

**ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐԻ՝ ՊԵՏԱԿԱՆ ՈՒ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ  
ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ԱՆՀՐԱԺԵՇՏՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱՎՈՐՈՒՄԸ  
ՀԱՄԱՇԽԱՐՀԱՅԻՆ ՖԻՆԱՆՍԱՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՃԳՆԱԺԱՄԻ ՀԱՄԱՏԵՔՍՏՈՒՄ**

**Արաքս ԱԲՐԱՀԱՄՅԱՆ**

ՀՊՏՀ միջ. տնտ. հար. ամբիոնի ասպիրանտ

Բանալի բառեր. ֆինանսական ճգնաժամ, «հոտային վարքագիծ», ֆինանսական կայունություն, պետական միջամտություն, ֆինանսական տրիլեմմա

Վերջին երկու տասնամյակներում ֆինանսական ճգնաժամերի տարածումը մեկնաբանվում է որպես համաշխարհային ֆինանսական շուկային երկրորդների տնտեսությունների ինտեգրման և ֆինանսական գլոբալացման արդյունք և պահանջում է շուկաների կարգավորման հիմնական սկզբունքների վերանայում: Ֆինանսական ճգնաժամերը նոր երևույթ չեն, բայց պատմականորեն դրանք դարձել են ավելի բարդ ու համընդգրկուն, ինչպես նաև բնորոշ են ոչ միայն զարգացող, այլ նաև զարգացած երկրներին: Դրա ամենավառ օրինակն է 2008թ գլոբալ ֆինանսական ցնցումը, որը հաջորդեց ԱՄՆ-ում հիփոթեքային ճգնաժամին և ցույց տվեց, որ ֆինանսական նորարարությունները ոչ միայն խթանում են ներդրումները և տնտեսական աճը, այլ նաև կարող են ամբողջ աշխարհի ֆինանսական համակարգը տանել դեպի փակուղի: Ապակարգավորված ֆինանսական շուկաների արդյունավետության նկատմամբ կույր հավատը և ֆինանսական ու դրամավարկային վերահսկողության բացակայությունը ստեղծեցին ոչ ռիսկային շահույթների պատրանք և շատ ոլորտներում ճանապարհ հարթեցին սպեկուլյատիվ գործարքների համար: Այս համակարգային ծախսողունը կարելի է վերացնել միայն խելամիտ բարեփոխումներով և պետական միջամտությամբ ճանապարհով: Հակառակ ավանդական կարծիքներին՝ կառավարությունները կարող են գնահատել գնային տատանումները այն շուկաներում, որոնք շարժվում են ֆինանսական սպեկուլյացիաներով և անհրաժեշտ պահի միջամտել, երբ ծագում են անհաշվեկշռություններ:

Համաձայն ֆինանսական ազատականացման տեսաբանության՝ ֆինանսական շուկաների ազատականացումը թույլ է տալիս խնայողություններ կատարողների և ներդրողների միջև առավել բազմատեսակ և մասնագիտացված միջնորդությունների կիրառում՝ հանձնել ֆինանսական ինստիտուտների, գործիքների և պրոդուկտների: Ինչպես տնտեսության մյուս ոլորտներում, այնպես էլ ֆինանսական շուկայում «անտեսանելի ձեռքից» ակնկալվում է արդյունավետորեն զուգորդել առաջարկը և պահանջարկը: Ֆինանսական ազատականացման վերջնական նպատակն է կառուցել առավել արդյունավետ գործող, կայուն և խորը ֆինանսական համակարգ,

նպաստել խնայողությունների աճին և այլընտրանքային ներդրումային տարբերակների միջև ռեսուրսների տեղաբաշխմանը՝ արդյունքում նպաստելով տնտեսական աճին<sup>1</sup>: Վերջին տարիների ընթացքում միջազգային պրակտիկայում ընդունված ֆինանսական շուկաների ազակատանացումը և ապակարգավորումը ենթադրում էր, որ շուկաները ռացիոնալ են, ինքնակարգավորվող ու ռեսուրսների տեղաբաշխման առումով՝ արդյունավետ: Տնտեսագետների մեծ մասը համակարծիք էին, որ թերզարգացած, ֆինանսական շուկաներով երկրները ֆինանսական ազատականացումից կարող են շահել պետական նվազագույն միջամտությամբ, և որ պետական միջամտության որոշ ձևեր ստեղծում են շուկայական աղավաղումներ, որոնք էլ կարող են առաջ բերել բարոյական ռիսկի դրսևորումներ և ճգնաժամեր<sup>2</sup>: Միջամտությունները կատարվում էին հազվադեպ՝ շտկելու շուկայի ձախողումները: Սակայն 2008-2012թթ համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի փորձը ցույց տվեց, որ կարգավորման անհրաժեշտություն իրոք կար: Ֆինանսական շուկաները, ըստ էության լինելով ֆյուչերսային շուկաներ, բնորոշվում են ռիսկով և անորոշությամբ, ինչը նաև արտացոլվում է այնտեղ գնվող և վաճառվող ակտիվներում: Ֆինանսական գործարքները իրենց բնույթով ներառում են նախապես որոշված ժամանակահատված հետո ապագա վճարումներ կատարելու պարտականություն՝ ֆիքսված արժեքով և պայմաններով: Ինչքան տնտեսությունը զարգանում է, այնքան մեծանում է ֆինանսական գործարքների դերը, և այնքան որոշ կոնտրագենտներ հակված են լինում հետաձգելու կամ խուսափելու ֆինանսական պարտականություններից: Որպեսզի ֆինանսական պրոդուկտներից և ծառայություններից օգտվողները իրենց միջժամանակային ընտրությունը կատարելիս վստահեն ֆինանսական շուկաներին, նրանք պետք է պաշտպանված լինեն գների բարձրացումներից և դրանք առաջարկողների օպորտունիստական վարքագծից: Ֆինանսական ոլորտի կայունության շուրջ մտահոգության տեղիք են տալիս նաև արտաքին էֆեկտերը: Ֆինանսական շուկաները և ինստիտուտները ավելի փոխկապված, քան տնտեսության մյուս ոլորտները և բնորոշվում են «հոտային վարքագծով»: Հոտային բնագղը մի ներդրողի՝ մյուսի վարքագիծը նմանակելու հետևանք է: Արդյունքում մի ինստիտուտի սնկացումը կարող է հեշտությամբ փոխանցվել մյուսին և դրանով վտանգի տակ դնել ամբողջ ֆինանսական համակարգը: Ֆինանսական շուկաների ազատականացման ֆոնի վրա 1990-1996թթ դեպի ԱՄԵԱՆ-ի երկրներ էր ուղղվել արտասահմանյան սպեկուլյատիվ կապիտալը՝ արժեթղթերում ներդրումների ձևով: Սակայն պարտապանների անվճարունակության սպառնալիքը բերեց արժույթի

<sup>1</sup> Roman Rancier, Aaron Tornell, Financial Liberalization, Allocative Efficiency and Growth, November 2014, p 1.

<sup>2</sup> Schmukler S., Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries, 2008, էջ 54

փոխարժեքի անկմանը, իսկ հետո նաև արժուրթային ճգնաժամի: Արտասահմանի ներդրողները, որոնք ժամանակ ու հնարավորություն չունեին ուսումնասիրելու առանձին վերցրած երկրները, միաժամանակ դուրս էին բերում իրենց ներդրումները ամբողջ տարածաշրջանից<sup>3</sup>: Սկսվեց «տաք փողերի» հանկարծակի ու զանգվածային արտահոսքը Արևելյան Ասիայից, որից առավելապես տուժեցին հինգ երկրներ՝ նոր ձևավորվող ֆինանսական շուկաներով՝ Ինդոնեզիան, Թայլանդը, Հվ. Կորեան, Մալազիան և Ֆիլիպինները<sup>4</sup>: Դա էլ իր հերթին անմիջապես ազդեց աշխարհի բոլոր ֆոնդային շուկաների վրա. տեղի ունեցավ արժեթղթերի բորսայական փոխարժեքի անկում: Ասիական ֆինանսական ճգնաժամը վերածվեց գլոբալ ֆինանսական քաոսի:

Անորոշության պայմաններում ֆինանսական շուկաների լիկվիդայնությունը ևս կարող է դառնալ բացասական էքստերնալների աղբյուր, քանի որ մեծանում է փողի նկատմամբ պահանջարկը, ինչն է բերում է ակտիվների գների նվազմանը, ֆինանսական ինստիտուտների անկայունությանը և հնարավոր վարկային ճգնաժամի: Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների կարգավորման անհրաժեշտության մյուս արդարացումներից մեկն էլ տեղեկատվության ասիմետրիկությունն է: Շուկայի մասնակիցները, ունենալով սահմանափակ և ոչ հավասարաչափ բաշխված տեղեկատվություն, դժվարանում են կռահելու գնային փոփոխությունները: Երբ շուկայում հայտնվում է նոր տեղեկատվություն, շուկայական գները անմիջապես և կոլեկտիվ կերպով արձագանքում են այդ փոփոխությանը: Ֆինանսական շուկաներում ցածր տրանսակցիոն ծախսերը, գումարվելով անորոշության և տեղեկատվության ասիմետրիկության հետ, բացատրում են ֆինանսական շուկաների տատանողական ու անորոշ բնույթը: Ասիմետրիկ տեղեկատվության պատճառով ֆինանսական շուկայում «բարոյական վտանգի» դրսևորումները և ռիսկերը կարելի է չեզոքացնել՝ պահանջելով շուկայի մասնակիցներից ներկայացնել ճշգրիտ և բաց տեղեկատվություն:

Հաջորդ արդարացումը պայմանավորված է համակարգային ռիսկերով: Ժամանակակից տնտեսություն մեջ ֆինանսների անփոխարինելի դերը, ինչպես նաև համակարգային անկայունության հանգեցնող ֆինանսական ծախողման ռիսկը կարող է երկրի տնտեսության համար խիստ ծախսատար լինել: Արդյունքում մի ֆինանսական շուկայում կամ ինստիտուտում տեղի ունեցող իրադարձությունները ազդեցություն են թողնում ողջ ֆինանսական համակարգի և տնտեսության վրա: Այդ իսկ պատճառով ֆինանսական շուկաների գործունեությանը որոշակի պետական միջամտություն այնուամեն

<sup>3</sup> IMF Working Paper, Financial Markets Contagion in the Asian Crisis, November 1998, p 9

<sup>4</sup> Taimur Baig, Lian Goldfajn, Financial Market Contagion in the Asian Crises, IMF Staff Papers, June 1999, Vol 46, Issue 2, pp 167-168

նայնիվ պահանջվում է՝ չեզոքացնելու ֆինանսական շուկաներում ծագող ռիսկերը և կանխելու տնտեսության մյուս ոլորտներ կամ այլ երկրներ այդ ռիսկերի տարածումը: Հատկապես 2008-2012թթ համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամից հետո ֆինանսական հատվածի կայունության ապահովումը դարձել է գերխնդիր: Ֆինանսական շուկաները կարգավորելիս կառավարությունները առաջնորդվում են երեք նպատակներով: Առաջինը՝ երկրում ապահովել ֆինանսական կայունություն, երկրորդը՝ հասնել ֆինանսական ինտեգրման բարձր մակարդակի, ապահովել կապիտալի ավելի լավ տեղաբաշխում և ռիսկերի դիվերսիֆիկացում և երրորդը՝ ազգային կարգավորիչ համակարգի անկախություն<sup>5</sup>: Ֆինանսական կայունությունը սահմանվում է որպես ֆինանսական հատվածի ունակություն՝ պարզեցնելու տնտեսական գործընթացները, կառավարելու ռիսկը և կլանելու ցնցումները: Ֆինանսական շուկաների ծախողումները և անկայունությունը, որը կարող է բերել համակարգային ճգնաժամի, ազդում է ոչ միայն առանձին խնայողների ու ներդրողների վրա, այլ նաև ամբողջ տնտեսության առողջության վրա: Այդ իսկ պատճառով ֆինանսական շուկաներին պետական միջամտությունը ոչ միայն դառնում է առանձին խնայողներին ու ներդրողներին պաշտպանող միկրոտնտեսական գործառույթ, այլ նաև մակրոտնտեսական խնդիր: Պետությունը սկսում է մտահոգվել ֆինանսական համակարգի առողջությամբ, երբ բանկային համակարգից ու ֆինանսական շուկաներից դեպի տնտեսության մյուս ոլորտներ են տարածվում բացասական էքստերնալները:

Յուրաքանչյուր երկրի համար ցանկալի է ունենալ նաև ֆինանսական շուկաների կարգավորման քաղաքականության անկախություն, քանի որ դա թույլ է տալիս իր երկրի ներքին պահանջներին համապատասխան կարգավորել ֆինանսական շուկաները: Ինչ վերաբերում է ֆինանսական ինտեգրմանը, ապա այն, անշուշտ, դրական երևույթ է, սակայն հատկապես զարգացող երկրների պարագայում դրա խորացումը ձեռնտու է միայն այն դեպքում, երբ համաշխարհային տնտեսության մեջ առկա համակարգային ռիսկերը զլոբալ ջանքերի շնորհիվ չեզոքացվում են: Ֆինանսական ինտեգրման ուղին բռնած երկրների կառավարությունները պետք է խրախուսեն նոր ֆինանսական գործիքների և նորարարությունների ներդրումը, սակայն նրանք պարտավոր են նաև ստեղծել ինստիտուցիոնալ պայմաններ այդ նորարարությունների համար, քանի որ շուկան ոչ միայն ռացիոնալ չէ, այլ նաև անհատների ռացիոնալությունը չի երաշխավորում խմբերի ռացիոնալությունը: Մյուս խնդիրն այն է, որ այս երեք նպատակները հնարավոր չէ համատեղել: Քանի որ երկրում ֆինանսական և առհասարակ կայունության ապա-

<sup>5</sup> Jean-Baptiste Gosse, Dominique Plihon, The Future of Financial Markets and Regulation: What Strategy for Europe?, pp 7-10.

հովուճը կառավարության և ԿԲ-ի համար առաջնահերթություն է, այդ իսկ պատճառով պետք է ընտրություն կատարել կամ ֆինանսական ինտեգրման մակարդակը նվազեցնելու, կամ ինքնուրույն ֆինանսական կարգավորումից հրաժարվելու և միջազգային կարգավորման ընդհանուր կանոններով առաջնորդվելու միջև: Կապիտալի բաց շուկաների և կապիտալի վերազգային հոսքերի պայմաններում անհնար է առանձին վերցրած երկրի համար միայնակ իրականացնել ֆինանսական շուկաների արդյունավետ կարգավորում: Բացի այդ, առանձին երկրի կողմից խիստ վերահսկողական քաղաքականությունը կբերի երկրից կապիտալի արտահոսքին դեպի այն շուկաներ, որտեղ այդ վերահսկողությունը ցածր է:

Միջազգային մակարդակով ֆինանսական կարգավորման տրիլեմման ներկայացված է գծապատկերի տեսքով (գծապատկեր 1):



**Գծապատկեր 1.** Ֆինանսական նպատակների անհամատեղելիությունը

Հաշվի առնելով վերոնշյալը, ինչպես նաև հետագայում նմանատիպ ֆինանսական ճգնաժամերից խուսափելու և համաշխարհային մակարդակով ռիսկերը չեզոքացնելու նպատակով մեր կողմից առաջարկվում է համաշխարհային մակարդակով կարգավորման ու վերահսկողության մեխանիզմների ներդրում, որոնցում գլխավոր դերակատարներ հանդես կգան G8-ի կառավարությունները և Արժույթի միջազգային հիմնադրամը: Բացի այդ գլոբալ կարգավորման ոլորտում երկրների միջև համագործակցությունը և օֆշորային ֆինանսական կենտրոնների ստեղծման ու ֆինանսական հատվածում ստվերային գործարքների կանխումը կհանդիսանան ֆինանսական շուկաների կայունացման ու ռիսկերի չեզոքացման նախապայմաններ: Եթե

Արժույթի Միջազգային Հիմնադրամին չհաջողվի իրականացնել իրեն վերապահված դերը, ապա ցանկալի կլինի ստեղծել ֆինանսական անկախ այնպիսի մարմին, ինչպիսին Եվրոպայում «Ֆայնանս Ուոտչ»-ն<sup>6</sup> է, որը կստանձնի ֆինանսական ինստիտուտների վերահսկողությունը, կապահովի անդամ երկրներում արդյունավետ գործող բանկային համակարգի առկայություն և ֆինանսական շուկաների զարգացում, որոնք կխրախուսեն իրական տնտեսության համար արդյունավետ ներդրումները և կբացառեն ֆինանսական սպեկուլյացիաները՝ ֆինանսները ծառայեցնելով տնտեսական աճին ու զարգացմանը:

Պետք է նշել նաև, որ շուկայական համակագին պետական միջամտությունը միշտ չէ, որ ապահովում է ավելի լավ կոորդինացում և հետևաբար պետք չէ շուկայական մեխանիզմները ամբողջովին փոխարինել պետական կառավարմամբ: Ֆինանսական ոլորտում պետական քաղաքականությունը պետք է առաջին հերթին հիմքեր ստեղծի շուկայի բավարար գործունեության համար, ապա նոր կանխի և սահամանափակի դրանում առկա որոշ բացասական երևույթներ: Ֆինանսական կարգավորումների գործընթացում կարևոր է հաշվի առնել նաև ֆինանսական ոլորտի բազմազանությունը՝ ֆինանսական կայունության ապահովման տեսանկյունից: Պետք է գտնել մրցակցության և ֆինանսական շուկաների միատարրության ու ստանդարտացման միջև ոսկե միջինը:

#### Օգտագործված գրականություն

1. Shih-Jui Yang, Empirical Investigation of Herding Behavior in East Asian Stock Markets Toward the US Markets, National Sun Yat-sen University, The International Journal of Business and Finance Research, 2015, Vol 9, Number 1
2. IMF Working Paper, Financial Markets Contagion in the Asian Crisis, November 1998
3. Schmukler S., Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries, 2008,
4. Roman Rancier, Aaron Tornell, Financial Liberalization, Allocative Efficiency and Growth, November 2014
5. Levine, R. (2001). 'International Financial Liberalization and Economic Growth'. Review of International Economics, 9/4
6. Taimur Baig, Lian Goldfajn, Financial Market Contagion in the Asian Crises, IMF Staff Papers, June 1999, Vol 46, Issue 2
7. Jean-Baptiste Gosse, Dominique Plihon, The Future of Financial Markets and Regulation: What Strategy for Europe?
8. [www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org)

---

<sup>6</sup> [www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org)

**Արաքս ԱԲՐԱՀԱՄՅԱՆ**

**Ֆինանսական շուկաների՝ պետական ու միջազգային կարգավորման անհրաժեշտության հիմնավորումը համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի համատեքստում**

*Բանայի բառեր. ֆինանսական ճգնաժամ, «հոտային վարքագիծ», ֆինանսական կայունություն, պետական միջամտություն, ֆինանսական տրիլեմա*

Վերջին համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը ցույց տվեց, որ ֆինանսական շուկաների ազատականացումն ու ապակարգավորումը, ինչպես նաև դրամավարկային ու ֆինանսական վերահսկողության բացակայությունը հղի է անցանակալի հետևանքներով և կարող է ամբողջ աշխարհի ֆինանսական համակարգը տանել դեպի փակուղի: Այդ իսկ պատճառով ֆինանսական շուկաների գործունեությանը որոշակի պետական միջամտություն այնուամենայնիվ պահանջվում է՝ չեզոքացնելու ֆինանսական շուկաներում ծագող ռիսկերը և կանխելու տնտեսության մյուս ոլորտներ կամ այլ երկրներ այդ ռիսկերի տարածումը:

**Araks ABRAHAMYAN**

**The Importance of financial markets regulation, both on the state and international levels, in the context of the global economic and financial crisis**

*Key words: financial crisis, "herding behavior", financial stability, government intervention, financial trilemma*

The recent global financial-economic crisis has shown that the liberalization and deregulation of financial markets as well as the lack of monetary and financial controls is fraught with tragic consequences and can lead the financial system around the world to a deadlock. Therefore, some state intervention in financial markets is still required to minimize the risks and to prevent the spread of those risks to other sectors of the economy or other countries.

**Аракс АБРААМЯН**

**Обоснование необходимости государственного и международного регулирования финансовых рынков в условиях глобального финансово-экономического кризиса**

*Ключевые слова: финансовый кризис, поведение, финансовая стабильность, вмешательство правительства в экономику, финансовая трилемма*

Недавний глобальный финансово-экономический кризис показал, что либерализация и дерегулирование финансовых рынков, а также отсутствие денежно-кредитного и финансового контроля может иметь трагические последствия, а так же вся мировая финансовая система может оказаться в тупике. Поэтому в финансовых рынках по-прежнему требуется определенное государственное вмешательство, для того чтобы нейтрализовать риски, возникающие в финансовых рынках, и предотвратить распространения этих рисков в другие секторы экономики или в другие страны.