

ՆԵՐԿՐՈՒՄԱՅԻՆ ՈՒՂԵՆԻՇԻ ԳԻՐԸ
ՆԵՐԿՐՈՒՄԱՅԻՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԱՐԳՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ
ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ԸՆԹԱՑՔՈՒՄ

Գ. Ա. ՂԱՐԻՅԱՆ, Գ. Ա. ԳԵՎՈՐԳՅԱՆ

Յուրաքանչյուր գործունեության գնահատման ընթացքում ստացված արդյունքները կապված են շափման միջոցների և շափանիշների հետ: Ներդրումային գործունեությունը ևս գնահատվում է որոշակի գործիքների միջոցով, որոնցից վերջին տասնամյակի ընթացքում առավել տարածում է գտել ներդրումային ուղենիշի կիրառումը:

Որպես կանոն ներդրումային ուղենիշը ապահովում է ներդրումային գործունեության գնահատման երեք հիմնական ֆունկցիայի իրականացում՝ ներդրողի ռիսկային նախընտրությունների նկարագրում, ներդրումային թրոշում ընդունելու ընթացքում օժանդակություն և ծրագրավորված աշխատանքների կատարողականի ստուգում:

Ներդրողները հետապնդում են բազմաբնույթ նպատակներ, որոնց իրականացման համար կիրառում են տարբեր միջոցներ: Այս պայմաններում միանշանակ ընտրության հնարավորությունը բացառվում է: Ներդրումային ուղենիշը կարող է ծառայել որպես տարբեր ներդրումային նպատակներ օպերատիվ իրականացնող գործիք: Ելնելով այլ տեսանկյունից՝ ներդրողները ունեն «բաց դիրք», որը նրանց ենթարկում է տարաբնույթ ռիսկերի: Ներդրողն ստիպված է ձևավորել իր մոտեցումները սպասվող ռիսկերի նկատմամբ և նրանց միջև հարաբերակցությունը: Մինչ այժմ կիրառվող գործիքներից առավել արդյունավետն է ներդրումային ուղեցույցի միջոցով կատարվող վերլուծությունը:

Ներդրումային ուղեցույցի բաղկացուցիչ մասերից է ուղենշային պայուսակը (benchmark portfolio), որն իրենից ներկայացնում է օգտագործվող ներդրումային գործիքների բաղադրությունը, ժամկետայնությունը և եկամտատարբերությունը սահմանող մի պայմանական ամբողջություն:

Մասնավորապես, եթե պայուսակի կառավարիչի և միջոցների սեփականատիրոջ դերում հանդես են գալիս տարբեր անձինք, ապա պայուսակի կառավարիչի գործունեության մեջ հնարավորին շափ առաջնային պետք է լինի սեփականատիրոջ դիրքորոշումը տարբեր ռիսկերի նկատմամբ, ինչը պետք է արտահայտված լինի ճշգրիտ թվային ձևով: Պայուսակի կազմավորման գործընթացում ուղենշային մոտեցումը կարող է նպաստել պայուսակի կառավարիչի և միջոցներ տրամադրողի միջև հստակ կապի ապահովմանը: Միջոցներ տրամադրողը ռիսկի վերահսկողության և դիվերսիֆիկացիայի թրոշակի մակարդակի ապահովման նպատակով կարող է որոշել պայուսակի գլխավոր բնութագրերի (ժամկետայնության, յուրաքանչյուր արժույթի և շուկայի հատվածների մասնաբաժինների և այլն) վերին և ստորին սահմանները: Զեզոք ուղենշային պայուսակը պարզեցնում է պայուսակի կառավարչի

որոշումներ ընդունելու գործընթացը, ուստի ռիսկի գնահատումը պատահական բնույթ չի կրում: Ուղենշային պայուսակի և հիմնական ցուցանիշների համակցման դեպքում պայուսակի կառավարչին դնում է գործունեության որոշակի շրջանակների մեջ և ստիպում գործել համապատասխան ծրագրով:

Ուղենշային պայուսակի միջոցով ներդրումային գործընթացի կարգավորումը հիմնականում բաղկացած է երկու փուլից, որոնցից առաջինի (Exante) ընթացքում պայուսակի կառավարիչը պասիվ կամ շեղոք ներդրումային տարբերակների միջև կատարում է ընտրություն, իսկ երկրորդի (Expost) ընթացքում կատարվում է պայուսակի կառավարչի աշխատանքի գնահատումը:

Ուղենշային պայուսակը կարող է օգտագործվել ներդրումային գործունեության թե՛ ակտիվ, թե՛ պասիվ ռազմավարությունների դեպքում: Առաջինի դեպքում այն ակտիվ կառավարման հաջողությունը գնահատելու շափանիչ է, մինչդեռ պասիվ ռազմավարության դեպքում պայուսակի կառավարիչը փորձում է իր ցուցանիշները համապատասխանեցնել ուղենշային պայուսակի ցուցանիշներին՝ դրանք գերազանցելու փոխարեն:

ՈՒՂԵՆՇԱՅԻՆ ՊԱՅՈՒՍԱԿԻ ԸՆՏՐՈՒԹՅՈՒՆԸ ՊԱՅՄԱՆԱՎՈՐՈՂ ԳՈՐԾՈՆԵՐ

Ինչպես ցանկացած տնտեսական որոշում, այնպես էլ ուղենշային պայուսակի ընտրությունը հիմնված է նախ և առաջ տնտեսական գործակալի (ներդրողի) սեփական նախընտրությունների և երկրորդ՝ առկա իրական հնարավորությունների վրա:

Ներդրողի նախընտրություններն արտահայտվում են մի շարք նպատակների և սահմանափակումներով միջոցով, որոնք ստանում են ճշգրիտ թվային ձև: Եթե այս նպատակները և սահմանափակումները շեն ամփոփվում ուղենշային պայուսակում, ապա նրանք մնում են ընդհանուր և վերացական մակարդակի վրա: Նախընտրությունները երկարաժամկետ ծրագրերի միջև պետք է ծանրակշիռ կերպով քննարկվեն, որից հետո միայն օբյեկտիվ կարգով հաստատվում է օպտիմալ ուղենշային պայուսակը:

Նախընտրություններից ամենահիմնականը, որոնց կարևորությունը տատանվում է տարբեր կարգի ներդրողների մոտ, հետևյալ երեքն են՝ հիմնական գումարի ապահովություն, իրացվելիություն, վերադարձելիություն:

Հիմնական գումարի ապահովությանը սպառնում են մի շարք վտանգներ. փոխառուի կողմից իր պարտավորությունների չկատարումը, փոխարժեքի և տոկոսագրության տատանումների արդյունքում կապիտալի կորուստը: Որպես կանոն, ներդրողները հակված չեն ռիսկային քայլերի դիմելու, այդ թվում նաև պետական երկարաժամկետ պարտատուսեր ձեռք բերելու, քանի որ դրանց գները ենթարկվում են խիստ տատանումների: Ունենալով երկարաժամկետ ներդրումային տեսադաշտ՝ ներդրողն սկզբնական շրջանում պարտատու է վնասներ կրել՝ կանխատեսելով, որ մոտ ապագայում պարտատուսերը կմարվեն, առնվազն անվանական արժեքով, չնայած հնարավոր է իրադարձությունների ավելի լավ ընթացք, որը բավականին խոստումնալից կլինի ներդրումային ծրագիրն իրականացնելու համար:

Փոխարժեքի տատանումների ռիսկին ներդրողը պետք է ինչ-որ շափով համակերպվի, քանի որ հնարավոր չէ այն լիովին վերացնել, չնայած կարելի

է նվազեցնել դիվերսիֆիկացիայի (ռեսուրսների տեղաբաշխում տարաբնույթ գործիքների մեջ) միջոցով²:

Ինտերվենցիոն նպատակների և պարտքի մարման վճարումները կատարելու համար անհրաժեշտ է ներդրված միջոցների իրացվելիությունը:

Բարձր իրացվելիությունը ունի նվազեցնող ազդեցություն գործարքների արժեքի վրա, ինչը ակտիվ կառավարումը ավելի գրավիչ է դարձնում կենտրոնական բանկերի, քան սովորական ներդրողների համար, որոնց բնորոշ է պակաս իրացվելի, բայց բարձր եկամտաբեր ակտիվների ներդրումը: Այնուամենայնիվ, եթե ներդրումային նպատակը դիտարկվի օպտիմիզացիայի շրջանակներում, կենտրոնական բանկը իրացվելիության և ապահովության խիստ սահմանափակումների դեպքում կարող է բարձրացնել եկամտաբերության ցուցանիշները: Ավաղ, դժվար է միանշանակ գնահատել իրացվելիությունը և ապահովությունը:

Ներդրողի առջև առկա հնարավորությունները կախված են համապատասխան գործիքների առկայությունից և դրանց հարաբերական շուկայական գրաներից: Գործնականում ինդեքսների սահմանափակ առաջարկը կարող է անդրադառնալ ուղենշային պայուսակի ընտրության վրա, եթե վերջինս օգտագործվում է մոնիտորինգի համար:

Ներդրողները պետք է ունենան նույնատիպ ռիսկային ակտիվների պայուսակ, որը կկառավարվի յուրաքանչյուրի անհատական ռիսկային գործարքների հանդեպ տրամադրվածության համաձայն: Թեև CAPM-ի (Capital Asset Pricing Model) ոչ հստակ կազմավորված պայուսակի վերաբերյալ ցանկացած ենթադրություն անիրական է, այնուամենայնիվ կիրառելի է թե տեղական, թե միջազգային շուկաներում³: Այդպիսի մոտեցումը տեղափոխվում է պայուսակային արդյունաբերության վրա: Շատ ներդրողներ ուղենշային պայուսակը կազմելիս օգտագործում են որոշակի շուկայական ցուցանիշներ (ինդեքսներ), քանի որ դա պայուսակը պաշտպանելու հեշտագույն միջոցն է, որը հնարավորություն է տալիս առավելագույնս բարձրացնել դիվերսիֆիկացիայի շահույթները: Իրականում ներդրողների մեծ մասը գործում է ֆոնդային և պարտատոմսերի շուկաներում՝ օգտագործելով այդ շուկաները ներկայացնող ցուցանիշները: Շուկայական ցուցանիշները հարմարեցվում են ներդրողի՝ ռիսկն ընդունելու պատրաստակամության հետ:

Ստորև հակիրճ ներկայացնում ենք ընտրությունը կատարելու հիմնական դրույթները: Ուղենշային պայուսակը իրենից ներկայացնում է մի գործիք, որով հնարավոր է կարգավորել ներդրողի նախընտրությունները՝ համապատասխանեցնելով անհատական ռիսկի դիմելու պտրաստվածությանը: Այն արտացոլում է ռիսկի աստիճանը, որը ներդրողը պատրաստ է ընդունել հետագայում որոշակի մակարդակի եկամուտ ստանալու սպասելիքներով: Վերահիշյալ գործիքը չպետք է կողմնորոշվի շուկայում տիրող կարճաժամկետ և միջնաժամկետ ուղղություններով: Երկարաժամկետ ուղենշային պայուսակը պետք է կառուցվի առանց շուկայական ուղղությունների վրա հիմնված հակվածությունների, ուստի ակտիվ կառավարողը կարող է շեղվել ուղենշային պայուսակից համաձայն իր կանխատեսումների:

Ընտրված ուղենշային պայուսակը պարբերաբար վերանայվում է և անհրաժեշտության դեպքում ենթարկվում է կառուցվածքային փոփոխությունների: Պայուսակի վերանայման որոշումը պետք է հիմնվի նույն գործոնների վրա, որոնցով ղեկավարվում են յուրաքանչյուր որոշում ընդունելիս, այսին-

² Տե՛ս Уилям Ф. Шарп и другие, Инвестиции, Москва, 1998:

³ Տե՛ս Management Science, Volume 35, Number 4, April, 1989:

քր՝ անհատական նախընտրությունների և առկա հնարավորությունների վրա: Ներդրողական ռիսկի աստիճանի փոփոխման դեպքում համապատասխանաբան փոփոխման է ենթարկվում և ուղենշային պայուսակը: Այդ որոշումը պետք է հիմնվի ոչ թե կարճաժամկետ և միջնաժամկետ, այլ երկարաժամկետ հեռանկարային կանխատեսումների վրա: Եթե շուկաները հիմնովին փոփոխվում են, ապա այդ փոփոխությունները անդրադառնում են ուղենշային պայուսակի կառուցվածքի վրա: Ուղենշային պայուսակի վերանայման գործընթացը սկսվում է մի շարք գործոնների առկայության դեպքում, այդ թվում՝ նախատեսված մակարդակից վարկունակության շեղման, շուկայի որոշ հատվածների իրացվելիության նվազեցման, ներդրված միջոցներից սպասվող եկամուտների բացակայության դեպքում:

Կենտրոնական բանկը իր ուղենշային պայուսակը կազմելիս այն համապատասխանեցնում է շուկայական որոշ ցուցանիշների, և ուշադրությունն ուղղվում է համապատասխանեցման, այլ ոչ թե «շուկայական ցուցանիշներին» վրա: Այս հանգամանքի պատճառը այն է, որ կենտրոնական բանկի «օգտակարության ֆունկցիան» և միջին շուկայական ներդրողի «օգտակարության ֆունկցիան» բավականին տարբերվում են միմյանցից:

Փորձինք ձևակերպել կենտրոնական բանկի «օգտակարության, ֆունկցիան» և դրան համապատասխան կառուցել օպտիմալ ուղենշային պայուսակը: Ուսումնասիրության ընթացքում կիրառվում է օպտիմիզացիայի միջին տատանման մեթոդը պատմական տվյալների օգտագործման պայմաններում, սակայն այս դեպքում հնարավոր չէ սահմանել որոշ հիմնական նպատակներ և որոշել օգտակարության ֆունկցիան: Ուստի այդ մեթոդը գործնականում կիրառելի չէ: Գործնականում փորձեր են արվում բազմաբնույթ նպատակները դարձնել չափելի՝ գտնելով յուրաքանչյուր ռիսկի մակարդակը, որն ընդունելի է տվյալ բանկի կառավարումն իրականացնելու համար:

Ուղենշային պայուսակի կառուցվածքը պետք է ընտրվի՝ հիմք ընդունելով top-down (վերևից ներքև) մոտեցումը: Կառավարման գործընթացին բերնորոշ է կառավարողի դիրքորոշման ձևավորումը թերությունների, իրացվելիության, չվճարումների, փոխարժեքի ու տոկոսադրույթի ռիսկերի նկատմամբ: Օպտիմալ ուղենշային պայուսակը ապահովելու համար անհրաժեշտ է ղեկավարվել հետևյալ որոշումներով⁴.

1. լայն առումով կիրառելի ակտիվների և հիմնական վարկավորման դրույթների հարաբերակցությամբ, որը կազմում է բանկային ռիսկի խոշորագույն մասը,
2. իրացվելիությամբ, ինչը ենթադրում է ակտիվների արագ իրացվելիություն «խելամիտ գնով»՝ չխախտելով շուկայի միտումները,
3. արտարժության միջոցների շեղոք տեղաբաշխմամբ,
4. ուղենշային պայուսակի տնտեսությամբ (յուրաքանչյուր շուկայի համար առանձին):

Մնացած որոշումները, օրինակ՝ շուկայի ոլորտի ընտրությունը, կայացվում են դիվերսիֆիկացիայի շահույթները առավելագույնին հասցնելու նրպատակով՝ հաշվի առնելով երկարաժամկետ խնդիրները: Օպտիմալ դիվերսիֆիկացիան պահանջում է, որ ուղենշային պայուսակը պարունակի տարբեր թույլատրելի ժամկետներ ունեցող միջոցներ: Ուղենշային պայուսակում առանձին ակտիվների թվի աճը ապահովում է նրան բնորոշ ցուցանիշների վայունությունը: Հարկ է նշել, որ պայուսակի անխափան կառավարումը են-

⁴ S. Julian Walmsley, International Money and Foreign Exchange Markets, Wiley, New York, 1996.

թաղրում է, որ ուղենշային պայուսակում ներգրավված միջոցների քանակը ենթարկվում է որոշակի սահմանափակման:

Մինչև օրս քննարկումների առարկա է այն հարցը, թե պե՞տք է արդյո՞ք ուղենշային պայուսակը պարունակի ֆյուչերսներ, օպցիոններ և նման սինթետիկ գործիքներ, ինչպիսիք են արժույթով ապահովագրված պարտատոմսերը (currency hedged bonds)⁵: Այդ քայլի օգտին է խոսում դիվերսիֆիկացիայի բարձրացման փաստը: Ի լրումն, օպցիոնը կարող է օգտագործվել որպես շահույթի բաշխում իրականացնող գործիք ըստ ներդրողների նախընտրությունների:

Բոլորովին պարտադիր չէ, որ ուղենշային պայուսակը իրենից ներկայացնի փաստացի միջոցների զամբյուղ: Տարբեր կարգի ռիսկերի թույլատրելի մակարդակը նույնպես կարող է արտահայտվել զգայունության գործոնի տեսքով: Սակայն, կառավարման այս մեթոդը պահանջում է ճշգրիտ հաշվարկ և էմպիրիկ գնահատում: Գործնականում վերոհիշյալ մեթոդով որոշում կայացնելը մեծ տարածում չի ստացել՝ շուկայական պրեմիաների և անհատական պարտատոմսերի զգայունակ գործոնների անկայունության պատճառով:

Յուրաքանչյուր ներդրող կարող է ունենալ մի քանի ուղենշային պայուսակ և առանձին որոշումներ կայացնել դրանց գծով:

Որոշում կայացնելու տարբեր մակարդակների համար կարող են կազմվել տարբեր ուղենշային պայուսակներ, օրինակ՝ երկարաժամկետ ուղենշային պայուսակը տնտեսագետների և ներդրումային հանձնաժողովի կողմից հաստատված ղեկավարների, իսկ ենթաուղենշային պայուսակը՝ պայուսակի կառավարչի համար: Վերջինս կարող է իր գործողություններում փոքր-ինչ շեղվել երկարաժամկետ ուղենշային պայուսակից: Այս ենթաուղենշային պայուսակը կազմվում է 3—6 ամիս ժամկետով:

Գոյություն ունեն երկարաժամկետ ներդրումային և կարճաժամկետ իրացվելի պայուսակներ, որոնք ենթարկվում են առանձին կառավարման:

Տարբեր ուղենշային պայուսակների առկայության դեպքում դրանցից մեկը կարելի է ընտրել որպես հիմնական կողմնորոշիչ ներդրողի համար (Համաշխարհային բանկի մոտեցումը)⁶:

Ընդհանուր առմամբ ներդրումային ուղեցույցի և ուղենշային պայուսակի կիրառումը թույլ է տալիս ճշգրիտ թվային տեսքով ստանալ ցանկալի ռիսկայնության և եկամտաբերության մակարդակը յուրաքանչյուր ներդրողի համար և իրականացնել ներդրումային գործունեության արդյունավետության վերահսկողություն:

Չնայած որոշակի վերապահումներին, այս մոտեցումն իր կիրառելիության, աշխատատարության և արդյունավետության տեսակետից դեռ չունի մրցակից, ինչը թույլ է տալիս եզրակացնել, որ մոտակա 10 տարվա ընթացքում ներդրումային գործունեության ոլորտում այն կլինի աշխատանքների արդյունավետության բարձրացման լավագույն գործիքը:

Հայաստանի Հանրապետության առևտրային բանկերը մինչ այժմ կիրառում են այսպես կոչված «աշքաչափի» մոտեցումը՝ առանց գիտականորեն մշակված չափանիշների: Ուղենշային պայուսակի և ներդրումային ուղեցույցի օգտագործումը թույլ կտա բանկերին սահմանել ռիսկայնության թույլատրելի

⁵ S&W Страхование валютных рисков, банковских и экспортных коммерческих рисков, М., 1994:

⁶ S&W Joan H. Phillis, Benchmarking for Central Bankers, World Bank Publications, Washington, 1995:

մակարդուկը, և ներդրողները հնարավորություն կունենան վերահսկել միջոցների կառավարումը, ինչը բանկերի ներդրումային գործունեությունը կդարձնի վեահսկելի և թափանցիկ: Բացի այդ, ներդրումային ընկերությունների զարգացումը ևս կպահանջի ներդրողի համար մատչելի և արդյունավետ գործիք, որը կարտացոլի ռիսկ/ենկամուտ ընդունելի հարաբերակցությունը:

Г. А. ГАРИБЯН, Г. А. ГЕВОРГЯН—Роль инвестиционного эталона в процессе инвестиционной деятельности.—В статье рассматриваются некоторые аспекты инвестиционной деятельности. В последнее время вопрос контроля за эффективностью финансовых инвестиций стал особенно важен в связи с ростом числа инструментов финансового рынка и его нестабильности. Инвестиционный эталон—один из методов контроля финансовых инвестиций, который позволяет определить желаемую конфигурацию инвестиционного портфеля и проводить сравнительный анализ желаемой и реальной конфигураций портфеля.