

**ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՄՈԴԵԼՆԵՐԻ ՀԱՄԵՄԱՏԱԿԱՆ  
ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ և ԴՐԱՆՑ ՏԵՂԱՅՆԱՑՄԱՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄՆԵՐԸ  
ՀՀ-ՈՒՄ և ԻՒՀ-ՈՒՄ**

**Մասիս Օհանեսի Սարքիս Սարքիսյան  
Հայ-Ռուսական (Սլավոնական) Համալսարանի ասպիրանտ**

Միջազգային պրակտիկայում կորպորատիվ կառավարման հիմնական մոդելներն են ամերիկյանը (դեպի շուկա կողմնորոշում ունեցող երկրներ) և ճապոնականը (դեպի բանկեր կողմնորոշում ունեցող երկրներ), իսկ դրանցից յուրաքանչյուրն ունի իր առանձնահատկությունները (աղյուսակ 1):

**Աղյուսակ 1**

**Կորպորատիվ կառավարման անգլո-ամերիկյան, ճապոնական, մոդելների համեմատական վերլուծությունը<sup>1</sup>**

<b>ԿԿ մոդելները</b>	<b>Առավելություններ</b>	<b>Թերություններ</b>
<b>Ամերիկյան</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ֆիզիկական անձանց մեծ թվով, ինչի արդյունքում բաժնետերերի որևէ խումբ մյուսի նկատմամբ առավելություններ չի ստանում:</li> <li>• Կորպորատիվ արժեթղթերի գերակտիվ շուկա:</li> <li>• Ընկերությունների բարձր կապիտալացումը:</li> <li>• Մինորիտար ներդրողներին հնարավորություն է տրվում ցանկացած պահի վաճառելու իրենց բաժնետոմսերը:</li> <li>• բանկերի կողմից ընկերությունների վերահսկիչ փաթեթին տիրանալը հնարավոր է միայն ֆեդերալ (դաշնային) պահուստային համակարգի տրամադրած հատուկ թույլտվության հիման վրա:</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ամերիկյանը շեշտադրում է հիմնականում սպեկուլյատիվ ներդրողներին, որոնք հետապնդում են կարճաժամկետ շահեր՝ ուշադրություն չդարձնելով ընկերությունների արդյունավետ գործունեությանը:</li> </ul>
<b>Ճապոնական</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• հակամենաշնորհային օրենսդրության:</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ճապոնական մոդելը ենթադրում է վարկային</li> </ul>

<sup>1</sup> Աղյուսակ 1-ը կազմվել է հեղինակի մշակմամբ՝ հիմք ընդունելով G. F. Maassen, An International Comparison of Corporate Governance Models, Ph.D. Series in General Management, Nr. 31: Rotterdam School of Management, 1071 DZ Amsterdam, The Netherlands, 2002, p. 92:

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ճապոնական մոդելի դեպքում ճգնաժամային պայմաններում հովանավորում են իրենց մոտ գրանցված ընկերությունները:</li> </ul>	Ֆինանսավորում՝ աչքաթող անելով ավելի արդյունավետ համարվող և մինորիտար ներդրողների բարձր շահույթներ ապահովող կորպորատիվ արժեթղթերով ֆինանսավորումը:
--	--	---

Ամերիկյան մոդելը գերակայում է ԱՄՆ-ում, Մեծ Բրիտանիայում, Կանադայում և այլ երկրներում: Այս մոդելին բնորոշ է բաժնետիրական կապիտալի մեծ «ցրվածությունը»: Կորպորացիաների կանոնադրական կապիտալը ներկայացված է մասնակիցների, հատկապես՝ ֆիզիկական անձանց մեծ թվով, ինչի արդյունքում բաժնետերերի որևէ խումբ մյուսի նկատմամբ առավելություններ չի ստանում: Ամերիկյան մոդելին բնորոշ մյուս առանձնահատկությունը կորպորատիվ արժեթղթերի գերակտիվ շուկան է և ընկերությունների բարձր կապիտալացումը՝ որպես կառավարիչների գործողությունների արդյունավետ վերահսկողության կարևորագույն մեխանիզմներից մեկը, քանի որ մանր ներդրողներին հնարավորություն է տրվում ցանկացած պահի վաճառելու իրենց բաժնետոմսերը՝ այդպիսով արտահայտելով «անհամաձայնություն» կորպորացիայի ղեկավարության գործունեության նկատմամբ: Ամերիկյան մոդելում բանկերը կատարում են չնչին դեր. դրանք չեն տնօրինում կորպորատիվ բաժնետոմսերը: ԱՄՆ-ի օրենսդրության համաձայն՝ բանկերի կողմից ընկերությունների վերահսկիչ փաթեթին տիրանալը հնարավոր է միայն ֆեդերալ (դաշնային) պահուստային համակարգի տրամադրած հատուկ թույլտվության հիման վրա<sup>1</sup>: Սա նշանակում է, որ ամերիկյան մոդելին հետևող երկրներում ստեղծվել է այնպիսի մի միջավայր, որտեղ ընկերությունների կառավարման գործում զգալի է ոչ միայն խոշոր ներդրողների, այլև մինորիտար բաժնետերերի ազդեցությունը:

ԿԿ հաջորդ մոդելները ճապոնական մոդելն է, երբ մեծ նշանակություն ունեն երկրների օրենսդրությունները, և կարևորվում է բանկերի դերը: Այսպես, ճապոնական հակամենաշնորհային օրենսդրության համաձայն, այս երկրի բանկերին, որոնք ճգնաժամային պայմաններում հովանավորում են իրենց մոտ գրանցված ընկերություններին: Հետևաբար՝ նման մոդել

<sup>1</sup> **Maassen G. F.** An International Comparison of Corporate Governance Models, Ph.D. Series in General Management, Nr. 31: Rotterdam School of Management, 1071 DZ Amsterdam, The Netherlands, 2002, p. 92.

որդեգրած երկրներում կորպորատիվ կառավարման գործում մեծ դեր և նշանակություն ունեն թե՛ դրանց օրենսդրությունները, թե՛ բանկերը, որոնք ճգնաժամային իրավիճակներում կարողանում են նպաստել ընկերությունների գործունեությանը:

Ի թիվս դրականի, այս երկու մոդելն էլ ունեն բացասական կողմեր: Այսպես՝ անգլո-ամերիկյանը շեշտադրում է հիմնականում սպեկուլյատիվ ներդրողներին, որոնք հետապնդում են կարճաժամկետ շահեր՝ ուշադրություն չդարձնելով ընկերությունների արդյունավետ գործունեությանը: Ճապոնական մոդելը ենթադրում է վարկային ֆինանսավորում՝ աչքաթող անելով ավելի արդյունավետ համարվող և ներդրողներին բարձր շահույթներ ապահովող կորպորատիվ արժեթղթերով ֆինանսավորումը:

Չետևաբար՝ կարելի է ասել, որ կորպորատիվ կառավարման առավել արդյունավետ մոդել կարող է համարվել այն, որը կհամադրի մեծաքանակ ներդրողներով՝ զարգացած կապիտալի շուկան և ուժեղ վերահսկողությունը, ինչը նպատակահարմար է զարգացող և անցումային արժեթղթերի շուկա ունեցող երկրների, մասնավորապես՝ ՀՀ և ԻԻՀ համար:

ԿԿ մոդելների մասին ճիշտ պատկերացում կազմելու համար անհրաժեշտ ենք համարում ամերիկյան, ճապոնական, հայկական և պարսկական մոդելների համեմատական վերլուծությունը (աղյուսակ 2):

## Աղյուսակ 2

### Կորպորատիվ կառավարման ամերիկյան, ճապոնական, հայկական և պարսկական մոդելների համեմատությունը<sup>1</sup>

Չափանիշներ	Ամերիկյան մոդել	Ճապոնական մոդել	Հայկական մոդել	Պարսկական մոդել
Բորսայական կապիտալացում	Շատ	Շատ	Քիչ	Քիչ (համեմատաբար)
Բաժնետոմսերի տիրապետում	Ցրված	Կենտրոնացած	Կենտրոնացած	Ցրված
Բաժնետոմսերի սեփականատերերի կազմ	Գերակշռում են ֆիզիկական անձինք	Գերակշռում են իրավաբանական անձինք	Գերակշռում են ֆիզիկական անձինք,	Խառը

<sup>1</sup> Աղյուսակ 2-ը մշակվել է հիմք ընդունելով «Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրները (Հայաստանի Հանրապետության և Իրանի Իսլամական Հանրապետության նյութերով)» ատենախոսության 1.3, 2.1 և 2.2 գլուխներում՝ հեղինակի կողմից կատարված վերլուծությունների արդյունքներից:

			(ընտանեկան բիզնես)	
<b>Բաժնետոմսերի սեփականատերերի վարք</b>	Կարճաժամ- կետ, սպեկուլյա- տիվ	Ոչ կարճաժամկետ, սպեկուլյատիվ	Երկարաժամ- կետ, ինտերվեն- ցիա	Կարճաժամ- կետ, սպեկուլյա- տիվ
<b>Խոշոր բաժնետերերի առկայություն</b>	Հազվադեպ	Երկարաժամ- կետ	Երկարաժամ- կետ	Հազվադեպ
<b>Օտարերկրյա ներդրումներ</b>	Բարձր	Բարձր	Ցածր	Ցածր
<b>Բաժնետերերի փոփոխություն</b>	Հաճախակի	Ոչ Հաճախակի	Ոչ Հաճախակի	Հաճախակի
<b>Կառավարիչների վերահսկողություն բաժնետերերի կողմից</b>	Ցածր	Բարձր	Բարձր (ոչ ֆորմալ)	Ցածր
<b>Բանկերի դերը կառավարման մեջ</b>	Փոքր	Բարձր	Բարձր	Բարձր

Ըստ աղյուսակ 2-ի, ՀՀ-ում ձևավորված կորպորատիվ վերահսկողության համակարգին արտաքուստ բնորոշ են ճապոնական մոդելի առանձնահատկությունները, իսկ ԻԻՀ կորպորատիվ կառավարման մոդելը նման է ամերիկյան մոդելին: Սակայն, ՀՀ-ի դեպքում ֆինանսական ինստիտուտների ոչ բավարար զարգացումը, բաժնետիրական ընկերությունների ցածր ցուցանիշները և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ոչ արդյունավետ գործունեությունը, ի հայտ են բերում մի շարք ինքնատիպ գծեր (աղյուսակ 3):

### Աղյուսակ 3

**Հայկական կորպորատիվ կառավարման մոդելի նմանություններն ու տարբերությունները ամերիկյան ու ճապոնական մոդելների համեմատությամբ**

<b>ԿԿ մոդելներ</b>	<b>Հայկական մոդել</b>	
	<b>Նմանություններ</b>	<b>Տարբերություններ</b>

<p><b>Ամերիկյան</b></p>	<p>Բաժնետիրական կապիտալում գերակշռում է ֆիզիկական անձանց մասնակցությունը:</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ամերիկյան մոդելի հիմքում բաժնետիրական կապիտալում ֆիզիկական անձանց բարձր մասնակցությունը պայմանավորված է շուկայի գերակտիվության հետ:</li> <li>• Հայկական մոդելի դեպքում պայմանավորված է բաժնետոմսերով կատարվող գործարքների մեջ այսպես կոչված «խոշոր» գործարքների տեսակարար կշիռը (block trades), որոնց հետևանքով արտերկրյա ինստիտուցիոնալ ներդրումները բացակայում են:</li> </ul>
<p><b>Ճապոնական</b></p>	<p>Խոշոր բաժնետերերի առկայությունն ու դրանց կազմը հաճախակի չի փոփոխվում:</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ճապոնական մոդելում խոշոր բաժնետերերի դերում հանդես են գալիս բանկերը և դրանք հաճախակի փոփոխման ենթակա չեն, քանի որ դա ծրագրավորված է և միտված ընկերությունների վերահսկողության մակարդակի բարձրացմանը:</li> <li>• Հայկական մոդելի դեպքում սեփականաշնորհման քաղաքականության արդյունքում մինորիտար բաժնետերերը վաճառելով իրենց բաժնետոմսերը խոշոր սեփականատերերին, նպաստել են իրենց սեփականության էլ ավելի կենտրոնացմանը:</li> </ul>
<p><b>Ճապոնական</b></p>	<p>Բաժնետերերի կողմից Կառավարիչների նկատմամբ բարձր վերահսկողություն:</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ճապոնական մոդելում Կառավարիչների վերահսկողությունը պայմանավորված է ՏՀԶԿ սկզբունքների կիրառման հետ և միտված ընկերությունների վերահսկողության մակարդակի բարձրացմանը:</li> <li>• Հայկական մոդելում գերիշխում է այսպես ասած «ընտանեկան սեփականությունը», ինչը ենթադրում է նաև թերացումներ վերահսկողության համակարգում:</li> </ul>

ԻԻՀ-ի դեպքում կորպորատիվ կառավարման մոդելը ավելի նման է ամերիկյանին, մասնավորապես՝ բաժնետիրական կապիտալի ցրվածություն, կորպորատիվ վերահսկողության մեջ կառավարիչների

վերահսկողության թույլ համակարգ: Սակայն, ԻԻՀ բաժնետիրական ընկերությունների գործունեության մեջ առկա են մի շարք առանձնահատկություններ (աղյուսակ 4):

**Աղյուսակ 4**

**Պարսկական կորպորատիվ կառավարման մոդելի նմանություններն ու տարբերությունները ամերիկյան ու ճապոնական մոդելների համեմատությամբ**

ԿԿ մոդելներ	Պարսկական մոդել	
	Նմանություններ	Տարբերություններ
<b>Ամերիկյան</b>	Վարձու կառավարիչների գործունեության նկատմամբ կիրառվում է ցածր վերահսկողություն:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ամերիկյան մոդելի հիմքում վարձու կառավարիչների գործունեության նկատմամբ իրականացվում է ցածր վերահսկողություն: Քանի, որ վերահսկողությունը անուղակի կերպով իրականացվում է մինորիտար բաժնետերերի կողմից:</li> <li>• Պարսկական մոդելի դեպքում՝ երկրում կառավարման համակարգի անարդյունավետ գործունեությամբ:</li> </ul>
<b>Ամերիկյան</b>	Ֆիզիկական անձանց բարձր մասնակցությունը:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ամերիկյան մոդելում բորսաներում ֆիզիկական անձանց բարձր մասնակցությունը պայմանավորված է բաժնետոմսերի շուկայի գերակտիվ լինելու հետ:</li> <li>• ԻԻՀ-ում դա կրում է քաղաքական բնույթ՝ կապված տնտեսության և քաղաքականության մասին ձևավորված բացասական կարծիքի, միջազգային պատժամիժոցների կիրառման հետ, որոնց հետևանքով արտերկրյա ինստիտուցիոնալ ներդրումները բացակայում են այս երկրում:</li> </ul>
<b>Ճապոնական</b>	Կորպորատիվ վերահսկողության մեջ բանկերն ունեն մեծ դեր:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ճապոնական մոդելի հիմքում օրենսդրական նորմերն են ու նախապես պլանավորված:</li> <li>• Պարսկական մոդելի դեպքում՝ արժեթղթերի շուկայի կախվածությունը նավթի գներից և դրա հետ մեկտեղ առաջացված արտաժույթի տատանումների հետևանքները:</li> </ul>

Ամփոփելով կարող ենք ասել, որ ՀՀ-ում ԿԿ առավել արդյունավետ կլինի, եթե զուգակցվեն ամերիկյան և ճապոնական մոդելները: Ամերիկյան մոդելին հետևելու պարագայում հայկական ընկերությունները, շահամիտված (մոտիվացված) լինելով թափանցիկ գործունեության, ֆինանսական լրացուցիչ ռեսուրսներ ներգրավելու հնարավորություն կստանան: Ճապոնական մոդելի կիրառումը թույլ կտա վերահսկել խոշոր բաժնետերերին և, միաժամանակ, ապահովել մինորիտար բաժնետերերի շահերի պաշտպանությունն ըստ ՏՀԶԿ սկզբունքների: ԻԻՀ պարագայում, նույնպես կարելի է զուգակցել ճապոնական և ամերիկյան մոդելները: Ճապոնական մոդելին հետևելու դեպքում ԻԻՀ-ը կբարձրացնի իր կառավարման համակարգի արդյունավետության մակարդակը, երկրում գործող ընկերությունների գործունեության վերահսկողության համար: Իսկ ամերիկյան մոդելի կիրառումը թույլ կտա այս երկրի տնտեսական և քաղաքական բարեփոխումների շարունակության դեպքում բարելավել իր կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ցուցանիշները:

**ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՄՈՂԵԼՆԵՐԻ ՀԱՄԵՄԱՏԱԿԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ և ԴՐԱՆՑ ՏԵՂԱՅՆԱՑՄԱՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ և ԻԻՀ-ՈՒՄ**

**Մասիս Օհանեսի Սարքիս Սարքիսյան**  
Հայ-Ռուսական (Սլավոնական) Համալսարանի ասպիրանտ

**Համառոտագիր**

Հեղինակը հողվածում նշում է, որ միջազգային պրակտիկայում կորպորատիվ կառավարման հիմնական մոդելներն են ամերիկյանը (դեպի շուկա կողմնորոշում ունեցող երկրներ) և ճապոնականը (դեպի բանկեր կողմնորոշում ունեցող երկրներ): ՀՀ-ում ձևավորված կորպորատիվ կառավարման համակարգին արտաքուստ բնորոշ է ճապոնական մոդելների առանձնահատկությունները: Մակայն, եթե ճապոնական մոդելում կենտրոնացվածությունը ծրագրավորված է և միտված ընկերությունների վերահսկողության մակարդակի բարձրացմանը, ՀՀ դեպքում կենտրոնացվածության պատճառը, տվյալ երկրի ֆինանսական ինստիտուտների ոչ բավարար զարգանալու, բաժնետիրական ընկերությունների ցածր ցուցանիշներ ունենալու և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ոչ արդյունավետ գործունեության հետևանքն է: ԻԻՀ-ի դեպքում, եթե ճապոնական մոդելում կորպորատիվ կառավարման մեջ բանկերն ունեն մեծ դեր, դրա հիմքում օրենսդրական սահմանափակումներն են, իսկ պարսկական մոդելի դեպքում՝ արժեթղթերի շուկայի կախվածությունը նավթի գներից և դրա հետ մեկտեղ առաջացված արտաժույթի տատանումների հետևանքն է:

Բանալի բառեր՝ կորպորատիվ կառավարման մոդելներ, բաժնետիրական կապիտալ, բանկեր, վերահսկողություն:

## СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ МОДЕЛЕЙ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И МЕХАНИЗМОВ ИХ ЛОКАЛИЗАЦИИ В РА И ИРИ

Масис Оганесович Саркис Саркиссян

Аспирант Российско-Армянского (Славянского) университета

### Аннотация

В статье автор отмечает, что основными моделями корпоративного управления в международной практике являются американская (ориентированные на рынок страны) и японская (ориентированные на банк страны). Созданная в РА система корпоративного управления характеризуется особенностями японских моделей. Однако если в японской модели основное внимание уделяется планированию и повышению уровня контроля над компаниями, то в случае Армении основное внимание уделяется недостаточному развитию финансовых институтов страны, низкой эффективности акционерных компаний и неэффективному функционированию рынка корпоративных ценных бумаг. В случае Ирана, если банки играют главную роль в корпоративном управлении в японской модели, существуют законодательные ограничения, а в персидской модели - зависимость рынка ценных бумаг от цен на нефть и, как следствие, колебания объемов производства.

**Ключевые слова:** модели корпоративного управления, рынки ценных бумаг, акции, банки, контроль.

## COMPARATIVE ANALYSIS OF CORPORATE GOVERNANCE MODELS AND THEIR LOCALIZATION MECHANISMS IN RA AND IRI

Masis Ohanes Sarkis Sarkissian

PhD Student of Russian-Armenian (Slavonic) University

### Abstract

The author notes in the article that the main models of corporate governance in international practice are the American (market-oriented countries) and the Japanese (bank-oriented countries). The corporate governance system established in the RA is characterized by the features of Japanese models. However, if the Japanese model focuses on planning and raising the level of control of companies, in the case of Armenia the focus is due to insufficient development of financial institutions of the country, low performance of joint stock companies and inefficient functioning of corporate securities market. In



the case of Iran, if banks play a major role in corporate governance in the Japanese model, there are legislative constraints, and in the Persian model, the dependence of the securities market on oil prices and the consequent fluctuations in output.

**Keywords:** Corporate governance models, securities markets, equity, banks, control.