել կազմակերպված և ոչ կազմակերպված խնայողությունների ձևեր: Կազմակերպված ասելով հասկացվում են այն խնայողությունները, որոնք իրականացվում են բանկերում՝ ավանդների և արժեթղթերի ձևով: Խնայողությունների տվյալ տեսակը իրենից ներկայացնում է դրամական ռեսուրսներ, որոնք հետագայում կուտակվում են ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածներում և կարող են հեշտությամբ վերափոխվել ներդրումների: Անկազմակերպ խնայողությունը առկա արժույթի ձևով խնայողությունն է, որը մնում է բնակչության ձեռքում: Բնակչության տվյալ տեսակի խնայողությունները համարվում են ներուժային ներդրումային ռեսուրս:

Տնային տնտեսությունները չեն համարվում ֆինանսական շուկայի դրամական միջոցների միակ մատակարարները: Ներդրումային կապիտալի աղբյուր կարող են լինել նաև ֆինանսավարկային հաստատությունների սեփական ռեսուրսները, ձեռնարկությունների և կազմակերպությունների, պետության ու արտասահմանյան ներդրողների ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցները:

Ներդրումային պահանջարկի ու առաջարկի իրացումը իրականացնում են ֆինանսական միջնորդները, որոնք ունեն լայն հնարավորություններ տնտեսավարող սուբյեկտների ներդրումային և ֆինանսական պահանջները բավարարելու ուղղությամբ: Ներդրումային ռեսուրսների ներգրավման և արդյունավետ տեղաբաշխման շուկայական մեխանիզմը ենթադրում է ներդրումային գործընթացի զարգացած ենթակառուցվածքների, ներդրողների տարբեր ինստիտուցիոնալ մարմինների առկայություն, համապատասխան շուկայական տնտեսություն:

Ձարգացած երկրների տնտեսությանը հատուկ է բարդ ու բազմաբնույթ հաստատությունների կառուցվածք, որը իրականացնում է ներդրումային ռեսուրսների ներգրավում և հետագայում դրանց ներդրում ձեռնարկատիրական գործունեության մեջ:



Գծ. 2. Ներդրումային կապիտալի շուկայի ֆինանսական միջնորդները

Այս հաստատությունները, հանդես գալով որպես ֆինանսական միջնորդներ, կուտակում են տնային տնտեսությունների և ֆիրմաների առանձին խնայողությունները ներդրումային կապիտալի զգալի զանգվածի մեջ, որոնք այնուհետև տեղաբաշխվում են սպառողների միջև:

Ամենաընդհանուր ձևով ֆինանսական հաստատությունները ներառում են հետևյալ տեսակները՝

- առևտրային բանկեր (ունիվերսալ և մասնագիտացված),
- ոչ բանկային ֆինանսավարկային հաստատություններ (ֆինանսական և ապահովագրական ընկերություններ, կենսաթոշակային ֆոնդեր, գրավատներ, վարկային միություններ և ընկերակցություններ),
- ներդրումային հաստատություններ (ներդրումային ընկերություններ և հիմնադրամներ, ֆոնդային բրոսաներ, ֆինանսական բրոքերներ, ներդրումային խորհրդատուներ և այլն):

Ներդրումային հաստատությունների բոլոր խմբերի համար ընդհանուր բնութագիր է համարվում դրանց կողմից պետության, ֆիրմաների, բնակչության ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցների կուտակումը, հետագայում դրանց ներդրումը տնտեսության մեջ: Դրա հետ միասին, նշված խմբերից ամեն մեկն ունի իր առանձնահատկությունները ինչպես իրեն հատուկ գործառնությունների իրականացման, այնպես էլ ներդրումային ռեսուրսների կուտակման և դրանց հետագա տեղաբաշխման մեջ:



## 7.2. Բանկեր

Ներդրումային զգալի ներուժ է կենտրոնացվում բանկային համակարգի հիմնարկներում, որոնք, ի տարբերություն մյուս բոլոր միջնորդավորող հաստատությունների, տիրապետում են տրանսակցիոն դրամական միջոցների և վարկային էմիսիայի օգտագործման բացառիկ հնարավորությունների: Բանկերը, կուտակելով ժամանակավորապես ազատ դրամական ռեսուրսներ, վարկային համակարգի խողովակներով ամենից առաջ դրանք ուղղում են առանցքային ամենադինամիկ զարգացող հատվածներ և ճյուղեր՝ դրանով իսկ նպաստելով տնտեսության կառուցվածքային վերակառուցմանը:

Բանկային համակարգը համարվում է ներդրումային պահանջարկի բավարարման կարևոր աղբյուր: Ձարգացած շուկայական տնտեսությամբ երկրներում, չնայած ինքնաֆինանսավորման բարձր մակարդակին, այնուամենայնիվ, ներքին դրամական ռեսուրսները չեն բավարարում ներդրումների ընդհանուր պահանջարկը: Այդ խզվածքը հատկապես ակնհայտ է դառնում երկրի տնտեսության մեջ խոշոր կառուցվածքային տեղաշարժեր իրականացնելիս, երբ կտրուկ աճում է ներդրումների նկատմամբ պահանջարկը:

Բանկային համակարգի բազայի հիմքը համարվում են ունիվերսալ առևտրային բանկերը, որոնք բազմագործառության հիմնարկներ են և գործողություններ են կատարում ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածներում: Միաժամանակ, բանկային ծառայությունների մասնագիտացման միտումները նպաստել են մասնագիտացված ներդրումային բանկերի առանձնացմանը:

Ներդրումային բանկերի գործունեության առանձնահատկություններից է դրանց կողմից բաժնետոմսերի, փոխառությունների և այլ արժեթղթերի միջոցով երկարաժամկետ կապիտալի ներգրավումը և տրամադրումը երկարաժամկետ վարկավորման, ինչպես նաև ոչ ֆինանսական ընկերությունների էմիսիոն հիմնադրական գործունեությանը մասնակցության նպատակով<sup>3</sup>:

Ժամանակակից վարկային համակարգում գոյություն ունեն երկու տեսակի ներդրումային բանկեր: Առաջին տեսակի բանկերը իրականացնում են ծառայություններ՝ բացառապես կապված առևտրի և արժեթղթերի տեղաբաշխման հետ, երկրորդ տիպի բանկերը՝ միջին ժամկետային, երկարաժամկետ վարկեր տալու հետ:

<sup>3</sup> Առանձին երկրներում բանկերը, որոնք կատարում են որոշակի գործառույթներ, ունեն *առևտրային գործարար* անվանումը:

Առաջին տեսակի ներդրումային բանկերը տարածում են ստացել Անգլիայում, Կանադայում, ԱՄՆ-ում: Տվյալ տիպի ներդրումային բանկերում, ինչպես հայտնի է, արգելվում է բնակչության և ֆիրմաների ավանդներն ընդունել: Դրանց ռեսուրսները ձևավորվում են սեփական էմիսիոն գործունեության (արժեթղթերի թողարկման) և մյուս ֆինանսավարկային ինստիտուտներից վարկերի ներգրավման հաշվին: Ներդրումային բանկերը հանդես են գալիս որպես երրորդ անձանց արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շրջանառության կազմակերպիչներ, էմիսիայի երաշխավորներ, ֆոնդային գործառնությունները իրականացնելիս կրեդիտորներ և միջնորդներ, գործակալներ՝ ձեռք բերելով ընկերության արժեթղթերի չտեղաբաշխված մասը, ինչպես նաև արժեթղթերի և ֆիրմաների ու կորպորացիաների գործունեության ֆինանսական խորհրդատվությունը:

Առաջին տեսակի ներդրումային բանկերը հիմնականում գործում են արժեթղթերի առաջնային բորսաներում, որոնք իրականացնում են արժեթղթերի տեղաբաշխման միջնորդական գործունեություն: Արժեթղթերի տեղաբաշխման ուղղությամբ, որպես հիմնական մեթոդ, օգտագործվում է անդերրայթինգը (արժեթղթերի ամբողջ թողարկման գնումը՝ հետագայում շուկայում դրա տեղաբաշխումը կազմակերպելու նպատակով), ուղղակի տեղաբաշխումը (որով բանկերը հանդես են գալիս միայն որպես արժեթղթերի վաճառողների և գնորդների խորհրդատուներ), հրապարակային տեղաբաշխումը (երբ ներդրումային բանկերը համարվում են աճուրդի կազմակերպիչներ):

Արժեթղթերի խոշոր թողարկումը կազմակերպելիս ներդրումային բանկերը ստեղծում են սինդիկատներ և կոնսորցիումներ: Ներկայումս առաջին տիպի ներդրումային բանկերը իրենցից ներկայացնում են հզոր ու դինամիկ զարգացող ֆինանսավարկային հաստատություններ:

Երկրորդ տիպի ներդրումային բանկերը զարգացում են ստացել արևմտյան մի շարք զարգացած (Իտալիա, Իսպանիա, Նիդեռլանդներ, Նորվեգիա, Պորտուգալիա, Ֆրանսիա) և զարգացող երկրներում: Այդ բանկերի հիմնական խնդիրը տարբեր հատվածների և տնտեսության ճյուղերի միջնաժամկետ և երկարաժամկետ վարկավորումն է, առաջավոր տեխնոլոգիաների ոլորտում հատուկ նպատակային նախագծերի, ինչպես նաև տնտեսության և սոցիալ-տնտեսական զարգացման կայունացման պետական ծրագրերի իրականացումը: Դրանք, վարկային կապիտալի շուկայում տարբեր գործառնությամբ կուտակելով ֆինանսական իրավաբանական անձանց խնայողությունները, իրականացնում են ֆիրմաների

միջնաժամկետ և երկարաժամկետ վարկավորումը, ներդնում պետական և մասնավոր արժեթղթեր, կատարում են այլ ֆինանսական ծառայություններ:

Պետք է նշել, որ մի շարք երկրներում ներդրումային բանկերը կատարում են գործառույթներ երկու ներդրումային բանկերի համար: Անգլիայում, Կանադայում, ԱՄՆ-ում երկրորդ տեսակի ներդրումային բանկեր գոյություն չունեն, իսկ երկարաժամկետ վարկավորումը իրականացնում են այլ տեսակի ֆինանսավարկային հաստատությունները: Մի շարք երկրներում (Գերմանիա, Ֆինլանդիա, Շվեյցարիա) ներդրումային բանկերի գործառույթները կատարում են առևտրային բանկերում:

Առանձնահատուկ ներդրումային հաստատություն են համարվում հիպոթեկային բանկերը: Դրանք իրականացնում են վարկային գործառնություններ՝ միջոցների ներգրավում և տեղաբաշխում, անշարժ գույքի (հող, շինություններ) երկարաժամկետ գրավադրման միջոցով: Հիմնական գործունեության հետ միասին հիպոթեկային բանկերը կարող են զբաղվել արժեթղթերում միջոցներ ներդնելով, տրամադրել վարկեր արժեթղթերի գրավադրմամբ և իրականացնել այլ ֆինանսական ծառայություններ: Հիպոթեկային բանկերի ռեսուրսները զգալի չափով ձևավորվել են հիպոթեկային փոխառությունների գրավաթղթերի թողարկումից ներգրավված միջոցների հաշվին: Այդ պարտքային պարտավորությունները համարվում են հուսալի, կայուն տոկոսային արժեթղթեր, ապահովված են հիպոթեկային բանկերի վարկերի ամբողջությամբ:

### ***7.3. Ոչ բանկային ֆինանսավարկային հաստատություններ***

Ոչ բանկային ֆինանսավարկային հաստատություններից են գրավատները, վարկային ընկերությունները, վարկային միությունները, փոխադարձ վարկային ընկերությունները, ապահովագրական ընկերությունները, կենսաթոշակային ֆոնդերը, ֆինանսական ընկերությունները:

Գրավատները վարկային հիմնարկներ են, որոնք վարկեր են տալիս շարժական գույքի գրավադրման դիմաց: Ժամանակակից պայմաններում շատ երկրներում գրավատների գործողությանը մասնակցում է պետությունը: Կախված դրանց գործունեության մեջ պետության և մասնավոր կապիտալի մասնակցության աստիճանից՝ առանձնացվում են պետական և առևտրային գրավատներ (մասնավոր և խառը տեսակի):

Գրավատները մասնագիտանում են շարժական գույքի գրավադրմամբ սպառողական վարկեր տալու մեջ: Գործնական կիրառություն ունեն նաև հաճախորդների արժեքների պահպանման, ինչպես նաև կոմիսիոն սկզբունքների հիման վրա գրավադրված գույքի վաճառքի գործառնությունները: Տվյալ գործառնությունները գրավատների կազմակերպական կառույցների առանձնահատկություններից են: Բացի մասնաճյուղերից և բաժանմունքներից, խոշոր գրավատները կարող են ունենալ պահեստների ու խանութների լայն ցանց: Գրավի դիմաց վարկեր ստանալու դեպքում հաճախորդին տրվում է գրավային տոմս, որը գրանցման գրքում ունի համար. դրա դիմաց նշվում են վարկառուի ռեկվիզիտները և գործարքի հիմնական պայմանները: Վարկային գործարքների մեծամասնության ուղղությամբ նախատեսվում է արտոնյալ ժամկետ, որի ավարտումից հետո միայն գույքը կարող է վաճառվել:

Վարկային ընկերությունների կապիտալը ձևավորվում է պարտադիր ընդունման անդամավճարների վճարման և բաժնեմասի գնման միջոցով: Վարկային ընկերությունների հիմնական գործառնություններից են վարկ տալը, կոմիսիոն և միջնորդավորող գործառնությունները:

Վարկային միությունները կոոպերատիվներ են, որոնք կազմակերպում են մասնավոր անձանց խմբերը կամ մանր վարկային կազմակերպություններ: Դրանք հիմնականում երկու տեսակ են լինում:

Առաջին տեսակի վարկային միություններ կազմակերպում են ֆիզիկական անձերի խմբերը՝ միավորվելով պրոֆեսիոնալ կամ տարածաշրջանային հատկանիշներով:

Երկրորդ տեսակի վարկային միությունները ստեղծվում են մի շարք վարկային ընկերությունների կամավոր միավորման ձևով: Վարկային միությունների կապիտալը գոյանում է վարկային միությունների անդամների պարբերաբար վճարումների, ինչպես նաև փոխառություններ թողարկելու միջոցով: Վարկային միությունները իրականացնում են այնպիսի գործառնություններ, ինչպիսիք են՝ ավանդների ներգրավումը, վարկ տալը միության անդամներին, ապրանքամիջնորդային և առևտրային գործառնությունները, խորհրդատվական և աուդիտորական ծառայությունները:

Փոխադարձ վարկային ընկերությունը վարկային կազմակերպության տեսակ է. բնույթով ավելի մոտ է առևտրային բանկերին, սպասարկում է մանր և միջին գործարարներին: Փոխադարձ վարկային ընկերությունների անդամները կարող են լինել ֆիզիկական և իրավաբանական անձինք, ովքեր ձևավորում են ընկերության կապիտալը մուտքային անդամավճարների հաշվին: Փոխադարձ

վարկերի ընկերությունում ընդունող կոմիտեն գնահատում է ընդունվողի վարկունակությունը՝ տալով նրան գույքային ապահովություն և որոշում նրա համար բացվող վարկերի առավել թուլատրելի սահմանը:

Փոխադարձ վարկերի ընկերության նոր անդամը մուծում է նոր բացվող վարկի դիմաց որոշակի տոկոս, որպես բաժնեմասային (փայաբաժնային) անդամավճար, որը պարտավորեցնում է իր պարտքի դիմաց պատասխանատվություն կրել: Փոխադարձ վարկային ընկերությունից դուրս գալու դեպքում մասնակիցը մարում է հիմնական պարտքի գումարը, որից հետո նրան վերադարձվում է ընդունման դիմաց անդամավճարը և դրված գույքը:

Ապահովագրական ընկերությունը, իրացնելով ապահովագրական պոլիսը, բնակչությունից ընդունում է խնայողությունները՝ կարգավորված անդամավճարների ձևով, որոնք այնուհետև ներդրվում են պետական և կոոպերատիվ արժեթղթերում՝ բնակելի շինությունների գրավադրմամբ: Անդամավճարների կարգավորված ներհոսքը, փոխառություններով ապահովագրական ընկերությանը պատկանող տոկոսային եկամուտները և բաժնետոմսերի շահաբաժինները ապահովում են կայուն և խոշոր ֆինանսական պահուստների կուտակում:

Ապահովագրական ընկերություն կարելի է կազմակերպել բաժնետիրական ընկերության կամ փոխադարձ ընկերությունների ձևով: Վերջին դեպքում ապահովագրական պոլիս տիրապետողը համարվում է ֆիրմայի համասեփականատեր: Ապահովագրական պոլիս տիրապետողի անդամավճարների կուտակումը դիտարկվում է որպես փոխադարձ ընկերության բաժին:

Մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերը իրենցից ներկայացնում են իրավաբանական ինքնուրույն ֆիրմաներ՝ կառավարելով ապահովագրական ընկերությունների կամ առևտրային բանկերի տրաստ բաժինները: Դրանց ռեսուրսները ձևավորվում են աշխատողների կարգավորված անդամավճարներից և ֆիրմաների հատկացումներից՝ ստեղծվող կենսաթոշակների, ինչպես նաև արժեթղթերի ֆոնդերին պատկանող եկամուտների հիման վրա: Կենսաթոշակային ֆոնդերը միջոցներ են ներդնում ամենաեկամտաբեր մասնավոր արժեթղթերում, պետական փոխառություններում, անշարժ գույքի մեջ: Դրանք համարվում են ամենախոշոր ինստիտուցիոնալ բաժնետոմսեր տնօրինողները: Այստեղ բաժնետիրական հսկողությունը սովորաբար գերազանցում է ներդրումային և ապահովագրական ընկերությունների նույն ֆիրմաների բաժնետոմսերի կենտրոնացման աստիճանը: Բանկերի իրացվելի ակտիվներում (ընթացիկ ավանդներ, զանձապետական մուր-

հակներ և այլն) ներդրումների բաժինը համեմատաբար բարձր չէ: Կենսաթոշակային ֆոնդերը տարբերվում են կայուն ֆինանսական դրությամբ և կշռադատված ներդրումային ռազմավարությամբ:

Ֆինանսական ընկերությունները մասնագիտանում են հետաձգման ժամկետով սպառողական ապրանքների վաճառքի վարկավորման և սպառողական վարկեր տալու գործում: Ֆինանսական ընկերությունների ռեսուրսների աղբյուր համարվում են շուկայում տեղաբաշխվող սեփական կարճաժամկետ պարտավորությունները և բանկային վարկերը:

#### ***7.4. Ներդրումային հաստատություններ***

Ներդրումային հաստատություններ են ներկայացնում տնտեսավարող սուբյեկտները (կամ ֆիզիկական անձինք), որոնք, որպես բացառություն, գործունեություն են իրականացնում արժեթղթերի շուկայում, թույլ չեն տալիս դրա համատեղումը այլ տեսակի գործունեության հետ: Ներդրումային հաստատություններ են համարվում որոշակի տեսակի հատուկ ֆինանսավարկային հաստատությունները (ներդրումային բանկերը, ներդրումային ընկերությունները, ֆոնդերը), ինչպես նաև ֆոնդային բորսաները, ներդրումային բրոքերները, դիլերները, խորհրդատուները և այլն):

Ներդրումային ընկերությունները ֆինանսավարկային հաստատությունների տարատեսակներ են, որոնք սեփական արժեթղթեր թողարկելու միջոցով կենտրոնացնում են մասնավոր ներդրողների միջոցները և դրանք տեղաբաշխում մյուս թողարկողների արժեթղթերում: Ներդրումային ընկերությունները և ֆոնդերը կարող են թողարկել արժեթղթեր, այդ թվում՝ ներդրումային սերտիֆիկատներ, որոնք տեղաբաշխվում են ֆոնդային շուկայում:

Ներդրումային ընկերությունները միավորումներ են (կոոպերացիաներ), որոնք գործառնություններ են իրականացնում արժեթղթերով և կատարում առևտրային բանկերի մի շարք գործառնություններ: Դրանք կարող են գործել ֆինանսական խմբերի, հոլդինգային և ֆինանսական ընկերությունների տեսքով: Ներդրումային ֆոնդերը հիմնադրվում են բաժնետիրական ընկերությունների ձևով:

Ռեսուրսների ձևավորման մեթոդներից կախված՝ տարբերվում են բաց և փակ ներդրումային ընկերություններ (ֆոնդեր): Բաց տեսակի ներդրումային ընկերություններում բաժնետիրական կապիտալը ստեղծող բաժնետոմսերի թիվը փոփոխվում է բաժնետոմսերի պահանջարկից կախված: Ընկերությունը ցանկացած պահի պատրաստ է թողարկել նոր բաժնետոմսեր կամ տրամադրել

իր բաժնետոմսերն այն անձանց, որոնք ցանկանում են դրանք վաճառել, որն ապահովում է ներդրված ավանդների բարձր իրացվելիությունը: Այդ ընկերությունների բաժնետոմսերը չեն շրջանառվում երկրորդային շուկաներում: Փակ տեսակի ներդրումային ընկերություններում բաժնետիրական կապիտալի մեծությունը հաստատագրված է: Բաժնետոմսերի կուրսը որոշվում է երկրորդային շուկայում գոյացող առաջարկի ու պահանջարկի հարաբերակցությամբ: Ավանդատուներին գրավող ներդրումային ընկերությունների կարևոր առավելությունը համարվում է արժեթղթերի պորտֆելի բազմազանեցման լայն հնարավորությունը, ֆոնդային ակտիվների որակավորված կառավարումը, որը ապահովում է ռիսկերի բաշխումը և ներդրվող միջոցների իրացվելիության բարձրացումը: Մանր և միջին ներդրողները, չտիրապետելով զգալի ազատ դրամական ռեսուրսների, հետևապես չունենալով արժեթղթերի իրենց պորտֆելի բազմազանեցման հնարավորություններ, ձեռք բերելով ներդրումային ընկերության բաժնետոմսեր, հնարավորություն են ստանում օգտագործելու ֆոնդային արժեքների ավելի հաշվեկշռված հավաքակազմ: Վերջին ժամանակներում ներդրումային ընկերությունների բաժնետերերի շրջանում ավելացել է ինստիտուցիոնալ ներդրողների՝ ամենից առաջ ապահովագրական ընկերությունների և կենսաթոշակային ֆոնդերի բաժինը:

### ***7.5. Վարկային և ֆոնդային ներդրման տարբերակները***

Ֆինանսական միջնորդները ներգրավված ներդրումային կապիտալը տեղաբաշխում են տարբեր ձևերով՝ փոխառություններով, բաժնետոմսեր թողարկելով և այլ արժեթղթեր գնելով: Խնայողությունների՝ ներդրումների փոխակերպման տեսակից կախված՝ առանձնացվում է ֆինանսական շուկայի երկու հատված՝ վարկային շուկա, որտեղ դրամական միջոցների փոխանցումը միջնորդավորում են ֆինանսավարկային հաստատությունները և ֆոնդային շուկա: Այստեղ ներդրումային կապիտալի վերաբաշխումն իրականացվում է արժեթղթերի թողարկման և վաճառքի միջոցով: Ներդրումներ կատարելու առաջին տարբերակը նկատելի դեր է խաղում զարգացած տնտեսությամբ երկրներում, որտեղ ֆոնդային և վարկային շուկաների միջոցով տնտեսության ծախսերի ֆինանսավորման մեջ վարկի բաժինը, կախված ֆինանսավորման ծավալների հարաբերակցությունից, տատանվում է 25-30 տոկոսից մինչև 50-60 տոկոսի սահմաններում, և բանկերի պասիվներում

զգալի է բնակչության ավանդների բաժինը: Այսպես, ճապոնիայում դա կազմում է բանկային համակարգի ընդհանուր ռեսուրսների 70 տոկոսը:

Խնայողությունների փոխանցման տվյալ եղանակի գրավչությունը դրանց տերերի համար պայմանավորված է նրանով, որ ապահովում է ներդրումների բարձր իրացվելիություն, հուսալիություն, որովհետև ներդրված միջոցները չվերադարձնելու ռիսկը դրվում է ֆինանսավարկային հաստատությունների վրա:

Ֆոնդային շուկայի մեխանիզմը, որպես շուկայական տնտեսությունում միջոցների ներգրավման կարևոր ձև, ֆիրմաներին թույլ է տալիս կուտակել զգալի ծավալի միջոցներ ավելի երկար ժամկետով: ԱՄՆ-ում ներդրումների տվյալ աղբյուրը կորպորացիայի կապիտալ ներդրումների ընդհանուր ծավալի մեջ կազմում է 18%: Ներդրումներ կատարելու տվյալ մոդելը կարելի է ներկայացնել հետևյալ կերպ. ներգրավել ռեսուրսներ և ներդնել դրանք արտադրական, ֆինանսական և պետական մունիցիպալ մարմինների արժեթղթերում: Այն արդյունավետ է գործում միայն իրական վերարտադրության դեպքում: Այս դեպքում տնտեսության տարբեր ոլորտների միջև միջոցների վերաբաշխումը կատարվում է՝ ելնելով ներդրումների գրավչության շուկայական չափանիշներից, որը թույլատրելի ռիսկի դեպքում նպատակ ունի առավելագույն շահույթ ապահովելու: Բացի դրանից, հենց հատվածներում են առանձնացվում լիդերները, որոնք առաջարկում են ամենահեռանկարային և որակով ապրանքներ: Արդյունքում՝ վերարտադրության տարբեր ստորաբաժանումների միջև պահպանվում է որոշակի հարաբերակցություն, որը արտահայտում է տնտեսավարող սուբյեկտների ներդրումային նախասիրությունը:



## Ամփոփում

Ներդրումային գործընթացը հանդես է գալիս որպես բոլոր ձևերի ու մակարդակների ներդրումների ամբողջական շարժ: Շուկայական տնտեսությունում այն իրականացվում է ներդրումային շուկայի միջոցով: Ներդրումային շուկայի հիմնական բնութագրիչներն են՝ ներդրումային պահանջարկը, ներդրումային առաջարկը, մրցակցության գները: Գործոնների ամբողջությունը, ներդրումային շուկայում որոշելով պահանջարկի, առաջարկի, գների մակարդակների, մրցակցության և իրացման ծավալների հարաբերակցությունը, կոչվում է ներդրումային շուկայի իրավիճակ (կոնյունկտուրա): Ներդրումային շուկան մի կողմից կարելի է դիտարկել որպես ներդրումային կապիտալի շուկա՝ տեղաբաշխելով ներդրողներին, իսկ մյուս կողմից՝ որպես ներդրումային ապրանքների շուկա՝ ներկայացնելով ներդրողների ներդրումային օբյեկտները:

Ներդրումային շուկան ունի բարդ կառուցվածք: Ներդրումային շուկաների դասակարգման ամենաընդհանուր հատկանիշը համարվում է ներդրումային օբյեկտը, ըստ որի առանձնացվում են իրական և ֆինանսական օբյեկտների շուկաներ:

Ներդրումային շուկայի գործողությունը որոշվում է շատ գործոնների ներգործությամբ, որոնցից հիմնականը ամբողջական ներդրումային պահանջարկի ու առաջարկի ձևավորումն է: Ազատ մրցակցության պայմաններում ներդրումային առաջարկը և պահանջարկը բնութագրվում են դինամիզմի բարձր աստիճանով: Ներդրումային պահանջարկը ձևավորվում է մակրոտնտեսական և միկրոտնտեսական գործոնների ազդեցությամբ: Մակրոտնտեսական գործոններից են արտադրության ծավալը, կուտակումների մեծությունը, բնակչության դրամական մեծությունները, ստացվող եկամուտների բաժանումը սպառումների ու խնայողությունների, ինֆլյացիայի սպասվող տեմպը, վարկային տոկոսադրույքը, պետության հարկային քաղաքականությունը, ֆինանսական շուկայի պայմանները, դրամական միավորի փոխանակային կուրսը, արտասահմանյան ներդրողների ներգործությունը, տնտեսական և քաղաքական իրավիճակի փոփոխությունը: Միկրոտնտեսականին վերաբերում են սպասվող շահույթի նորմը, ներդրումների իրականացման ծախսերը, ձեռնարկատերերի սպասելիքները, տեխնոլոգիայի մեջ փոփոխությունները: Ներդրումային առաջարկի ձևավորումը որոշվում է ոչ միայն այն գործոններով, որոնք ներգործում են

ցանկացած ապրանքային առաջարկի վրա, այլ նաև այնպիսի գործոնով, ինչպիսին է եկամտի նորմը՝ դրվելով ներդրումային ապրանքների գների հիմքում: Շուկայական համակարգում ներդրումային պահանջարկի ու առաջարկի հաշվեկշռվածությունը տեղի է ունենում հավասարակշիռ գներ սահմանելու միջոցով:

Ներդրումներ կատարելու շուկայական մեխանիզմը ենթադրում է ներդրումային գործընթացի զարգացած ենթակառուցվածքների առկայություն՝ ներկայացնելով հաստատություններ, ապահովելով ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցների կուտակումը և դրանց արդյունավետ տեղաբաշխումը: Այդ հաստատությունների հիմնական տեսակներ են առևտրային բանկերը, ոչ բանկային ֆինանսավարկային և ներդրումային հաստատությունները:

Ներդրումային ռեսուրսների ներգրավումը և դրանց հետագա տեղաբաշխումը իրականացվում է վարկավորման կամ ֆոնդային տարբերակի ներդրման միջոցով: Առաջին տարբերակի դեպքում դրամական միջոցների փոխանցումը իրականացնում են ֆինանսավարկային հաստատությունները, երկրորդի դեպքում ներդրումային կապիտալի վերաբաշխումը իրականացվում է արժեթղթերի թողարկման և տեղաբաշխման միջոցով: Միջոցների վերաբաշխումը տնտեսական հատվածների միջև տեղի է ունենում՝ ելնելով ներդրումների գրավչության տարբեր չափանիշներից:

## **Տերմիններ և հասկացություններ**

- ներդրումային շուկա
- ներդրումային շուկայի իրավիճակ (կոնյունկտուրա)
- ներդրումային պահանջարկ
- ներդրումային առաջարկ
- ներդրումային ապրանքներ
- ներդրումային ենթակառուցվածքներ
- ֆինանսական միջնորդներ
- առևտրային բանկեր
- գրավատներ
- վարկային ընկերակցություն
- վարկային միություններ
- ապահովագրական ընկերություն
- մասնավոր ներդրումային ֆոնդեր
- ֆինանսական ընկերություններ
- ներդրումային բանկեր
- ներդրումային ընկերություններ և հիմնադրամներ (ֆոնդեր)
- ֆոնդային բորսաներ
- ներդրումային բրոքերներ
- ներդրումային դիլերներ

## **Ինքնաստուգման հարցեր**

1. Ինչպիսի՞ առանձնահատուկ պայմաններում է իրականացվում ներդրումային գործընթացը շուկայական տնտեսությունում:
2. Ի՞նչ է նշանակում «ներդրումային շուկա» հասկացությունը, բացատրել, թե ինչո՞ւ է ներդրումային շուկան դիտարկվում մի կողմից որպես ներդրումային կապիտալի շուկա, իսկ մյուս կողմից՝ որպես ներդրումային ապրանքների շուկա:
3. Բնութագրել «ներդրումային պահանջարկ» և «ներդրումային առաջարկ» հասկացությունները:
4. Բնութագրել ներդրումային շուկայի իրավիճակային պարբերաշրջանի հիմնական փուլերը:
5. Որո՞նք են ներդրումային պահանջարկի վրա ազդող հիմնական գործոնները:

6. Որո՞նք են ներդրումային առաջարկի ձևավորման առանձնահատկությունները:
7. Բնութագրել հավասարակշիռ գների գործողության մեխանիզմը ներդրումային շուկայում:
8. Ինչպիսի՞ն է ներդրումային և ֆինանսական շուկաների փոխադարձ գործողությունը:
9. Ինչպիսի՞ ներդրումային ենթակառուցվածքների հայտնի հաստատություններ կան:
10. Ո՞րն է ներդրումների շուկայական մոդելի էությունը:

## Առաջարկվող գրականության ցանկ

1. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, 1999-2006
2. «Հայաստանում ՕՈՒՆ խոչընդոտող գործոնների հետազոտություն» ծրագրի հաշվետվություն, Երևան, 1999
3. «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքը, 1994
4. Մանուկյան Ռ.Ս., Ներդրումների տնտեսական արդյունավետության գնահատումը, դասախոսության տեքստ, «Տնտեսագետ», Երևան, 2003
5. Մանուկյան Ռ.Ս., Ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորման աղբյուրները և ձևերը, դասախոսության տեքստ, «Տնտեսագետ», Երևան, 2005
6. Анишин В.М., Инвестиционный анализ, Москва, "Дело", 2000
7. Бард В.С., Финансово-инвестиционный комплекс, Теория и практика в условиях реформирования экономики, Москва: Финансы и статистика, 1998
8. Беренс В., Чавранек П., Руководство по оценке эффективности инвестиций, Москва. АОЗТ интерэксперт, 1995
9. Бизнес-план инвестиционного проекта: отечественный и зарубежный опыт. Современная практика и документация; учебное пособие, 5-е изд., перераб. и доп., Ред. В.М.Попова, Финансы и статистика, 2001
10. Вахрин, Финансовый практикум, 2002
11. Виленский П.Л., Лившиц В.Н. и др. Оценка эффективности инвестиционных проектов, учебно-практическое пособие, Москва, 1998
12. Виленский П.Л., Лившиц В.Н. и др., Оценка эффективности инвестиционных проектов, учебно-практическое пособие, Москва, 2001
13. Горемыкин В.А., Бизнес-план, Москва, 2001
14. Дружинин Н.Л., Япония: экономическое чудо, Санкт-Петербург, 2003
15. Ендовицкий, Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности, Москва, 2001
16. Ендовицкий, Комплексный анализ в реальном секторе экономики, Москва, 2003
17. Ендовицкий, Практикум по инвестиционному анализу, Москва, 2003
18. Игошина Л.Л., Инвестиции, Москва, 2000

19. Игошина Л.А., Инвестиции, Москва, 2002
20. Ковалев В.В., Инвестиции, Москва, 2003
21. Ковалев В.В., Практикум по финансовому менеджменту, 2003
22. Крылов Э. и др., Анализ эффективности инвестиционной деятельности предприятия, Москва, 2003
23. Лившиц В.Н., Виленский П.А., Смоляк С.А., Теория и практика оценки инвестиционных проектов в условиях переходной экономики, Москва, Дело, 2000
24. Лоренс Дж. Гитман, Основы инвестирования, Москва, 1999
25. Мелкумов Я.С., Организация и финансирование инвестиций, Учебное пособие, Москва, 2000
26. Евсенко О.С., Инвестиции (в вопросах и ответах), учебное пособие, Москва, 2005
27. Попов В.М., Бизнес-план инвестиционного проекта: отечественный и зарубежный опыт, Москва, Информ-электро, 1995
28. Уильям Ф. Шарп, Годдон Дж., Александр Джефри, В. Бэйли, Инвестиции, Москва, 1997
29. Френк Дж. Фабоцци, Управление инвестициями, Москва, 1999
30. Самсонов, Финансовый менеджмент. Практикум, 2001
31. Земляков Д.Н. и др., Франчайзинг, Москва, 2003
32. Корчагин Ю.А., Инвестиционная стратегия, Ростов на Дону, 2006

## ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

1. Ներդրումային շուկայի էությունը, սկզբունքները .....	3
2. Ներդրումային շուկայի գործառույթները .....	5
3. Ներդրումային շուկաների դասակարգումը .....	6
4. Ներդրումային շուկայի իրավիճակը և այն բնութագրող ցուցանիշները .....	12
4.1. Ներդրումային առաջարկ և պահանջարկ .....	12
4.2. Ներդրումային շուկայի հավասարակշռությունը .....	15
4.3. Ներդրումային առաջարկի ձևավորման առանձնա- հատկությունները .....	19
4.4. Ներդրումային շուկայի իրավիճակը բնութագրող ցուցանիշները .....	21
5. Ներդրումային շուկայի մասնակիցները և նրանց խնդիրները .....	25
6. Ներդրումային շուկայի հիմնական ֆինանսական գործիքների բնութագիրը .....	36
7. Ներդրումային գործընթացի ենթակառուցվածքները .....	38
7.1. Ներդրումային գործընթացում ֆինանսական միջնորդների տեսակները և դերը .....	39
7.2. Բանկեր .....	41
7.3. Ոչ բանկային ֆինանսավարկային հաստատու- թյուններ .....	43
7.4. Ներդրումային հաստատություններ .....	46
7.5. Վարկային և ֆոնդային ներդրման տարբերակները .....	47
• Ամփոփում .....	49
• Տերմիններ և հասկացություններ .....	51
• Ինքնաստուգման հարցեր .....	51
• Առաջարկվող գրականության ցանկ .....	53

# ՄԱՆՈՒԿՅԱՆ ՌԱԶՄԻԿ ՄԱՐԳԱՐԻ

## Ն Ե Ր Դ Ր Ո Ւ Մ Ա Յ Ի Ն Շ Ո Ւ Կ Ա (դասախոսության տեքստ)

Հրատ. խմբագիր՝ Գ.Հովհաննիսյան  
Սրբագրիչ՝ Զ.Հովհաննիսյան

Համակարգչային էջադրումը՝ Ս.Դալոզյանի

Պատվեր՝ 222: Չափս՝ 60×84<sup>1</sup>/<sub>16</sub>:  
2,9 հեղ. մամուլ, 3 հրատ. մամուլ,  
3,5 տպ. մամուլ, 3,25 տպ. պայմ. մամուլ:  
Տպաքանակ՝ 100:

«Տնտեսագետ» հրատարակչություն

---

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