

Հրատարակվում է **ԱՅԼԸՆՏՐԱՆՔ** Հետազոտական Կենտրոնի
գիտական խորհրդի որոշմամբ:
ՀՀ ԿԳՆ ՀՀ ԲՈԿ-ի կողմից ընդունելի է ատենախոսությունների հիմնական
արդյունքների և դրույթների հրատարակման համար:

ԱՅԼԸՆՏՐԱՆՔ

եռամսյա գիտական հանդես
տնտեսագիտություն, գործարարություն, կառավարում

Հունվար – Մարտ, 2021թ.

Խմբագրական խորհուրդ

ԹԱԹՈՒԼ ՄԱՆԱՍԵՐՅԱՆ

դոկտոր, պրոֆեսոր

Խորհրդի նախագահ և

գլխավոր խմբագիր, ՀԱՅԱՍՏԱՆ

ԳՐԻՇԱ ՂԱՐԻՔՅԱՆ

դոկտոր, պրոֆեսոր

ՀՀ ԳԱԱ թղթակից անդամ, ՀԱՅԱՍՏԱՆ

ՎԱՐԴԱՆ ԲՈՍՏԱՆՋՅԱՆ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ՀԱՅԱՍՏԱՆ

ՖՐԱՆՍԻՍ ԲԱՐՈՆ ՎԱՆ ԼՈՒՆ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ԲԵԼԳԻԱ

ՄԵՐԻԼԻՆ ԹԵՅԼՈՐ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ԱՄՆ

ՊԱՈԼՈ ԼԵՈՉԻ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ԻՏԱԼԻԱ

ՍԵՐԳԵՅ ԿԱԼԵՆՋՅԱՆ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ՌԴ

ԼԻԼԻԱՆ ՎԱՆ ՀՈՖ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ԲԵԼԳԻԱ

ՇԱՈԱ ՅԱՆԳ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ԱՄՆ

ԱՐՄԵՆ ՍԱՖԱՐՅԱՆ

տնտեսագիտության դոկտոր, ՀԱՅԱՍՏԱՆ

ՋՈՆ ՌԻՈԼՇ

դոկտոր, պրոֆեսոր, ԹԱԻԼԱՆԴ

ԱՐՄԱՆ ՄԱՐՏԻՐՈՍՅԱՆ

տնտեսագիտության դոկտոր, ՀԱՅԱՍՏԱՆ

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

Թաթուլ ՄԱՆԱՍԵՐՅԱՆ	(02.02.2021 – 14.02.2021) ¹	
Տնտեսական դիսկերի էությունը և դրանց ազդեցությունը կայուն զարգացման վրա		6
Արեգ ՄԻՔԱՅԵԼՅԱՆ, Անի ԴԱՎԹՅԱՆ	(07.03.2021 – 18.03.2021)	
Հայաստանի գիտության ֆինանսավորման վերլուծություն աշխարհի մի շարք երկրների համեմատությամբ		13
Կարեն ԵՂԻԱԶԱՐՅԱՆ	(12.03.2021 – 21.03.2021)	
Վերաբերենդավորումը բանկային համակարգում Էվոկաբանկի օրինակով		25
Հարություն ՎԵՐՄԻՇՅԱՆ	(21.01.2021 – 04.02.2021)	
Երևանյան բուքմեյքերական գրասենյակները որպես սոցիալական տարածություններ		33
Արինե Ստեփանյան	(17.01.2021 – 28.02.2021)	
Զբաղվածության մակարդակի վրա մակրոտնտեսական ցուցանիշների ազդեցությունը		46
Հեղինե Պետրոսյան	(10.02.2021 – 26.02.2021)	
Պաշտոնատար անձանց գույքի և եկամուտների հայտարարագրման համակարգի ներդրման առանձնահատկությունները		56
Լիաննա ԴԱՎԹՅԱՆ	(27.01.2021 – 11.02.2021)	
Նորամուծությունների և նորամուծական գործունեության հնարավոր բացասական հետևանքները կազմակերպություններում և դրանց հաղթահարման ուղիները		
Անդրանիկ ՄՈՒՐԱԴՅԱՆ	(12.02.2021 – 24.02.2021)	
Արտաքին շուկաների ընտրության պարզամիտ մոտեցում		73
Լուսինե ՀԱՄԲԱՐՁՈՒՄՅԱՆ	(08.02.2021 – 22.02.2021)	
ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի վերլուծությունը և զարգացման հեռանկարները		80
Անաստաս ԱՂԱԶԱՐՅԱՆ, Ռուբեն ԶԱՔԱՐՅԱՆ	(04.02.2021 – 27.02.2021)	
Արտապատվիրակումը որպես բիզնեսի կառավարման գործիք		89
Արմեն ՍԱՖԱՐՅԱՆ, Ռուբեն ԶԱՔԱՐՅԱՆ	(04.02.2021 – 19.02.2021)	
Թվային մարքեթինգի գործիքները ապրանքանիշի ճանաչողության բարձրացման պրակտիկայում		102
Մերուժան ԱՍԼԱՆՅԱՆ	(13.02.2021 – 01.03.2021)	
Հայաստանում գնաճի և որոշ փոխարժեքների տատանողականության գնահատումը սպեկտրալ վերլուծության միջոցով		115
Արզիկ ՍՈՒՎԱՐՅԱՆ, Քրիստինա ՀԱՅՐԱՊԵՏՅԱՆ	(17.03.2021 – 26.03.2021)	
Հաճախորդների փորձի բարելավման բաժնի տեղադրելու խնդիրը հեռահաղորդակցման ընկերության կառուցվածքում		124
Հրայր ՊԱՊՈՅԱՆ	(18.02.2021 – 04.03.2021)	
Խոշոր նախագծերի իրագործման խնդիրները և դրանց պատճառները		132
Շողիկ ՄԵԶԼՈՒՄՅԱՆ	(18.02.2021 – 01.03.2021)	
Միջազգային զբոսաշրջության զարգացման ընթացքն ու դինամիկան Հայաստանում		147

¹ Փակագծերում նշված են խմբագրության կողմից հոդվածների ստացման և հետագայում տպագրության ընդունման ժամկետները

ՀՀ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԻ ԿԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ

Լուսինե ՀԱՄԲԱՐՁՈՒՄՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

Բանալի բառեր. կենսաթոշակային ֆոնդ, ակտիվների կառուցվածք, կայուն եկամտային գործիքներ, բաժնետոմսեր, այլընտրանքային ներդրումներ

Ներածություն. Կենսաթոշակային համակարգի և կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրման հիմնական շարժառիթը ապագա կենսաթոշակառուներին բավարար եկամտով և բազային կենսամակարդակով ապահովելն է: Այս առումով էական նշանակություն ունի ֆոնդի ակտիվների տեղաբաշխման քաղաքականությունը: Ակտիվների խելամիտ բաշխումը բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի միջև կարող է օգնել ֆոնդի կառավարիչներին ավելի բարձրը շահույթ ստանալ՝ ընդունելի ռիսկի պայմաններում: Կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցները ներդրվում են հիմնականում բաժնետոմսերում եւ պարտատոմսերում, սակայն վերջին տարիներին դրանց կողմից մեծանում է հետաքրքրությունը այլընտրանքային ակտիվներում (մասնավոր բաժնեմասնակցային (private equity) ֆոնդեր, անշարժ գույք, հեջ ֆոնդեր, ենթակառուցվածքներ և այլն) ներդրումների նկատմամբ՝ ավելի բարձր եկամտաբերության ապահովման, դիվերսիֆիկացման, ռիսկերի հեջավորման և այլ նպատակներով: Կարևոր է բացահայտել, թե կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվները որտեղ են տեղաբաշխված՝ հաշվի առնելով ֆինանսական շուկայի զարգացվածության մակարդակը և կենսաթոշակային համակարգի օրենսդրական սահմանափակումները, և ինչ այլընտրանքային հնարավորություններ կան ներդրումային ուղղությունների համար:

Ըստ ֆինանսների ժամանակակից տեսության՝ դիվերսիֆիկացված ներդրումային պորտֆելը ռիսկ/եկամտաբերության միջև արդյունավետ փոխզիջման բանալին է երկարաժամկետ հեռանկարում: Պորտֆելի երկարաժամկետ եկամտաբերությունը կախված է ակտիվների ռազմավարական տեղաբաշխումից, այլ կերպ ասած՝ ներդրումային պորտֆելի ռիսկի ենթարկվածությունից: Դա հատկապես վերաբերում է կենսաթոշակային խնայողություններին¹:

¹ Accumulating approach to the life-cycle pension model: practical advantages, Andrey Kudryavtsev, Shosh Shahrabani, Article in Financial Theory and Practice · December 2016, page 423

Ըստ Հարի Պ. Բրինսոնի և Ռոջեր Գ. Իբբոթսոնի՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերության տատանումների 90%-ը ակտիվների տեղաբաշխման արդյունք են, մինչդեռ միայն 10%-ն են որոշակի ակտիվների կամ կենսաթոշակային պլանի ենթադասերի եկամտաբերության արդյունք¹:

Երկարաժամկետ ներդրողների համար, ինչպիսիք են կենսաթոշակային ֆոնդերը, օպտիմալ պորտֆելները նույնը չեն կարող, ինչպես կարճաժամկետ ներդրողների համար են: Ակտիվների ռազմավարական տեղաբաշխման վերաբերյալ գրականության մեջ ներկայացվում են բազմաթիվ օրինակներ, երբ ակտիվների կարճաժամկետ տեղաբաշխումը հակադրվում է երկարաժամկետ նպատակների հետ, ներառյալ՝ առանց ռիսկ ակտիվի ընտրությունը, պորտֆելի միջազգային դիվերսիֆիկացումը և արժույթային հեջավորման ռազմավարությունը²: Օրինակ, կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերը երկարաժամկետ ներդրողի համար արդյունավետ ներդրումներ չեն, քանի որ ներդրողը բախվելու է տոկոսադրույքի, գնաճի և վերաներդման ռիսկերի հետ: Ի տարբերություն կարճաժամկետ ներդրողների՝ երկարաժամկետ ներդրողների համար բաժնետոմսերի կարճաժամկետ տատանումները էական են, քանի որ ձեռքբերելով և երկար ժամանակ տիրապելով արժեթուղթը՝ նըվազեցնում են դրա հետ կապված ռիսկերը: Այլընտրանքային գործիքներն, ընդհանուր առմամբ, ավելի ռիսկային և դժվար իրացվելի են, քան ավանդական ֆինանսական գործիքները, սակայն երկարաժամկետ ներդրողներին հնարավորություն են ընձեռնում իրացվելիության և ռիսկի պրեմիա ստանալու, ինչպես նաև պորտֆոլիոն դիվերսիֆիկացնելու և տատանողականությունը նվազեցնելու համար³:

Բացահայտելու համար ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը և դրա վերաբերյալ միջազգային փորձը, հետազոտական աշխատանքում օգտագործվել են ինչպես էմպիրիկ հետազոտության մեթոդներ (դիտում, համեմատություն), այնպես էլ մեթոդներ, որոնք կիրառվում են հե-

¹ Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance," *Financial Analysts Journal* (January–February 1995); Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, "Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?" *Financial Analysts Journal* (January–February 2000)

² "Investing Retirement Wealth: A life-cycle model" in: J. Y. Campbell and M. Feldstein, eds. *Risk Aspects of Investment-Based Social Security Reform*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 2001

³ "A first look at alternative investments and public pensions", Jean-Pierre Aubry, Anqi Chen, and Alicia H. Munnell, Center for Retirement Research, Boston College, 2017, page 2

տազոտության ինչպես էմպիրիկ, այնպես էլ տեսական փուլում (համադրություն, վերլուծություն): Ակտիվների կառուցվածքի վերլուծությունն իրականացրել ենք՝ տարանջատելով ըստ ֆինանսական գործիքների՝ կայուն եկամտային գործիքներ, բաժնետոմսեր և այլընտրանքային գործիքներ: Փաստաթղթերի վերլուծության համար տեղեկատվական աղբյուր են հանդիսացել ՏՀԶԿ, Համաշխարհային բանկի, ՀՀ ԿԲ, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի, պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ֆինանսական հաշվետվությունների, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի և այլ կառույցների հաշվետվությունները, հրապարակումները, տեղեկագրերը, արխիվային տվյալները և այլն:

Վերջին ֆինանսական ճգնաժամից հետո համաշխարհային պրակտիկայում նկատվում է կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից այլընտրանքային ակտիվներում ներդրումներ կատարելու միտում, սակայն դեռևս ֆոնդերի ակտիվներում մեծամասնություն են կազմում պարտատոմսերում և բաժնետոմսերում ներդրումները:

Կայուն եկամտային գործիքներ: Ձարգացող երկրներում, ինչպես նաև ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը հիմնականում բնորոշվում է կայուն եկամտային գործիքներում ներդրումների մեծ կշռով (պարտատոմսեր, ավանդներ, դրամական միջոցներ և դրանց համարժեքներ): Ըստ ՏՀԶԿ-ի Pension Markets In Focus 2019 զեկույցի՝ դրանցում են ներդրված կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների գերակշիռ մասը (միջինում մոտ 70%), որոնցում զգալի տեղ է հատկացվում պետական պարտատոմսերում ներդրումներին: Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվները ևս մեծ մասամբ ներդրված են կայուն եկամտային գործիքներում՝ միջինում մոտ 71% (աղյուսակ 1): Ակտիվների կազմում ամենամեծ մասը պարտատոմսերում ուղղակի ներդրումներն են, որոնց զգալի մասն ուղղված է ՀՀ պետական պարտատոմսերին՝ ցածր ռիսկի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի համեմատաբար թույլ զարգացվածության հետևանքով: 2020թ. հոկտեմբերի վերջի դրությամբ պարտատոմսերը կազմել են ակտիվների 42%-ը, պետական պարտատոմսերը՝ 32%-ը, ավանդներն և դրամական միջոցները՝ մոտ 28%, կորպորատիվ պարտատոմսերը՝ 10%: Ընդ որում, ՀՀ պետական պարտատոմսերի գերակշիռ մասը երկարաժամկետ են, կորպորատիվ պարտատոմսերը՝ միջնաժամկետ, իսկ ավանդները՝ կարճաժամկետ կամ միջնաժամկետ:

Աղյուսակ 1. ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 2015-2020թթ.¹

	2015	2016	2017	2018	2019	31.10.2020
Դրամական միջոցներ և ավանդներ	23%	27%	30%	34%	33%	28%
Պարտատոմսեր, այդ թվում՝	47%	43%	41%	39%	36%	42%
ՀՀ պետական պարտատոմսեր	43%	39%	32%	30%	26%	32%
այլ պարտատոմսեր	4%	7%	9%	10%	9%	10%
Բաժնային արժեթղթեր²	30%	27%	28%	25%	30%	29%
Այլ ակտիվներ	0%	0%	1%	1%	1%	1%

Ընդհանրապես, զարգացող երկրներում կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների նման բաշխվածությունը կարելի է բացատրել 2 հիմնական գործոնով: Առաջին հերթին, դա կարող է հիմնված լինել այն ընդունված տեսակետի վրա, որ կանխիկ միջոցները, դրամային շուկայի գործիքները, կայուն եկամուտ ապահովող ֆոնդերը, ավանդային հավաստագրերը և նմանատիպ ներդրումային գործիքները ամենաանվտանգ ակտիվներն են, քանի որ նվազեցնում են եկամտաբերության կարճաժամկետ տատանողականությունը: Բացի այդ, հավանական է, որ բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման նկատառումները ևս կարևոր դեր են խաղում, հատկապես՝ ներքին պետական պարտատոմսերում ներդրումները բացատրելիս, քանի որ զարգացող երկրների կառավարությունները հաճախ փորձում են օգտագործել պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հոսքերի կանխատեսելիությունը՝ բյուջեի ֆինանսական կարիքները բավարարելու համար:

Սակայն երկարաժամկետ ակտիվների տեղաբաշխման ժամանակակից տեսությունը հակադրվում է դրան: Այն ապացուցում է, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից մեծամասամբ տեղական անվանական երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերում, ավանդներում, դրամական միջոցներում և դրանց համարժեքներում ներդրում կատարելու ընդունված պրակտիկան լավագույնս չի բխում համակարգի մասնակիցների շահերից՝ ապագա կենսաթոշակային եկամուտների ստացման տեսանկյունից, նույնիսկ եթե վերջ-

¹ ՀՀ ԿԲ, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդեր, Արխիվ <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>

² Ընդ որում՝ բաժնային արժեթղթերը կարող են ներառել բաժնետոմսեր, փայամասնակցություններ ինդեքսային և այլ ֆոնդերում, ինչպես նաև այլ փայամասնակցություններ, այդ թվում՝ պարտատոմսային գործիքներում ներդրումների ուղղվածությամբ:

նական նպատակը ներդրումների անվտանգության ապահովումն է¹: Կենսաթոշակային ֆոնդերի, և ընդհանրապես երկարաժամկետ ներդրողների համար դրամական շուկայի գործիքները, կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերը անվտանգ գործիքներ չեն կարող համարվել, քանի որ ներդրողը կրում է վերաներդրման և գնաճի ռիսկեր: Ինչպես ցույց է տալիս փորձը, զարգացող երկրներում գնաճն ունի անկայուն բնույթ: Ուստի գնաճի պայմաններում ակտիվների միակ դասը, որը պաշտպանում է ներդրողին իրական տոկոսադրույքի և գնաճի անորոշությունից, ինչպես նաև վերաներդրման ռիսկից գնաճին ինդեքսավորված երկարաժամկետ պարտատոմսերն են: Կենսաթոշակային ֆոնդերը և ապահովագրական ընկերությունները սովորաբար դառնում են այս պարտատոմսերի ամենամեծ «սպառողը»: Օրինակ, Իսրայելի կառավարությունը հատուկ կենսաթոշակային ֆոնդերի համար թողարկում է գնաճին ինդեքսավորված երկարաժամկետ պարտատոմսեր, որոնք իրենց համեմատաբար բարձր, առանց ռիսկի և ինֆլյացիային ինդեքսավորված լինելու շնորհիվ համարվում են արտոնյալ Իսրայելի կենսաթոշակային ֆոնդերի համար, և օրենսդրորեն թույլատրված է դրանցում ներդրում կատարել մինչև պորտֆելի 30%-ի չափով²: Կառավարությունների համար ևս ձեռննտու է դրանց թողարկումը, քանի որ դրանք օգնում են վերջիններիս նրվազեցնել բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման ծախսերը, քանի որ չեն պահանջում փոխհատուցում գնաճի անորոշության պայմաններում: Ուստի անհրաժեշտ է գնահատել այս պարտատոմսերի թողարկման հնարավորությունը՝ հաշվի առնելով նաև ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման ներքո գտնվող ակտիվների արագորեն աճող տեմպը և ներդրումային սահմանափակ հնարավորությունները ՀՀ-ում:

Բաժնետոմսեր: Ըստ ՀՀ օրենսդրության՝ Պահպանողական և Հավասարակշռված կենսաթոշակային ֆոնդերում բաժնային արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու առավելագույն սահմանաչափը համապատասխանաբար 25% և 50% է, սակայն այդ հնարավորությունը լիարժեքորեն չի օգտագործվում: Սա հատկապես ակներև է Հավասարակշռված ֆոնդերի դեպքում, որի ակտիվների կառուցվածքում մոտ 25%-ն են բաժնետոմսեր՝ առավելա-

¹ Evaluating the Financial Performance of Pension Funds, Richard Hinz, Heinz P. Rudolph, Pablo Antolin, and Juan Yermo, The World Bank, 2010, page 216

² Accumulating approach to the life-cycle pension model: practical advantages, Andrey Kudryavtsev, Shosh Shahrabani, Article in Financial Theory and Practice · December 2016, page 423

գույն 50%-ի փոխարեն: Այս երևույթը պայմանավորված է հիմնականում օբյեկտիվ գործոններով: Նախ, բաժնային արժեթղթերի շուկան թերզարգացած է: 2020թ. վերջի դրությամբ Հայաստանի ֆոնդային բորսայում ցուցակված է ընդամենը 10 ընկերություն¹: Թողարկումները գրեթե բացակայում են, երկրորդային շուկան նույնպես պասիվ է: Եվ քանի որ ըստ ՀՀ օրենսդրության² կենսաթոշակային ֆոնդի միջոցները չեն կարող ներդրվել այն բաժնետոմսերում, որոնք կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլատրված չեն², ստացվում է, որ ֆոնդերի կառավարիչները գրեթե հնարավորություն չունեն բաժնային գործիքներում ներդրումներ կատարելու համար: Բաժնետոմսերում ներդրումներ կատարելու հնարավորությունը կարող է օգտագործվել արտերկրի բաժնային գործիքներում ներդրումներ կատարելով, սակայն այս-տեղ էլ գործում է օրենսդրական մեկ այլ սահմանափակում՝ արտարժութային ներդրումները չեն կարող գերազանցել ֆոնդի ակտիվների 40%-ը, հետևաբար, ընդհանուր պորտֆելի առավելագույնը 40%-ը կարող է ներդրված լինել բաժնետոմսերում: Սակայն դա էլ, մյուս կողմից, չի կարող ապահովվել, քանի որ արտերկրի բաժնետոմսերում ներդրումների հեջավորման նպատակով անհրաժեշտ է ներդրում կատարել նաև արտասահմանյան այլ գործիքներում (պարտատոմսեր, ոսկի արդյունահանողների ֆոնդեր և այլն), ուստի առավելագույն 40%-ը ամբողջովին չի կարող ներդրվել միայն բաժնետոմսերում:

Բաժնետոմսերում ներդրումների վերաբերյալ սահմանափակումներ զրբեթե բոլոր զարգացող երկրներում կիրառվում են, սակայն դրանք իմաստ են ունենում այն դեպքերում, երբ նպատակը պորտֆելի ռիսկայնության սահմանափակումն է, այն երբեք չպետք է կիրառվի կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցներով կառավարության պարտքի ֆինանսավորման ընդլայնման նպատակով: Մյուս կողմից էլ, արտասահմանյան բաժնետոմսերում ներդրումների նկատմամբ սահմանափակումներ կիրառելը կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների լավագույն շահերից չի բխում: Արտարժութային ռիսկի պատշաճ հեջավորման դեպքում միջազգային դիվերսիֆիկացիան առաջին հերթին դրական ազդեցություն է ունենում բաժնային պորտֆելների վրա ռիսկ / եկամտաբերություն հարաբերակցության բարելավման տեսանկյունից: Զարգացող երկրներում ներդրողների համար միջազգային դիվերսիֆիկացիան

¹ Հայաստանի ֆոնդային բորսայի տեղեկագիր, Հոկտեմբեր 2020, էջ 4

² «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք, 22.12.2010թ.

ավելի մեծ հնարավորություններ է ընդլայնում, քանի որ զարգացող երկրները, որպես կանոն, բնութագրվում են փոքր ազգային ֆոնդային շուկաներով, որոնք նաև զգալիորեն ենթարկվում են երկրի կամ աշխարհագրական ռիսկին, և այն կարող է մեղմացվել միջազգային դիվերսիֆիկացիայի հաշվին¹: Իհարկե, արտարժույթային ներդրումների սահմանափակումները նպատակ ունեն ստեղծել խոշորածավալ և «երկար փողեր» երկրի ներսում տնտեսության իրական հատվածի զարգացման համար, նպաստել կապիտալի շուկայի զարգացմանը և այլն: Սակայն կենսաթոշակային ֆոնդերի գլխավոր նպատակը պետք է լինի նրա շահառուների՝ ապագա կենսաթոշակառուների եկամուտների մաքսիմալացումը, և կան մի շարք երկրները, որոնք միջազգային ներդրումների նկատմամբ սահմանափակումներ չեն կիրառում կենսաթոշակային ֆոնդերի դեպքում: Ուստի անհրաժեշտ է գնահատել, թե ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից արտասահմանյան բաժնետոմսերում ներդրումներ կատարելու դեպքում որքան կլինեն սպասվող օգուտները, եթե վերանայվեն արտարժույթային ներդրումների նկատմամբ սահմանաչափերը:

Այլընտրանքային գործիքներ: Վերջին տարիներին աշխարհում կենսաթոշակային ֆոնդերն աստիճանաբար ավելացնում են իրենց ներդրումներն այլընտրանքային համարվող ակտիվներում՝ մասնավոր բաժնեմասնակցային (private equity) ֆոնդերում, անշարժ գույքում, ենթակառուցվածքներում և այլն: Մասնավոր բաժնեմասնակցային ներդրումները, որպես կանոն, ավելի բարձր եկամտաբերություն են բերում հրապարակային բաժնետոմսերի համեմատ՝ միևնույն ժամանակ դիվերսիֆիկացնելով պորտֆելի ռիսկերը: Նրանք գրավիչ են կենսաթոշակային ֆոնդերի համար, որոնք ունեն երկարաժամկետ ներդրումային հորիզոն և կարող են դիմակայել պարբերաշրջանային անկումներին: 2020թ. «Ամունդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ Պահպանողական և Հավասարակշռված կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից առաջին ներդրումը կատարվեց EU-Armenia SME Fund մասնավոր բաժնեմասնակցային ֆոնդում, որը ստեղծվել է ՀՀ տնտեսության տարբեր ոլորտների ընկերությունների ֆինանսավորման նպատակով: Կենսաթոշակային ֆոնդերը հանդիսանում են ԵՄ-ից և ՎՋԵԲ-ից հետո ամենախոշոր ներդրողները մասնավոր բաժնեմասնակցային ֆոնդում:

¹ Evaluating the Financial Performance of Pension Funds, Richard Hinz, Heinz P. Rudolph, Pablo Antolín, and Juan Yermo, The World Bank, 2010

Սովորաբար այլընտրանքային ակտիվների կազմում զգալի տեղ են հատկացնում անշարժ գույքում ներդրումներին, սակայն ՀՀ-ում պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվները չեն կարող ներդրվել անշարժ գույքում կամ այլ ֆիզիկական ակտիվներում՝ դժվար իրացվելի ակտիվներ լինելու պատճառով:

Ենթակառուցվածքներում ներդրումները գրավիչ գործիքներ են համարվում կենսաթոշակային ֆոնդերի համար՝ ծրագրերի տևողության հեջավորմամբ և պորտֆելների դիվերսիֆիկացման անհրաժեշտությունով պայմանավորված¹: Հաշվի առնելով ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների աճող տեմպը և երկրում ներդրումային սահմանափակումները, ինչպես նաև զարգացած ենթակառուցվածքների ստեղծման կարևորությունը՝ անհրաժեշտ է քննարկել դրա վերաբերյալ օրենսդրական դաշտի ձևավորումը, ֆինանսավորման գործիքակազմը, ծրագրերի իրականացման գնահատման մեխանիզմերը և այլն:

Կատարված հետազոտության արդյունքում կարող ենք եզրակացնել, որ ինչպես զարգացող երկրների մեծ մասում, այնպես էլ ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ակտիվների կազմում գերակշռում են կայուն եկամտային գործիքներում ներդրումները: Այն պայմանավորված է մի շարք գործոններով՝ օրենսդրական սահմանափակումներ, ՀՀ ֆինանսական շուկայի թերզարգացվածություն, ավելի նվազ ռիսկային քաղաքականության ընտրություն և այլն: Բաժնետոմսերում ներդրումների սահմանափակ բնույթը կարող է բացատրվել օբյեկտիվ պատճառներով, սակայն անհրաժեշտ է գնահատել որոշ օրենսդրական սահմանափակումների մեղմացման արդյունքում ինչ օգուտներ կարող են ստանալ կենսաթոշակային ֆոնդերը, որոնք կնպաստեն դրանց մասնակիցների ապագա եկամուտների մեծացմանը: Համաշխարհային պրակտիկայում վերջին տարիներին կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից նախընտրելի այլընտրանքային ակտիվները ևս կարող են նպաստել թե՛ ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի բարելավմանը, թե՛ տղնտեսության զարգացմանը:

¹ «Կենսաթոշակային ֆոնդերը՝ ենթակառուցվածքների ֆինանսավորման հնարավոր միջոց», Նորայր Բաղասյան, 2018թ.

Լուսինե ՀԱՄԲԱՐԶՈՒՄՅԱՆ

ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի վերլուծությունը և զարգացման հեռանկարները

Բանալի բառեր. կենսաթոշակային ֆոնդ, ակտիվների կառուցվածք, կայուն եկամտային գործիքներ, բաժնետոմսեր, այլընտրանքային ներդրումներ

Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման հիմնական նպատակն է ապահովել ֆոնդի ակտիվների արժեքի երկարաժամկետ աճ, ինչի համար էական նշանակություն ունի ակտիվների տեղաբաշխման քաղաքականությունը: Հոդվածում ուսումնասիրվել է ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի կազմն ու կառուցվածքը, դրա փոփոխությունը ստեղծման պահից սկսած, համեմատվել այլ երկրների հետ, բացահայտվել կայուն եկամտային գործիքներում ներդրումների գերակայության պատճառները, գնաճին ինդեքսավորված երկարաժամկետ պարտատոմսերի կիրառման նպատակահարմարությունը, կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից բաժնային գործիքներում սահմանափակ ներդրումների օբյեկտիվ պատճառները:

Lusine HAMBARDZUMYAN

Asset structure of the RA pension funds' and development prospects

Key words: pension fund, asset structure, fixed income instrument, equities, alternative investment

The main goal of pension fund management is to ensure long-term growth in the value of the fund's assets, for which the asset allocation policy is essential. The article presents the composition and structure of pension funds in Armenia, comparison with other countries, the reasons of dominance of fixed income instruments, the feasibility of acquisition of inflation-indexed long-term bonds, objective reasons for limited investments by pension funds in equity instruments, the possibility of investing in alternative instruments that have been widely used in international practice by pension funds in recent years: private equity funds, real estate, infrastructure and hedging instruments.

Лусине АМБАРДЗУМЯН

Структура активов пенсионных фондов РА и перспективы их развития

Ключевые слова: пенсионные фонды, структура активов, инструменты с фиксированной доходностью, акции, альтернативные инвестиции

Основной целью управления пенсионным фондом является обеспечение долгосрочного роста стоимости активов фонда, для чего важна политика распределения активов. В статье представлены состав и структура пенсионных фондов Армении, сравнение с другими странами, причины доминирования инструментов с фиксированным доходом, целесообразность приобретения облигации индексируемые по инфляции, объективные причины ограниченных инвестиций пенсионных фондов в акции, а также возможность инвестирования в альтернативные инструменты, широко используемые пенсионными фондами в международной практике в последние годы: частный акционерный капитал, недвижимость, инфраструктура и инструменты хеджирования