



AFIC

«ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ԵՎ ՀԱՄԱԳՈՐԾԱԿՑՈՒԹՅԱՆ ԱՍՈՑԻԱՑԻԱ»

ԿՈՐՊՈՐԱՏԻՎ ԿԱՌԱՎԱՐՈՒՄԸ

ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ:

ԱՐԴԻ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ԵՎ

ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ

ԵՐԵՎԱՆ – 2004

ՀՐԱՏԱՐԱԿՎԵԼ Է «ՄԱՍՆԱՎՈՐ ՁԵՌՆԵՐԵՑՈՒԹՅԱՆ ՍԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ԿԵՆՏՐՈՆ» (ԱՄՆ)

ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ ԱԶԱԿՑՈՒԹՅԱՄԲ



«Օտարերկրյա ներդրումների և համագործակցության ասոցիացիան» (AFIC) ոչ առևտրային, հասարակական կազմակերպություն է, որի գործունեության հիմնական նպատակն է նպաստել և աջակցել Հայաստանում մասնավոր ձեռնարկատիրության և գործարար միությունների զարգացմանը, բարենպաստ և քաղաքակիրթ գործարար միջավայրի ձևավորմանը և օտարերկրյա ներդրումների խթանմանը, միջազգային տնտեսական կապերի և համագործակցության զարգացմանը:

ՀՀ, ք. Երևան, Տիգրան Մեծի պող. 4
Հեռ. (374 1) 525 082; 562 400
Ֆաքս (374 1) 562 400
Էլ. փոստ afic@arminco.com
info@afic.am
Ինտերնետ էջ www.afic.am

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

«Կորպորատիվ կառավարման զարգացման հիմնախնդիրները Հայաստանում»

Ներածություն	3
1. Կորպորատիվ կառավարման օրենսդրական կարգավորման առանձնահատկությունները Հայաստանում	6
2. Կորպորատիվ կառավարման համակարգային առանձնահատկությունները Հայաստանում	11
3. Հայաստանյան բաժնետիրական ընկերությունների տեսակները և կապիտալի շուկան	13
4. Կորպորատիվ կառավարմանն առնչվող պետական կառույցները	17
5. Կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող արտաքին գործոնները	18
6. Բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության խնդիրները	20
7. Կորպորատիվ կառավարման մարմինների ձևավորումը և գործունեությունը	21
8. Թափանցիկությունը և տեղեկատվության մատչելիությունը որպես կորպորատիվ կառավարման կարևորագույն սկզբունքներ	23
9. Կորպորատիվ կառավարման զարգացման դերը կոռուպցիայի դեմ պայքարում	24
10. Կորպորատիվ կառավարման զարգացման հեռանկարները Հայաստանում	25
Եզրակացություն	29
«Կլոր-սեղան» քննարկումներին ներկայացված նյութեր և հոդվածներ	32
«Մասնավորեցման գործընթացն արժեթղթերի շուկան կարգավորող օրենսդրությամբ իրականացնելու հնարավորությունները Հայաստանում»	33
Ա. Մինասյան – ՀՀ Արժեթղթերի հանձնաժողովի անդամ, տնտեսագիտության թեկնածու	
«Կորպորատիվ կառավարման օրենսդրական կարգավորումը Հայաստանի Հանրապետությունում»	42
Ա. Մինասյան – ՀՀ Արժեթղթերի հանձնաժողովի անդամ, տնտեսագիտության թեկնածու	
«Կորպորատիվ կառավարման տեսական խնդիրները»	49
Տ. Կարապետյան – «Կորպորատիվ կառավարման կենտրոնի» նախագահ, տնտեսագիտության թեկնածու	
«Ոչ ֆորմալ կանոնների դերը Հայաստանի կորպորատիվ կառավարման համակարգում»	60
Ն. Մելիքյան – «Կորպորատիվ հետազոտությունների կենտրոնի» տնօրեն, տնտեսագիտության թեկնածու	

Կորպորատիվ կառավարման զարգացման հիմնախնդիրները Հայաստանում

Ներածություն

Կորպորատիվ կառավարումը օրենքով, վարչարարությամբ և մասնավոր հատվածի կամավոր մասնակցությամբ պայմանավորված գործունեություն է, որը բաժնետիրական ընկերությանը հնարավորություն է տալիս ներգրավելով ֆինանսական և մարդկային ռեսուրսներ գործել արդյունավետ՝ ապահովելով բաժնետերերի տնտեսական շահը, միաժամանակ հարգելով բոլոր մասնակիցների և ամբողջ հասարակության շահերը: Կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման սկզբունքների հասարակական ընկալման մակարդակը բնութագրական է երկրի տնտեսության զարգացման աստիճանի համար: Գաղտնիք չէ, որ կորպորատիվ կառավարումը և վերահսկողությունը՝ ապահովելով բաժնետերերի տնտեսական շահը, կրճատելով չարաշահումների և կոռուպցիայի հնարավորությունները, հանդես են գալիս որպես երկրի տնտեսական աճի և հասարակության զարգացման գրավական:

Կորպորատիվ կառավարման խնդիրները կարևորվում են Հայաստանի համար, մասնավորապես նաև օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համար, բարենպաստ պայմանների ապահովման առումով: Ձեռնարկության հաջող գործունեությունը մեծապես կախված է ոչ միայն վերջինիս ռազմավարության որակից, արհեստավարժ կառավարումից, արժեքավոր գույքից և զարգացման առումով հեռանկարային շուկայից: Հաջողության գրավականներից է նաև ձեռնարկության հետ առնչվող հասարակության խմբերի նկատմամբ վերաբերմունքը: Այդ խմբերն են հաճախորդները, բաժնետերերը, պարտատերերը, ծառայողները, համայնքը, պետական պաշտոնյաները և պետությունը: Յուրաքանչյուր ներդրող իր գումարները ձեռնարկությանը վստահելուց առաջ կցանկանա համոզվել, որ այն կայուն և թափանցիկ հարաբերություններ է հաստատել նշված խմբերի հետ: Կայուն և թափանցիկ հարաբերությունները իրենց հերթին պայմանավորված են գործընթացների և վարվելակերպի պարզ և թափանցիկ ստանդարտներով: Ուստի, ձեռնարկության հաջողությունը կապիտալի ներգրավման ուղղությամբ մեծապես կախված է այդ ստանդարտների ներդրումից: Նշված ստանդարտների թվին է պատկանում կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման սկզբունքների կիրառումը: Սակայն Հայաստանում «կորպորատիվ կառավարում և վերահսկում» գաղափարները օտար և անհասկանալի են մնում ձեռնարկությունների զանգվածային մասնավորեցման արդյունքում առաջացած բաժնետերերի հոծ բանակի համար: Շատ չեն տարածված դրանք նաև մամուլի ներկայացուցիչների և պաշտոնատար անձանց շրջանում:

Ըստ մեր հարցման արդյունքների «կորպորատիվ կառավարում» արտահայտության գործածման հաճախականությունը Հայաստանում բնութագրվում է հետևյալ կերպ.

ա) պետական պաշտոնատար անձանց կողմից հաճախ կամ հազվադեպ է (այստեղ և հետագայում պետք է վերանայել «հաճախ կամ հազվադեպ» բառի գործածումը այս ձևով. դրանք հակադիր իմաստներ ունեն, հետևաբար «կամ»-ի փոխարեն այլ բառ պետք է կիրառել) գործածվում հարցման ենթարկվածների 76 %-ի կարծիքով, երբեք չի գործածվում՝ 16 %-ի կարծիքով,

բ) գործարար ասոցիացիաների և այլ հասարակական կազմակերպությունների կողմից այս կամ այն չափով է գործածվում 64 % -ի կարծիքով, երբեք չի գործածվում՝ 32 %-ի կարծիքով,

դ) մամուլում այս կամ այն չափով է գործածվում 76 %-ի կարծիքով, երբեք չի գործածվում՝ 20 %-ի կարծիքով:

«Օտարերկրյա ներդրումների և համագործակցության ասոցիացիայի» նախաձեռնությունը կորպորատիվ կառավարման բնագավառում ուղղված է ուսումնասիրելու Հայաստանում բաց բաժնետիրական ընկերությունների կառավարման առկա վիճակը, արդի խնդիրներն ու զարգացման հեռանկարները: Նախաձեռնության վերջնականատակն է նպաստել մեր երկրում կորպորատիվ կառավարման ոլորտում ժամանակակից նորմերի և ստանդարտների ներմուծմանն ու հաստատմանը՝ որպես ընկերությունների գործունեության վերահսկման մեխանիզմների մեջ պատասխանատու, հաշվետու և թափանցիկ լինելու գրավական:

Սույն զեկույցը ամփոփում է ծրագրի շրջանակներում կատարված Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման զարգացման միտումների ուսումնասիրության և վերլուծության արդյունքները: Ուսումնասիրության հիմքում ընկած են ծրագրի շրջանակներում կատարված հարցման արդյունքները և տվյալներ, որոնք վերցվել են Հայաստանի Ֆոնդային Բորսայի ինտերնետային էջում ներկայացված նյութերից: Ուսումնասիրությունը կենտրոնացած է եղել կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման հիմնական բնութագրերի և հիմնախնդիրների, ինչպես նաև հետագա հնարավոր զարգացումների վրա: Այն նվիրված է Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման հիմնախնդիրների վերլուծությանը, որոնք ծագել են պետական ձեռնարկությունների զանգվածային անհատույց մասնավորեցման արդյունքում հանկարծակի սեփականատիրոջ կարգավիճակում հայտնված հասարակության որոշակի հատվածի առջև: Սեփականության ձևերի բազմազանությունից զատ պետական ձեռնարկությունների մասնավորեցումը իր հետ բերեց կառավարման ու վերահսկման և սեփականատերերի շահերի համաձայնեցման նոր մեխանիզմների ներմուծման անհրաժեշտություն:

Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների ներմուծման խնդիրն ունի անցումային շրջանում գտնվող երկրին բնորոշ առանձնահատկություններ և պահանջում է նախանշել առկա հիմնախնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ միջոցներն ու միջոցառումները:

1. Կորպորատիվ կառավարման օրենսդրական կարգավորման առանձնահատկությունները Հայաստանում

Կորպորատիվ կառավարման կարևորությունը շուկայական տնտեսության համար ամբողջ աշխարհում վաղուց արդեն ճանաչվել է որպես ձեռնարկության՝ ի շահ մասնակիցների գործելու գրավական: Կորպորատիվ կառավարման խնդիրը՝ զարգացող կամ հաճախակի այլ կերպ կոչվող անցումային երկրներում, ունի իրեն բնորոշ առանձնահատկությունները: Դրանք պայմանավորված են այդ երկրների համար նոր օրենսդրական, դատաիրավական, տնտեսական, հաշվապահական և ֆինանսական համակարգերի ներդրմամբ: Ընդ որում, նշված բոլոր բաղադրիչները օբյեկտիվորեն լրացնում են միմյանց և գործում են փոխկապակցված միջավայրում: Կորպորատիվ կառավարման խնդիրը նման երկրների համար ավելի է կարևորվում կորպորատիվ կառավարման ավանդական կուլտուրայի և վարքագծի բացակայության, ոչ հստակ օրենսդրության ու կարգավորման սահմանափակ կարողությունների պատճառով, պայմանավորելով կորպորատիվ վարքի մեխանիզմների ներդրման առաջնահերթությունը: Կառավարման արդյունավետ վերահսկման բացակայությունը հեշտությամբ կարող է հանգեցնել այնպիսի ներքին ու արտաքին վտանգների, որոնք, թվում է թե պետք է բացառվեին մասնավորեցման արդյունքում: Հետևաբար, սեփականության իրավունքը պետք է ուղեկցվի այնպիսի ինստիտուցիոնալ կարողություններով, որոնք կերաշխավորեն բաժնետիրոջ իրավունքի թափանցիկությունը, ապահովությունը և ձևավորման հնարավորությունը:

Թերի կորպորատիվ կառավարման պրակտիկան, թափանցիկության և կառավարման հաշվետվության բացակայությունը, ինչպես նաև դրանց հիմքում ընկած օրենսդրական դաշտը, որը բավարար կերպով չի ապահովում բաժնետերերի պաշտպանվածությունը, հիմնախնդիրներ են, որոնք ընդհանուր են նորանկախ երկրների համար և խաթարում են ընկերությունների ներդրումային ներուժը:

Հայաստանում այս հիմնախնդիրներն ունեն իրենց սպեցիֆիկ առանձնահատկությունները: Այսպես՝ հայաստանյան գործարար միջավայրը մեծապես պայմանավորված է անձնական կապերով և քաղաքական փոխհարաբերություններով, ինչը խոչընդոտ է հանդիսանում օտարերկրյա ներդրողի համար և խաթարում նրա վստահությունը: Հայաստանյան ընկերությունների սեփականության կառուցվածքը զգալի չափով կենտրոնացված է: Չնայած վաուչերային մասնավորեցումը սկզբնական շրջանում առաջացրեց սեփականության որոշակի դիսպերսիա, այն հետագայում շատ արագ համախմբվեց (կոնսոլիդացվեց) և կենտրոնացավ կառավարիչ-սեփականատերերի ձեռքերում:

Վերջին հաշվով, սեփականության կենտրոնացումը նաև որոշ նախապայմաններ է ստեղծում կորպորատիվ կառավարման հետագա զարգացման համար: Սակայն դրանք դեռևս բավարար չեն խթանելու համար ընկերության արժեքի աճին ուղղված կառավարիչ-սեփականատերերի նախաձեռնությունը, որը կախված է բազմաթիվ և տարաբնույթ գործոններից, մասնավորապես գործարար միջավայրի նկատմամբ վստահությունից:

Աչքի է ընկնում Հայաստանում օրենսդրական և վարչարարական համակարգերի գերկարգավորիչ բնույթը: Հայաստանի երրորդ Հանրապետության բաժնետիրական ընկերությունների ստեղծումն ու գործունեությունը կարգավորվել է գերազանցապես ենթաօրենսդրական ակտերով և օրենքների թերի դրույթներով՝

ա/ ՀՀ կառավարության 1991թ. թիվ 162 որոշմամբ հաստատվել էին «Բաժնետիրական ընկերությունների և սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների կանոնադրությունները»:

բ/ 1992 և 1993թթ. ընդունվեցին «Ձեռնարկությունների և ձեռնարկատիրական գործունեության մասին» և «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքները:

Նշված օրենսդրական ակտերը պարունակում էին բազմաթիվ և բազմաբնույթ հակասություններ: ՀՀ Կառավարությունը որոշակի առաջընթաց ունեցավ կորպորատիվ կառավարման բնագավառի կարգավորման մի քանի կարևոր ուղղություններով: Մասնավորապես, եղած հակասությունների զգալի մասը հաղթահարվեց 1996-ին ընդունված «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքով: Այն իր հերթին հակասությունների մեջ մտավ 1999-ի սկզբից ուժի մեջ մտած ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի և 2000-ին ընդունված և ներկայումս գործող «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի հետ:

Հակասությունները վերացնելու նպատակով 2001-ին ընդունվեց «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» նոր խմբագրությամբ օրենքը: Այն պարունակում է կորպորատիվ կառավարումը կանոնակարգող այն հիմնական դրույթները, որոնք առանցքային դեր ունեն Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման կանոնակարգման գործում, սակայն շատ դրույթներով նույնպես չի համապատասխանում «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքին: Ըստ այդ օրենքի պահանջի ընկերության կառավարիչները պետք է կազմեն տնօրենների խորհրդի կեսից պակասը: Այն սահմանում է տնօրենների խորհրդի անդամների և ընկերության վարչակազմի սպեցիֆիկ լիազորությունները և բաց բաժնետիրական ընկերությունների համար պահանջում անկախ աուդիտ:

«Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի ուժեղ կողմերը սակայն ստվերված են գործարար միջավայրի կամ օրենսդրական դաշտի թերություններով: Օրինակ՝ տնօրենների խորհրդի անդամների և ընկերության կառավարիչների լիազորությունների հետ մեկտեղ օրենքը չի նախանշում պաշտոնական տեղեկատվության տրամադրման համար կառավարիչների և տնօրենների դերի և պարտականությունների մանրամասն նկարագրությունը: Նման նկարագրության բացակայությունը տվյալ անձի լիազորությունների սահմանը բավականին անորոշ է դարձնում: Օրենքը շոշափելի թերություններ ունի նաև կորպորատիվ կառավարման հետևյալ ոլորտների կարգավորման խնդրում.

- Որոշումների կայացման կարգը բաժնետերերի ժողովում և բաժնետերերի մասնակցությունը;
- Խոշոր գործարքների հաստատումը տնօրենների խորհրդի կողմից,
- Աուդիտորների վարձատրության հաստատումը տնօրենների խորհրդի կողմից:

Բաժնետերերի մասնակցությունը. ՀՀ օրենքը թույլ է տալիս կարևորագույն որոշումները (օրինակ՝ կանոնադրության փոփոխությունը) կայացնել ժողովին ներկա գտնվող բաժնետերերի ձայների 75%-ով: Մինչ դեռ միջազգային լավագույն օրինակները նման որոշումների կայացման համար պահանջում են ձայների նույնքան տոկոս, որքան անհրաժեշտ է ժողովը իրավասու ճանաչելու համար, անկախ ժողովին փաստացի ներկա գտնվողների թվից: Սկզբունքորեն, ՀՀ օրենքի համաձայն, կարևորագույն որոշումները կարող են հաստատվել ընդհանուր ձայների 25%-ը ներկայացնող բաժնետերերի կողմից, ինչը կարող է չարաշահումների տեղիք տալ՝ բաժնետերերի փոքրամասնությունը կարող է խոչընդոտել այլոց ներկայությունը ժողովում:

Խոշոր գործարքներ. ՀՀ օրենքը ընկերության տնօրենների խորհրդին թույլ է տալիս առանց բաժնետերերի ժողով հրավիրելու որոշում կայացնելու ընկերության ակտիվների զգալի մասը կազմող խոշոր գործարքների վերաբերյալ: Տնօրենների խորհրդի միաձայն որոշմամբ ընկերության ակտիվների ընդհուպ մինչև 50%-ը կարող է վաճառվել կամ օտարվել երրորդ անձանց: Քանի դեռ ՀՀ օրենքը բավականին մեղմ դրույթներ է նախատեսում, օրինակ՝ ակտիվների գնահատման գործընթացի համար, միջազգային նորմերին համաձայն ցանկացած գործարք, որի արժեքը գերազանցում է ընկերության ակտիվների 25%-ը, պարտադիր պետք է հաստատվի բաժնետերերի ժողովի կողմից:

Աուդիտի ինստիտուտը. ՀՀ օրենքը պահանջում է փայատերերի ժողով հրավիրել հաստատելու համար ընկերության տարեկան ֆինանսական հաշվետվությունը և աուդիտորի ընտրությունը: Սակայն, օրենքը ընկերության տնօրենների խորհրդին է լիազորում որոշելու աուդիտորի վարձատրության չափը: Քանի որ անկախ աուդիտորի աշխատանքի որակը կարող է կախված լինել նշանակված վարձատրության չափից, հավանականություն կա, որ տնօրենների խորհուրդը կարող է փորձել ազդել աուդիտի որակի և արդյունքների վրա:

Հայաստանում նման ռիսկը բավականին մեծ կարող է լինել, եթե հաշվի առնենք երկրում աուդիտի պրոֆեսիոնալ անկատարությունը: Ուստի կարևոր է թվում աուդիտորի վարձատրության չափի որոշման իրավունքը օրենքով բաժնետերերի ժողովին փոխանցելը:

Ներկայիս օրենսդրական դաշտը մեծապես խոչընդոտում է ընկերություններում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավմանը՝ մեծամասամբ ներդրումային գործընթացի գերկարգավորման պատճառով: Այն պոտենցիալ պատնեշ է ծառայում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համար և խաթարում է կապիտալի շուկայի մեխանիզմների արդյունավետությունը:

Հետադիմական կենտրոնացված վերահսկման մեխանիզմը չի խթանում կապիտալի շուկայի զարգացումը Հայաստանում: Օրենքը պարունակում է բազմաթիվ տնտեսապես և օրենսդրորեն չարդարացված տեխնիկական ընթացակարգեր, որոնց համատեղումը կարող է հանգեցնել գործարքների արժեքի նկատելի աճին: Կապիտալի ներհոսքը ընկերություն դժվար է, քանի որ ընկերության կանոնադրության մեջ համապատասխան փոփոխություններ կատարելը պահանջում է երկարատև ժամանակ: Ժամկետը պայմանավորված է ընկերության բաժնետերերի ժողովի հրավիրման կարգի բարդությամբ, կանոնադրության մեջ անհրաժեշտ փոփոխությունների արձանագրման կարգով, բաժնետոմսերի թողարկման կարգով և այլն: Ներդրումների համար պահանջվում է նաև նախապես ամբողջությամբ կատարել կանոնադրական կապիտալի մեջ ներդրումը, այսինքն, ներդրումները սառեցվում են ընկերության հաշվին մինչև կանոնադրության գրանցումը կամ վերագրանցումը և նոր բաժնետոմսերի թողարկումը:

Օրենսդրության մի այլ թերություն վերաբերվում է «գույք պարտքի դիմաց» գործարքին (debt-for-equity swaps), որը ներդրումային և կորպորատիվ վերակառուցման համար հարմար միջոց է: Անհասկանալի պատճառներով, հայաստանյան օրենքը թույլ չի տալիս նման գործարքներ: Օրենքում սահմանված «պարտք-ակտիվներ» (1:1) հարաբերությունը չափազանց ցածր է և սահմանափակում է ընկերության ֆինանսավորման հնարավորությունները, հատկապես, եթե հաշվի առնենք զանգվածային մասնավորեցման ժամանակ կիրառված գնահատման մեթոդների արդյունքում շատ ընկերությունների ակտիվների արհեստական կերպով իջեցված գնահատման արդյունքը:

Կորպորատիվ կառավարման բնագավառում տնտեսական բարեփոխումների առումով կարևոր «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» 1999-ին ուժի մեջ մտած օրենքը էական համակարգային փոփոխությունների միջոցով բացարձակապես նոր պայմաններ ստեղծեց արժեթղթերի առևտրի, արժեթղթերի սեփականատերերի գրանցման և կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների ներդրման համար: Ավելին, համակարգը գրեթե լիովին ուղղված էր ներդրողի պաշտպանության հստակ մեխանիզմների ապահովմանը:

Արժեթղթերի շուկայում առավել ճկուն կարգավորման օրինակ են տալիս այն երկրները, ուր կարգավորման լիազորությունները փոխանցվել են ոչ պետական մարմիններին: «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» օրենքում հայաստանյան տնտեսական օրենսդրական դաշտը առաջին անգամ նախատեսում էր ինքնակարգավորվող համակարգի ստեղծում, որի օգտակարությունը ակնհայտորեն ապացուցել էր միջազգային փորձը: Ներկայումս երկրում ստեղծվել և ակտիվորեն գործում են արժեթղթերի շուկան կարգավորող անկախ մարմին՝ Արժեթղթերի Հանձնաժողովը և բաժնետիրական ընկերությունների գրանցումն իրականացնող մարմին՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիան: Կենտրոնական դեպոզիտարիայում գրանցումը պարտադիր է բոլոր այն ընկերությունների համար, որոնց բաժնետերերի թիվը գերազանցում է օրենքով սահմանված նվազագույն չափը (50 և անլի բաժնետերերի դեպքում):

Կորպորատիվ կառավարման ռեժիմը Հայաստանում կրում է նաև սննկացման մասին օրենսդրության անկատարության ազդեցությունը: Այն առավել մեծ բացասական ազդեցություն ունի կորպորատիվ կառավարման, բյուջետային սահմանափակումների և պայմանագրերի կիրարկման վրա: Ոչ կենսունակ ընկերությունների դուրս մղումը արգելակված է, ինչը մինչ վերջերս կատարվում էր պետության կողմից հովանավորվող սնանկ պետական ձեռնարկությունների լուծարման գործընթացի միջոցով այլ ոչ թե պատշաճ դատական կարգով: Ոչ կենսունակ ընկերությունների շարունակական ներկայությունը շուկայում դանդաղեցնում է տնտեսության մեջ հավասար խաղադաշտի ձևավորումը, քանի որ վնասով աշխատող ընկերություններին թույլատրվում է հարկային և այլ վճարումների գծով պարտքերի կուտակումը, մինչդեռ շահութաբեր ընկերությունները պետք է լիովին և ժամանակին կատարեն իրենց բոլոր պարտականությունները:

Ներկա ծրագրի շրջանակներում կազմակերպված հարցման ընթացքում փորձ է արվել գնահատել կորպորատիվ կառավարմանն առնչվող օրենսդրության կիրառումը Հայաստանում բաժնետիրական ընկերությունների զարգացման տեսանկյունից՝ ներկայումս և 3 տարի առաջ: Հարցվածների 36%-ի կարծիքով կորպորատիվ կառավարմանն առնչվող օրենսդրության կիրառումը չի նպաստում Հայաստանում բաժնետիրական ընկերությունների զարգացմանը, իսկ 3 տարի առաջ եղած վիճակը որպես անբարենպաստ են գնահատել հարցման ենթարկվածների ավելի քան 48%-ը: Ստացված տվյալների հիման վրա կարելի է եզրակացնել, որ վիճակը աստիճանաբար, շատ դանդաղ, բայց բարելավման միտումներ ունի:

Ամփոփելով ասենք, որ *Հայաստանը կորպորատիվ կառավարման նոր ստանդարտները ներդնելու համար դեռևս կարիք ունի կատարելազորձելու օրենսդրական դաշտը*: Այդ ստանդարտները չպետք է ներմուծվեն դանդաղ ընթացող տնտեսական օսմոսի պայմաններում:

Ներդրումային որոշման կայացման համար որոշիչ ցուցանիշ է հանդիսանում ընկերության կողմից կորպորատիվ կառավարման հիմնական սկզբունքների կիրառման աստիճանը: Նույնիսկ այն դեպքում, երբ ընկերությունը նախապես չի օգտվում կապիտալի օտարերկրյա աղբյուրներից, կորպորատիվ կառավարման պրակտիկայի կիրառումը թույլ կտա ձեռք բերել տեղի ներդրողների վստահությունը, նվազեցնել կապիտալ ծախսերը և նպաստել կայուն ֆինանսական աղբյուրների առաջացմանը: Սակայն կորպորատիվ կառավարման դաշտում տեղի ունեցող ներկայիս փոփոխությունների դինամիկան նպաստավոր չէ ներդրողների համար: *Այդ իսկ պատճառով անհրաժեշտ է և կարևոր երկրում կորպորատիվ կառավարման ստանդարտների ներդրմանը նպաստող կառավարական մակարդակով կորդինացված նախաձեռնությունների իրականացում:*

2. Կորպորատիվ կառավարման համակարգային առանձնահատկությունները

Հայաստանում

Չարգացած տնտեսություն ունեցող երկրները կիրառում են կորպորատիվ կառավարման երկու տարբեր՝ խմբային և շուկայական, կամ ավելի հաճախ գործածվող ներքին և արտաքին կոչվող համակարգեր: Այդ երկու համակարգերը ձևավորվել են տարբեր ինստիտուցիոնալ, օրենսդրական և քաղաքական միջավայրում, սակայն պարունակում են հետևողական ներքին կառավարման և առանձնահատուկ կորպորատիվ վերասկողության մեխանիզմներ:

Հայաստանի համար բնորոշ կորպորատիվ կառավարման համակարգը ներքին տիպի է և ունի սեփականության կենտրոնացված կառուցվածք, ուր ընկերությունների սեփականությունը և/կամ վերահսկողությունը կենտրոնացված է փոքր թվով անձանց, ընտանիքների, կառավարիչների/տնօրենների ձեռքում: Ներսի անձինք տարբեր եղանակներով են իրականացնում ընկերության վերահսկողությունը: Ամենատարածված սցենարի համաձայն ներքին անձինք տիրապետում և տնօրինում են ընկերության բաժնեմասերի և ձայների մեծամասնությունը: Ընկերության ձայների զգալի մասը ապահովող բաժնեմասերին տիրապետող մի քանի սեփականատեր կարող են արդյունավետ կերպով վերահսկել ընկերությունը, նույնիսկ եթե իրենք չեն ապահովել կապիտալի մեծ մասը:

Սովորաբար ներքին մոդելի դեպքում արժեթղթերի շուկան պակաս զարգացած է և առանձնանում է սեփականատերերի մեծ կենտրոնացմամբ: Ընկերության վերահսկումը իրականացնում է խոշոր բաժնետերերի փոքրաթիվ խումբը, որը բաժանված է համեմատաբար մեկուսացված ցանցերի պլանավորման և ինդուստրիալ քաղաքականության մեխանիզմների համաձայն:

Ներսի անձանց կողմից վերահսկվող ընկերությունները որոշակի առավելություններ ունեն: Ներսի անձիք իրավունք ունեն և շահագրգիռ են մոտիկից վերահսկելու կառավարումը, այդ կերպ նվազեցնելով թերի կառավարման և կեղծիքի վտանգը: Ավելին, սեփականության և վերահսկման իրավունքներից ելնելով նրանք շահագրգռված են կատարելու և պահպանելու ընկերության մեջ երկարաժամկետ ներդրումները: Արդյունքում, ներսի անձինք սատարում են այն որոշումները, որոնք կապահովեն ընկերության հարատև գործունեությունը, ի տարբերություն այնպիսիների, որոնք միտված են ապահովելու կարճաժամկետ շահույթ:

Սակայն ներքին համակարգը նախադրյալներ է ստեղծում կորպորատիվ կառավարման տապալման համար: Դրանցից մեկն այն է, որ խոշոր սեփականատերերը, կամ ձայների մեծամասնությունն ունեցող բաժնետերերը սպառնալով կամ խաբեությամբ կառավարիչների հետ միասին կարող են յուրացնել ընկերության ակտիվները ի վնաս փոքր բաժնետերերի: Վտանգը մեծ է, երբ փոքր բաժնետերերը չեն օգտվում իրենց օրինական իրավունքներից: Նմանապես, կառավարիչները, ձայների կամ բաժնեմասերի զգալի մասը վերահսկելու դեպքում, կարող են չարաշահել իրենց լիազորությունները խորհրդի այնպիսի որոշումների կայացման վրա ազդելու համար, որոնք ուղղակիորեն ձեռնտու են իրենց՝ ի վնաս ընկերությանը: Կարճ ասած, ներքին իրավասու, բայց ոչ պատասխանատու անձինք կարող են փոշիացնել ռեսուրսները և նվազեցնել ընկերության արդյունավետության աստիճանը, խոչընդոտելով ներդրումների ներգրավմանը և կապիտալի շուկայի իրացվելիությանը (լիկվիդայնությանը): Սահմանափակ կապիտալի շուկաները իրենց հերթին ընկերություններին զրկում են կապիտալի ներհոսքից և խոչընդոտում ներդրողների ռիսկերի դիվերսիֆիկացիային:

Ի տարբերություն ներքին համակարգի, արտաքին համակարգի դեպքում սեփականատերերը կառավարման հսկման և վերահսկման լիազորությունը փոխանցում են տնօրենների խորհրդի անկախ անդամներին: Արդյունքում արտաքին համակարգերը համարվում են ավելի հաշվետու, պակաս կոռումպացված և միտված խթանելու իրացվելի կապիտալի շուկան:

Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման արդյունավետ համակարգի ստեղծումը պահանջում է կորպորատիվ կառավարման միջազգային փորձի և սկզբունքների կիրառման համար համապատասխան նորմերի ձևավորում: Գոյություն ունեցող օրենսդրական նորմերը վերանայման ու լրացումների կարիք ունեն, քանի որ շատ դեպքերում դրանք չեն կիրառվում՝ անհասկանալի լինելու կամ կորպորատիվ կառավարման մասնակիցների կողմից շահագրգռվածության բացակայության պատճառով:

Օրենսդրական նորմերի կիրառման հետ կապված դժվարությունները նախ և առաջ պայմանավորված են Հայաստանում գործող բաժնետիրական ընկերությունների ձևավորման առանձնահատկություններով:

3. Հայաստանյան բաժնետիրական ընկերությունների տեսակները և կապիտալի շուկան

Հայաստանյան բաժնետիրական ընկերությունների ճնշող մեծամասնությունը կազմավորվել է պետական գույքի համատարած մասնավորեցման շրջանակներում և հետևաբար չի եղել շուկայական մեխանիզմների զարգացման տրամաբանական հետևանք: Մասնավորեցումը կարգավորող օրենսդրությունը ոչ միայն չի նպաստել կորպորատիվ կառավարման համակարգի կայացմանը, այլև հաճախ պայմանավորել է վերջինիս աղավաղումն ու խեղաթյուրումը: Այլ կերպ ասած՝ բաժնետիրական ընկերությունների ձևավորումը պայմանավորված է եղել ոչ թե տնտեսական նպատակահարմարությամբ, այլ տնտեսական զարգացման բնագավառում որդեգրած համապատասխան քաղաքականությամբ: Արդյունքում, մասնավորեցված ձեռնարկությունները ստիպված են եղել բավական կարճ ժամկետում ստեղծել և կայացնել կորպորատիվ կառավարման կառույցներն ու կորպորատիվ վերահսկման մեխանիզմները:

Վերը նշված առանձնահատկություններն են պայմանավորում կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման սկզբունքների լիարժեք կիրառման ու զարգացման դժվարությունները Հայաստանում:

Հայաստանյան բաց բաժնետիրական ընկերությունների գերակշռող մեծամասնությունը կազմում են մասնավորեցված ձեռնարկությունների վարչակազմի և աշխատանքային կոլեկտիվի մասնակցությամբ ձևավորված ընկերությունները, որոնցից շատերը գոյություն ունեն միայն անվանապես, գտնելով, որ Հայաստանի Ֆոնդային Բորսայում (Արմեքս) գրանցված կամ այլ կերպ ասած՝ ցուցակման ենթարկված լինելը իրենց համար շոշափելի առավելություններ չի ապահովում: Ընկերությունները հաճախ գործում են իրենց կարողությունների փոքր մասով միայն, արդյունաբերության այն ճյուղերում, որոնք փորձում են վերականգնել իրենց կապերը նախկին սպառողների հետ: Հաճախ դրանք անկում են ապրել հայաստանյան ընկերությունների համար ընդհանուր դժվարությունների պատճառով, որոնցից են՝ մատչելի կապիտալի բացակայությունը, հարևան երկրների կողմից շրջափակման հետևանքով առաջացած տրանսպորտային և ենթկառուցվածքային այլ խոչընդոտները, աղճատված ու լիազորություններից զուրկ բաժնետիրային հենքը:

Ներկայիս պայմաններում Արմեքսում ձևականորեն ցուցակված բաց բաժնետիրական ընկերությունները իրենց համար զարգացման հեռանկար չեն տեսնում: Ընկերությունները չափազանց խրթին ու ծանրակշիռ են համարում հաշվետվությունների նկատմամբ ներկայացվող պահանջները, մանավանդ որ ցուցակման ենթարկվելը Արմեքսում չի երաշխավորում և խթանում կապիտալի մատչելիությունը կամ հստակ պատկերացում չի տալիս ընկերության իրական արժեքի մասին:

Որոշ ընկերություններ փորձում են ձեռնարկել «նեղ մասնավորեցման» գործընթաց, վերակազմավորվելով որպես փակ բաժնետիրական կամ սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերություններ և դուրս գալ բորսայում ցուցակվելու և Դեպոզիտարիայում գրանցվելու դաշտից: Չնայած առաջին հայացքից թվում է, թե նման զարգացումները կվնասեն Հայաստանի Ֆոնդային Բորսայի և ավանդական իմաստով կապիտալի շուկայի զարգացմանը, սակայն Ֆոնդային Բորսայում գրանցված 749 ընկերությունների թվի էական նվազեցումը կարող է անհրաժեշտ և ցանկալի լինել՝ հանուն բորսայում իրական գործարքներին մասնակցելու համար պատրաստ ընկերություններ ունենալու հեռանկարի: Ներկայիս բաց բաժնետիրական ընկերությունների մեծամասնությունը հանրային են միայն Հայաստանում մասնավորեցման գործընթացի առանձնահատկությունների շնորհիվ և կշահեն և ֆինանսապես և գործնական առումով սեփականության համախմբման, աշխատանքի ռացիոնալացման և գործունեության վերակենդանացման արդյունքում, հանգելով մասնավոր ձեռնարկության ձևավորմանը: Վերակազմավորված ամենահաջողակ ձեռնարկությունները հետագայում հնարավոր է վերադառնան արժեթղթերի շուկա:

Հայաստանի Ֆոնդային Բորսան շատ ավելի արդյունավետ կաշխատի ավելի քիչ թվով, բայց ավելի կազմավորված, հասուն և ակտիվորեն գործող ընկերությունների հետ, քան 749 ընդամենը ցուցակված լինելու համար Ֆոնդային Բորսայում գրանցված կազմակերպությունների հետ: Արմեքսում ցուցակման գործընթացը որոշակի պահանջներ է ներկայացնում ինչպես արժեթղթերի, այնպես էլ արժեթղթեր թողարկողների նկատմամբ: Հիմնական պահանջն է՝ ցուցակվելուց առաջ արժեթղթերը պետք է գրանցվեն Արմեքսի նորմերի և կանոնակարգի համաձայն: Արժեթղթերի գրանցման համար ներկայացվող պահանջներից բացի Արմեքսը արժեթղթերի տեսակից կախված հատուկ պահանջներ էլ է ներկայացնում:

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն թողարկողներն ունեն արժեթղթերի գրանցման երկու այլընտրանքային տարբերակ.

- Գրանցումը ՀՀ Արժեթղթերի Հանձնաժողովում և
- Գրանցումը Հայաստանի Ֆոնդային Բորսայում

Արմեքսում գրանցումն անհրաժեշտ նախապայման է ցուցակման համար, ուստի թողարկողներին ձեռնառու է անմիջապես Արմեքսում գրանցվելը: Ներկայումս Արմեքսում ցուցակվում են տարբեր որակական մակարդակ ունեցող արժեթղթեր: Արժեթղթերը ըստ որակական հատկանիշների դասակարգելու նպատակով Արմեքսը լիստինգի տարբեր մակարդակներ է ներդրել. որքան ավելի բարձր է արժեթղթերի ցուցակման մակարդակը, նույնքան բարձր է արժեթղթերի որակն ու ապահովության աստիճանը, ինչը նշանակում է, որ ցուցակման բարձրագույն մակարդակի համար հաստատված է առավել խիստ կանոնակարգ:

Որքան ավելի լավ է կազմակերպված արժեթղթերի շուկան, այնքան ավելի խիստ են ցուցակման գործընթացի պահանջները: Միջազգային փորձի համաձայն ընդհանուր միտումը ֆոնդային բորսաներում ցուցակման գործընթացի պայմանների խստացումն է: Սակայն նկատի առնելով Հայաստանի տնտեսության և, որպես հետևանք, արժեթղթերի շուկայի վիճակը, Արմենքսը ձգտում է հաստատել ցուցակման այնպիսի պայմաններ, որոնք կխթանեն ցուցակման գործընթացը, այլ ոչ թե կխոչընդոտեն այն: Այդ նպատակով ամենացածր կարգի ցուցակման համար չեն ներկայացվում նույնիսկ միմիմալ պահանջներ ու չափանիշներ, ինչը յուրաքանչյուր թողարկողին հնարավորություն է տալիս դիմելու ցուցակման ենթարկվելու համար:

Հայաստանում ոչ ոք չի վիճարկում կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների կիրառման անմիջական կապը կապիտալի շուկայի զարգացման հետ: Կորպորատիվ կառավարման մեջ պրոֆեսիոնալ չափանիշների կիրառումը հանդիսանում է կապիտալի շուկայի զարգացման նախապայմանն ու շարժառիթը: Այդ չափանիշներն են ներդրողների համար ծառայում որպես վստահության և շուկայի իրացվելիության գրավական: Նկատելի է նաև հակադարձ կապը: Կապիտալի շուկան խիստ կարևոր վերահսկողական մեխանիզմ է, որը թույլ է տալիս գնահատել և ընտրել առավել հմուտ ձևով կառավարվող և արդյունավետ գործող ընկերությունները:

Սակայն գոյություն ունեն մնան փոխհամագործակցությունը խոչընդոտող բազմապիսի գործոններ: Ըստ փորձագետների կարծիքի, Հայաստանում կապիտալի շուկան գտնվում է սաղմնային և լճացած վիճակում: Այն հանդես է գալիս միմիայն որպես երկրորդային շուկա և ծառայում հիմնականում սեփականության վերաբաշխմանը ընկերությունների ներսում: Առանց զարգացած կապիտալի շուկային հատուկ ֆինանսական ռեսուրսների աճի համար նպաստավոր պայմանների ապահովման այն կշարունակի տնտեսության մեջ ունենալ աննշան դեր:

Ներդրողը վստահ չէ, որ իր կողմից տրամադրած միջոցները արդյունավետ կկառավարվեն: Մի կողմից դա հետևանք է կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների ոչ արդյունավետ կիրառման, մյուս կողմից՝ ընկերությունների վիճակի մասին շատ դեպքերում ոչ ամբողջական և ոչ արժանահավատ տեղեկատվության:

Բաց բաժնետիրական ընկերությունները մեծամասամբ շահագրգռված չեն և ցանկություն չունեն պահպանել իրենց կարգավիճակը: Ըստ իրենց, պատճառը վարչական ծանր բեռն է և մեծ ծավալի ծախսերը առանց համարժեք տնտեսական շահի: Ուռճացված վարչարարությունը շուկայի վերահսկման և կարգավորման գործընթացում լրացուցիչ խոչընդոտ է հանդիսանում արժեթղթերի առաջնային շուկայի ձևավորման ու զարգացման համար:

Արժեթղթերի ձևով ներդրումներն արգելակող գործոններից է նաև դրանց ցածր իրացվելիությունը: Այն թույլ չի տալիս գործի դնել կապիտալի շուկայի վերահսկողական ֆունկցիան, ինչպես նաև թույլ չի տալիս փայտիտիքը համապատասխան միջոցների դիմել բաժնետիրական ընկերության ոչ արդյունավետ կառավարման դեպքում:

Կասկած չկա, որ հետագայում կապիտալի շուկան կամրապնդի իր դիրքն ու դերը Հայաստանյան բաժնետիրական ընկերությունների վերակազմավորման մեջ: Այն կիրականացվի բացառապես շուկայական մեխանիզմների կիրառմամբ՝ սեփականատերերի պահանջի և անհրաժեշտության թելադրանքի միջոցով: Արդյունավետ գործող կապիտալի շուկան կարող է կարևոր դեր խաղալ ղեկավարների վարքագծի ձևավորման և գործունեության օբյեկտիվ գնահատման մեջ: Կապիտալի շուկայի օգնությամբ է, որ զանգվածային մասնավորեցման արդյունքում սեփականատեր դարձած մասնակիցները ցանկության դեպքում հնարավորություն կունենան լավագույն պայմաններով օտարելու իրենց բաժնեմասը, միաժամանակ նպաստելով սեփականության համախմբմանը և զարգացնելով կորպորատիվ կառավարումը: Չարգացած և իրացվելի կապիտալի շուկան Հայաստանում կուղղորդի ընկերությունները դեպի սեփականության առավել արդյունավետ կառուցվածքի ձևավորման և կբաշխի այն առավել արդյունավետ ներդրողների ձեռքերում:

Գործող օրենքի համաձայն բաց բաժնետիրական ընկերությունների բաժնետերերի քանակը չի սահմանափակվում: Ակնհայտ է հազարավոր ակամա բաժնետերերի բանակի գրեթե անկառավարելի լինելը: Ընկերության գործունեությունը հաճախ կազմալուծված է լինում բաժնետերերի ընդհանուր ժողով հրավիրելու, հետևաբար նաև ընկերության գործունեության վերաբերյալ կարևորագույն որոշումների ընդունման հետ կապված դժվարությունների պատճառով: Մասնավորապես, դրանով է պայմանավորված նաև մեր երկրում նկատվող բաց բաժնետիրական ընկերությունների վերակազմավորման միտումը փակ բաժնետիրական կամ սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների: Այսպես, հարցման արդյունքների համաձայն ընկերությունների 56%-ում բաժնետերերի թիվը վերջին երեք տարիների ընթացքում նվազել է: Բաժնետերերի թվի աճ հարցման արդյունքում ընդհանրապես չի գրանցվել: 749 ընկերությունների գերակշռող մասը կամ 417 ընկերություն (55 %) կազմում են նրանք, որտեղ 10%-ից բարձր բաժնեմաս ունեցող փայատերը մեկն է, իսկ 189 (25%) ընկերություններում այդպիսիք երկուսն են: Մինչև 30 փայատեր ունեցող ընկերությունների թիվն է 253 (34%): Դրանց թվում են մեկ բաժնետեր ունեցող 6 ընկերություններ, որոնք սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների վերակազմավորման հավանական թեկնածուներ են: 30-ից մինչև 49 բաժնետեր ունեցող ընկերությունները 109 (15%) են: Դրանց որոշ մասը մոտ ապագայում ամենայն հավանականությամբ կհամալրի փակ բաժնետիրական ընկերությունների շարքը:

Ամփոփելով բերված տվյալները կարելի է եզրակացնել, որ Հայաստանում ինտենսիվ կերպով ընթանում է և մոտ ապագայում ավելի կուժեղանա կորպորատիվ սեփականության կենտրոնացման գործընթացը: Դրա պատճառներից է նաև այն, որ ներկայումս բաժնետիրական ընկերություններում դեռևս զարգացած չէ կորպորատիվ կուլտուրան ու էթիկան, և ավելին, այն տնտեսապես պատճառաբանված չէ: Արդյունքում կորպորատիվ կառավարումը հասարակության կողմից ընկալվում է որպես «արհեստական», «հարկադրական» և «ոչ արդյունավետ» մի համակարգ:

Տնտեսապես չհիմնավորված սեփականության կորպորատիվ կառուցվածքը առաջացրել է անվստահություն, որն իր հերթին բացասաբար է անդրադառնում կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման սկզբունքների տարածման և զարգացման վրա: Կորպորատիվ սեփականության կառուցվածքի և դրա վերաբաշխման հեռանկարների դիտարկումը հանգեցնում է Հայաստանում ժամանակակից կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման սկզբունքների տարածման համար նպաստավոր պայմանների ձևավորման կիրառման անհրաժեշտությանը: Սեփականատերերի տարբեր խմբերի շահերի և գործարար միջավայրի զարգացման ուղիների վերաբերյալ կարծիքների ներդաշնակեցումը անկասկած շատ բարդ խնդիր է, սակայն այդ ուղղությամբ շարժվելու համար կարևոր է այնպիսի միջոցառումների ձեռնարկումը, որոնք կնպաստեն ընկերությունների սեփականատերերի և ղեկավարության կարճաժամկետ մտածելակերպի հաղթահարմանը և կորպորատիվ կառավարման մեխանիզմների ներդրմանը:

4. Կորպորատիվ կառավարմանն առնչվող պետական կառույցները

Հարցման նպատակներից է եղել նաև պարզել, թե ինչպես են հարաբերվում կորպորատիվ կառավարման սուբյեկտները ֆինանսական շուկան կարգավորող կառավարական և շուկայում գործող տարբեր ոչ կառավարական կառույցների հետ: Ըստ հարցման արդյունքների՝ կորպորատիվ կառավարմանն առնչվող հարցերի շուրջ վերոնշյալ կառույցների հետ շփումների վերաբերյալ գնահատականները ձևավորել են հետևյալ պատկերը.

- ա) Հայաստանի Արժեթղթերի հանձնաժողովի հետ շփվելիս դժվարություններ են ունեցել կորպորատիվ կառավարման սուբյեկտների 44 %-ը,
- բ) Կենտրոնական Դեպոզիտարիայի հետ շփվելիս՝ 24 %-ը,
- գ) Հայաստանի ֆոնդային բորսայի հետ շփվելիս՝ 16 %-ը,
- դ) Կենտրոնական Բանկի հետ շփվելիս՝ 20 %-ը,
- ե) Դատական ատյաններ հետ շփվելիս՝ 32 %-ը:

Ստացված տվյալները թույլ են տալիս առանձնացնել ֆինանսական շուկան կարգավորող այն կառավարական և ոչ կառավարական կառույցները, որոնց հետ շփումները ժողովրդություններ են առաջ բերում կորպորատիվ կառավարման սուբյեկտների համար և նախանշել այն միջոցառումների ցանկը, որոնք կնպաստեն մեր երկրում կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների ներմուծմանն ու արմատավորմանը:

5. Կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող արտաքին գործոնները

Հարցման ընթացքում փորձ է արվել նաև գնահատել Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող բազմաթիվ և բազմաբնույթ արտաքին գործոններից որոշ մասի ազդեցությունը: Դրանք են.

ա) հարկային քաղաքականությունը.

Հարկային քաղաքականությունը կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող լուրջ գործոն են համարում հարցվածների 80 % -ը:

բ) հաղորդակցման միջոցների մակարդակը (էլ-փոստ, ինտերնետ).

Հարցվածների ավելի քան 68%-ի կարծիքով Հայաստանում հաղորդակցման միջոցների մակարդակը այս կամ այն չափով խոչընդոտում է կորպորատիվ կառավարման զարգացումը:

գ) շուկայի ծավալը.

Հարցվածների 80%-ը կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող գործոն են համարում նաև շուկայի ծավալը:

դ) ընդհանուր գործարար միջավայրը

76%-ը կորպորատիվ կառավարման զարգացման առումով ոչ նպաստավոր են համարում երկրի ընդհանուր գործարար միջավայրը:

ե) երկրի աշխարհագրական դիրքը

Հարցվածների 76%-ի կարծիքով կորպորատիվ կառավարման զարգացման վրա բացասաբար է անդրադառնում երկրի աշխարհագրական դիրքը:

զ) փորձառու աշխատանքային անձնակազմի պակասը

Հարցվածների 52%-ը գտնում են, որ կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող գործոն կարելի է համարել նաև փորձառու աշխատանքային անձնակազմի պակասը:

է) հաշվապահական հաշվառման և անկախ աուդիտի մակարդակը

44%-ը համարում են, որ հաշվապահական հաշվառման և անկախ աուդիտի մակարդակը նույնպես խոչընդոտում է կորպորատիվ կառավարման զարգացմանը:

ը) պարզ և հստակ օրենսդրական դաշտի բացակայությունը

64 %-ի կարծիքով պարզ և հստակ օրենսդրական դաշտի բացակայությունը կարելի է դասել կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող գործոնների թվին:

թ) ոլորտային քաղաքականության բացակայությունը

Ոլորտային քաղաքականության բացակայությունը որպես կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող գործոն համարում են հարցվածների 64%-ը:

ժ) ՁԼՄ-ների դերը կորպորատիվ կառավարման հարցերը լուսաբանելիս

Որպես ոչ արդյունավետ են գնահատել զանգվածային լրատվամիջոցների դերը կորպորատիվ կառավարման հարցերը լուսաբանելիս ռեսպոնդենտների մեծ մասը՝ 52 %-ը:

Այսպիսով, ըստ հարցման արդյունքների վերը թվարկած կորպորատիվ կառավարման զարգացումը խոչընդոտող արտաքին գործոնները ըստ դրանց դերի կարևորության կարելի է դասակարգել հետևյալ կերպ.

<input type="checkbox"/> հարկային քաղաքականությունը	80 %
<input type="checkbox"/> հաղորդակցման միջոցների մակարդակը	80 %
<input type="checkbox"/> շուկայի ծավալը.	76 %
<input type="checkbox"/> ընդհանուր գործարար միջավայրը	76 %
<input type="checkbox"/> երկրի աշխարհագրական դիրքը	68 %
<input type="checkbox"/> փորձառու անձնակազմի պակասը	64 %
<input type="checkbox"/> հաշվապահական հաշվառման և անկախ աուդիտի մակարդակը	64 %
<input type="checkbox"/> պարզ և հստակ օրենսդրական դաշտի բացակայությունը	52 %
<input type="checkbox"/> ՁԼՄ-ների դերը կորպորատիվ կառավարման հարցերը լուսաբանելիս	52 %
<input type="checkbox"/> ոլորտային քաղաքականության բացակայությունը	44 %

Հարցման արդյունքում ստացված տվյալները թույլ են տալիս նախանշել այն առաջնահերթ միջոցառումների ցանկը, որոնք կնպաստեն մեր երկրում կորպորատիվ կառավարման առաջավոր սկզբունքների արմատավորմանն ու տարածմանը:

6. Բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության խնդիրները

Ջանգվածային մասնավորեցման ծրագրի ավարտի արդյունքում 1998-ի վերջին Հայաստանի մոտավորապես կես միլիոն քաղաքացիներ դարձան ֆինանսական գործիքի՝ բաժնետոմսի սեփականատեր: Մոտ 120 000 քաղաքացի ներկայումս բաժնեմաս ունեն 749 բաց բաժնետիրական ընկերություններում: Ջանգվածային մասնավորեցման ծրագիրը զգալի ավելացրեց անհատ բաժնետերերի թիվը, որոնց գերակշռող մասը պատկերացում անգամ չունեն իրենց իրավունքների և պարտականությունների, էլ չասած այդ իրավունքներից օգտվելու ձևերի մասին: Իրավունքներից օգտվելու խնդիրը բարդանում է նաև ֆինանսական միջոցների և ընկերությունների ղեկավարության՝ ի օգուտ բաժնետերերի աշխատելու ցանկության բացակայության պատճառով: Ցածր է նաև անհատ բաժնետերերի մոտիվացիան և շահագրգռվածությունը:

Հայաստանի ներկայիս տնտեսական պայմաններում բաժնետերերի մեծ մասը պասիվ են: Նրանց հիմնական մասի կողմից իրենց դերը դիտվում է որպես երկրորդական և տնտեսական առումով ոչ կարևոր: Միևնույն ժամանակ՝ ընկերությունների տնօրինության կողմից բաժնետերերը դիտվում են ոչ թե որպես ֆինանսական ռեսուրսների աղբյուր կամ որպես ներուժ, այլ որպես պրոբլեմ: Սակայն անհատ բաժնետերերի նկատմամբ ներկայիս սկեպտիկ վերաբերմունքին հակառակ հետագայում պետք է ակնկալել նրանց՝ որպես ֆինանսական միջոցների հայթայթման աղբյուրի դերի բարձրացումը: Անհատ բաժնետերերի մասնակցությունը կորպորատիվ կառավարման մեջ անխուսափելի է:

Հայաստանում դեռևս լուծված չեն նաև փոքր բաժնետերերի շահերի արդյունավետ պաշտպանության խնդիրները: Ընկերության կառավարումը վերահսկելու և հնարավոր չարաշահումները կանխելու բաժնետերերի իրավունքը պաշտպանված է օրենքով, սակայն այդ իրավունքը վերահաստատվելու և գիտակցված դառնալու կարիքն ունի: Փոքր բաժնետերերի համար գոյություն ունեն մի շարք կազմակերպական և վարչարարական խոչընդոտներ ընդհանուր ժողովի աշխատանքներին մասնակցելու, ընկերության կառավարման մարմիններում ներկայացված լինելու, շահաբաժին ստանալու և այլ իրավունքներից օգտվելու համար: Դրանցից է հատկապես դատական համակարգի նկատմամբ վստահության պակասը՝ վերջինիս դանդաղկոտության և կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման հարցերում հաճախ նկատվող պրոֆեսիոնալիզմի բացակայության պատճառով:

Բաժնետիրային միջավայրը և թերզարգացած ինստիտուցիոնալ համակարգը, որը դեռևս թերանում է տալու բաժնետիրոջ և կառավարիչի միջև փոխհարաբերությունների հստակ ձևակերպումը, խանգարում են բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանությանը և միաժամանակ չեն ապահովում արդյունավետ կառավարման համար անհրաժեշտ ազատության աստիճանը:

Նման իրավիճակում անհրաժեշտ է գտնել բաժնետերերի և ընկերության տնօրինության շահերը հնարավորին չափ հավասարակշռելու եղանակը: Այստեղ օրենսդրական կարգավորումից զատ կարևորվում են նաև այլ միջոցառումներ: Դրանք պետք է ուղղված լինեն փայտերերին ակտիվ սեփականատերեր դարձնելուն, օրինակ՝ բոլոր շահագրգիռ կողմերի մասնակցությամբ դասընթացների, բաժնետերերի շահերը պաշտպանող հասարակական կազմակերպությունների և գործարար ասոցիացիաների աջակցության, տեղեկատվական և կրթական բնույթի գործունեության, դրական փորձի տարածման և այլ միջոցներով:

7. Կորպորատիվ կառավարման մարմինների ձևավորումը և գործունեությունը

Անցումային շրջանում գտնվող երկրներում ընկերությունների կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման մարմինների կազմը և վերջիններիս դերը բաժնետիրական ընկերությունների վերակազմավորման և զարգացման հեռանկարների ձևավորման մեջ ունեն որոշակի առանձնահատկություններ: Այստեղ է, որ անհրաժեշտ է խիստ հետևել, թե արդյո՞ք կառավարման և վերահսկման ընթացքում ապահովվում են ներկայացուցչական և թիմային սկզբունքները, թափանցիկությունը և հաշվետվելիությունը: Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման նշված սկզբունքներն ու գործառույթները առայժմ լրիվ չափով չեն ընկալվում և կիրառվում են ոչ պատշաճ ձևով:

Ըստ հարցման արդյունքների՝ Հայաստանում բաժնետիրական ընկերությունների տնօրենների խորհուրդների ինստիտուտի ձևավորումը ունի հետևյալ առանձնահատկությունները.

- Տնօրենների խորհուրդները ձևավորվում են հիմնականում ընկերության ղեկավարների և աշխատակիցների ներգրավմամբ: Այսպես, ընկերությունների 60%-ում տնօրենների խորհրդի՝ աշխատակից հանդիսացող անդամները կազմում են տնօրենների խորհրդի կազմի կեսից ավելին: Ընկերության աշխատակից հանդիսացող տնօրենների խորհրդի անդամ չունի հարցման ենթարկված ընկերություններից միայն 8%-ը:
- 40% ընկերություններում տնօրենների խորհրդի անդամների թիվը վերջին երեք տարիների ընթացքում նվազել է, իսկ մյուսներում մնացել անփոփոխ:
- Տնօրենների խորհրդի կազմում ընկերության բաժնետեր չհանդիսացող կամ անկախ անդամներ են ընգրկված 64% ընկերություններում:

Հարցման ենթարկված ընկերությունների 24%-ում տնօրենների խորհրդի նիստերը հանաձայն կանոնադրության պետք է հրավիրվեն ամիսը մեկ անգամ, 32%-ում՝ տարին 4 անգամ:

Մինչդեռ 40% ընկերությունների համար տնօրենների խորհրդի նիստերի պարբերականությունը կանոնադրությամբ սահմանված չէ: Նիստերը հրավիրվում են «ըստ անհրաժեշտության»:

Ընկերությունների 80%-ում վերջին 3 տարիների ընթացքում տնօրենների խորհրդի նիստերի օրակարգում ընդգրկվել են գույքի արժեքի որոշման, 52%-ում՝ խոշոր գործարքի հաստատման, 16 %-ում՝ շահագրգիռ անձանց մասնակցությամբ գործարքի հաստատման հարցերը:

Կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների տեսանկյունից կարևորագույն նշանակության հարց է կորպորատիվ կառավարման մարմնի և գործադիր փոխհարաբերությունների խնդիրը: Հայաստանյան ընկերությունների գերակշռող մեծամասնության համար բնորոշ է երկու ղեկավար մարմինների իրավասությունների ոչ լիարժեք ձևակերպումն ու տարանջատումը: Այստեղ է ծագում տարածայնությունների մեծ մասը և հիմք դառնում կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների խախտման համար: Գործադիր մարմնի գործունեությունը շատ հաճախ նպատակաուղղված չէ ընկերության և բաժնետերերի շահերի պաշտպանությանը, այլ պահպանելով անցյալի ավանդույթները՝ գործում է կամ որպես միանձնյա սեփականատեր, կամ ծառայում մի քանի խոշոր բաժնետերերի շահերին: Կառավարման այս մոդելը հեռու է կորպորատիվ կառավարման սկզբունքներից և խոչընդոտում է վերջիններիս հաստատմանը: Գործադիր մարմինը հաճախ ներգործում է աշխատակից հանդիսացող բաժնետերերի վրա՝ սպառնալով ազատել աշխատանքից, իսկ ոչ աշխատակից բաժնետերերի վրա՝ խոչընդոտելով կարևոր տեղեկատվության տրամադրմանը:

Այս իրավիճակը հետևանք է կորպորատիվ կառավարման համակարգի արդյունավետ վերահսկման և ընկերության շահերից բխող գործունեությունը խթանող մեխանիզմների բացակայության, ղեկավարող թիմերի հաճախակի փոփոխման և կորպորատիվ կառավարման համար ոչ բարենպաստ ընդհանուր միջավայրի: Բացակայում է «շահերի բախման» դեպքում բավարար օրենսդրական կարգավորումը և կիրառելի պատժամիջոցների համակարգը:

Լուրջ խոչընդոտ է նաև շուկայական միջավայրում աշխատելու փորձի բացակայությունը: Ստացվում է, որ ընկերության տնտեսական շահը բավարար չափով չի խթանում մասնավոր շահը: Այն հաճախ բավարարվում է օրինական տնտեսական գործունեության շրջանակներից դուրս:

Նկատելի է նաև մասնավորեցումից հետո ընկերություններում իրենց դիրքը պահպանած նախկին ղեկավարների մեծ մասի ընդդիմությունը ընկերության վերակազմավորմանը, կորպորատիվ կառավարման դրույթների կիրառմանը և սեփականատերերի միջև նոր ոճի հարաբերությունների հաստատմանը:

Կորպորատիվ կառավարման միջազգային ստանդարտների ներդրումը կխթանի շուկայական տնտեսության պայմաններում աշխատելու, բաժնետերերի և գործընկերների հետ ճիշտ հարաբերվելու ունակությունների տեր նոր ոճի ղեկավարների ի հայտ գալուն: Մենք նկատի ունենք նաև այնպիսի ղեկավարների, որոնք ծանոթ են և օգտվում են կապիտալի շուկայի ծառայություններից, որոնք հարգում և ենթարկվում են հաշվետու և թափանցիկ աշխատելու պահանջներին: Կորպորատիվ կառավարման առաջավոր պրակտիկայի արմատավորմանը մեծապես կնպաստի որոշում կայացնող գործադիր մարմինների պարզևատրման մեխանիզմների, ներքին աուդիտը իրականացնող հանձնաժողովների կազմավորման մասին տեղեկությունների հրապարակումը: Անհրաժեշտ է նաև խթանել ընկերության աշխատակազմի անդամների, ղեկավար և գործադիր մարմինների իրազեկմանն ուղղված կրթական միջոցառումների կազմակերպումը:

8. Թափանցիկությունը և տեղեկատվության մատչելիությունը որպես կորպորատիվ կառավարման կարևորագույն սկզբունքներ

Բաժնետիրական ընկերության վիճակի վերաբերյալ տեղեկատվության ազատ, արագ և էժան տրամադրման կանոնների և մեխանիզմների հաստատումը կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների կիրառման ամենակարևոր պայմաններից է: Ըստ հարցման արդյունքների՝ ներկայումս կորպորատիվ կառավարման վերաբերյալ տեղեկատվության մատչելիությունը անբավարար է գնահատել ռեսպոնդենտների 28 %-ը, իսկ 3 տարի առաջ եղած վիճակը՝ 36%-ը: Հարցի վերաբերյալ կարծիք չի արտահայտել ռեսպոնդենտների 40%-ը, ինչը, ըստ երևույթին, բնորոշում է նման խնդրի հետ առնչություն չունեցողների քանակը: Ընկերությունների 80%-ը իրենց տարեկան հաշվետվությունները հրապարակում են հանրության համար մատչելի մամուլում, սակայն այլ հարց է, թե ի՞նչ չափով են դրանք արտացոլում իրականությունը: Հասարակության վստահության պակասից չէ՞ արդյոք, որ մեզանում ընկերությունների ղեկավարությունն է դժգոհում սեփականատերերի կողմից հետաքրքրության բացակայության կապակցությամբ: Անկասկած, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի, ՀՀ Արժեթղթերի հանձնաժողովի և Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի էլեկտրոնային էջերը մեծապես նպաստում են վերլուծությունների համար անհրաժեշտ տեղեկատվության մատչելիությանը: Ցանկալի կլիներ միայն, որ հատուկ ուշադրություն դարձվեր այդ էջերի պարբերաբար թարմացման և արդիականացման վրա: Կարևոր է նաև ընկերությունների իրական վիճակի մասին փոքր բաժնետերերին տեղեկատվության տրամադրումը:

Սակայն անհատ բաժնետերերի և հավանական ներդրողների համար ամենակարևոր ու մոտիվացիոն բնույթի տեղեկությունները առկա ռիսկերի և սպասվող շահույթի մասին արժանահավատ գնահատականներն են:

9. Կորպորատիվ կառավարման զարգացման դերը կոռուպցիայի դեմ պայքարում

Կոռուպցիայի վերացումը և կորպորատիվ կառավարմանն ուղղված բարեփոխումները ամենուրեք ճանաչվում են որպես հիմնարար և փոխկապակցված հիմնախնդիրներ ժողովրդավարության և տնտեսական կայունության հաստատման ճանապարհին: Ակնհայտ է, որ կոռուպցիան և թերի կորպորատիվ կառավարումը խոչընդոտում են արդյունավետ շուկայի զարգացմանը, և պայմանավորում մեկը մյուսին: Կորպորատիվ կառավարման թերզարգացած համակարգը տնտեսական գործունեության արդյունավետությունը խոչընդոտելով մեկտեղ նպաստում է կոռուպցիայի երևույթի տարածմանը: Վատ վերահսկվող ղեկավար մարմինները հաճախ օգտագործում են իրենց հնարավորությունները այնպիսի դիրք ձեռք բերելու համար, որը ի շահ ձեռնարկության օգտագործվելու փոխարեն հետագայում գործադրվում է ստացված արդյունքը շահառուների հետ չկիսելու նպատակով: Այնտեղ ուր կոռուպցիան լռելյայն համարվում է բիզնեսի ծավալման միջոց, օրենսդրական և վարչարարական դաշտի բարեփոխումներին ուղղված ջանքերը դժվար թե հաջողությամբ պսակվեն և հակառակը՝ կոռուպցիան կարող է ծաղկել այնտեղ, ուր կորպորատիվ կառավարման համակարգը թերանում է բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության, գործընկերների ներգրավման մեջ և չի ապահովում թափանցիկ ու հաշվետու կառավարում:

Ազատ շուկայի հիմնադրությային գաղափարները՝ ժողովրդավարությունը և զարգացած տնտեսության վրա հիմնված բարեկեցիկ հասարակությունը չեն կարող կայանալ առանց կոռուպցիայի բացառման և կորպորատիվ կառավարման բնագավառում բարձրագույն չափանիշների հաստատման: Կոռուպցիան և թերզարգացած կորպորատիվ կառավարումը խաթարում են տնտեսական ոլորտում որոշումների կայացման գործընթացը, բացասաբար են անդրադառնում ներդրումային միջավայրի վրա, խոչընդոտում են ազատ մրցակցությանը և արմատապես վնասում երկրի տնտեսական զարգացմանը: Կոռուպցիան և թերացող կորպորատիվ կառավարումը քայքայում են շուկայական համակարգի հիմքերը, վտանգում ազգի քաղաքական, հասարակական և տնտեսական ապահովությունը և բարեկեցիկ հասարակության հեռանկարները:

Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամը շատ միջազգային խոշոր ընկերություններում վեր հանեց ստվերային հարաբերությունների հետևանքները մասնավոր սեկտորում և հանգեցրեց կորպորատիվ կառավարման բնագավառում բարեփոխումների անհրաժեշտություն գաղափարին: Կոռուպցիան ծաղկում է այնտեղ, ուր իրավական համակարգը թույլ է կամ նոր է զարգանում: Օրենսդրության խրթինությունը, գերկարգավորումը և անկանխատեսելիությունը կոռուպցիան խթանող գործոններից են:

Ներկայումս աշխարհում կոռուպցիայի դեմ պայքարում աստիճանաբար ձևավորվում են համընդհանուր մոտեցումներ ու նորմեր: Դրանցից են՝ տնտեսական կառավարման և որոշումների ընդունման բաց և թափանցի պրակտիկան: Չարգացած և արդյունավետ գործող շուկայական տնտեսությունը պարտադրում է կառավարման ժողովրդավարական եղանակը՝ քաղաքական կայունությունը և օրենքի գերիշխանությունը համընդհանուր բարգավաճումը սնուցող փոխհարաբերություններում:

Այսպիսով, կորպորատիվ կառավարման բնագավառում բարեփոխումների արդյունավետությունը կոռուպցիայի դրդապատճառների և հնարավորությունների սիմանափակման առումով կասկած չի հարուցում: Նման բարեփոխումներից են՝ բաժնեմասի և փոխկապակցվածության հրապարակայնությունը; ներքին գործարքների և բուրգաձև սխեմաների դեմ ուղղված խիստ պատժամիջոցները, տնօրենների խորհրդին վերահսկելու նպատակով արտաքին դիտորդների նշանակումը, ստանդարտ պահանջների համաձայն կազմված ֆինանսական հաշվետվությունների անկախ ադիտի արդյունքների հրապարակումը, պարտատերերի իրավունքների պաշտպանությանը, արդյունավետ իրավական համակարգի կիրառումը և էթիկայի ստանդարտների ներդրումն ու դրանց խիստ հետևելը: Ուստի, բարձրակարգ կորպորատիվ կառավարման նորմերի խթանումը շաղկապված կոռուպցիայի դեմ պայքարի հետ կազմում են զարգացած և արդյունավետ շուկայի գույգ հենասյուները: Երկուսն էլ էական նշանակություն ունեն կայուն տնտեսական և ժողովրդավարական զարգացմանն ուղղված ջանքերի ծավալման առումով: Դրանք պետք է ներմուծվեն տնտեսության մասնավոր հատվածի կողմից, հենվելով քաղաքացիական հասարակության ու շահառուների ակտիվ աջակցության վրա, պետության կողմից սահմանված օրենքի և կարգի շրջանակներում: Հետևաբար, արդյունավետ գործունեության ծավալման համար անհրաժեշտ է տնտեսության մեջ ժողովրդավարական բարեփոխումներին ուղղված բոլոր կողմերի ակտիվ համագործակցությունը:

10. Կորպորատիվ կառավարման զարգացման հեռանկարները Հայաստանում

Ըստ հարցման ընթացքում ստացված արդյունքների Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման զարգացման հեռանկարները հետագա երեք տարիների համար գնահատելիս հարցմանը մասնակցողների կարծիքները բաժանվեցին հետևյալ կերպ.

- | | |
|--|-----|
| ա) <i>վստահ են, որ կորպորատիվ կառավարումը կզարգանա</i> | 40% |
| բ/ <i>էական փոփոխություններ չեն սպասում</i> | 60% |

Այժմ Հայաստանում, խորհրդային համակարգի փլուզումից հետո, ընկերությունները գործում են նոր՝ ժողովրդավարությամբ և շուկայական տնտեսությամբ պայմանավորված կանոններով: Երկրում ժողովրդավարական զարգացումների հետ ակնհայտ է դառնում, որ համաշխարհային շուկայում ընկերությունների հաջող մրցակցությունը որոշիչ է ժողովրդավարության կայացման համար: Արդյունավետ գործող, շահութաբեր ձեռնարկությունների ստեղծման խնդրի տապալումը կհանգեցնի երկարաժամկետ գործազրկության բարձր տոկոսի, ինչը իր հերթին կվտանգի երկրում ժողովրդավարական բարեփոխումների ընթացքը: Կորպորատիվ կառավարման զարգացումը Հայաստանում ներկայումս փորձական շրջանում է: Առկա են կորպորատիվ օրենսդրությունը, որը սահմանում է այն անձանց դերերն ու պարտականությունները, ովքեր պատասխանատու են կորպորատիվ ձեռնարկատիրական գործունեության համար, համապատասխան ինստիտուցիոնալ կառույցները և պետք է որոշ ժամանակ անցնի, մինչ այդ մեխանիզմները Հայաստանում բավական չափով հասունանան՝ դառնալով կորպորատիվ կառավարման վերահսկման արդյունավետ միջոց: Օրենսդրական կարգավորումը գործնականում պետք է ոչ այնքան կարգավորի եղած իրավիճակը, որքան պարտադրի պատշաճ զարգացում: Երբ բացակայում են պարտադրման կառույցները, օրենսդրական կարգավորումը սեփականտերերին վստահություն չի ներշնչում:

Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման հիմնախնդիրները չեն սահմանափակվում կառավարման մարմինների հաշվետվելիությամբ: Կորպորատիվ հատվածը Հայաստանում բաղկացած է զանգվածային մասնավորեցման արդյունքում կազմավորված ընկերություններից՝ առանց շուկայական տնտեսության պայմաններում գործելու համար անհրաժեշտ օրենսդրական և համակարգային ենթակառույցների: Հայաստանում առկա տնտեսական իրավիճակում փոքր բաժնետերերը հաճախ պասիվ են: Բաժնետերերը դիտվում են ոչ որպես ֆինանսական միջոցների աղբյուր, և հաճախ համարվում են ոչ թե ներուժ, այլ պրոբլեմ: Բաժնետիրական ընկերությունները, որոնք ըստ անվանման պետք է ապահովեն իրենց գործունեության առավելագույն թափանցիկությունը, գործնականում չեն հետևում կորպորատիվ կառավարման այս հիմնական դրույթին: Ներկայումս Հայաստանում առկա կորպորատիվ կառավարման զարգացման բնագավառի հիմնական խնդիրները հետևյալն են.

- Ընկերություններում սեփականության կառուցվածքի բարձր աստիճանի կենտրոնացումը.
- Անկանխատեսելի տնտեսական իրավիճակում կառավարիչներն իրենց պաշտոնը ժամանակավոր և անորոշ են համարում, ինչը մղում է գործելու սեփական շահից, այլ ոչ թե ընկերության առավելագույն շահույթն ապահովելու խնդրից ելնելով.

- Առավել կարևոր հարցերից է ընկերությունների կառավարման հիմնախնդիրը: Ներդրողները տեղյակ չեն որոշումների կայացման և ընդունման գործընթացի մասին: Որոշումների ընդունման անհրաժեշտության աստիճանը և նպատակը հայտնի չեն նրանց: Արդյունքում ներդրողների պասիվությունն է՝ ներդրումային որոշում կայացնելու խնդրում որակական և քանակական տվյալների պակասի կամ բացակայության պատճառով:
- Բաց բաժնետիրական ընկերությունները խուսափում են իրենց գործունեության վերաբերող տեղեկատվության բացահայտումից, թափանցիկ և հաշվետու գործելակերպից: Մասնավորապես, չեն հրապարակվում գործունեության ֆինանսական արդյունքները: Ընկերությունները «փակ» համակարգ են ներդրողների համար, մի հանգամանք, որն անկասկած խաթարում է վերջիններիս վստահությունը ընկերության և դրա գործունեության նկատմամբ: Ընկերությունները առանց իրենց գործունեության ընթացքի և արդյունքների մասին տեղեկատվության բացահայտման, աշխատում են ըստ էության «քողարկված» ձևով, ինչը իր բացասական ազդեցությունն ունի շուկայի զարգացման համար այդքան կարևոր վստահության մթնոլորտի ձևավորման վրա:
- Սակայն, պետության պարտադրանքի բացակայության պայմաններում չեն կատարվում «Բաց բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի նույնիսկ նվազագույն պայմանները: Մինչ «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի ընդունումը բաժնետերերը զրկված էին տեղեկատվություն ստանալու իրավունքից օգտվելու հնարավորությունից: Թողարկողները և կառավարիչները չէին կրում որևէ նյութական պատասխանատվություն տեղեկատվություն տրամադրելու ներդրողի պահանջը չկատարելու կամ ոչ իրական տեղեկություններ տրամադրելու համար:
- Կառավարման ընթացքում բաժնետերերի իրավունքները ոտնահարվում են: Փոքր բաժնետերերը ոչ միայն զրկված է կառավարմանը մասնակցելու իր իրավունքից, այլև լիովին անտեսված է թողարկողի կողմից: Բաժնետերերի ընդհանուր ժողովները հրավիրվում են օրենքի կոպիտ խախտումներով: Բաժնետերերը տեղեկացված չեն լինում ժողովի օրակարգի, ընդունվող որոշումների և դրանց հնարավոր հետևանքների մասին: Որոշումներն ընդունվում են քվեարկության անցկացման կարգի, մասնավորապես, լիազորագրի ներկայացման կարգի պահանջների կոպիտ խախտումներով:
- Վերակազմավորման (սովորաբար բաժանման կամ տրոհման) և այլ միջոցներով խոշոր բաժնետերերը ընկերությունում առկա միջոցները առանց պատշաճ փոխհատուցման փոխանցում են իրենց կողմից հիմնադրված նորաստեղծ կազմակերպություններին, որի միակ սեփականատերն են հաղիսանում: Արդյունքում մնացած բաժնետերերը մնում են

ընկերության այն ստորաբաժանման մեջ, որի միջոցները աշխատունակ չեն և արդյունքում արժեքագրվում են նրանց բաժնետոմսերը: Օրենքի ցածրաստիճան պարտադրանքը բացառում է փոքր բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության հնարավորությունը:

- Մի այլ կարևոր խնդիր. արդյո՞ք խորհուրդը պետք է ներկայացնի միայն այն անձանց շահերը, ովքեր ֆինանսական միջոցներ են ներդրել, թե այն անձանց շահերը ևս, որոնց ներդրումները այլ ձևի են եղել և ո՞րն է արդյոք է որոշ անձանց շահը մյուսների շահից վեր դասելու գինը կամ ո՞վ է վճարելու այդ գինը: Սրանք ևս հետաքրքիր ու բարդ հարցեր են, քանի որ առնչվում են և հավասարության և արդյունավետության հիմնախնդիրների հետ:

Շուկայական տնտեսության պայմաններում կառավարիչները արտաքին ուժերի ճնշման տակ գործում են ընկերության առավելագույն շահից ելնելով: Հայաստանում կառավարիչների մեծամասնությունը անհույս դեգերումների մեջ փորձում է գտնել բիզնեսի վերահսկման եղանակը և հասկանալ, թե ինչու՞մն է կայանում իրենց նոր դերը: Իրենք կարող են ստիպված լինել մշակելու նոր արտադրանք կամ գտնելու նոր շուկա, կամ համատեղել երկուսը: Ավելին, նրանք ստիպված են լուծել այդ խնդիրները խստապահանջ ու արագ փոփոխվող տնտեսության պայմաններում:

Որոշ դիտորդներ կանխատեսում են, որ կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների Հայաստանյան ընկերություններում ներմուծումը դժվար է լինելու փորձի պակասի կամ բացակայության պատճառով: Սակայն վարժվելով ժողովրդավարական եղանակով առանց պետության միջամտության որոշում կայացնելու հմտությանը հասարակությունը վերջին հաշվով կհասունանա և կկայանա որպես ժողովրդավարական հասարակություն:

Այլ դիտորդներ փաստում են, որ կորպորատիվ կառավարումը բարդ է թվում, բայց իրականում այդպիսին չէ: Այն ներառում է հիմնական վերահսկողական մեխանիզմների մի փաթեթ, որով ղեկավարվում է բաժնետիրական ընկերությունների մեծ մասը:

Յավոք, հայաստանյան բաժնետիրական ընկերությունները զրկված են տեղական կայացած կապիտալի շուկայից և փորձառու ներդրողներից, որոնք ճիշտ կուղղորդեն զարգացումը: Մեծամասամբ ներդրողներին հասու չէ ներդրումային որոշում կայացնելու համար անհրաժեշտ արժանահավատ և ամբողջական տեղեկատվությունը, օրինակ՝ վերջին բորսայական գործարքները, կամ ընկերության շահութաբերությունը և հեռանկարները: Հայտնի չեն բաժնետիրական ժողովի որոշումները: Արդյունքում, ներդրողների մեծ մասը վատ են «զինված» և գործում են կուրորեն կամ ավելի հաճախ գերադասում են ընդհանրապես չգործել:

Եզրակացություն

Մեզանում կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների ներմուծման խնդիրն ունի անցումային շրջանում գտնվող երկրին բնորոշ առանձնահատկություններ և պահանջում է նախանշել առկա հիմնախնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ միջոցներն ու միջոցառումները:

Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման արդյունավետ համակարգի ստեղծումը պահանջում է կորպորատիվ կառավարման միջազգային փորձի և սկզբունքների կիրառման համար համապատասխան նորմերի ձևավորում: Գոյություն ունեցող օրենսդրական նորմերը վերանայման ու լրացումների կարիք ունեն, քանի որ շատ դեպքերում դրանք չեն կիրառվում՝ անհասկանալի լինելու կամ կորպորատիվ կառավարման մասնակիցների կողմից շահագրգռվածության բացակայության պատճառով:

Հայաստանը կորպորատիվ կառավարման միջազգային ստանդարտները ներդնելու և կիրառելու համար դեռևս կարիք ունի կատարելագործելու օրենսդրական դաշտը: Ուստի անհրաժեշտ է և կարևոր մշակել երկրում կորպորատիվ կառավարման ստանդարտների ներդրմանը նպաստող կառավարական մակարդակով կորդինացված համալիր նախաձեռնությունների փաթեթ:

Տնտեսապես չհիմնավորված սեփականության կորպորատիվ կառուցվածքը առաջացրել է անվստահություն, որն իր հերթին բացասաբար է անդրադառնում կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման սկզբունքների տարածման և զարգացման վրա: Կորպորատիվ սեփականության կառուցվածքի և դրա վերաբաշխման հեռանկարների դիտարկումը հանգեցնում է Հայաստանում ժամանակակից կորպորատիվ կառավարման և վերահսկման սկզբունքների տարածման համար նպաստավոր պայմանների ձևավորման անհրաժեշտությանը: Սեփականատերերի տարբեր խմբերի շահերի և գործարար միջավայրի զարգացման ուղիների վերաբերյալ կարծիքների ներդաշնակեցումը անկասկած շատ բարդ խնդիր է, սակայն այդ ուղղությամբ շարժվելու համար կարևոր է այնպիսի միջոցների ձեռնարկումը, որոնք կնպաստեն ընկերությունների սեփականատերերի և ղեկավարության կարճաժամկետ մտածելակերպի հաղթահարմանը և կորպորատիվ կառավարման մեխանիզմների ներդրմանը:

Ծրագրի շրջանակներում ստացված տվյալները թույլ են տալիս առանձնացնել ֆինանսական շուկան կարգավորող այն կառավարական և ոչ կառավարական կառույցները, որոնց հետ շփումները դժվարություններ են առաջ բերում կորպորատիվ կառավարման սուբյեկտների համար և նախանշել այն միջոցառումների ցանկը, որոնք կնպաստեն երկրում կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների ներմուծմանն ու արմատավորմանը:

Իրավիճակը շտկելու նպատակով երկրում անհրաժեշտ է իրականացնել հատուկ ծրագրեր ուղղված կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների արդյունավետ ներդրմանն ու կատարելագործմանը: Նման ծրագրերի շրջանակներում համապատասխան պետական մարմինները պետք է ավելի հետևողական և ակտիվ ջանքեր գործադրեն համապատասխանեցնելու համար հայաստանյան թողարկողների գործունեությունը օրենքի պահանջներին, զուգահեռաբար ապահովելով ներդրողի իրավունքների լիակատար պաշտպանությունը և բաժնետիրական ընկերությունների գործունեության թափանցիկությունը:

Այդ ուղղությամբ առաջնային քայլերն են.

- Ընդունել օրենքներ, որոնց առկայության դեպքում կորպորատիվ կառավարումը կդառնա հավասարակշռված ու ավելի թափանցիկ և փոքր բաժնետերերին թույլ կտա առավել գործնական և ակտիվ մասնակել ընկերությունների կառավարմանը:
- Պարբերաբար բացահայտել և տարածել կորպորատիվ կառավարման միջազգային սկզբունքների վերաբերյալ տեղեկատվությունը, մեկնաբանություններն ու դրույթները, հնարավորության դեպքում կազմակերպելով սեմինարներ և քննարկումներ ընկերությունների կառավարմանը մասնակից անձանց համար:
- Անհրաժեշտ օգնություն ապահովել մոդելային թողարկողների պատրաստման ուղղությամբ, կազմակերպելով դասընթացներ կոնկրետ ընկերության մասնագետների համար: Նման օգնությունը կներառի տվյալ թողարկողին ավելի թափանցիկ դարձնելու միջոցները, ապահովելով կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների կիրառումը: Օգնությունը պետք է տրամադրվի նաև հանդիպումների և օժանդակող այնպիսի ծրագրերի միջոցով, որոնք կհանգեցնեն ընկերության վերաբերյալ տեղեկատվական համակարգի մշակմանը:
- Ներքին նորմերի և կանոնակարգերի մշակում, որոնք պայմանավորված են կապիտալի շուկայում ընկերության գործունեությամբ:
- Կորպորատիվ կառավարման հիմնական սկզբունքների վրա հիմնված ընկերությունների կորպորատիվ ֆինանսական կառավարման մեխանիզմների մշակում և Հայաստանում արդեն ընդունված միջազգային հաշվապահական ստանդարտների կիրառում:
- Ընկերությունների և ներդրողների միջև կապերի ամրապնդում հանդիպումների ու ընթացիկ և ուղղակի տեղեկատվության տրամադրման միջոցով: Ցանկալի է նաև ամրապնդել այդ կապերը ոչ միայն օրենսդրական պահանջների շրջանակներում, այլև խորացնելով և բազմազանելով դրանք ապահովելու համար ապագա երկարատև համագործակցությունը:

Տնօրենների դերի կարևորությունը ընկերությունների գործունեության և Հայաստանի տնտեսության մեջ ժողովրդավարական բարեփոխումների կայացման ու հաստատման գործում պահանջում է համապատասխան որակ ապահովող ուսումնական ծրագրերի մշակումն ու իրականացումը: Նման ծրագրերի հիմնական խնդիրներն են.

- Հայաստանում կազմավորել կորպորատիվ կառավարման հիմունքներին տիրապետող ավագ տնօրենների կորիզ.
- Հզորացնել Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման ինստիտուտը.
- Կրթել տնօրենների նոր սերունդ, որը կզիտակցի կորպորատիվ կառավարման մեջ իր պարտականությունները, օրինակ տարբեր շահառուների (բաժնետերերի, պարտատերերի, ծառայողների և հասարակության) առջև հաշվետու լինելը.
- Նպաստել անկախ տնօրենների ինստիտուտի ձևավորմանն ու զարգացմանը.
- Կազմակերպել տնօրենների կատարելագործման դասընթացներ արտասահմանյան զարգացած երկրների կորպորատիվ կառավարման կենտրոններում.
- Զարգացնել կորպորատիվ կառավարման այնպիսի ստանդարտներ, որոնք կամավոր կորպով կընդունվեն կորպորատիվ կառավարման սուբյեկտների կողմից:

Տնօրենների համար ուսումնական ծրագրի ամենահետաքրքիր մասը կարող է լինել խորհրդի նիստի սիմուլյացիան արևմտյան ընկերություններից հրավիրված խորհրդի անդամների օգնությամբ: Այդպիսի միջոցառումը կարող է ի մի բերել այն, ինչ պետք է սովորի մասնակիցը և ծառայի տնօրեն դառնալու վճռականության վերահաստատմանը:

Ուսումնական ծրագրի կարևոր խնդիրներից են կարող լինել նաև ֆինանսական հաշվետվությունը, կորպորատիվ իրավունքը, և տնօրենների պարտականությունները հետևյալ հարցերում.

- Ֆինանսական հաշվետվության գնահատում՝ իրացվելիության, պարտքերի և շահութաբերության ներառմամբ:
- Կորպորատիվ տնօրենների խորհրդի դերը, ֆիդուցիար պատասխանատվությունը և էթիկան:
- Կորպորատիվ կառավարման տարբեր տեսակները, ներքին ու արտաքին տնօրենների տարբեր կոմբինացիաները՝ ներառյալ տեղեկատվական պահանջները և խորհրդի նիստերի կազմակերպումը:

Վերը թվարկած միջոցառումների հաջող իրականացումը կորպորատիվ կառավարման հրապարակային և արդյունավետ սկզբունքների ներդրման միջոցով կնպաստի երկրում կայուն, վստահելի և դինամիկ տնտեսական համակարգի կայացմանը:

«ԿԼՈՐ - ՍԵՂԱՆ» ՔՆՆԱՐԿՈՒՄՆԵՐԻՆ ՆԵՐԿԱՅԱՑՎԱԾ ՆՅՈՒԹԵՐ

**ՄԱՍՆԱՎՈՐԵՑՄԱՆ ԳՈՐԾԸՆԹԱՑՆ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՆ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՂ
ՕՐԵՆԱԴՐՈՒԹՅԱՄԲ ԻԻՐԱԿԱՆԱՑՆԵԼՈՒ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ -ՈՒՄ**

Մասնավորեցման գործընթացը շուկայական մեխանիզմների միջոցով իրականացնելու անհրաժեշտությունը պայմանավորված է նախևառաջ նրանով, որ ապահովելով պարտքային և կանոնադրական կապիտալում մասնակցություն վկայող գործիքների ֆինանսական վերաբաշխումն՝ արժեթղթերի շուկան նպաստում է ֆինանսավորման աղբյուրների միջև մրցակցության ուժեղացմանը և հանդիսանում է տնտեսական համակարգում ներդրումների ապահովման կայուն, երաշխիքային և որպես մշտական գործող մեխանիզմ:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման համաշխարհային միտումները հանգեցրել են դրանց դերի բարձրացմանը տնտեսական զարգացման գործում, որը ներկայացվում է ազգային տնտեսության մեջ դրանց կատարած գործառույթներով և համաշխարհային ֆինանսական շուկաներին ինտեգրացվելու անհրաժեշտությամբ:

Արժեթղթերի շուկայի հիմնական գործառույթները, որոնք ընդհանուր առմամբ կոչված են ապահովելու ֆինանսական ներդրումների իրացվելիությունը, ներդրողների և արժեթղթեր թողարկողների միջև շահերի հնարավոր բախման կարգավորումը, բխում են հիմնականում հետևյալ առանձնահատկություններից՝

ա) ֆինանսական միջոցների ծավալից, քանի որ արժեթղթեր թողարկողներին (հատկապես խոշոր ընկերություններին) որպես կանոն անհրաժեշտ են ֆինանսական միջոցների մեծ ծավալներ, մինչդեռ ներդրողները կողմնորոշված են փոքրածավալ ներդրումներ իրականացնելուն,

բ) ներդրումների անընդհատությունից, քանի որ թողարկողները կարիք ունեն երկարաժամկետ և նույնիսկ անընդհատ կապիտալ ներդրումների, մինչդեռ ներդրողները կողմնորոշված են կարճաժամկետ և սովորաբար անընդհատ փոփոխվող ներդրումների՝ ելնելով սպառման նկատմամբ սահմանային հակումից,

գ) կապիտալի արժեքի և եկամտաբերության հարաբերակցությունից, քանի որ թողարկողները ձգտում են քիչ վճարել օգտագործվող ֆինանսական միջոցների դիմաց, մինչդեռ ներդրողները ձգտում են ստանալ ավելի շատ եկամուտներ իրենց կատարած ներդրումներից:

Արժեթղթերի շուկայի ազդեցությունը տնտեսության վրա բնութագրվում է նաև արժեթղթեր թողարկողների և դրանցում ներդրում կատարողների, շուկայում ակտիվ մասնակցությամբ, որը

կարելի է ներկայացնել երկու հիմնական ձևով՝ ուղղակի և անուղղակի:

Ուղղակի կապը արժեթղթեր թողարկողի (օրինակ՝ բաժնետիրական ընկերության) ուղղակի մասնակցությունն է իր կողմից թողարկված արժեթղթերի շուկայում, անուղղակի կապը արժեթղթերի սեփականատերերի կողմից դրանք երկրորդային շուկայում իրացնելու գործընթացն է: Ընդ որում արժեթղթեր թողարկողն, այս պարագայում, արժեթղթերի շուկայում կարող է հանդես գալ ինչպես նոր արժեթղթեր թողարկողի դերում, այնպես էլ որպես արժեթղթերի շրջանառության մասնակից անձ՝ որպես արժեթղթերի սեփականատեր: Ինչպես առաջին, այնպես էլ երկրորդ դեպքում արժեթղթեր թողարկողի գործողությունները կարող են ազդել բուն հասարակական արտադրանքի արտադրության կամ համախառը ազգային արդյունքի ծավալների վրա: Այդպիսի ազդեցությունը կարող է դրսևորվել բաժնետիրական ընկերության, որպես ձեռնարկատիրական գործունեություն իրականացնող սուբյեկտի կողմից իրական ներդրումների միջոցով արտադրության կամ մատուցվող ծառայությունների ծավալների աճի ապահովմամբ: Բացի այդ, արժեթղթերի գների աճը կամ դրանց նվազումը էական ազդեցություն է թողնում դրանք թողարկող ընկերության գործունեության վարկանիշի և լրացուցիչ ֆինանսական միջոցների հավաքագրման գործընթացի վրա: Ակնհայտ է, որ ցածր վարկանիշ ունեցող թողարկողի համար շատ դժվար է հավաքագրել դրամական միջոցներ՝ լինի դա սեփական, այսինքն՝ բաժնետոմսեր թողարկելով կամ փոխառու, այսինքն՝ վարկավորման կամ փոխառու կապիտալի համար պարտատոմսեր թողարկելով: Այլ խոսքով, երկրի մակրոմակարդակի համար դիտարկվելով համախառն ազգային արդյունքի ձևավորման (և աճի) համար անհրաժեշտ սպառման ծախսերը կամ թե ներդրումները, դրանք բխում են արժեթղթերի շուկայի զարգացման մակարդակից:

Վերը դիտարկված անուղղակի կապի դեպքում, արժեթղթերի (օրինակ՝ բաժնետոմսերի) սեփականատերը ցանկացած ժամանակ կարող է իրացնել իր տնօրինության տակ գտնվող արժեթուղթը և եթե դրա շուկայական արժեքն ավելի բարձր է, քան իր կողմից վճարված գինը, ուստի նրա մոտ գոյանում է եկամուտ, որը վերջինս կարող է ուղղել կամ ընթացիկ սպառմանը կամ ապագա սպառմանը (կատարելով խնայողություն): Ուստի և կատարված խնայողությունները ներդրումների ոլորտ ուղղելու համար, ինչպես փաստում է նաև պատմական զարգացման ընթացքը, արժեթղթերի շուկաներում տեղի են ունեցել արմատական փոփոխություններ, որոնք հանգեցրել են ժամանակակից համաշխարհային տնտեսական հարաբերությունների ձևավորմանը և այդ հարաբերություններում արժեթղթերի շուկաների դերի օրեցօր բարձրացմանը: Այլ խոսքով, տեղի են ունեցել արժեթղթերի շուկաների կարգավորվածության աստիճանի բարձրացմանն ուղղված գործողություններ, որոնց հետևանքով ժամանակակից շուկաները բնութագրվում են բարձր կազմակերպվածությամբ և բազմատեսակ այդպիսի շուկաների առաջացմամբ: Չարգացման այս ընթացքում տեղի են ունեցել ավանդական ֆոնդային բորսաների և արտաբորսայական շուկաների առաջացման

գործընթացներ և ֆոնդային բորսաների փոխարկում արտաբորսայական առևտրային համակարգերի:

Արժեթղթերի շուկայի ակտիվության աստիճանը տնտեսության արդյունավետության բարձրացման ընդհանուր համակարգում կախված է ինչպես շուկայում առկա եկամտաբերության աստիճանից, հարկման դրույքաչափերից, ռիսկի աստիճանից, այնպես էլ շուկայի կազմակերպվածությունից, ներառյալ շուկա մտնելու և դուրս գալու հնարավորությունը, շուկայում տիրող տեղեկատվական հագեցվածությունը և արժեթղթերի շուկաների միջազգային ինտեգրացման աստիճանը, ինչպես նաև այս ուղղությամբ պետության տնտեսական քաղաքականությունից:

Առավել ակնհայտ փոփոխությունները համաշխարհային ֆոնդային շուկաներում դիտարկվում են 80-ական թվականներին, որոնք կապված են զարգացող երկրների հատկապես հարավամերիկյան և ասիական երկրների ֆոնդային շուկաների քանակական և որակական արագընթաց զարգացմամբ:

Հատկանշական է, որ այդ գործընթացը դիտարկվում է արժեթղթերի միջազգային շուկաներում: Եթե մինչև 70-ական թվականները զարգացող երկրներ ուղղվող ֆինանսական միջոցները բացահայտ գերակշռությամբ կազմում էին բանկային փոխառություններ, ապա 80-ականների սկզբին այդ հարաբերակցությունը փոխվեց ի օգուտ արժեթղթերի, իսկ արդեն 90-ականներին բանկային փոխառությունները չեն գերազանցում զարգացող երկրներում կատարված մասնավոր գուտ ներդրումների 10%-ը:

Ակնհայտ է, որ տնտեսական համակարգերի շարունակվող գլոբալիզացիայի պայմաններում, ներկայումս ազգային ոչ մի տնտեսական համակարգ, այդ թվում Հայաստանի տնտեսությունը չի կարող գործել որպես մեկուսացված «կղզի»: Իսկ արժեթղթերի ներքին շուկաների կապը համաշխարհային համակարգի հետ հանդիսանում է արժեթղթերի շուկաների զարգացման գործընթացի կարևոր տարրերից մեկը նաև այն պատճառով, որ տնտեսական գործընթացների իրականացումը (այդ թվում պետական գույքի մասնավորեցումը) արժեթղթերի շուկայի միջոցով նպաստում են կապիտալի ներհոսքին և օտարերկրյա ներդրումների խթանմանը: Ներդրումների միջազգային հոսքը, նոր հնարավորություններ ստեղծելու հետ միաժամանակ, լուրջ հիմնախնդիրների առջև է կանգնեցնում այն երկրներին, որտեղ ներդրումների համար չկան օրենսդրությամբ ամրագրված պաշտպանական մեխանիզմներ, մասնավորապես՝

- ա) ներդրողների պաշտպանությունը,
- բ) արժեթղթերի արդար, արդյունավետ և թափանցիկ գնագոյացման համակարգի ձևավորումն ու պահպանումը,
- գ) համակարգային ռիսկերի զսպումը:

Այս մեխանիզմների գործողության ամենահիմնական գրավականներից մեկը արժեթղթերում ներդրում կատարող անձանց լիարժեք, հավաստի, ժամանակին և ճշգրիտ տեղեկատվությամբ ապահովելն է:

Տեղեկատվությունը, որը բավարարում է այս չափանիշներին հնարավորություն է տալիս պոտենցիալ ներդրողին գնահատել իր ներդրման ապատվության հնրավորությունը և առավել իրատեսորեն դիտարկել ներդրումային միջավայրը:

ՆԱԽԱԴՐՅԱԼ ՆԵՐՐ

Հայաստանի Հանրապետությունում մասնավորեցման գործընթացն արժեթղթերի շուկան կարգավորող օրենսդրությանը համապատասխան իրականացնելու համար բավարար նախադրյալներ են հանդիսանում՝

- ա) Հայաստանի Հանրապետությունում մինչ այժմ կիրառված մասնավորեցման արդյունքում ձևավորված կորպորատիվ կառավարման համակարգի անմխիթար վիճակը,
- բ) Հայաստանի Հանրապետությունում օրենսդրական միասնական ռեժիմի կիրառման անհրաժեշտությունը,
- գ) Օրենսդրական առկա անհամապատասխանությունների վերացման աշխատանքների ոչ մեծ ծավալը:

(Ա) Մասնավորեցման հետևանքով ստեղծված կորպորատիվ կառավարման համակարգը

Ընդհանրապես նախորդ դարի վերջին համաշխարհային տնտեսության համընդհանուր երևույթներից մեկը մասնավորեցումն ու ապապետականացումն է, որն ավելի խորացավ 90-ական թվականների սկզբին, երբ նախկին սոցիալիստական երկրները (այդ թվում նաև Խորհրդային Միությունը) ընտրեցին այդ գործընթացի ճանապարհը: Բնականաբար, այդ գործընթացից զերծ չէր նաև Հայաստանի Հանրապետությունը:

Մասնավորեցման և ապապետականացման հիմնական նպատակներից դարձան՝ անհատական բաժնետերերի քանակի ընդլայնումը, սեփականատերերի դեմոկրատիայի ձևավորումը և ընկերության գնման գործում աշխատակիցների մասնակցության ապահովումը, իսկ լուծվելիք խնդիրներից՝ բաժնետիրական սեփականության ընդլայնումն ու կապիտալի շուկաների ձևավորումը:

Հայաստանի Հանրապետությունում գերազանցապես ընտրվեց և կիրառվեց պետական ձեռնարկությունների աստիճանական բաժնետիրացման ճանապարհը: Եվ ինչպես հիմնավորվեց ապապետականացման այդ ուղիով են անցել և ներկայումս էլ շարունակում են Չիլին, Ալժիրը, Հնդկաստանը, Ինդոնեզիան, Մոնղոլիան, Ռուսաստանը և նախկին միութենական հանրապետությունները, Թուրքիան, Մեքսիկան, Բրազիլիան, Մարոկոն և մի շարք այլ երկրներ:

Հայաստանի Հանրապետությունում թողարկված կորպորատիվ արժեթղթերի գերակշռող մասը կազմել են բաժնետոմսերը, որոնց հիմնական մասը թողարկվել է զանգվածային մասնավորեցման՝ պետական գույքի (պետական սեփականություն հանդիսացող բաժնետոմսերի) օտարման, գործընթացի ընթացքում:

Մասնավորեցման հիմնական ձևերի՝ բաժնետոմսերի ազատ բաժանորդագրության և լոտային աճուրդների, կիրարկումն ուղեկցվել է բաժնետոմսերի թողարկման ազդագրի գրանցմամբ և հրապարակմամբ:

Հանրապետությունում առկա բաց բաժնետիրական ընկերությունների շուրջ 51%-ն ունի 50 և ավելի բաժնետերեր, իսկ թողարկված բաժնետոմսերի հսկիչ փաթեթները հիմնականում կենտրոնացված են մեկ կամ մի քանի անձանց մոտ: Այդ բաշխումը ինչպես մասնավորեցման գործընթացի, այնպես էլ բաժնետոմսերի հետագա առուվաճառքների արդյունք է: Բաժնետոմսերի սեփականության նման կենտրոնացումը և կորպորատիվ կառավարման կանոնների թերի իմացությունը կամ չկիրառումը բերում է ընկերության «միանձնյա» կառավարման և գործունեության վերահսկման, որի արդյունքում տեղի է ունեցել բաժնետերերի օրինական շահերի և իրավունքների ոտնահարում, ընկերության կառավարման, ֆինանսական դրության, գործունեության կամ կատարված խոշոր գործարքների մասին տեղեկատվության բացահայտման սահմանափակում:

Հանրապետությունում ձևավորվել է բաժնետիրական կառավարման համակարգ, որտեղ չեն պահպանվում կորպորատիվ կառավարման տարրական սկզբունքները:

(Բ) Օրենսդրության միասնական ռեժիմի կիրառումը Հայաստանի Հանրապետությունում

Արժեթղթերի շուկայի զարգացման և ներդրումային բավարար միջավայր ստեղծելու կարևոր նախապայմաններից է հանդիսանում իրավական միասնական պահանջների կիրառումը ինչպես մասնավոր, այնպես էլ պետական հատվածներում: Այս սկզբունքի կիրառումն ամրագրված է ինչպես Հայաստանի Հանրապետության սահմանադրության 16 հոդվածով՝ «Բոլորը հավասար են օրենքի առջև և առանց խտրականության հավասարապես պաշտպանվում են օրենքով», այնպես էլ Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքի 128 հոդվածի առաջին մասով՝ «Հայաստանի Հանրապետությունը և համայնքները քաղաքացիական օրենսդրությամբ և այլ իրավական ակտերով կարգավորվող հարաբերություններում հանդես են գալիս այդ հարաբերությունների մյուս մասնակիցների՝ քաղաքացիների և իրավաբանական անձանց հետ հավասար հիմունքներով»:

Վերը նշված սկզբունքների հիման վրա «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքով սահմանվում են այն «խաղի կանոնները», ըստ որոնց պետք է իրականացվեն արժեթղթերի թողարկումները, հրապարակային առուվաճառքը, հաշվետու

թողարկողների հաշվետվությունների հրապարակումը և այլն, որոնք բխում են արժեթղթերի շուկայի կարգավորման նպատակներից:

Ըստ էության «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքը մասնավորեցման գործընթացի հետ առնչվում է հետևյալ ոլորտներում՝

ա) Հայաստանի Հանրապետությունը որպես արժեթղթերի սեփականատեր (հիմնականում որպես բաժնետեր) և որպես քաղաքացիական իրավունքի սուբյեկտ (հիմնականում պետական կառավարման մարմինների միջոցով) առաջարկում է այդ արժեթղթերը հանրությանը, որի դեպքում անհրաժեշտ է հանրությանը ներկայացնել արժեթղթերը թողարկողի մասին ամբողջական տեղեկություններ,

բ) Հայաստանի Հանրապետությունը որպես հաշվետու թողարկողի նշանակալից կամ խոշոր բաժնետեր կրում է համապարտ պատասխանատվություն այդ թողարկողի անբարեխիղճ գործողությունների համար, առանձին բացառություններով:

Ըստ էության Հայաստանի Հանրապետությունը ի դեմս պետական կառավարման մարմինների պատասխանատվություն է կրում հանրությանը ներկայացվող տեղեկությունների ամբողջականության և հավաստիության համար:

Հատկանշական է, որ վերը նշված պարտականություններն ամրագրված են նաև պետական գույքի (որի մաս են կազմում նաև պետական սեփականություն հանդիսացող արժեթղթերը) մասնավորեցման մասին օրենքներով:

Այսպես, «Պետական գույքի մասնավորեցման (սեփականաշնորհման) մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքի 24 հոդվածի 2-րդ կետի համաձայն պետական գույքի մասնավորեցման նախապատրաստական աշխատանքները ի թիվս այլ գործողությունների բաժնետիրական ընկերությունների պետական բաժնեմասի մասնավորեցման դեպքում ներառում են նաև՝

ա) ընկերության բաժանումը, առանձանցումը, ինչպես նաև միաձուլումն ու միացումը այլ պետական ընկերությունների հետ,

բ) ընկերության ֆինանսատնտեսական գործունեության աուդիտի իրականացումը,

գ) ընկերության գործունեության մասին տեղեկությունների հրապարակումը և այլն:

Նույն օրենքի 15, 16, 17, 18, 19 հոդվածներում նշվում են պետական սեփականություն հանդիսացող արժեթղթերի (բաժնետոմսերի) վերաբերյալ ազդագրի և (կամ) այլ տեղեկությունների հրապարակման պահանջի մասին, իսկ 15 հոդվածի 6-րդ կետի համաձայն լիազորված պետական մարմինը պատասխանատվություն է կրում բաժնետոմսերի ազատ բաժանորդագրությամբ մասնավորեցման ազդագրում հրապարակված տվյալների համար: Բացի այդ համաձայն նույն օրենքի 31 հոդվածի Հայաստանի Հանրապետությունը երաշխավորում է մասնավորեցման մասնակիցների իրավունքները: Դրանց խախտման համար

մեղավոր անձինք պատասխանատվություն են կրում օրենքով և այլ իրավական ակտով սահմանված կարգով:

Ուստի հաշվի առնելով այս դրույթները և ինչպես «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին», այնպես էլ «Պետական գույքի մասնավորեցման (սեփականաշնորհման) մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքների այն նպատակը, ըստ որի օրենքների գործողությունը բխում է հանրապետության տնտեսությունում անհրաժեշտ ներդրումներ կատարելու, ներդրողների իրավունքների և օրինական շահերի պաշտպանության պահանջից, կարող ենք եզրակացնել, որ պետական սեփականություն հանդիսացող բաժնետոմսերի մասնավորեցման վերբերյալ օրենքն ընդհանուր առմամբ՝ առանձին բացառություններով, համապատասխանում է արժեթղթերի շուկան կարգավորող օրենսդրության ռեժիմին: Այդպիսի բացառություններից է մասնավորապես «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքի 46 հոդվածով նախատեսված հրապարակայնորեն վաճառվող արժեթղթերի մասնավորեցման գործարքը լիցենզավորված բրոքերի (դիլերի) միջոցով իրականացնելու պահանջի չկիրառումը: Բացի այդ հաշվի առնելով պետական գույքի մասնավորեցման առանձնահատկությունները կարող է քննակվել նաև «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքի 2-րդ և 3-րդ գլուխներով արժեթղթերի գրանցման հայատարարագրերում պահանջվող տեղեկությունների ներկայացման ծավալները:

(Գ) Օրենսդրական առկա անհամապատասխանությունների վերացման աշխատանքների ոչ մեծ ծավալը:

Օրենսդրական անհամապատասխանություններն ըստ էության առկա են ենթաօրենսդրական ակտերում՝ հիմնականում մասնավորեցումը կարգավորող Հայաստանի Հանրապետության կառավարության որոշումներում և լիազորված պետական մարմնի նորմատիվ գերատեսչական ակտերում: Միևնույն ժամանակ օրենսդրական համապատասխանությունը ենթադրում է մասնավորեցման գործընթացը կարգավորող վերը նշված իրավական ակտերում փոփոխությունների կատարումը՝ հաշվի առնելով մասնավորեցման առանձին ձևերի առանձնահատկությունները: Դրանք հիմնականում պետք է կատարվեն ելնելով հետևյալ սկզբունքներից.

1. Ֆոնդային բորսայում վաճառվող կամ միևնույն դասի 50 և ավելի գրանցված սեփականատեր ունեցող և Հանձնաժողովի կողմից սահմանված չափը գերազանցող գուտ ակտիվներ ունեցող ընկերությունների արժեթղթերի պարտադիր գրանցում:
2. Մինչև գրանցումը բաժնային արժեթղթերի ոչ փաստաթղթային ձևի վերածումը՝ (ապանյութականացումը) Կենտրոնական դեպոզիտարիայի և այլ պահառուների կողմից:

3. Արժեթղթերի գրանցման հայտարարագրի՝ Հանձնաժողով ներկայացնելու պահից հայտարարագրի մասը կազմող ազդագրի՝ առանց արժեթուղթը վաճառելու առաջարկի ընդունման (ակցեպտի), տրամադրման իրավունք:
 4. Հրապարակայնորեն (առաջարկ 100-ից ավելի անձանց կամ այդ առաջարկի հրապարակում) բաժնետոմս վաճառելու կամ վաճառելու առաջարկ անելու դեպքում, ազդագիրը ներառող արժեթղթերի գրանցման հայտարարագրի ներկայացման և գրանցման անհրաժեշտություն:
 5. Արժեթուղթ վաճառելը, վաճառելու կամ գնորդին հանձնելու նպատակով արժեթուղթ առաքելը, գնորդին հանձնելը կամ փոխանցումն արգելելը՝ առանց գրանցված հայտարարագրի մաս կազմող ազդագրի տրամադրման:
 6. Արժեթղթի վաճառքի առաջարկ անելու կամ գնելու առաջարկ անելու հրավերի արգելումը՝ առանց գրանցման հայտարարագրի Հանձնաժողով ներկայացման:
 7. Բաժնետիրական ընկերության բաժնետոմսեր թողարկելու (այդ մասին ընկերության կառավարման իրավասու մարմնի կողմից որոշում ընդունելու) բացառիկ իրավասության կիրառումը:
 8. Բաժնետոմսերի բաց բաժանորդագրության իրականացման իրավունքը բացառապես բաց բաժնետիրական ընկերությունների կողմից:
 9. Բաց բաժնետիրական ընկերության բաժնետերերի ռեեստրի վարման պարտադիր հանձնարարումը Կենտրոնական դեպոզիտարիային կամ պահառուին:
 10. Տեղաբաշխման ընթացքի և արդյունքների մասին հաշվետվությունների ներկայացում (առանց գրանցման) օրենքին և Հանձնաժողովի որոշմամբ սահմանված ձևերին համապատասխան:
 11. Բաժնետոմսի նկատմամբ սեփականության իրավունքի փոխանցում արժեթղթերի սեփականատերերի ռեեստրում գրառման պահից:
- Այս սկզբունքների կիրառումն ունի որոշակի առանձնահատկություններ, ըստ մասնավորեցման առանձին ձևերի՝

⇒ բաժնետոմսերի ազատ բաժանորդագրության, աճուրդային, մրցույթային (այդ թվում միջազգային մրցույթի), նոր բաժնետոմսերի կամ փոխարկման իրավունք տվող պարտատոմսերի բաց տեղաբաշխմամբ վաճառքի դեպքում՝

Եթե մասնավորեցվում է այն ընկերության պետական սեփականություն հանդիսացող բաժնետոմսերը, որտեղ պետության մասնակցությունը գերազանցում է 50%-ը և այդ ընկերության բաժնետերերի թիվը 50 և ավելի է ու բավարարում է գուտ ակտիվների, Հանձնաժողովի կողմից սահմանված մեծությունը, ապա պետական կառավարման լիազորված մարմինը պետք է իրականացնի հետևյալ անհրաժեշտ աշխատանքները՝

1. կազմակերպի այդ ընկերության բաժնետերերի ռեեստրի փոխանցումը Կենտրոնական դեպոզիտարիային,
2. կազմակերպի այդ ընկերության արժեթղթերի գրանցման հայատարարագրի ներկայացումը Հանձնաժողովի «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքի 2-րդ կամ 3-րդ գլխով գրանցմանը կամ այդ ընկերության գրանցումն ու լիստինգի անցկացումը ֆոնդային բորսայում,
3. մինչև արժեթղթերի վաճառքը գնորդին առնվազը 24 ժամ առաջ պետք է տրամադրի ազդագիրը, որը ներառվում է արժեթղթերի գրանցման հայտարարագրում և գրանցված է Հանձնաժողովի կողմից,
4. իրականացնի պետական գույքի մասնավորեցման մասին օրենսդրությամբ սահմանված այլ լիազորությունները,

Եթե մասնավորեցվում են այն ընկերության պետական սեփականություն հանդիսացող բաժնետոմսերը, որտեղ պետության մասնակցությունը չի գերազանցում 50%-ը և այդ ընկերության բաժնետերերի թիվը 50 և ավելի է ու բավարարում է զուտ ակտիվների, Հանձնաժողովի կողմից սահմանված մեծությունը, ապա պետական կառավարման լիազորված մարմինը պետք է Հանձնաժողովի հետ համատեղ ապահովի այդ ընկերության կողմից վերը նշված գործողությունների իրականացմանը:

⇒ բաժնետոմսերը մասնագիտացված շուկայում վաճառելու դեպքում լիազորված պետական մարմինը պետք է ապահովի այդ ընկերության արժեթղթերի գրանցումը և լիստինգի անցկացումը ֆոնդային բորսայում և բաժնետերերի ռեեստրի փոխանցումը Կենտրոնական դեպոզիտարիային ու իրականացնի պետական գույքի մասնավորեցման մասին օրենսդրությամբ սահմանված այլ լիազորությունները,

⇒ նոր բաժնետոմսերի կամ բաժնետոմսերի փոխարկման իրավունքով թողարկվող պարտատոմսերի փակ տեղաբաշխման (այն է մինչև 100 անձանց շրջանակում և առանց այդ առաջարկի հրապարակման) դեպքում լիազորված պետական մարմինը պետք է կազմակերպի այդ ընկերության կողմից նշված որոշումների ընդունումն ու փակ տեղաբաշխումը՝ առանց ազդագիրը ներառող գրանցման հայտարարագրի օրենքով սահմանված պահանջի կիրառման:

Այս սկզբունքներն ու կոնկրետ միջացառումներն իրականացնելու համար անհրաժեշտ է իրականացնել համապատասխան փոփոխություններ Հայաստանի Հանրապետության կառավարության կողմից ընդունված մի շարք որոշումներում և լիազորված մարմնի կողմից ընդունված մի շարք նորմատիվ իրավական ակտերում:

**«Կորպորատիվ կառավարման օրենսդրական կարգավորումը Հայաստանի
Հանրապետությունում»**

/Կորպորատիվ կառավարման վերաբերյալ ՀՀ օրենսդրության ձևավորման հակիրճ ակնարկ/

Հայաստանի երրորդ Հանրապետության բաժնետիրական ընկերությունների ստեղծումն ու գործունեությունը կարգավորվել է գերազանցապես ենթաօրենսդրական ակտերով և օրենքների թերի դրույթներով՝

- ✓ ՀՀ կառավարության 1991թ. թիվ 162 որոշմամբ հաստատվել էր «Բաժնետիրական ընկերությունների և սահմանափակ փատասխանատվությամբ ընկերությունների կանոնադրությունները»,
- ✓ 1992 և 1993թթ. ընդունվեցին «Ձեռնարկությունների և ձեռնարկատիրական գործունեության մասին» և «Արժեթղթերի շրջանառության մասին» ՀՀ օրենքները:

Եթե նշված օրենսդրական ակտերը որոշակի ձևով կարգավորում էին բաժնետիրական ընկերությունների ստեղծումն ու գործունեությունը, ապա դա չի կարելի ասել մինչև 1999թ. գործող ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի մասին: Այս օրենսդրական ակտերը պարունակում էին բազմաթիվ և բազմաբնույթ հակասություններ, որոնց զգալի մասը հաղթահարվեց 1996թ. ընդունված «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքով, որն իր հերթին հակասությունների մեջ մտավ 1999թ. հունվարի 1-ից ուժի մեջ մտած ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի և 2000թ. օգոստոսի 1-ից գործող «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի հետ՝ հատկապես «հաշվետու թողարկող» համարվող բաժնետիրական ընկերությունների վերաբերյալ նորմատիվ դրույթների մասով: Այս հակադրությունը վերացնելու նպատակով 2001թ. ընդունվեց «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» նոր խմբագրությամբ օրենքը, որը սակայն շատ դրույթներով չի համապատասխանում «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքին և ըստ էության ձևավորված է բաժնետիրական ընկերությունը ստատիկ վիճակում դիտարկող հարաբերությունների համակարգում:

Կորպորատիվ (բաժնետիրական) կառավարման միջազգային սկզբունքների արտացոլումը

ՀՀ գործող օրենսդրության մեջ.

Հայաստանի Հանրապետությունում կորպորատիվ կառավարման արդյունավետ համակարգի ստեղծումը պահանջում է կորպորատիվ կառավարման միջազգային լավագույն փորձի արտացոլում՝ կորպորատիվ կառավարման միջազգային սկզբունքների կիրառման համար համապատասխան նորմերի ձևակերպմամբ: Այսպիսի սկզբունքներից առավել հանրահայտ են Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության կողմից առաջարկվող հայեցակարգային մոտեցումները (նաև՝ ՏՀԶԿ):¹ Այս կազմակերպության առաջ քաշած 5 ուղղություններով սկզբունքներն ընդհանուր առմամբ ներառված են ՀՀ գործող օրենսդրության մեջ՝

I. ԲԱԺՆԵՏԵՐԵՐԻ ԻՐԱՎՈՒՆՔՆԵՐԻ ՎԵՐԱԲԵՐՅԱԼ

Սկզբունքը հռչակում է, որ

Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է պաշտպանի բաժնետերերի իրավունքները:

ա) բաժնետերերի հետևյալ հիմնական իրավունքներն ամրագրված են օրենսդրությամբ՝

- ✓ սեփականության իրավունքի գրանցման վստահելի մեթոդների առկայությունը,
- ✓ բաժնետոմսերի օտարման և փոխանցման իրավունքը,
- ✓ ընկերության մասին անհրաժեշտ տեղեկատվության պարբերաբար և ժամանակին ստանալու իրավունքը,
- ✓ բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին մասնակցելու և քվեարկելու իրավունքը,
- ✓ դեկլարաների ընտրություններում մասնակցելու իրավունքը,
- ✓ ընկերության շահույթից մասնաբաժին ստանալու իրավունքը:

բ) Բաժնետերերն իրավունք ունեն մասնակցել որոշումների ընդունմանը և ստանալ բավարար տեղեկատվություն դրանց վերաբերյալ, ընկերության այնպիսի սկզբունքային փոփոխությունների վերաբերյալ, ինչպիսիք են՝

¹ Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպությունը, համաձայն 1961թ. սեպտեմբերի 30-ի ուժի մեջ մտած կոնվենցիայի, կոչված է իրականացնել քաղաքականություն՝ ուղղորդված կոնվենցիայի մասնակից երկրներում տնտեսական և զբաղվածության կայուն աճի ապահովմանը, ինչպես նաև բարձրացնելու այդ պետությունների բնակչության կենսամակարդակը, հնարավորինս աջակցելու ոչ մասնակից երկրներում տնտեսական աճին, աջակցություն բազմակողմանի և ոչ դիսկրիմինացիոն միջազգային առևտրի ընդլայնմանը: ՏՀԶԿ-ի անդամ են հանդիսանում թվով 29 երկրներ, այդ թվում եվրոպական նախկին սոցիալիստական պետությունները: Վերը նշված նպատակների իրականացման համար կազմակերպության կողմից 1999թ. առաջ քաշվեցին կորպորատիվ կառավարման սկզբունքները: Ընդ որում այդ սկզբունքների մշակման աշխատանքներին ակտիվ մասնակցություն են ունեցել նաև եվրոպական Հանձնաժողովի, Համաշխարհային Բանկի, Արժույթի Միջազգային Հիմնադրամի, Բանկային Վերահսկողության և Կարգավորման Բազելյան Կոմիտեի և Արժեթղթերի հանձնաժողովների Միջազգային Կազմակերպության ներկայացուցիչները:

- ✓ կանոնադրության կամ նմանատիպ փաստաթղթերում փոփոխություն կատարելը, որոնք կարգավորում են ընկերության գործունեությունը,
- ✓ լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկման թույլտվությունը,
- ✓ արտակարգ բնույթի (խոշոր) գործարքների, որոնք իրենց էությամբ հանգեցնում են ընկերության վաճառքին:

գ) բաժնետերերն ունեն ընդհանուր ժողովին մասնակցելու և քվեարկելու օրենսդրական հնարավորություն, ներառյալ քվեարկելու կարգի վերաբերյալ և օրակարգային հարցերի մասին տեղեկատվության ստանալու ուղղությամբ.

դ) «հաշվետու թողարկող» բաժնետիրական ընկերությունների կապիտալի կառուցվածքները և մեխանիզմները, որոնք թույլ են տալիս անհատ բաժնետերերին ստանալ հսկողության ավելի բարձր աստիճան, քան իրենց պատկանող բաժնետոմսերն են, ենթակա են հրապարակայնացման:

ե) Կորպորատիվ հսկողություն իրականացնելու համար կապիտալի շուկան օրենսդրորեն պատրաստ է գործել թափանցիկ և որոշակի արդյունավետությամբ:

զ) Օրենսդրորեն ամրագրված է, որ բաժնետերերը, այդ թվում՝ ինստիտուցիոնալ ներդրողները, պետք է հաշվի առնեն թե ինչպիսի վնաս կամ օգուտ կբերի իրենց կողմից իրականացվող ձայնի իրավունքը:

II. ԲԱԺՆԵՏԵՐԵՐԻ ՆԿԱՏՄԱՍԲ ՀԱՎԱՍԱՐ ՎԵՐԱԲԵՐՄՈՒՆՔԻ ԱՊԱՀՈՎՈՒՄ

Սկզբունքը հռչակում է, որ Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ապահովի բաժնետերերի նկատմամբ հավասար վերաբերմունք՝ ներառյալ մանր և օտարերկրյա բաժնետերերին: Բոլոր բաժնետերերը իրենց իրավունքների խախտման դեպքում պետք է ունենան արդյունավետ պաշտպանության հնարավորություն:

ա) Օրենսդրորեն սահմանված է, որ նույն դասի բաժնետերերի նկատմամբ վերաբերմունքը պետք է լինի միատեսակ, այդ թվում ձայնի և տեղեկատվություն ստանալու միատեսակ իրավունքի առկայությամբ.

բ) Ներքին տեղեկատվության օգտագործմամբ կամ սեփական շահերի համար չարաշահումներով կատարվող գործառնությունները օրենսդրորեն պատժելի արարաքներ են:

գ) Օրենսդրությունն ամրագրում է, որ ընկերության կառավարման մարմնի անդամները պարտավոր են ընկերության գործարքներում հայտնել իրենց նյութական շահագրգռվածության մասին հրաժարվել որոշումների կայացմանը մասնակցելուց:

III. ԸՆԿԵՐՈՒԹՅԱՆ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՄԵՁ ՇԱՀԱԳՐԳԻՌ ԱՆՁԱՆՑ ԴԵՐԻ ՎԵՐԱԲԵՐՅԱԼ

Սկզբունքն ամրագրում է, որ Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ճանաչի օրենքով նախատեսված շահագրգիռ անձանց իրավունքները և խրախուսի ակտիվ համագործակցություն՝ ընկերությունների և շահագրգիռ անձանց միջև՝ ձեռնարկությունների ֆինանսական կայունության ապահովման և աշխատատեղերի ու հարստության ստեղծման համար:

ա) Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ապահովի շահագրգիռ անձանց օրենքով պաշտպանվող իրավունքների պահպանությունը, ինչը օրենսդրությամբ հանդիսանում է ընկերության ընթացիկ և ռազմավարական կառավարում իրականացնող մարմինների ուղղակի պարտականությունը:

բ) Շահագրգիռ անձինք, եթե նրանց շահերը պաշտպանված են օրենքով, իրենց իրավունքների խախտման դեպքում ունեն դատական և մինչդատական պաշտպանության հնարավորություն:

IV. ՏԵՂԵԿԱՏՎՈՒԹՅԱՆ ԲԱՑԱՀԱՅՏՈՒՄ ՈՒ ԹԱՓԱՆՑԻԿՈՒԹՅՈՒՆ

ա) Օրենսդրությամբ բացահայտման են ենթակա հետևյալ էական տեղեկությունները

- ✓ Ընկերության ֆինանսական և ֆունկցիոնալ գործունեության արդյունքները:
- ✓ Ընկերության հիմնախնդիրները.
- ✓ Բաժնետոմսերի նշանակալից և խոշոր փաթեթների սեփականությունը և ձայնի իրավունքի տեղաբաշխումը:
- ✓ Կառավարմանը մասնակցող անձանց կազմն ու նրանց կողմից ստացված պարգևատրումները:
- ✓ Էական ռիսկային գործոնների կանխատեսումները:
- ✓ Վարձու աշխատողների և այլ շահագրգիռ անձանց հետ կապված էական հարցերը:
- ✓ Կառավարման քաղաքականությունն ու կառուցվածքը և այլն:

բ) Օրենսդրական պահանջի համաձայն տեղեկատվությունը պետք է պատրաստվի, ստուգվի և բացահայտվի հաշվապահական հաշվառման ստանդարտներին համապատասխան՝ աուդիտի, ֆինանսական և ոչ ֆինանսական տեղեկատվության բացահայտմամբ, ինչպես նաև անհրաժեշտ է անցկացնել ամենամյա աուդիտորական ստուգումներ՝ անկախ աուդիտորի կողմից, որպեսզի ապահովվի օբյեկտիվ գնահատական, թե ինչպես է պատրաստված և ներկայացված ֆինանսական հաշվետվությունը:

գ) օրենսդրորեն որոշակիացված են տեղեկատվության տարածման ուղիները օգտագործողների համար հավասարազոր, ժամանակային և մեծ ծախսերի հետ չկապված տեղեկատվություն ստանալու հավասար հնարավորությունները:

Վ. ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՊԱՐՏԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

Սկզբունքը սահմանում է, որ Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ապահովի ընկերության ստրատեգիական կառավարումը, ադմինիստրացիայի վրա արդյունավետ վերահսկողությունը, ինչպես նաև կառավարող անձնակազմի հաշվետու լինելը ընկերությանը և բաժնետերերին:

ա) օրենսդրությունն ամրագրում է, որ ընկերության կառավարման անդամները պետք է գործեն բաժնետերերի և ընկերության շահերին համահունչ՝ բարեխղճորեն և ողջամիտ կերպով:

բ) օրենսդրությունը պահանջում է, որ կառավարում իրականացնող մարմինը պետք է կատարի որոշակի հիմնական գործառնություններ, այդ թվում՝

- Դիտարկի և ուղղորդի կորպորատիվ ռազմավարությունը, գործողության հիմնական պլանները, ռիսկերի կառավարման քաղաքականությունը, տարեկան բյուջեները և բիզնես-պլանները, պլանավորի գործունեության նպատակները, ապահովի պլանների իրականացման և ընկերության գործունեության հսկողությունը, ինչպես նաև վերահսկի հիմնական ծախսումները, գնումները և վաճառքը:
- Ընտրի ընկերության գլխավոր պաշտոնատար անձանց, որոշի նրանց աշխատավարձը, իրականացնի նրանց գործունեության հսկողությունը և անհրաժեշտության դեպքում փոխի նրանց ու հետևի կադրային նորացման պլանավորմանը:
- Դիտարկի պարզևատրումները, որոնք տրվում են գլխավոր պաշտոնատար անձանց և ընկերության կառավարմանը մասնակցող անձանց, ապահովի ձևականությունների և թափանցելիության հետևումը՝ կառավարման անդամների առաջխաղացման գործընթացում:
- Վերահսկի և կարգավորի ադմինիստրացիայի, կառավարման անդամների և բաժնետերերի շահերի պոտենցիալ հակասությունները՝ ներառյալ անձնական նպատակներով ընկերության ակտիվների օգտագործումը և երկկողմ գործարքների իրականացման չարաշահումները:
- Ապահովի հաշվապահական հաշվառման և ընկերության ֆինանսական հաշվետվության համակարգի ամբողջականությունը, ներառյալ անկախ աուդիտորական ստուգումների իրականացումը, վերահսկման անհրաժեշտ համակարգերի կիրառումը, մասնավորապես ռիսկերի ուսումնասիրման համակարգերը, ֆինանսական վերահսկողությունը և օրենսդրությանը համապատասխանությունը:
- Վերահսկի կառավարման արդյունավետ փորձը, որի սահմաններում գործում է կառավարում իրականացնող մարմինը և անհրաժեշտության դեպքում՝ նրանում ներառի փոփոխություններ:
- Վերահսկի տեղեկատվության բացահայտման և տարածման գործընթացները:

գ) Օրենսդրությունն ընձեռում է հնարավորություն, որպեսզի կառավարում իրականացնող մարմինն ունենա ընկերության գործերի վերաբերյալ օբյեկտիվ տեսակետների ներմուծման, ինչպես նաև իր պարտականությունների կատարման համար ճշգրիտ, գործին առնչվող, ճիշտ ժամանակին և թույլատրելի տեղեկատվությունից օգտվելու հնարավորություն:

Կորպորատիվ կառավարման առկա վիճակը ՀՀ-ում

Չնայած վերը նշված օրենսդրական նորմերի առկայությանը, այնուամենայնիվ, դրանք կարիք ունեն վերանայման և լրացումների, քանի որ շատ դեպքերում դրանք չեն կիրառվում՝ անհասկանալի լինելու պատճառով կամ պայմանավորված կորպորատիվ կառավարման մասնակիցների կողմից շահագրգռվածության բացակայությամբ: Սա նախ և առաջ պայմանավորված է Հայաստանի Հանրապետությունում գործող բաժնետիրական ընկերությունների ձևավորման առանձնահատկություններով՝ առաջին հերթին այն, որ բաց բաժնետիրական ընկերությունները ՀՀ-ում գերազանցապես ստեղծվել են պետական գույքի մասնավորեցման շրջանակներում, որը կարգավորող օրենսդրությունը, պետք է խոստովանել, որ ոչ միայն չի նպաստում կորպորատիվ կառավարման համակարգի կայացմանը, այլև շատ հաճախ նպաստում է դրա աղավաղմանն ու խեղաթյուրմանը: Ընդհանուր առմամբ հանրապետությունում գործող բաց բաժնետիրական ընկերությունների 65%-ն ունի 50 և ավելի բաժնետեր, իսկ թողարկված բաժնետոմսերի հսկիչ փաթեթները կենտրոնացված են մեկ կամ մի քանի անձանց մոտ: Բաժնետոմսերի սեփականության նման կենտրոնացումը և կորպորատիվ կառավարման կանոնների թերի իմացությունը կամ չկիրառումը բերում է ընկերության «միանձնյա» կառավարման և գործունեության վերահսկման, որի արդյունքում տեղի է ունենում բաժնետերերի իրավունքների և օրինական շահերի ոտնահարում, ընկերության կառավարման, ֆինանսական դրության, գործունեության կամ կատարված խոշոր գործարքների մասին տեղեկատվության բացահայտման սահմանափակում: Սա ուղղակի նպաստում է տնտեսությունում սովորաբար մակարդակի մեծացմանը, տարատեսակ չարաշահումների, այդ թվում կոռուպցիոնն ռիսկերի առաջացմանը: Մասայականորեն խախտվում են ՀՀ գործող օրենսդրության պահանջները, որոնք արտացոլվում են 404 բաժնետիրական ընկերությունների վերլուծության արդյունքներում պարզվում է, որ՝

- ✓ թվով 152 ընկերություններում բաժնետերերի ռեեստր ընդհանրապես չի վարվել,
- ✓ 58 ընկերություններում ռեեստրը չի վարվել սահմանված կարգով,
- ✓ թվով 110 ընկերություններում զուտ ակտիվները փոքր են եղել ընկերության կանոնադրական կապիտալի մեծությունից, իսկ ընկերությունը օրենսդրությամբ սահմանված կարգով չի իրականացրել կանոնադրական կապիտալի նվազեցումը,
- ✓ թվով 329 ընկերություններում աուդիտ չի իրականացվել, իսկ 340 ընկերություններում ֆինանսատնտեսական հաշվետվությունները և հաշվապահական հաշվեկշիռները զանգվածային լրատվամիջոցներով չեն հրապարակվել,
- ✓ թվով 273 ընկերություններում չեն պահպանվել բաժնետերերի ընդհանուր ժողովների հրավիրման և անցկացման օրենսդրությամբ սահմանված ընթացակարգերը, այդ թվում՝

ժողովներն անց են կացվել առանց քվեաթերթիկների և ժողովների հրավիրման վերաբերյալ բաժնետերերին սահմանված կարգով ծանուցելու,

- ✓ 118 ընկերություններում հիմնադիր ժողովից բացի տարեկան ժողովներ չեն գումարվել,
- ✓ թվով 72 ընկերություններում վերստուգող հանձնաժողովներ չեն ձևավորվել,
- ✓ 65 ընկերություններում չեն պահպանվել գույքի օտարման, ընկերության վերակազմակերպման, գործարքների կնքման օրենսդրությամբ սահմանված ընթացակարգերը: Այսքանին գումարվում է նաև բաժնետիրական ընկերությունների վերակազմակերպման գործընթացում դիտարկվող հիմնախնդիրները, որոնցից առավել արդիական է այն, որ դիտարկված 27 առանձնացման միջոցով վերակազմակերպման դեպքերից պարզվում է, որ այդ եղանակով տեղի է ունենում ոչ թե ընկերության այլ բաժնետերերի վերակազմակերպում, որի արդյունքում առավել իրացվելի և բարձրարժեք գույքը կենտրոնանում է խոշոր բաժնետերերի ձեռքում, իսկ փոքրամասնությունը պահպանում է այն ընկերության բաժնետոմսերը, որին թողնված են «մաշված» կամ այլ պատճառներով չգործող ակտիվները: Այսինքն այսպիսի վերակազմակերպմամբ ոչ միայն խախտվում է իրավաբանական անձի ամբողջականության սկզբունքը այլև փոքր բաժնետերերի իրավունքներն ու օրինական շահերը:

Հատկանշական է, որ նշված խախտումների դիմամիկան չունի նվազման միտում, ինչն արտահայտվում է նաև դիտարկվող հետագա գործընթացներում:

Ո ՞ Ր Ն Է Ե Լ Ք Ը

1. Հասարակական գիտակցության մեջ կորպորատիվ կառավարման դերի բարձրացում.
2. Ոչ կառավարական և շահույթ ստանալու նպատակ չհետապնդող կազմակերպությունների դերի կարևորում ներդրողների իրավունքների պաշտպանության բնագավառում.
3. Ստեղծված իրողությունը արմատապես փոխելուն ուղղված օրենսդրության վերանայում և ամբողջացում.
4. Կորպորատիվ կառավարման օրենսդրության կիրառման պետական քաղաքականության հետևողական կիրառում:

Տիգրան Կարապետյան
Կորպորատիվ Կառավարման Կենտրոնի նախագահ,
տնտեսագիտության թեկնածու

*Կորպորացիաների կառավարումը
Համաշխարհային տնտեսության համար
այնքան կարևոր է, որքան
պետությունների կառավարումը:
Ջեյմս Վուլֆենսոն*

Կորպորատիվ կառավարման տեսական խնդիրները

Վերջին տասնամյակում վերագրային և միջազգային կառույցների ուշադրությունը կորպորատիվ կառավարման խնդիրների նկատմամբ աճել է: Դրա մասին է վկայում նաև այն լայնածավալ փաստաթղթերի հրատարակումը, որոնք այս կամ այն ձևով ու չափով փորձում են սահմանել կորպորատիվ կառավարման համակարգի սկզբունքները և չափանիշները: Համակարգի նկատմամբ ուշադրությունը նաև մեծապես պայմանավորվեց Ամերիկյան և Եվրոպական շուկաներում մի շարք խոշոր կորպորացիաների սնանկությամբ /Էնրոն, ՌուրըՔոն, Պարմալատ և այլն/:

Չնայած կորպորատիվ կառավարման համակարգի տարբեր մոդելներին /որոնցից հիմնականում առանձնացվում են Ազլո-սաքսոնյանը և Ռոմանո-գերմանականը/, այդուհանդերձ միջազգային կազմակերպությունները փորձում են գտնել այն ընդհանուրը և միասնականը, որը կարող է կիրառելի լինել տարբեր իրավական, տնտեսական և սոցիալական հենքեր ունեցող պետությունների և տնտեսությունների համար: Դրանք ավելի արժեքավոր են հատկապես անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների համար, որտեղ մնանատիպ համակարգը գտնվում է ձևավորման վաղ փուլում: Եվ չնայած այդ սկզբունքները և չափանիշները առաջին հայացքից կարող են ընկալվել դեկլարատիվ բնույթի /հատկապես հայկական գործարար միջավայրի համար/, այնուամենայնիվ ուսանելի կլինի անդրադառնալ դրանց:

Համաշխարհային Բանկի սահմանմամբ արդյունավետ կորպորատիվ կառավարման բնութագրական գծերն են՝

- թափանցիկությունը.
- ընկերության գործունեության վերաբերյալ ֆինանսական և այլ տեղեկատվության բացահայտումը,
- կառավարիչների գործունեության հսկման և վերահսկման ներքին գործընթացները,
- բոլոր փայատերերի իրավունքների և շահերի ապահովումը և պաշտպանությունը.

- խորհրդի անդամների անկախությունը՝ ընկերության ռազմավարության որոշման, գործարար նախագծերի հաստատման, կառավարիչների նշանակման, նրանց գործունեության հսկման, անհրաժեշտության դեպքում փոխարինման հարցերում:

ՏՀԶԿ-ն առանձնացնում է արդյունավետ կորպորատիվ կառավարման չորս գծեր.

- ազնվությունը. ներդրողների վստահությունը իրենց միջոցների պաշտպանության հարցում,
- թափանցիկությունը. ընկերության կողմից իր ֆինանսական վիճակի մասին արժանահավատ և ամբողջական տեղեկատվության ժամանակին բացահայտումը,
- հաշվետվելիությունը. կառավարիչները պատասխանատու են ընկերության սեփականատերերի առջև,
- պատասխանատվությունը. ընկերության կողմից օրենքների և վարքագծի նորմերի պահպանումը:

Ներկայումս կորպորատիվ կառավարման միջազգային ստանդարտներին վերաբերող հիմնական փաստաթուղթը ՏՀԶԿ-ի կորպորատիվ կառավարման սկզբունքներն են (Principles of Corporate Governance): Այդ սկզբունքներն ունեն 5 բաղկացուցիչներ: Դրանք են՝

- Փայատերերի իրավունքները: Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է պաշտպանի փայատերերի իրավունքները,
- Փայատերերի նկատմամբ հավասար վերաբերմունքը: Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ապահովի հավասար վերաբերմունք փայատերերի, ներառյալ՝ փոքր և օտարերկրյա ներդրողների նկատմամբ: Բոլոր փայատերերը պետք է հնարավորություն ունենան ստանալ արդյունավետ պաշտպանության միջոցներ՝ իրենց իրավունքների խախտման դեպքում,
- Շահագրգիռ անձանց դերը: Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ճանաչի շահագրգիռ անձանց օրենքով նախատեսված իրավունքները, և խթանի նրանց ակտիվ համագործակցությունը ընկերության հետ այնպիսի հարցերում, ինչպիսիք են՝ աշխատատեղերի ստեղծումը, ձեռնարկության արժեքի ավելացումը և ֆինանսական կայունության ապահովումը,
- Տեղեկատվության բացահայտումը և թափանցիկությունը: Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ապահովի տեղեկատվության ժամանակին և ճիշտ բացահայտումը ընկերությանը վերաբերող բոլոր էական հարցերում, ներառյալ՝ նրա ֆինանսական վիճակին, գործունեության արդյունքներին, սեփականությանը և ընկերության կառավարմանը,
- Տնօրենների խորհրդի պարտականությունները: Կորպորատիվ կառավարման կառուցվածքը պետք է ապահովի ընկերության ռազմավարական կառավարումը,

տնօրենների խորհրդի կողմից վարչության արդյունավետ հսկումը, ինչպես նաև փայատերերի առջև տնօրենների խորհրդի հաշվետվությունը:

Բացի այդ, կորպորատիվ կառավարման միջազգային ստանդարտները ձևակերպել են կորպորատիվ կառավարման չափանիշներ, որոնց էությունը հետևյալում է.

- Ընկերության հիմնական նպատակը փայատերերի եկամուտների մշտական օպտիմալացումն է: Ընկերությունը պետք է ձգտի երկարատև գործունեության և շահագրգիռ կողմերի հետ արդյունավետ համագործակցության,
- Ընկերությունները պետք է ժամանակին բացահայտեն ճիշտ և արժանահավաստեղեկատվություն, որը համապատասխանում է շուկայի պահանջներին և անհրաժեշտ է ներդրողների կողմից հավասարակշռված որոշումների ընդունման համար,
- Յուրաքանչյուր հասարակ բաժնետոմս պետք է տա մեկ ձայնի իրավունք: Ընկերությունները պետք է ապահովեն բաժնետերերի ձայնի իրավունքի իրացումը: Հսկող մարմինները և օրենսդրությունը պետք է դյուրին դարձնեն ձայնի իրավունքի իրացումը և ձայնի իրավունքի մասին տեղեկատվության ժամանակին բացահայտումը,
- Տնօրենների խորհուրդը և նրա անդամները հանդիսանում են բոլոր բաժնետերերի ֆիդուցիարներ (ֆիդուցիար՝ ներկայացուցիչ, վստահորդ) և հաշվետու են բոլոր բաժնետերերին: Տնօրենների խորհրդի անդամները պետք է վերընտրվեն պարբերաբար: Յուրաքանչյուր տարեկան հաշվետվությունում պետք է բացահայտվի տեղեկատվություն՝ տնօրենների խորհրդի անդամների վերաբերյալ: Տնօրենների խորհրդում պետք է լինեն բավարար թվով անկախ տնօրեններ, աուդիտի, պարզևատրումների և նշանակումների կոմիտեները պետք է ամբողջությամբ կամ առավելապես բաղկացած լինեն խորհրդի անկախ անդամներից,
- Տնօրենների խորհրդի անդամների և կառավարիչների աշխատանքի վարձատրությունը պետք է համապատասխանի բաժնետերերի շահերին, վճարման քաղաքականությունը և պարզևավճարների չափը պետք է բացահայտվեն տարեկան հաշվետվությունում,
- Ընկերության հիմնական գործունեության էական ռազմավարական փոփոխությունները, ինչպես նաև այն էական փոփոխությունները, որոնց հետևանքով տարալուծվում է բաժնետիրական կապիտալը կամ փոքրանում են բաժնետերերի բաժնեմասերը, չպետք է կատարվեն առանց բաժնետերերի կողմից նախնական հաստատման,
- Կորպորատիվ կառավարման պրակտիկան պետք է ուղղված լինի ընկերության օպերատիվ գործունեության մշտական օպտիմալացմանը,
- Ընկերությունները պետք է հետևեն օրենսդրական դաշտին, որում նրանք գործում են: Տնօրենների խորհուրդները պետք է բացահայտեն շահագրգիռ կողմերի նկատմամբ իրենց քաղաքականությունը: Կորպորատիվ կառավարման խնդիրը՝ զարգացող, կամ

հաճախակի այլ կերպ նշվող անցումային երկրներում, ունի իր առանձնահատկությունները: Դրանք պայմանավորված են այդ երկրների համար գրեթե նոր՝ դատաիրավական, տնտեսական, հաշվապահական և ֆինանսական համակարգերի ներդրմամբ: Ընդ որում, այս բոլոր կոմպոնենտները օբյեկտիվորեն գործում են փոխկապակցված և փոխլրացնող միջավայրում:

Պետական Կառավարման Համակարգ



Կորպորատիվ կառավարման համակարգը շատ առումներով նման է երկրի պետական կառավարման, քաղաքական համակարգին: Ֆրանսիացի իրավագետ Մոնտեսքիեն, դեռևս 18-րդ դարում, տվել է դեմոկրատական քաղաքական համակարգի մոդելը՝ տարանջատելով օրենսդիր, գործադիր և դատական իշխանության թևերը, և պնդելով, որ պետության կառավարման համակարգը գործում է, իսկ երկիրը՝ դեմոկրատական, եթե ապահովվում է իշխանական այդ թևերի անկախությունը:

Իշխանության բաժանման տեսությունը կարևորում է իշխանական թևերի հաշվեկշռվածությունը, ինքնուրույնությունը և փոխադարձ համագործակցության կանոններով աշխատելու սկզբունքը: Անշուշտ տարբեր երկրներում այս կամ այն ձևով պաշտպանվում է նշված սկզբունքը, սակայն պետական կառավարման համակարգի տարատեսակների բազմազանության պակաս աշխարհում չի զգացվում: Համակարգային առումով կորպորատիվ կառավարման մոդելում կարելի է գտնել պետական կառավարման համակարգին նմանակող գծեր: Այստեղ էլ «իշխանության» բաժանման սկզբունքը կարևոր է տնտեսական դեմոկրատիայի կամ «միկրոժողովրդավարության» համար: Այն անհրաժեշտ է կորպորատիվ «իշխանությունների» և լիազորությունների «ուզուրպացիայի» դեմ պայքարելու համար, կորպորատիվ մարմինների պարտավորությունների հստակ տարանջատումն ու սահմանազատումը գծագրելու համար:

Կորպորատիվ Կառավարման Համակարգ



Ինչպես նախորդ համակարգում, այնպես էլ այստեղ կարևոր է կորպորատիվ կառավարման մարմինների գործունեության «անկախության», հաշվեկշռվածության ու փոխադարձ համագործակցության սկզբունքի պահպանումը:

ձեռնարկության տնտեսագիտական նշանակությունը⁴: Նա ձեռնարկությունը դիտարկել է տնտեսական համակարգում և հանգել նրան, որ ռեսուրսների տեղաբաշխման և վերաբաշխման գործընթացը կարող է պայմանավորված չլինել միմիայն գնագոյացման շուկայական մեխանիզմներով, այլ կոորդինացվել և ճշգրտվել ձեռնարկության, կազմակերպության միջոցով՝ ներկազմակերպչական կառուցվածքով: Քոուզյան ձեռնարկությունն ինքն է մասնակցում արտադրական գործոնների վերաբաշխմանը, իր ազդեցությունն է թողնում գնագոյացման վրա՝ նվազեցնելով ձեռնարկչատիրական ծախսերը:

Տեսաբանները նաև գտնում են, որ ձեռնարկությունը պայմանագրերի մի համալիր է, որոնցով նա առաջնորդվում է: Այլ կերպ ասած, ձեռնարկությունն իր թողարկվող արտադրանքի կամ մատուցվող ծառայությունների ու գեներացվող եկամուտների նկատմամբ պահանջներ ենթադրող «պայմանագրային ցանց» է: Ընդ որում, պահանջներ ներկայացնողների շարքին են դասվում փայտտերերը, պարտատերերը, աշխատակիցները, համայնքը, մատակարարներն ու հաճախորդները:

Կորպորատիվ կառավարման ժամանակակից դասական գրականության անվանացանկում առանձնանում է Ադոլֆ Բեռլիի և Գարդիներ Մինգի հեղինակած և 1932 թվականին հրատարակված «Ժամանակակից կորպորացիան և մասնավոր սեփականությունը» հոչակավոր աշխատությունը: Դրանում հեղինակները վեր են հանել այն, որ Միացյալ Նահանգների կորպորացիաների գերակշիռ հատվածում բաժնեմասի սեփականությունը ցրված է բազմաթիվ փոքր փայտտերերի միջև, իսկ ահա իրական վերահսկողությունը և կառավարումը կենտրոնացված է տնօրենների ձեռքում⁵:

Տեսականորեն սեփականության իրավունքն ունի վեց բաղկացուցիչներ⁶: Դրանք են՝

- Տիրապետման իրավունքը, որը վերաբերում է ռեսուրսի ֆիզիկական հսկմանը;
- Օգտագործման իրավունքը, որը վերաբերում է ռեսուրսի օգտագործմանը;
- Կապիտալի նկատմամբ իրավունքը, որը վերաբերում է ռեսուրսի տնօրինմանը, ներառյալ՝ օտարմանը, սպառմանը և ձևափոխմանը;
- Կառավարման իրավունքը, ներառում է ռեսուրսի օգտագործման համար այլ անձանց հետ պայմանագրեր կնքելու հնարավորությունը;
- Ապահովության իրավունքը, ներառյալ՝ նախորդ չորս իրավունքների իրացման ընթացքում ընդդեմ էքսպրոպրիացիայի իրավունքը;
- Եկամտի նկատմամբ իրավունքը, որը ռեսուրսի առևտրի արդյունքում ստացված օգուտների նկատմամբ իրավունքն է:

⁴ Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*. 1937.

⁵ Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*.

⁶ Christman, J. (1994). "Distributive Justice and the Complex Structure of Ownership." *Philosophy and Public Affairs*, 23(3): 225-250. Becker, L. (1977). *Property Rights: philosophic foundations*. Boston: Routledge and Kegan Paul. Reeve, A. (1986). *Property*. Atlantic Highlands, N.J: Humanities Press. Waldron, J. (1988). *The Right to Private Property*. Oxford: Oxford University Press. Munzer, S. (1990). *A Theory of Property*. Cambridge: Cambridge University Press.

Ժամանակակից հասարակարգերում գրեթե անհնար է պատկերացնել անհատի, ով կարող է հավակնել սեփականության վերը բերված բոլոր վեց բաղկացուցիչներին: Դրա վառ օրինակը փայատիրոջ կարգավիճակն է: Դե ֆակտո, փայատերերը ձեռնարկությունների սեփականատերերն են: Սակայն, երբ սեփականությունը ապակենտրոնացված է, փայատերերի «ակտիվ սեփականությունը» փոխարինվում է «պասիվ սեփականությամբ»: Այսինքն, տեղի է ունենում փայատերերի «օտարում» ձեռնարկության կառավարումից: Սա իր հերթին ձեռնարկության համար առաջացնում է լրացուցիչ, այսպես կոչված կորպորատիվ ծախսեր, որը տեսաբաններն այլ կերպ անվանում են գործակալական ծախսեր:

Մի փոքր այլ է պատկերն այն ձեռնարկություններում, որտեղ սեփականությունը կենտրոնացված է: Հսկող փայատերերի առկայությունը ստեղծում է մի միջավայր, որտեղ նրանք ստանձնում են առանցքային դեր ձեռնարկության կառավարման հարցերում: Շատ դեպքերում տնօրենների նշանակությունն ու դերը նվազում է այդպիսի համակարգերում, և որոշումների ընդունման գործընթացը գրեթե լիովին վերահսկվում է խոշոր փայատերերի կողմից: Այսպիսի ձեռնարկություններում փայատերն ակտիվորեն մասնակցում է կառավարմանը: Մի շարք տեսաբաններ գտնում են, որ օգտվելով ինֆորմացիոն հոսքերի և տնօրենների նկատմամբ հսկողության իրենց հնարավորությունից, խոշոր փայատերերը կարող են իրենց իրավունք վերապահել ստանալու հատուկ «շահաբաժիններ» և օգտագործել ձեռնարկության կապիտալն իրենց անձնական տնտեսական շահերի համար: Արդյունքում, խոշոր փայատերն ավելացնում է իր անձնական օգուտներն ի հաշիվ փոքր փայատերերի⁷: Կան նաև աշխատություններ, որոնք ապացուցում են ներդրողների /փայատերերի/ շահերի պաշտպանության իրավական աստիճանի և սեփականության կենտրոնացվածության ուղղակի կապը, փաստելով, որ այն երկրներում, որտեղ փայատերը պաշտպանված չէ՝ նկատվում է սեփականության կենտրոնացում⁸:

Գործակալության տեսությունը հենված է լիազորությունների պատվիրակման և ի շահ ուրիշի /պատվիրակողի/ գործելու տնտեսական և իրավական կոնցեպցիայի վրա: Անձը /պրինցիպալը/ հնարավորություն է ընձեռում մեկ այլ անձի /գործակալին/ իր անունից և իր հաշիվին կատարել որոշակի գործողություններ, այդ թվում՝ գործակալին պատվիրակելով որոշումներ ընդունելու որոշակի իրավասություններ: Ձեռնարկության կառավարման համակարգում փայատերերը հանդես են գալիս պրինցիպալի, իսկ տնօրենները՝ գործակալի դերում: Գործակալության տեսության առաջին գիտական նախանշանները երևակել է Ադամ Սմիթը, երբ նա խորհուրդ էր տալիս ուշադրություն դարձնել այն հանգամանքի վրա, որ ձեռնարկության փայատերերի և տնօրենների միջև օբյեկտիվորեն գոյություն ունի շահերի բախում: Այս խնդիրն ունի գիտական

⁷ DeAngelo, H., DeAngelo, L., 1985, Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock, *Journal of Financial Economics* 14, 33-69. Zingales, L., 1994, The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience, *Review of Financial Economics* 7, 125-48.

⁸ Laporta, Rafael; de-Silanes Lopez; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. 1998a. "Law and Finance". Discussion Paper Number 1768. Harvard Institute of Economic Research. Harvard University. Cambridge,

ուսումնասիրության իրավական, տնտեսագիտական և սոցիոլոգիական կողմեր: Գործակալական տեսության իրավական մասը ամփոփվում է այն գրված և չգրված /գործարար շրջանառության սովորություններ/ կանոններով, որոնք սահմանում են պրիցիպալի և գործակալի իրավահարաբերությունները: Խնդրի սոցիոլոգիական կողմը շատ ավելի խորն է, և ամփոփված է մարդկային զարգացման ամբողջ պատմության ընթացքում ձևավորված բազմաթիվ տեսություններում՝ սկսած Թեյլորի «գիտական մենեջմենտի», «տնտեսական մարդու» տեսություններից, վերջացրած «մարդկային հարաբերություններ», «աշխատանքի հարստացման», «արտադրական դեմոկրատիա» տեսություններով: Գործակալության տեսության տնտեսագիտական կազմը առնչվում է այն ծախսերի դասակարգմանը, որոնք ի հայտ են գալիս փայատերերի կողմից տնօրեններին վերահսկելու ընթացքում: Ակնհայտ է, որ գործակալական ծախսերը անխուսափելի են ցանկացած ձեռնարկության համար: Սակայն այն ֆիրմաներում, որտեղ փայատերերն անմիջականորեն ընդգրկված են գործադիր կառավարման համակարգում, այդ ծախսերը կարող են նվազման միտում ունենալ: Այդուհանդերձ, պետք է շեշտել, որ այդ ծախսերի՝ առաջին հայացքից բացասական նկարագիրը տալիս է նաև սոցիալական և հանրային նշանակության դրական էֆեկտ: Գործակալական տեսության համար անչափ կարևոր է արդյունավետ կորպորատիվ կլանումների շուկայի գոյությունը: Տնօրենի՝ անփոխարինելի լինելու համոզմունքը, ինչպես նաև էքսպրոպրիացիայի հնարավորությունը, ի թիվս այլ միջոցների, սահմանափակվում է նաև նմանատիպ շուկայի գոյությամբ: Այս մոտիվը հատուկ է նաև հսկող փայատերերին: Ընդհանրապես կորպորատիվ կլանումներն ուղեկցվում են հսկող փայատերերի և տնօրենների ինքնապաշտպանությամբ: Այդ տեսանկյունից, տեսաբաններն առանձնացնում են դրա մի շարք շարժառիթներ⁹, որոնցից հատկանշական է այն, որ հսկող փայատերը կամ տնօրենը՝

- կարծում է, որ ձեռնարկությունն ունի թաքնված արժեք;
- համոզված է, որ ինքնապաշտպանությունը կարող է ավելացնել առաջարկվող գինը;
- ցանկանում են պահպանել իրենց կամ իրենց հետ փոխկապակցված անձանց աշխատատեղերը:

Այսինքն, կարելի է եզրակացնել, որ կորպորատիվ կլանումների շուկան մեխանիզմներ է ստեղծում «վատ» գործակալներին /տնօրեններին/ փոխարինելու համար, ընդ որում դա կատարելով բացառապես շուկայական մեխանիզմների կիրառմամբ:

Ընդհանուր առմամբ կարելի է նաև փաստել, որ գործակալական տեսությունն ու դրա գործնական կիրարկումն ի հայտ է գալիս սեփականության և հսկման ֆունկցիաների տարանջատման հետևանքով, և նպատակ է հետապնդում ֆինանսավորել վերահսկողական գործիքների կիրառումը:

⁹ Richard S. Ruback. An Overview of Takeover Defenses.

Տեսականորեն կորպորատիվ կառավարման խնդիրն արդյունք է անկատար պայմանագրերի առկայությանը: Իսկ կորպորատիվ կառավարման կանոնները միտված են լրացնելու այդ բացը: Ֆիդուցիար պատասխանատվության տեսությունը հանգում է նրան, որ ստեղծում է որոշակի իրավական մեխանիզմներ փայտերերի շահերի պաշտպանության համար:

Գործնականում անհնար է կազմել պայմանագրեր, որոնք կկանոնակարգեն և կնախատեսեն բոլոր հնարավոր դեպքերն ու իրավիճակները, որոնք կարող են ի հայտ գալ փայտերերի և նրանց գործակալների /ղեկավարների/ հարաբերություններում: Ֆիդուցիար պատասխանատվությունը, որը վերագրվում է ղեկավարներին, կոչված է հենց պայմանագրային «թերությունները» վերացնելուն:

Անշուշտ, Հայաստանի իրավական ակտերով սահմանված են ֆիդուցիար պատասխանատվության շրջանակները: Առնվազն 3 օրենքով տրվում են դրա ընդհանրացումները: Այսպես, Քաղաքացիական Օրենսգրքի համաձայն՝ «անձը, որն օրենքի կամ իրավաբանական անձի կանոնադրության ուժով հանդես է գալիս նրա անունից, պետք է գործի բարեխղճորեն և ողջամիտ՝ ի շահ իր կողմից ներկայացվող իրավաբանական անձի»¹⁰: Ըստ «Բաժնետիրական Ընկերությունների Մասին» օրենքի՝ «խորհրդի անդամները, տնօրենը, վարչության ու տնօրինության անդամները, ինչպես նաև կառավարիչ-կազմակերպությունը և կառավարիչն իրենց պարտականությունների կատարման ընթացքում պետք է գործեն՝ ելնելով ընկերության շահերից, իրականացնեն իրենց իրավունքները և ընկերության նկատմամբ իրենց պարտականությունները կատարեն բարեխիղճ ու ողջամիտ կերպով»¹¹: Գրեթե նույնաբովանդակ սահմանում է տրվում նաև «Սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների մասին» օրենքում¹²:

Ֆիդուցիար պատասխանատվության ավելի ընդարձակ սահմանում է տրված «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» օրենքով՝ «տնօրենների խորհրդի անդամը /նման այլ մարմնի անդամը/, գործադիր տնօրենը /գործադիր մարմնի անդամը/, վերստուգիչ մարմնի անդամը կամ այլ պաշտոնատար անձ /ստորաբաժանման ղեկավար կամ խորհրդատու/ պարտավոր են իրենց իրավունքներն ու պարտականություններն իրականացնելիս գործել բարեխղճորեն և բավարար ուշադրությամբ, որը կգործադրվեր համարժեք պաշտոն զբաղեցնող անձի կողմից համարժեք հանգամանքներում սեփական գործը ղեկավարելիս, ինչպես նաև այնպիսի որոշումներ կայացնել, որոնք իրենց կարծիքով բխում են նախ և առաջ թողարկողի և նրա արժեթղթերի սեփականատերերի շահերից»¹³:

¹⁰ Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքը: Հոդված 57, կետ 3

¹¹ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենք: Հոդված 90, կետ 1

¹² «Սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենք: Հոդված 46, կետ 1

¹³ «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենք: Հոդված 40

Բարեխիղճ գործելու պարտավորությունը ենթադրում է, որ ղեկավարն ընկերության կառավարման ընթացքում պետք է ցուցաբերի պատշաճ *հոգածություն, խելամտություն, շրջահայեցողություն, հաշվենկատություն և ջանասիրություն*: Բարեխիղճ գործելու պարտավորությունը խախտելու դեպքում ղեկավարի պատասխանատվությունը ծագում է երկու դեպքում: Առաջին դեպքում, պատասխանատվությունն առաջանում է վատ խորհրդի կամ անզգույշ /անփույթ/ գործողությունների արդյունքում կայացրած որոշումների հետևանքով: Երկրորդ դեպքում պատասխանատվությունն առաջանում է այնպիսի հանգամանքներում, երբ ղեկավարն իր գործողություններում թերացել է, և ենթադրվում է, որ բավարար ուշադրության և ջանասիրության գործադրումը կարող էին կանխել վնասները: Այսինքն, ֆիդուցիար պատասխանատվությունը ծագում է ոչ միայն վատ որոշումների ընդունման դեպքում, այլ նաև վատ ղեկավարման ու վերահսկողության պարագայում, երբ անձը ցուցաբերել է անգործություն կամ անտարբերություն՝ իր գործառույթներն իրականացնելիս:

Գործնականում, ի շահ իրավաբանական անձի գործելու պարտավորությունը նախատեսում է նաև իրավաբանական անձի կողմից կատարվող գործարքներում որոշակի «չեզոքության» պահպանում: Այն ենթադրում է անձի /ղեկավարի/ *անմնացորդ և անշահախնդիր նվիրվածություն* իրավաբանական անձին: Ղեկավարը պետք է համոզված լինի, որ իր պարտավորությունների կատարման և անձնկան շահերի միջև չկա հակասություն: Այսինքն, այս մոտեցումն ենթադրում է, որ պետք է նվազագույնի հասցնել կամ բացառել շահագրգռվածությունը իրավաբանական անձի գործարքներում, կամ բացահայտել այդպիսի դեպքերը և նմանատիպ գործարքներ կնքելիս պահպանել անաչառությունը: Անաչառությունն ու անշահախնդրությունը կարող է արտահայտվել այն դեպքում, երբ գործարքի էական պայմանները նույնը կլինեն՝ այլ հավասար պայմաններում այլ անձի /ոչ շահագրգիռ/ հետ կնքվող նմանատիպ գործարքում:

Ակնհայտ է, որ ֆիդուցիար պարտավորությունը կամ պատասխանատվությունը կարելի է քննարկման առարկա դարձնել դեպք առ դեպք կամ գործ առ գործ: Այն չի կարող լիովին և վերջնականորեն սահմանվել օրենքով: Այս հարցում առաջնային դերն անշուշտ պատկանում է դատարաններին և կորպորատիվ կառավարման համակարգի վարչական վերահսկման լիազորություններով օժտված սուբյեկտներին: Այս խնդրին վերաբերող դեպքերն ու գործերը բազմաթիվ են ու բազմաբնույթ: Սակայն, պետք է նաև փաստել Հայաստանի պրակտիկայում նմանատիպ գործերի քննության՝ եթե ոչ բացակայությունը, ապա առնվազն աննշան մասշտաբները:

Տնտեսագիտության և իրավագիտության դասական աշխատություններում շեշտվում է, որ իրավաբանական անձի և նրա ղեկավարների ֆիդուցիար պարտավորությունները պարտականություններ է ստեղծում փայատերերի և միմիայն փայատերերի հանդեպ:

Չնայած դրան, կան նաև ակադեմիական աշխատություններ, որոնցում քննարկվում է փայատիրոջ՝ որպես ֆիդուցիար պարտավորությունների բացառիկ շահառու լինել չլինելու խնդիրը:

Մի շարք տեսաբաններ կարծում են, որ եթե ղեկավարը ֆիդուցիար պատասխանատվություն կրի ոչ միայն փայատիրոջ, այլ նաև իրավաբանական անձի գործունեությամբ շահագրգռված այլ անձանց /հաճախորդների/ նկատմամբ, ապա կառավարչական որոշումների ընդունման արդյունավետությունը զգալիորեն կնվազի, և ղեկավարները ստիպված կլինեն հաշվեկշռել փայատերերի և հաճախորդների շահերը, գնալ փոխզիջումների¹⁴: Կան նաև աշխատություններ /չնայած պետք է անկեղծորեն խոստովանել՝ բավականին քիչ/, որոնցում հեղինակները պնդում են հաճախորդների հանդեպ ֆիդուցիար պարտավորությունների սահմանման անհրաժեշտությունը¹⁵:

¹⁴ ABA Committee on Corporate Law, “Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion,” Business Law 45 (1990).

¹⁵ Jonathan R. Macey and Maureen O’Hara. “The Corporate Governance of Banks” FRBNY Economic Policy Review / April 2003

Ոչ ֆորմալ կանոնների դերը Հայաստանի կորպորատիվ կառավարման համակարգում

«Կորպորատիվ կառավարում հասկացությունը» կարելի է դասել այն հասկացությունների շարքը, որոնք մինչև վերջ ուսումնասիրված չեն և տարբեր հիմնախնդիրների առնչությամբ գտնվում են համընդհանուր ուշադրության կենտրոնում: Կորպորատիվ կառավարման քաղաքակիրթ համակարգի դերը կարելի է կարևորել հասարակության մեջ ժողովրդավարական սկզբունքների ամրապնդման և հիմնավորման, տնտեսական աճի ապահովման համար որոշիչ գործոն հանդիսացող ներդրումների ներգրավման և հասարակական ու տնտեսական զարգացման այլ խնդիրների տեսանկյունից: Հիմնվելով համաշխարհային տնտեսության զարգացման ժամանակակից միտումների, դրանք ուսումնասիրող հետազոտությունների, բավական նոր պատմություն ունեցող տնտեսագիտական տեսությունների վրա՝ փորձենք ներկայացնել կորպորատիվ կառավարման համակարգի դերն ու նշանակությունը տնտեսության (հատկապես անցումային) հետագա զարգացման գործընթացում: Տնտեսագիտական աշխարհի ուշադրությունը 2003թ. վերջին սկսեցին Չիկագոյի համալսարանի պրոֆեսորներ Rajan and Zingales «Կապիտալիզմի փրկությունը կապիտալիզմից» աշխատանքի վրա: Հեղինակները կապիտալիզմի փրկությունը տեսնելով հասարակական բարիք հանդիսացող ազատ շուկայի մեջ, միաժամանակ երկրորդական դեր են հատկացնում ֆինանսական շուկային՝ նշելով, որ տնտեսությունը կարող է հաջող զարգանալ ինչպես զարգացած ֆինանսական շուկաների, այնպես էլ դրանց բացակայության պայմաններում: Ըստ հեղինակների շուկայական տնտեսության դերի ամրապնդմանն ուղղված հասարակական կոնսենսուսը կնվաճվի միայն այն դեպքում, եթե սեփականությունը «ճիշտ է» բաշխված, իսկ կարգավորումը «չափավոր է»:

Գրեթե նույն միտքն է արտահայտում Becht (2002): Նա գտնում է, որ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությունն ինքնըստինքյան չի հանդիսանում արտաքին ներդրումների ներգրավման համար խոչընդոտ: Իր աշխատանքում նա թվարկում է ներդրողների իրավունքների պաշտպանության 5 եղանակ.

- ա) սեփականության կենտրոնացում,
- բ) կորպորատիվ վերահսկման շուկա,
- գ) տնօրենների խորհրդի դերի ակտիվացում,
- դ) ընկերության կառավարիչներին այնպիսի խթաններով օժտում, որոնք բխում են բաժնետերերի օրինական շահերից,
- ե) դատարանների օգտագործում որպես մենեջերների ոտնձգություններից բաժնետերերին պաշտպանելու միջոցի:

Նշված եղանակներից հետևում է, որ հեղինակը ներդրումների ներգրավման գործընթացում պարզապես կարևորում է կորպորատիվ կառավարման կառուցակարգերի դերը: Միաժամանակ Berglof and Bolton ցույց են տալիս, որ Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների մեծ մասում ներդրումների աճը տեղի է ունեցել արժեթղթերի թեր գարգացած շուկաների պայմաններում: Նոր կապիտալի հիմնական աղբյուրը հանդիսացել են ուղղակի ներդրումները, որոնց ներգրավման համար որպես վճռորոշ գործոն կրկին հանդես է գալիս գործարար միջավայրը, այդ թվում կորպորատիվ կառավարման համակարգը՝ որպես շուկայական տնտեսության հիմնարար ինստիտուտ: Այս համատեքստում խնդիրը կարելի է ներկայացնել հետևյալ օրինակի վրա. նոր ներդրումային ծրագրերը ֆինանսավորելու համար բաժնետիրական ընկերությունները մշտապես լրացուցիչ միջոցների պահանջ են զգում: Միջոցներ կարելի է ներգրավել ինչպես վարկային, այնպես էլ արժեթղթերի շուկայից: Երկու դեպքում էլ ընկերությունը հնարավոր ներդրողներին պետք է համոզի, որ նրանք իրենց ներդրած միջոցների դիմաց որոշ ժամանակ անց ստանալու են եկամուտ: Սակայն համոզելը այնքան էլ հեշտ գործ չէ, քանի որ ներդրողները հասկանում են, որ մենեջերները և խոշոր բաժնետերերը տնօրինում են արտաքին ներդրողներին էքսպրոպրիացիայի ենթարկելու զգալի միջոցների (ակտիվների դուրսբերում, բաժնետոմսերի «նեղ կոկորդի» թողարկումների իրականացում և այլն) (Johnson et al., 2000): Էքսպրոպրիացիան սահմանափակող ինստիտուտներից է հենց կորպորատիվ կառավարումը (Shleifer and Vishny, 1997):

Հետևաբար հարց է ծագում, թե, նախ, ինչ ենք հասկանում «ինստիտուտ» ասելով, և երկրորդ, ինչ ենք հասկանում կորպորատիվ կառավարման համակարգը որպես ինստիտուտ դիտարկելով:

Տնտեսագիտության նոր ինստիտուցիոնալ դպրոցի հիմնադիր Գուզլաս Նորտի բնորոշմամբ՝ ինստիտուտները խաղի կանոններ են կամ մարդու կողմից ստեղծված սահմանափակումներ, որոնք ձևավորում են մարդկանց միջև փոխհարաբերությունները (North 1990): Ինստիտուտները կոչված են նպաստելու տնտեսական գործակալների միջև ապրանքների և ծառայությունների արդյունավետ բաշխմանը: Ներդրումների ներգրավման և տնտեսական աճի դերի առանձնահատուկ կարևորության մասին նոր ինստիտուցիոնալ տնտեսագիտության հիմնարար թեզիսն իր հաստատումն է ստացել ինչպես տեսական, այնպես էլ էմպիրիկ հետազոտություններում: Այսպես, World Bank Policy Research Report (1998) ցույց է տալիս, որ ինստիտուտների բարձր որակ ունեցող, բայց ոչ արդյունավետ մակրոտնտեսական քաղաքականություն իրականացնող երկրներն աճում են ավելի արագ, քան հակադարձ փոխհարաբերությունն ունեցողները: Ըստ նոր ինստիտուցիոնալ տեսության՝ ինստիտուտները նաև ֆորմալ և ոչ ֆորմալ կանոնների ամբողջություն են: Ֆորմալ կանոնները սահմանվում են սահմանադրությամբ, օրենքներով, ստեղծվում են կենտրոնացված կարգով, օգտագործվում են որպես այլընտրանքների սահմանափակումներ և պետության կողմից ապահովված են իրավական և հատուկ պաշտպանվածությամբ:

Համապատասխանաբար, ոչ ֆորմալ են կոչվում այն կանոնները, որոնք ինչպես և ֆորմալները հանդիսանում են վարքագիծը սահմանափակող նորմեր և ֆորմալ կանոնների ձևավորման ու փոփոխման աղբյուր, երբ ընդհանուր համակարգի զարգացումն ունի էվոլյուցիոն բնույթ: Իրավունքի սոցիոլոգիական տեսության ներկայացուցիչներից Ե. Էրլիխը փորձում է ուշադրությունը գրավել այն փաստի վրա, որ օրենքներ մշակող անձինք չեն ստեղծում նոր նորմեր, այլ դրանք հայտնաբերում և ֆիքսում են պրակտիկայից: Եթե ոչ ֆորմալ կանոնների փոփոխությունը կրում է էվոլյուցիոն բնույթ, ապա ֆորմալ կանոնները կարող են փոխվել մեկ գիշերվա ընթացքում: Խնդիրը կայանում է նրանում է, թե որքանով են կանոնների այդ երկու տեսակները փոխադարձաբար լրացնում միմյանց, ինչպիսին է նրանց հարաբերությունը: Բացի այդ, ֆորմալ ու ոչ ֆորմալ ինստիտուտների հարաբերական կարևորության դիտարկումը հնարավորություն է տալիս ճիշտ շեշտադրումներ կատարել ինստիտուցիոնալ բարեփոխումների գործընթացում: Այս խնդրին է նվիրված մասնավորապես Keefe և Shirley աշխատանքը (2000):

Հետազոտությունը վկայում է, որ առանձին դեպքերում ոչ ֆորմալ ինստիտուտները կարող են փոխարինել ֆորմալ կանոններին: Keefe և Shirley Չինաստանի փորձի վրա ցույց են տալիս, որ հատկապես ֆորմալ և ոչ ֆորմալ ինստիտուտների հաջող հարաբերակցության շնորհիվ է Չինաստանին հաջողվել ներգրավել զգալի արտասահմանյան ներդրումներ:

Վերադառնալով կորպորատիվ կառավարմանը որպես շուկայական տնտեսության կարևորագույն ինստիտուտի, այն կարելի է բնորոշել որպես ֆորմալ և ոչ ֆորմալ կանոնների ամբողջություն, որոշակի սահմանափակումների համակարգ, որն օգնում է բաժնետիրոջը վերահսկել ընկերության ղեկավարությանը և ազդել նրա գործունեության վրա՝ ընկերության շահույթը և արժեքը մաքսիմալացնելու նպատակով, ինչպես նաև ապահովում է ընկերության գործունեության արդյունքների արդարացի բաշխումը ոչ միայն բոլոր բաժնետերերի, այլ նաև մասնակից անձանց միջև: Որպես կորպորատիվ կառավարման ֆորմալ կանոններ հանդես են գալիս օրենքները, պետական իրավական ակտերը, իսկ որպես ոչ ֆորմալ՝ բաժնետիրական ընկերությունների լոկալ փաստաթղթերը, գործարար միջավայրի սովորույթները, ընկերությունների կողմից կիրառվող կառուցակարգերը, որոնք որոշ երկրներում իրենց զարգացման արդյունքում ամփոփվում են կորպորատիվ վարքագծի կանոնների մեջ:

Անցումային երկրների համար հատկապես անհրաժեշտ է կարևորել ոչ ֆորմալ կանոնների դերը, քանի որ զարգացած երկրներում բաժնետիրական ընկերությունները էվոլյուցիոն զարգացման արդյունք են, և կորպորատիվ կառավարման ֆորմալ կանոնները մշակվել են բաժնետիրական ընկերությունների զարգացմանը համահունչ:

Անցումային երկրները գրկված են նման առավելությունից: Շատ հաճախ ոչ ֆորմալ կանոնների և առավել ևս տնտեսական երևույթների բացակայության պայմաններում ձևավորվում և գործածության մեջ են դրվում ֆորմալ կանոնները, կամ գործում է հակառակ շղթան: Երկու դեպքն էլ վտանգում են ֆորմալ կանոնների անխափան մուտքն ու իրագործումը:

Հետևաբար տնտեսական պրակտիկան և դրանից որպես ազդակ բխող ոչ ֆորմալ կանոններն ունեն զգալի դեր ու նշանակություն՝ հատկապես ներդրումների ներգրավման խնդրի տեսանկյունից (Հայաստանի համար որոշ ոչ ֆորմալ կանոնների կիրառման անհրաժեշտությանը կանդորադառնանք մի փոքր ավելի ուշ), քանի որ արտացոլում են իրերի և երևույթների իրական վիճակն ու հող նախապատրաստում ֆորմալ կանոնների մշակման ու դրանց առանց բարդությունների տեղայնացմանը: Գոյություն ունեն մի շարք ուսումնասիրություններ, որոնք ցույց են տալիս կորպորատիվ կառավարման և ընկերության ներդրումային գրավչության կապը անցումային երկրներում: Բլեքի (Black, 2001) աշխատանքում փորձ է կատարվել գնահատել կորպորատիվ կառավարման մակարդակի և Ռ-ուսաստանի ընկերությունների շուկայական արժեքի հարաբերությունը: Օգտագործելով կորպորատիվ կառավարման վարկանիշը՝ մշակված 1999թ. աշնան դրությամբ (Brunswick Warburg), և արժեթղթերի շուկայի փաստացի ու հնարավոր կապիտալիզացիաների հարաբերությունը՝ որոշված «Տրոյկա-Դիալոգ» ներդրումային բանկի կողմից 21 ընկերությունների համար, Բլեքը բացահայտել է զգալի կորելացիոն կապ այդ ցուցանիշների միջև: Միաժամանակ կորպորատիվ կառավարման հիմնախնդիրներով ներդրողների հետաքրքրվածության մասին է խոսում 1-ին աղյուսակը:

Աղյուսակ 1

Կորպորատիվ կառավարման համակարգի ազդեցությունը ներդրումային որոշումների վրա

Ներդրողների իրավունքների պաշտպանության ասոցիացիա (ՌԴ)	McKinsey խորհրդատվական ընկերություն (Investor Global Opinion Survey, հունիս 2000թ.)
<p>Կորպորատիվ կառավարման համակարգի և սեփականության իրավունքի նկատմամբ անվստահության հարցի շուրջ հարցվողների ձայները բաշխվել են.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 50%-ը հրաժարվել է ներդրումներ կատարել այնպիսի ընկերություններում, որտեղ նշված իրավունքները պաշտպանված չեն: • 23%-ը գտել է, որ ներդրումները հնարավոր են միայն ավելի խիստ պայմաններով: • 27%-ը դժվարացել է պատասխանել: Հարցվողներից ոչ մեկը չի ժխտել խնդրի նշանակությունն ու կարևորությունը: 	<p>Հետազոտության հիմնական եզրակացություններն են.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ներդրողների 3/4-ի կարծիքով կորպորատիվ կառավարման մակարդակը ընկերության շուկայական գնի համար ունի նույնքան կարևոր նշանակություն, որքան նրա ֆինանսատնտեսական ցուցանիշները: • Ներդրողների 80%-ից ավելին նշել է, որ պատրաստ է ավել վճարել այն ընկերությունների բաժնետոմսերի համար, որտեղ առկա է կորպորատիվ կառավարման արդյունավետ գործող համակարգ, քան այն ընկերությունների բաժնետոմսերի համար, որոնցում այդ ոլորտում գոյություն ունեն բացահայտ հիմնախնդիրներ, նույնիսկ այն դեպքում, եթե նման երկու ընկերությունների եկամտաբերության և վաճառքի ծավալների ցուցանիշները նման են:

Հարց է ծագում, թե ինչպիսին է իրավիճակը Հայաստանում ուսումնասիրվող հիմնախնդրի առնչությամբ: Հայաստանի բաժնետիրական ընկերությունների համար կորպորատիվ կառավարման և ներդրումների փոխադարձ կապի հիմնախնդիրը բավական նոր երևույթ է: Բաժնետիրական ընկերությունների մեծամասնությունն առավելապես գործում է սեփական միջոցների հաշվին: Սակայն զարգացումը և մուտքը նոր շուկաներ, մրցակցային պայքարին դիմակայումը հնարավոր չէ միայն սեփական միջոցների հաշվին: Հետևաբար կասկածների տեղիք չի կարող տալ արտաքին միջոցների ներգրավման անհրաժեշտությունը, ընդ որում՝ պարբերական և մշտական հիմունքներով: Իսկ սա ընկերությունների կառավարման համակարգում պահանջում է զգալի փոփոխությունների իրականացում, կառավարման նոր կառուցակարգերի և սկզբունքների կիրառում:

Հայաստանում կորպորատիվ կառավարման բնագավառում հիմնական խնդիրը կայանում է նրանում, որ այստեղ բաց բաժնետիրական ընկերությունները հիմնականում ձևավորվել են վերևից եկող նախաձեռնության շնորհիվ (մասնավորեցման արդյունքում), այլ ոչ թե հանդիսացել էվոլյուցիոն զարգացման արդյունք: Այս հանգամանքը իր դրոշմն է թողել Հայաստանի կորպորատիվ կառավարման համակարգի վրա, որին բնորոշ առանձնահատկությունների թվում կարելի է առանձնացնել.

- Հայաստանի բաժնետիրական ընկերություններում ձևավորվել է ոչ թե «կառավարիչների կապիտալիզմ» մոդելը որպես բարձր մակարդակի վարձու աշխատողների, այլ «կառավարիչների կապիտալիզմը» որպես սեփականատերերի: Հայաստանի բաժնետիրական ընկերություններում «կառավարիչները» և «վերահսկող բաժնետերերը» հանդես են գալիս նույն անձի տեսքով: Սա պայմանավորված է գոյություն ունեցող արտաքին միջավայրի զարգացման և վերահսկման համար պայքարի այնպիսի միտումներով, համաձայն որոնց անհրաժեշտություն է առաջանում սեփականության և ֆինանսական հոսքերի նկատմամբ հաստատել լրացուցիչ ռիսկերից զերծ վերահսկում, իսկ վերջինս իրականացվում է բաժնետիրական կապիտալի համակենտրոնացման միջոցով: Այսինքն Հայաստանի բաժնետիրական ընկերություններում ամրապնդվում և հաստատվում է առանձին բաժնետերերի կամ բաժնետերերի խմբի փաստացի վերահսկման հնարավորությունը, որն ինքնին չի կարող պայմաններ ապահովել բաժնետոմսերի թողարկման միջոցով երկարաժամկետ ներդրումների ներգրավման համար: Անհրաժեշտ է նշել, որ այս տեսանկյունից Հայաստանի կորպորատիվ կառավարման համակարգն ունի իր առավելությունները, քանի որ բացառում է կառավարիչների և բաժնետերերի միջև գործակալական հակամարտությունների առաջացումը:

- Հաշվի առնելով վերոհիշյալ առանձնահատկությունը կորպորացիաներին բնորոշ սեփականություն-կառավարում-վերահսկում շղթան Հայաստանում գրեթե չի գործում, որի հետևանքով ընկերություններում բացակայում է ինչպես պատասխանատվությունը գործունեության վերջնական արդյունքների նկատմամբ, այնպես էլ «կառավարումից օտարված» բաժնետերերի կողմից վերահսկումը այդ արդյունքների համար պատասխանատու անձանց նկատմամբ: Միաժամանակ սեփականության իրավունքի պաշտպանությունը ստիպում է միջոցներ ներդնել սեփականության իրավունքի անհատական պաշտպանության մեխանիզմներում, այդ միջոցները դուրս բերելով արտադրության գործընթացից: Տնտեսագիտական տեսանկյունից սեփականության իրավունքի անհատական պաշտպանումը տնտեսվարող սուբյեկտների ռազմավարությունն է, որը հիմնված է նրանց տնտեսական հարաբերություններն ավելի արդյունավետ և կանխատեսելի կառուցելու ձգտման վրա: Սակայն սեփականության իրավունքի անհատական պաշտպանությունը հանգեցնում է այդ իրավունքների ոչ ամբողջական պաշտպանությանը, որը տնտեսական աճի վրա կարող է ունենալ երկակի ազդեցություն: Նախ, սեփականության իրավունքի պաշտպանությանն ուղղված ռեսուրսները դուրս են բերվում արտադրական ոլորտից: Երկրորդ, այն հանգեցնում է սպառման ու կուտակման միջև ոչ օպտիմալ հարաբերության հաստատման, ինչպես նաև խորացնում սոցիալական անհավասարությունն ու լարվածության մթնոլորտ:

Հայաստանում ներդրումների հոսքն ակտիվացնելու նպատակով դիտարկված առանձնահատկությունները ոչ միայն վերաիմաստավորման, այլ նաև որոշակի միջոցառումների կիրառման պահանջ են առաջադրում: Այդ միջոցառումներն ամենայն հավանականությամբ պետք է ուղղված լինեն կորպորատիվ կառավարման ինստիտուտի ոչ ֆորմալ կանոնների զարգացմանը, քանի որ բաժնետիրական ընկերություններն ավելի պատրաստ են այս հարթության փոփոխություններին, և ընդհանուր համակարգի զարգացման համար կարևորվում է ներքին կամքի դրսևորումը:

Ինչ վերաբերում է ֆորմալ կանոններին, ապա դրանց յուրաքանչյուր փոփոխություն պահանջում է վերափոխման անցումային որոշակի ժամանակահատված, որն ինքնին չի խրախուսում այս կամ այն միջոցառման արդյունավետ ներդրումը:

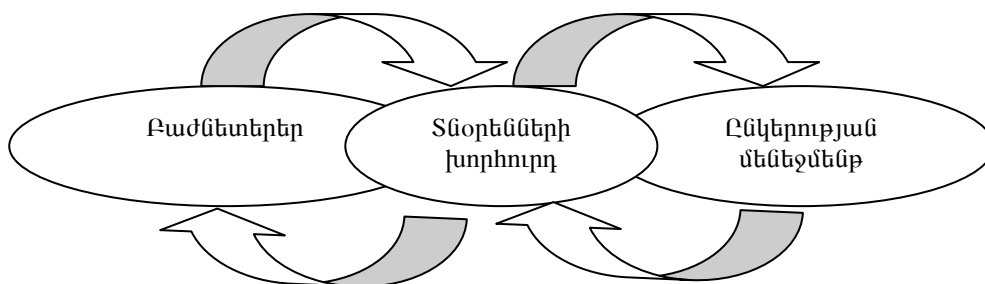
Մեկ հողվածի շրջանակներում դժվար է ներկայացնել այն ոչ ֆորմալ կանոնները, որոնք նպատակահարմար է ներմուծել Հայաստանի կորպորատիվ կառավարման համակարգ՝ վերջինիս զարգացման հեռանկարներն ապահովելու նպատակով, բայց միաժամանակ կարելի է առանձնացնել դրանցից գոնե երկուսի՝ տնօրենների խորհրդի անկախ անդամների և կորպորատիվ քարտուղարի ինստիտուտների, ներդրման անհրաժեշտությունը:

Իհարկե նշված ինստիտուտները կարող են մեր իրականություն ներմուծվել նաև ֆորմալ կանոնների միջոցով, մանավանդ որ առկա է դրանց անկախության չափանիշը սահմանելու խնդիրը, սակայն դրանց ոչ ֆորմալ կանոնների միջոցով ներմուծման հիմնավորումը հանգում է բաժնետիրական ընկերությունների նախաձեռնության զարգացմանը, նրանց կողմից այն հիմնարար սկզբունքի գիտակցմանը, որ նշված կանոնները կարող են բարելավել ընկերության կորպորատիվ կառավարման համակարգը՝ ընկերության կողմից կայացվող որոշումների օբյեկտիվության և առկա ու հնարավոր ներդրողների իրավունքների պաշտպանվածության աստիճանը բարձրացնելու միջոցով, ինչպես նաև նպաստել ընկերության նկատմամբ ներդրողների վստահության ամրապնդմանը: Ինչ վերաբերում է անկախության չափանիշի սահմանմանը, ապա Հայաստանի օրենսդրական պրակտիկայի վրա հիմնվելով կարելի է նշել, որ նման չափանիշների օրենսդրական սահմանումները գործնական կյանքում բախվում են որոշակի հակասությունների ու բարդությունների, և միայն որոշակի փոփոխություններից հետո հնարավոր է դառնում դրանց կիրառումը: Առաջարկի էությունը կայանում է նրանում, որ «տնօրենների խորհրդի անկախ անդամներ» և «կորպորատիվ քարտուղար» հասկացությունները և դրանց անկախության չափանիշները գործնական կյանքում ապրոբացիայի ենթարկվելուց հետո միայն սահմանվեն ֆորմալ կանոններով, այսինքն ֆորմալ կանոնների մշակման գործընթացի ուղղությունը նպատակահարմար է սահմանել ներքևից վերև եկող ազդակների միջոցով:

Տնօրենների խորհրդի անկախ անդամներ

Ինչպես արդեն նշվել է, շուկայական հարաբերությունների խորացման հետ միաժամանակ կարևորվում է կորպորատիվ կառավարման համակարգի դերը, քանի որ այն հանդիսանում արդյունավետ և քաղաքակիրթ գործարար միջավայրի ձևավորման հիմքը, իսկ վերջինիս կայացման համար առավել կարևոր նշանակություն է ստանում ներքին այնպիսի լծակների օգտագործումը, ինչպիսին տնօրենների խորհուրդն է, որը հանդիսանում է բաժնետերերի և մենեջերների փոխհարաբերությունների հիմնական օղակը (գծապատկեր 1):

Գծապատկեր 1



Տնօրենների խորհուրդը մի կողմից ներկայացնում է բաժնետերերի շահերը և պաշտպանում դրանք գործադիր իշխանության հնարավոր «տանձգություններից», իսկ մյուս կողմից ներգրավված լինելով ընկերության գործունեության մեջ, ներկայանում է որպես դեկլարաբյան ներկայացուցիչ բաժնետերերի մոտ: Այսպիսով, տնօրենների խորհրդի հիմնական դերը կայանում է նշված երկու կողմերի շահերի հավասարակշռությունն ապահովելու մեջ: Կորպորատիվ կառավարման արդյունավետ համակարգի հիմնական բնութագիրը տնօրենների խորհրդի անդամների ունակությունն է առանց որևիցե կախվածության իրականացնելու ընկերության ռազմավարության մշակումը, ընկերության համար արմատական բիզնես-որոշումների ընդունումը, գործադիր մարմնի ձևավորումը և ընկերության գործունեության նկատմամբ արդյունավետ վերահսկողության սահմանումը: Տնօրենների խորհրդի արդյունավետ գործունեությունը ընկերությունների ներդրումային գրավչության բարձրացման կարևորագույն գործոն է: Տնօրենների խորհրդի կողմից ընդունվող որոշումների օբյեկտիվությունը և հաշվեկշռվածությունն ապահովելու նպատակով լայն տարածում է ստացել անկախ տնօրենների ինստիտուտը, որը կոչված է ներկայացնել բաժնետերերի շահերը՝ առանց որևիցե շահագրգիռ խմբի հետ ուղղակի կամ անուղղակի կապի մեջ լինելու: Որպես շահագրգիռ դիտարկվում է այն խումբը, որն

- ունի ընկերության գործունեության վրա ուղղակի ազդելու հնարավորություն,
- ունի հետաքրքրություններ (իրական և ենթադրելի), որոնք տարբերվում են բաժնետիրական ընկերության հետաքրքրություններից:

Ինչ վերաբերում է Տնօրենների խորհրդի անկախ անդամներին, ապա դրանց ներկայությունն դրսևորում է հետևյալ առավելությունները.

- *ընկերության նկատմամբ ներդրողների վստահության ամրապնդում.*
- *հրապարակային տեղեկատվության օբյեկտիվության ապահովում.*
- *հնարավոր գործընկերների հետ փոխադարձ վստահության հարաբերությունների հաստատում.*
- *կորպորատիվ հակամարտությունների արդյունավետ հարթեցում.*
- *շահագրգռվածության առկայությամբ գործարքներով պայմանավորված ռիսկերի նվազեցում և այլն:*

Այս ամենից հետևում է, որ տնօրենների խորհրդի անկախ անդամները որևիցե կախվածություն չունենալով ընկերությունից, նրա կառավարման մարմիններից, պաշտոնատար անձանցից, սեփականատերերից՝ իրենց ջանքերն ուղղում են ընկերության կողմից կայացվող որոշումների օբյեկտիվության բարձրացմանը, այսինքն նշված գործընթացում այդ անձինք իրականացնում են անկողմնակալ «նժարի» գործառույթը, որով միայն նպաստում են ներդրողների մոտ ընկերության նկատմամբ վստահության ամրապնդմանը:

Կորպորատիվ քարտուղարի ինստիտուտը

Ընկերության նկատմամբ վստահությունը հիմնվում է բաժնետերերի իրավունքների իրագործման և շահերի պաշտպանության արդյունավետ մեխանիզմների կիրառման վրա: Նշված մեխանիզմների համար անհրաժեշտ պայման է հանդիսանում ընկերության կառավարման մարմինների կողմից օրենսդրությամբ, ընկերությամբ կանոնադրությամբ և ներքին այլ փաստաթղթերով սահմանված ընթացակարգերի իրագործումը:

Բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության տեսանկյունից առավել կարևոր ընթացակարգերն են. ընդհանուր ժողովի նախապատրաստումը և անցկացումը, տնօրենների խորհրդի գործունեությունը, ընկերության մասին տեղեկատվության պահպանումը, բացահայտումը և տրամադրումը և այլն: Անհրաժեշտ է ավելացնել, որ օրենսդրությունը սահմանում է բաժնետիրական ընկերությունների կառավարման յուրաքանչյուր մարմնի իրավասությունների շրջանակը, և դիտարկվող խնդիրները գտնվում են այս կամ այն մարմնի իրավասությունների մեջ, սակայն բաց է մնում դրանք պատշաճ իրագործելու խնդիրը, ինչպես նաև վերջնական պատասխանատվության «կենտրոնը»:

Նշված ընթացակարգերի արդյունավետ և պատշաճ իրագործումը, ինչպես նաև պատասխանատվության «կենտրոնին» շոշափելի բնույթը կարելի է ապահովել ընկերությունում մշտապես գործող անձի միջոցով: Այդ նպատակով ընկերությունում նպատակահարմար է «կորպորատիվ քարտուղարի» ինստիտուտի ձևավորումն ու ներդրումը: Սա կարևորվում է նաև հետևյալ տեսանկյունից. ինչպես արդեն նշվել է, բաժնետիրական ընկերությունն իր կառավարման սկզբունքներով և կառուցակարգերով կարելի է դիտարկել որպես «առանձին ժողովրդավարական պետություն», իսկ ժողովրդավարական և իրավական հասարակարգի ուղղությունը որդեգրած երկրի կարևոր ատրիբուտներից է հանդիսանում մարդու իրավունքների պաշտպանի ինստիտուտը:

Հետևաբար բաժնետիրական ընկերություններում կորպորատիվ քարտուղարի ներդրումը կարելի է ապահովել մարդու իրավունքների պաշտպանի անալոգիայով, համաձայն որի ընկերությունում ի հայտ է գալիս ներդրողների իրավունքների պաշտպանը, որն իր լիազորություններն իրականացնելիս անկախ է, ենթարկվում է միայն բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին և գործում է հիմնվելով օրենսդրության, ինչպես նաև կորպորատիվ կառավարման բնագավառում միջազգային ճանաչում ստացած սկզբունքների և նորմերի վրա, որին մի կողմից իրենց ոտնահարված իրավունքների վերականգնման հիմնավորված պահանջով կարող է դիմել ցանկացած բաժնետեր, իսկ մյուս կողմից կորպորատիվ քարտուղարը պետք է իրականացնի:

- ընդհանուր ժողով հրավիրելու որոշման հիման վրա և համաձայն օրենսդրության, ընկերության կանոնադրության և այլ ներքին փաստաթղթերի ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի նախապատրաստումը և անցկացումը, այդ թվում՝ բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին մասնակցելու իրավունք ունեցող անձանց ցուցակի նախապատրաստումը կամ, եթե ռեեստրը վարվում է մասնագիտացված կազմակերպության կողմից, նշված գործընթացի իրականացման լիազորումը նշված կազմակերպությանը, բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին մասնակցելու իրավունք ունեցող անձանց պատշաճ ծանուցումը, քվեաթերթիկների նախապատրաստումը և առաքումը, ընդհանուր ժողովի հրավիրման մասին տնօրենների խորհրդի անդամներին, գործադիր մարմնին, վերստուգող հանձնաժողովի (վերստուգողին) անդամներին և աուդիտորին ծանուցումը, ընդհանուր ժողովում քննարկվելիք փաստաթղթերի ձևավորումը, դրանց մատչելիության ապահովումը և ներկայացումը, ընկերություն առաքված քվեաթերթիկների հավաքումը և հաշվիչ հանձնաժողովին տրամադրումը, ընդհանուր ժողովի մասնակիցների գրանցումը, ընդհանուր ժողովի արձանագրության կազմումը և այլն:
- Համաձայն օրենսդրության, ընկերության կանոնադրության և այլ ներքին փաստաթղթերի ընկերության տնօրենների խորհրդի նիստերի նախապատրաստումը և հրավիրումը:
- Ընկերության տնօրենների խորհրդի անդամներին աջակցումը վերջիններիս կողմից իրենց գործառույթների իրականացման գործում:
- Ընկերության մասին տեղեկատվության պահպանումը և բացահայտումը:
- Ընկերության կողմից բաժնետերերի դիմումների և կորպորատիվ կոնֆլիկտների պատշաճ ներկայացման, դիտարկման և քննարկման ապահովումը և այլն:

Անհրաժեշտ է ավելացնել, որ ինչպես տնօրենների խորհրդի անկախ անդամների, այնպես էլ կորպորատիվ քարտուղարի ներմուծումն ինքնանպատակ խնդիր չէ, այլ դրանք հետապնդում են մեկ գլխավոր նպատակ՝ ընկերությանը հաղորդել նեղրումային գրավչություն և ընդլայնել ընկերության հնարավորությունները ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուրներից միջոցներ ներգրավելու ուղղությամբ:

Հայաստանի կորպորատիվ կառավարման համակարգի վերոհիշյալ առանձնահատկությունները արժեթղթերի շուկայի բնույթի փոփոխման օբյեկտիվ պահանջ են առաջադրում, որը կարելի է բավարարել շուկայի գործիքակազմը վերափոխելու և շուկայական շրջանառության մեջ պարտքային արժեթղթեր թողարկելու միջոցով, այսինքն Հայաստանի բաժնետիրական ընկերությունների համար որպես ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուր կարելի է դիտարկել կորպորատիվ պարտատոմսերը, որոնց շուկայի զարգացումը կարելի է դիտարկել որպես արժեթղթերի շուկայի ժամանակից միտում:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման հիմնական առավելությունների թվում են.

- Փոխառության անհատական սխեմաների մշակման հնարավորությունը:
- Թողարկողը հնարավորություն է ստանում երկարաժամկետ ներդրումներ ներգրավել պարտատերերի լայն շրջանակներից: Սա որոշ ձևով համապատասխանում է սինդիկացված բանկային վարկավորմանը, սակայն առավելությունը վերջինի համեմատ կայանում է նրանում, որ բացի բանկերից, նշված գործընթացին մասնակցում են ներդրողների լայն շրջանակ, իսկ վերջինս տեղիք է տալիս մրցակցության, որը կարող է նպաստել ներգրավվող միջոցների գնի նվազեցմանը: Բացի այդ, հանրային տեղաբաշխված պարտատոմսերն ունեն ավելի բարձր կարգավիճակ, քանի որ ենթադրվում է բավական բարդ պետական գրանցման գործընթացի իրականացում: Սա ապահովում է վարկատուից կախվածության ցածր աստիճան: Նշվածը չի բացառում նաև ռազմավարական ներդրողների ներգրավումը, որը հնարավոր է պարտատոմսերի փակ տեղաբաշխման դեպքում:
- Բաժնետիրական սեփականության կառուցվածքի պահպանումը, քանի որ պարտատոմսերի թողարկումը չի ազդում սեփականատերերի կառուցվածքի վրա, այսինքն կորպորատիվ վերահսկման տեսանկյունից ապահովում է հարաբերական անվտանգություն: Միաժամանակ պարտատոմսեր կարող են թողարկվել աշխատակիցներին և ղեկավար անձանց խրախուսելու նպատակով, հաշվի առնելով նաև այն փաստը, որ աշխատավարձից եկամուտները հարկվում են, իսկ արժեթղթերից՝ ոչ:
- Պարտքի կառուցվածքի ճկուն կառավարում, որը հնարավոր է պարտատոմսերի հետզման, պարտատոմսերը բաժնետոմսերի փոխարկման, պարտատոմսերի տարբեր տեսակների թողարկման միջոցով և այլն:
- Վարկային պատմության ձևավորում: Շնորհիվ պարտատոմսերի հանրային տեղաբաշխման թողարկողը ձեռք է բերում բաց վարկային պատմություն, որը հետագայում նախապայմաններ է ստեղծում ֆինանսավորման այլ աղբյուրներից օգտվելու (վարկեր, առևտրային արժեթղթեր) համար:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման հիմնական թերությունների թվում են.

- Պարտատոմսերի սպասարկման ծախսերը:
- Որոշակի ռիսկերի առկայությունը, որոնց թվում են սղաճի ռիսկը, տոկոսադրույքի ռիսկը, շուկայական ռիսկը, անվճարումնակության հայտանիշի ծագման ռիսկը:

Ներկայումս Հայաստանի արժեթղթերի շուկայում կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման համար ստեղծվել են որոշ բարենպաստ միջավայր, որը բացատրվում է ֆինանսական շուկայում տոկոսադրույքների նվազմամբ:

Վերջինս մի կողմից հիմք է հանդիսանում կորպորատիվ պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկի ձևավորման, իսկ մյուս կողմից ներդրումային «սովում» գտնվող ձեռնարկությունները կարող են դառնալ առաջարկ ներկայացնող կողմ և ներգրավել անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցները:

Հայաստանի տնտեսության պարտքային ծանրաբեռնվածության տեսանկյունից շուկայի զարգացման համար կարևոր նախապայման է հանդիսանում արժեթղթավորման էֆեկտը, այսինքն գոյություն ունեցող պարտքային պարտավորությունները արժեթղթերով վերաձևակերպելու հնարավորությունը, որը բավական դրական ներգործություն կարող է ունենալ երկրի պարտքային ծանրաբեռնվածության թեթևացման գործընթացի վրա:

Կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման համար կարող է խթանող ազդեցություն ունենալ հարկային արտոնությունների առկայությունը (աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2

«Շահութահարկի մասին» ՀՀ օրենքի 10-րդ հոդվածի 2-րդ կետի է) ենթակետ	«Եկամտահարկի մասին» ՀՀ օրենքի 10-րդ հոդվածի 1-ին կետի է) ենթակետ
Հարկվող շահույթը որոշելիս համախառն եկամտի նվազեցվող ծախսերի թվում են վարկերի և այլ փոխառությունների տոկոսները:	Հարկվող եկամուտը որոշելիս, հարկատուի համախառն եկամուտը նվազեցվում է. բաժնետոմսերի կամ ներդրում վկայող այլ արժեթղթերի օտարումից, այլ արժեթղթերի հետ փոխանակումից կամ նման այլ գործարքներից ստացված եկամտի չափով:

Համաձայն «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի պարտատոմսերի տեղաբաշխումն իրականացվում է բաժնետիրական ընկերության տնօրենների խորհրդի որոշմամբ՝ ի տարբերություն մի շարք երկրների, որոնցում նշված որոշումը պարտադիր կարգով պետք է կայացվի բաժնետերերի ընդհանուր ժողովի կողմից, որը բավական երկարաձգում է նշված գործընթացի իրականացումը, այսինքն Հայաստանի օրենսդրությունն ապահովում է պարտատոմսերի թողարկման պարզեցված տարբերակի կիրառումը:

Պետական պարտատոմսերի շուկայի առկայությունը, որը կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի վրա ազդում է, նախ, տոկոսադրույքների սահմանման, և երկրորդ, ներդրողների նախասիրությունների գնահատման տեսանկյունից: