

**ԳՈՐԾԱՆՈՆԱԿԱՆ ԾԱԽՍԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊԱԿԱՆ ՏԱՐԲԵՐ
ՍՈՐԵԼՆԵՐ ՈՒՆԵՑՈՂ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐՈՒՄ**

Ինչպես հայտնի է, բոլոր երկրներն ունեն բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության տարբեր մակարդակ, ինչով էլ պայմանավորված է իրենց՝ արժեթղթերի շուկայի զարգացման տարբեր մակարդակները: Այստեղից հարց է առաջանում, թե ինչն է արժեթղթերի շուկայի զարգացման ցածր մակարդակ ունեցող երկրները չեն ձգտում ներդրողների պաշտպանության պրակտիկայի կատարելագործմանը: Հարցին լիարժեք պատասխանելու համար անհրաժեշտ է քննարկել մի շատ կարևոր հանգամանք, ինչն ինքնին կհանգեցնի առաջադրված հարցի պատասխանին. ինչպե՞ս է զուգակցվում բոլոր գործոն-ազդանշանների ազդեցությունը առանձին երկրների համար՝ նրանք բոլորը գործում են միևնույն մակարդակի վրա, թե՞ մի գործոն-ազդանշանի թույլ ազդեցությունը պատճառ է հանդիսանում մյուսների առավել ուժեղ ազդեցության:

Առաջադրված հարցերին պատասխանելու համար անհրաժեշտ է վերլուծել ֆինանսական շուկաների կազմակերպման մոդելները:

Համաշխարհային տնտեսական համակարգում ձևավորվել են երկու այդպիսի մոդելներ՝ անգլո-ամերիկյան և գերմանական: Ընդ որում, այս մոդելները տարբերվում են ոչ միայն ֆինանսական ինստիտուտների, ֆինանսական գործիքների ձևերով, այլև արժեթղթերի շուկայի զարգացման և սեփականության համակենտրոնացման, ինչպես նաև կառուցվածքի նկատմամբ տարբեր մոտեցումներով¹:

Փորձենք ներկայացնել յուրաքանչյուր մոդելի առանձնահատկությունները:

Անվանումից իսկ ակնհայտ է, որ անգլո-ամերիկյան մոդելը նախ և առաջ բնութագրական է ԱՄՆ-ին և Մեծ Բրիտանիային: Այս համակարգի կարևոր առանձնահատկության ներին կարելի է դասել.

- բազմաթիվ ձեռնարկություններ, որոնց բաժնետոմսերը բորսայում ունեն գնանշումներ,
- բաժնետոմսերի սեփականության իրավունքի հաճախակի փոփոխությունը պայմանավորում է արժեթղթերի շուկայի բարձր իրացվելիության,
- սեփականությունը ցրված է բազմաթիվ սեփականատերերի միջև (գլխավորապես, ինստիտուցիոնալ ներդրողների և ֆիզիկական անձանց),
- շատ բարձր է արժեթղթերի շուկայի դերը ձեռնարկության դրամական ռեսուրսների ներգրավման մեջ՝ ինչպես արժեթղթերի, այնպես էլ փոխառությունների թողարկման ճա նապարհով:

Անգլո-ամերիկյան մոդելի պայմաններում ձեռնարկությունը գտնվում է փոքր ներդրողների ձեռքում, որոնց համար բաժնետոմսերի սեփականությունը հիմնականում կրում է առևտրային բնույթ կամ ուղղված է որոշակի եկամուտի երկարատև ստացմանը: Այդպիսի ներդրողների համար ձեռնարկությունը ղեկավարելու հնարավորությունը երկրորդական նշանակություն ունի: Մենեջերը ձեռնարկության վերահսկողությունից ձգտում է ստանալ հնարավորինս շատ օգուտներ: Ընդ որում, նկատի ունենալով, որ ձեռնարկության ղեկավարման մեջ

¹ ^.

^.. ^xp)^xx)^Բ^ ^օ6^xտ6ռա^xՄ Օռք6ց6ռ36x Փոնցօտեա քեաօ^7 // Բեաօճ ցշոուճ 6)^31`. 2000, ^1, ^ 13-15.

բաժնետեր-սեփականատերերը քիչ են ներգրավված, այս հնարավորությունը գրեթե սահմանափակված չէ:

Մյուս կողմից, անգլո-ամերիկյան մոդելով զարգացած արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության բացահայտման անհրաժեշտությունը, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայում ձեռնարկության մենեջերի շահագրգռվածությունը հանդիսանում են գործոններ, որոնք հետ են պահում մենեջերին սեփական շահերից բխող գործողություններից:

Անգլո-ամերիկյան մոդելի պայմաններում փոխառնված միջոցների կարևորագույն մասը ոչ ֆինանսական ձեռնարկությունները ստանում են փոխառությունների տեղակայման օգնությամբ: Այս ճանապարհը ենթադրում է ֆինանսական միջնորդների (մասնավոր ապահովագրական ընկերություններ, մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդեր, խնայողական բանկեր և այլն) հզոր համակարգ: ԱՄՆ-ում փոխառությունների տեղակայմանը հասնում է ողջ փոխառնված ռեսուրսների մոտ 60%-ը, Կանադայում այս մասնաբաժինը գերազանցում է փոխառնված միջոցների մեկ երրորդը¹:

Գերմանական մոդելը բնորոշ է Եվրոպա մայրցամաքի և Ճապոնիայի տնտեսությոն² ներին: Գերմանական մոդելը բնութագրվում է.

- ոչ մեծ քանակությամբ ձեռնարկություններով, որոնց բաժնետոմսերը սակարկվում են բորսայում,
- գործարքների ոչ մեծ ծավալով, ֆոնդային շուկայի թույլ իրացվելիությամբ,
- կորպորացիաների, ինստիտուտների, առանձին անձանց կամ ընտանիքների, պետոն³ թյան ձեռքերում համակենտրոնացված սեփականությամբ,
- դրամական ռեսուրսների ներգրավման համար արժեթղթերի շուկայի թույլ կիրառմամբ, ինչին փոխարինում է բանկային վարկավորումը:

Իտալիայում և Ֆրանսիայում ձեռնարկությունների բաժնետիրական կապիտալը կենտրոնացված է խոշոր սեփականատերերի ձեռքերում, որոնք միաժամանակ հանդիսանում են ղեկավարության գլուխ կանգնած հարուստ ընտանիքներ: Գերմանիայում 1980-ական թվականների վերջում 200 խոշոր ձեռնարկություններից մոտ 90%-ը ուներ առնվազն մեկ սեփականատեր, որն ուներ 25%-ից ոչ քիչ բաժնետոմս: Այդ նույն ժամանակ Մեծ Բրիտանիայում 200 խոշորագույն ձեռնարկություններից երկու երրորդը չունեի 10%-ից ավել փաթեթով ոչ մի բաժնետեր:

Ավելորդ չէ ևս մեկ անգամ նշել, որ խոշոր սեփականատերերի համար առաջնակարգ կարևորություն ունի ձեռնարկության վերահսկողությունը: Ելնելով իրենց դիրքերից՝ խոշոր փաթեթների տերերը ձեռնարկության մասին փակ տեղեկություն ստանալու հնարավորություն ունեն, ուստի նրանց համար ավելի հեշտ է վերահսկել գործադիր ղեկավարության գործունեությունը առանց տեղեկության հրապարակային բացահայտման ընթացակարգի:

Ֆինանսական համակարգի գերմանական մոդելով երկրներում փոխառված միջոցների հիմնական մասը բաժին է ընկնում բանկային վարկերին: Օրինակ, Ճապոնիայում 1970-1994թթ. ժամանակահատվածում բանկային վարկերը կազմել են ոչ ֆինանսական կորպորացիաների կողմից ներգրավված բոլոր փոխառված միջոցների ավելի քան 3/4-ը: Գերմանիայում այս մասնաբաժինը գերազանցում է փոխառնված ռեսուրսների կեսը³:

¹ Վալտեր Բ., Բացասական, 6. Վ. Գր. ԲոՅՏաշ ԲոՒսաՒոս Փոնճաոսոս բեաճճ և ատաշ սալբՂալե ոբայլՂՂոս» սաշՂ զարտ. – Վ.: ՎՅՈՈ ճւ. ԲՃՈ, 1998, Վ 3.

² Բառետ, յ. 8., Վ37տՂ Ծ ճղոաէտ ճոէա1: ճ Տ7ոէիտոտՂո օղ էիտ 1ոէտաոէիտ31 ՏՂճոոոո: ՎոՂջ Վ3թոՂ / Լոնճոո Տոտաոտոտ Տոոո1. – Լոնճոո: ԼՕՏ, 1992.

³ Վալտեր Բ., Բացասական, 6. Վ. Գր. ԲոՅՏաշ ԲոՒսաՒոս ՓՄճաոսոս բեաճճ և ատաշ սալբՂալե ոբստՂՂոս» ՍՈՅՂՄՄՍՄՍ. – Վ.: ՕՅՈՈ ՃՏՃ ԲՃՏ, 1998, Վ4.

համախառն պարտքի հարաբերությունը ամբողջական ակտիվների նկատմամբ հավասար վեց. 90-ական թվականներին այն տատանվում էր 0.5-0.6-ի շուրջ ¹:

Այսպես, Ֆրանսիայում և Ավստրիայում, որտեղ 1984թ. սեփական մասնաբաժնի կապիտալը նվազագույնն էր, հետագա տարիներին ավելանում էր ավելի արագ, քան մյուս երկրներում (Ֆրանսիայում սեփական միջոցների մասնաբաժինը 10 տարվա ընթացքում ավելացել է 2.3 անգամ)²:

Մյուս կողմից, ԱՄՆ-ում և Մեծ Բրիտանիայում, որտեղ դիտարկվող ժամանակահատվածի սկզբին սեփական միջոցները առանձնակի մեծ դեր էին խաղում, 90-ականների կեսերին նրանց բաժինը նվազեց՝ ավելի մոտենալով միջին բնութագրերին: Ճապոնիայում համախառն պարտքի հարաբերությունը սեփական կապիտալին՝ գնահատված շուկայական գներով, ընդհուպ մինչև 90-ական թվականների սկիզբը շատ թե քիչ նվազում էր:

Ամերիկյան և անգլիական արդյունաբերական ձեռնարկությունների կողմից փոխառված միջոցների ինտենսիվ կիրառումը 20-րդ դարի վերջին քառորդի ընթացքում ուղեկցվում էր կորպորացիաների կողմից իրենց բաժնետոմսերի մասի աստիճանաբար գնումով: ԱՄՆ-ում 1970թ. մինչև 1994թ. բաժնետիրական կապիտալի կրճատումը կազմել է 7.6%, Մեծ Բրիտանիայում՝ 4.6%³:

Սրա հետ մեկտեղ նույնիսկ այնպիսի երկրներում, ինչպիսին Ճապոնիան է, որտեղ մինչև վերջերս մասնավոր երկարաժամկետ արժեթղթերի շուկան զարգացում չէր ստացել, վերջին տարիների ընթացքում արագ ընդարձակվում է կորպորատիվ փոխառությունների թողարկումը: Թերևս նրանց է բաժին ընկնում փոխառված կապիտալի առայժմ համեմատաբար ոչ մեծ մասնաբաժինը, չնայած այն աճել է, և աճման միտումը շարունակվում է:

Այսպիսով, ֆինանսական շուկաների կազմակերպման այս կամ այն մոդելի գործունեության պայմաններում գոյություն ունեն ներդրողների գործառնական ծախսերի սահմանափակման կամ նվազեցման մեխանիզմներ:

Գերմանական մոդելում արժեթղթերի շուկայի թույլ դերը և բաժնետերերի իրավունքի առավել թույլ օրենսդրական պաշտպանությունը փոխհատուցվում են ձեռնարկության մոնիտորինգում սեփականության բարձր կենտրոնացումով և վարկատու բանկերի զգալի դերով:

Հակառակ դրան, անգլո-ամերիկյան մոդելը բնութագրվում է սեփականության ցածր կենտրոնացումով և ձեռնարկության մոնիտորինգում վարկատուների թույլ դերով, ինչը, այնուամենայնիվ, փոխհատուցվում է օրենսդրությունում բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության ավելի բարձր մակարդակով և արժեթղթերի շուկայի զարգացվածությամբ:

Դրանից կարելի է ենթադրություն անել, որ տնտեսական զարգացման միևնույն մակարդակի վրա գտնվող երկրները, որոնք ունեն ֆինանսական շուկաների կազմակերպման տարբեր մոդելներ, ընդհանուր առմամբ բնութագրվում են ներդրողների գործառնական ծախսերի միևնույն մակարդակով: Օրինակ, Գերմանիան և ԱՄՆ-ը տարբերվում են սեփականության համակենտրոնացումով, բանկային վարկավորման մակարդակով, օրենսդրությունում բաժնետերերի և վարկատուների իրավունքների պաշտպանության մակարդակով, արժեթղթերի շուկայի զարգացմամբ:

Մանր բաժնետերերի գործառնական ծախսերի նվազման գործում երկու գործոններից՝ արժեթղթերի շուկայից և սեփականության համակենտրոնացումից, մեկի գերակայության

¹ Կալոս Բ., Բացառ ճ., 6. Դ ցբ. ԲոՅտասշ բո՛սսա՛օա ՓՄ&աօտօա բեաճ& u ատաշ սայբ՝շանև ոբա՛շ՝շոս» Մա6՝աա;Մ. – Կ.: ՕՅՕՈ ՃՏՃ ԲՃՏ, 1998, Կ.4.

² Նույն տեղում, էջ 4:

³ Նույն տեղում, էջ 4-5:

լրացուցիչ վկայություն է հանդիսանում ձայնի իրավունքի արժեքը կամ ապահովագրության գինը (ապահովագիրը) բաժնետիրոջ ձայնի համար:

Գերմանական մոդելով երկրներում մանր բաժնետերերի գործառնական ծախսերի նվազեցման մեջ կարևոր դերը պատկանում է համակենտրոնացված սեփականությանը, ինչը բարձրացնում է ձայնի կարևորությունը և բերում սովորական բաժնետոմսերի հարաբերական թանկացմանը:

Բացի դրանից, ԱՄՆ-ի, Շվեդիայի, Ֆրանսիայի արժեթղթերի շուկաների հետազոտման ձայնի համապատասխան ապահովագիրը պայմանավորված է վերահսկման պայքարում սովորական բաժնետոմսերի պահանջարկով, ինչպես նաև վերահսկողությունից մասնավոր շահույթ ունենալու հնարավորությամբ, օրինակ, աշխատավարձի, թողարկողի կողմից մատակարարողի կամ նրա քվեարկող բաժնետոմսերի տերերի նկատմամբ ավելի արտոնյալ վերաբերմունքի¹:

Քվեարկող բաժնետոմսերի կարևորությունը կախված է նաև վերահսկող կորստից պաշտպանվելու այլընտրանքային մեթոդների առկայությունից՝ մեկ սովորական բաժնետոմսին երկու ձայն տրամադրելու հնարավորությունից և մեկ բաժնետիրոջը տրամադրող ձայների մաքսիմալ քանակի կայացման հնարավորությունից²:

Անգլո-ամերիկյան մոդելի առկայության դեպքում ձայնի կարևորությունը զգալիորեն քիչ նշանակալի է, և ապահովագիրը ձայնի համար ավելի ցածր է, քանի որ.

- բացակայում է պայքարը ձեռնարկությունների վերահսկողության համար,
- սեփականության ցածր համակենտրոնացումը ենթադրում է մանր բաժնետերերի մեծ թիվ առանց խոշոր բաժնետերերի առկայության, ինչը սահմանափակում է ձայնի իրավունքի պահանջարկը,
- գոյություն ունի գործառնական ծախսերը սահմանափակող այլ մեխանիզմ, քան համակենտրոնացված սեփականությունը, օրինակ, արժեթղթերի զարգացած շուկան, բաժնետերերի իրավունքների օրենսդրական պաշտպանությունը:

Այսպիսով, սեփականության համակենտրոնացման բարձր մակարդակը հանդիսանում է արժեթղթերի շուկայի և բաժնետերերի շահերի և իրավունքների օրենսդրական պաշտպանությունը վերահսկելու յուրովի այլընտրանքային մեխանիզմ: Ընդ որում, այս մեխանիզմը արժեթղթերի շուկան ապահովում է դրամական ռեսուրսների ներգրավման այլընտրանքային աղբյուրներով: Օրինակ, հոլդինգների կամ բանկերի ձեռքբերում սեփականության համակենտրոնացման ժամանակ առաջանում է ներքին վարկավորման հնարավորություն: Արժեթղթերի գործիքների մեջ այս դեպքում նախապատվությունը տրվում է արտոնյալ բաժնետոմսերի կամ փոխառություններին:

¹ Վսստ Վոտե՝3ո X. ՎոնՎոլաջ տհա՛տտ ա Դա՛տ: Ճո տաբե՛31 թոՑ1՛Ց օր էհտ Վոէատ բւքաաա: Վո՛ոնջ բթբտ՛ / յոհտոոո Վո1քթոնջ Օօտէհտ Մո՛տտտէ՛. – քլ՛ Յոէքաէ: յոհտոոո Վո1քթոնջ Օօտէհտ Մո՛տտտէ՛, 1998, ք. 6.

² Նոյն տեղում, էջ 26: