

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՀԱՄԲԱՐՁՈՒՄՅԱՆ ԼՈՒՍԻՆԵ ՍԱՄՎԵԼԻ

**«ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ
ՆԵՐԳՐԱՎՎԱԾՈՒԹՅԱՆ ՓՈԽԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ
ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ՀՀ-ՈՒՄ»**

**Ը.00.03 – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի
գիտական աստիճանի հայցման ատենախոսության**

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

Երևան 2022

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Աշոտ Վարազդատի Մաթևոսյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Հայկ Գերասիմի Մնացականյան

տնտեսագիտության թեկնածու
Արման Եղիշեի Ջհանգիրյան

Առաջատար կազմակերպություն՝ **Հայաստանի եվրոպական համալսարան**

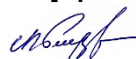
Պաշտպանությունը կայանալու է 2022թ. սեպտեմբերի 15-ին ժամը 14:00-ին, Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ԲՈԿ-ի Տնտեսագիտության թիվ 014 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցե՝ 0025, Երևան, Մ.Նալբանդյան 128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2022 թվականի հունիսի 17-ին:

**Մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար,
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր**



S.S. Մարտիրոսյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը: ՀՀ-ում կենսաթոշակային բարեփոխումների արդյունքում կենսաթոշակային համակարգին ավելացավ կուտակային բաղադրիչը՝ նպատակ ունենալով ապահովել պետության ֆինանսական ռիսկերի դիվերսիֆիկացում և ընդլայնել քաղաքացիների՝ հավելյալ կենսաթոշակ ստանալու հնարավորությունները: Բարեփոխված համակարգը լուծում է նախկին համակարգի հիմնախնդիրները, նպաստում երկրում խնայողությունների ավելացմանը, կապիտալի շուկայի զարգացմանը և տնտեսական աճին: Սակայն համակարգն իր հետ բերել է նոր հիմնախնդիրներ. մասնավորապես՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների տեղաբաշխման խնդիրները՝ ՀՀ-ում ֆինանսական գործիքների և ներդրումային ուղղությունների սահմանափակության պայմաններում: Մեկ այլ խնդիր է ակտիվների օպտիմալ կառուցվածքի սահմանումը՝ ընդունելի ռիսկի պայմաններում ավելի բարձր շահույթ ստանալու նպատակով՝ որպես վերջնանպատակ թոշակառուների բարեկեցության բարձրացման համար:

Որպես մասնավոր կենսաթոշակային համակարգին անցման հետևանք՝ անհատներն այժմ կրում են ավելի մեծ անհատական պատասխանատվություն՝ կապված, թե որքան գումար պետք է խնայել կենսաթոշակային տարիքի համար, ով պետք է կառավարի այդ միջոցները և այլն: Կարևորելով մասնակցությունը մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերին՝ բազմաթիվ երկրներ, այդ թվում՝ ՀՀ-ն, կենսաթոշակային հատկացումները դարձրել են պարտադիր: Սակայն կան այլ ասպեկտներ, որտեղ անհատները դրսևորում են իրենց «ազատությունը» կամ «պատասխանատվությունը». կենսաթոշակային ֆոնդի տեսակի և կառավարչի ընտրություն, կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերին մասնակցություն, կամավոր կուտակային հատկացումների չափի և հաճախականության որոշում, կենսաթոշակային հաշիվներին կուտակված միջոցների ստուգում և այլն: Ուստի կարևոր է ավելի խորը պատկերացում կազմել այն գործոնների մասին, որոնք ազդում են նման ֆինանսական որոշումներ կայացնելիս, ինչն օգտակար կլինի ոլորտը կարգավորող կառույցների և կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների համար:

Գիտական շրջանակներում թեմայի վերաբերյալ ուսումնասիրությունների մեծ մասը վերաբերում են կենսաթոշակային պլանավորման վրա ֆինանսական գրագիտության ազդեցությունը բացահայտելուն: Որոշ հեղինակներ ինստիտուտների նկատմամբ վստահությունը ևս դիտարկում են որպես ազդող գործոն, իսկ այլ գործոնների մասով վերլուծությունները հազվադեպ են: Ուստի կարևոր է ուսումնասիրել այլ գործոնների, այդ թվում՝ ֆինանսական ներգրավվածության հնարավոր ազդեցությունը կենսաթոշակային պլանավորման տարբեր ասպեկտների վրա և գնահատել այդ ազդեցությունների չափերը:

Ֆինանսական ներգրավվածությունն ինքնին առաջնահերթություն է դարձել վերջին տարիներին, քանի որ ապացուցվել է դրա կապը հասարակության բարեկեցության և տնտեսական աճի ապահովման հետ: ՀՀ-ում դրա մակարդակը վերջին տարիներին աճել է, սակայն դեռ կան բազմաթիվ բացեր՝ կապված թե՛

հասարակության տարբեր հատվածների ներգրավվածության աստիճանների, թե՛ զարգացող երկրներին համապատասխան ցուցանիշների ձեռքբերման հետ: Ուստի կարևոր է բացահայտել ՀՀ-ում ֆինանսական ներգրավվածության ընդլայնմանը խոչընդոտող գործոնները և փնտրել ուղիներ այն խթանելու նպատակով:

Վերոնշյալ խնդիրների առկայությամբ էլ պայմանավորված է սույն ատենախոսության թեմայի արդիականությունը և որով կանխորոշվել է գիտական հետազոտության նպատակն ու առաջադրված խնդիրները:

Ատենախոսության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպատակն է բացահայտել կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա ֆինանսական ներգրավվածության ազդեցությունը և առաջարկել այդ ազդեցության քանակական գնահատման մոտեցումներ: Նշված նպատակի իրագործման համար առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ հիմնական խնդիրները.

- բացահայտել ՀՀ-ում բարեփոխված կենսաթոշակային համակարգի առանձնահատկությունները և լուծում պահանջող խնդիրները,
- ուսումնասիրել ֆինանսական ներգրավվածության տնտեսական բովանդակությունը և ֆինանսական գրագիտության հետ դրա փոխկապվածության դրսևորումները,
- վերլուծել կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա ֆինանսական գրագիտության, ինստիտուտների նկատմամբ վստահության, ֆինանսական ներգրավվածության և այլ գործոնների ազդեցության մոտեցումները,
- ուսումնասիրել ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի հետ կապված հիմնախնդիրները և դրանց վերաբերյալ միջազգային փորձը,
- վերլուծել ֆինանսական ներգրավվածության դինամիկան ՀՀ-ում և բացահայտել դրա ընդլայնմանը խոչընդոտող գործոնները,
- բացահայտել ՀՀ պարտադիր կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների՝ կենսաթոշակային ֆոնդի ընտրության և կուտակային կենսաթոշակային հաշվի մնացորդը հսկելու հետ կապված վարքագծի վրա ազդող գործոնները,
- ուսումնասիրել «կյանքի ցիկլի» մոդելը՝ որպես ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի կատարելագործման ուղի, և գնահատել դրա կիրառման դեպքում սպասվող օգուտները և խնդիրները,
- գնահատել ֆինանսական ներգրավվածության և այլ գործոնների ազդեցության չափերը կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակիցների մասնակցության վրա,
- առաջարկել ՀՀ-ում ֆինանսական ներգրավվածության ընդլայնման ուղիներ:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ-ում բարեփոխված կենսաթոշակային համակարգն է, իսկ առարկան՝ ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի և ֆինանսական ներգրավվածության գնահատման հիմնախնդիրներն են:

Ատենախոսության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության մեջ առաջադրված խնդիրների լուծման համար տեսական և մեթոդաբանական հիմք են ծառայել տարբեր հեղինակների՝ կենսաթոշակային համակարգի, ֆինանսական ներգրավվածության և ֆինանսական գրագիտության

վերաբերյալ գիտական աշխատությունները, հրապարակումները, միջազգային հեղինակավոր փորձագետների և կազմակերպությունների հետազոտությունները ու հոդվածները, ինչպես նաև ՀՀ օրենսդրական և իրավական այլ ակտերի դրույթները:

Ատենախոսության համար տեղեկատվական արքայո՛ր են հանդիսացել Համաշխարհային բանկի, ՏՀԶԿ-ի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, ՀՀ ԿԲ-ի, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի, ՀՀ պարտադիր և կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի և այլ կառույցների հրապարակած հաշվետվությունները, հրապարակումները, գիտական հետազոտությունները, տվյալների բազաները, տեղեկագրերը, արխիվային տվյալները և այլն:

Ատենախոսության համար մեթոդական հիմք են հանդիսացել տնտեսամաթեմատիկական, վիճակագրական, գործոնային, գիտական արստրակցիայի, պատահական անտառների (random forest), խաչաձև-տարածական տվյալներով վերլուծության (cross-sectional data analysis), ինչպես նաև համեմատական, համադրման վերլուծության մեթոդները:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը:

Ատենախոսությունում կատարված հետազոտությունների և վերլուծությունների ընթացքում ստացվել են տեսական, մեթոդական և գործնական մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթ են.

1. բացահայտվել են ՀՀ պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների կողմից կենսաթոշակային ֆոնդ չընտրելու հետ կապված չեզոք վարքագծի վրա ազդող գործոնները,
2. եկամտաբերության և ռիսկի գնահատման միջոցով հիմնավորվել է ՀՀ-ում գործող «կյանքի ռճի» մոդելի համեմատ «կյանքի ցիկլի» մոդելի ֆոնդերն ավտոմատ ընտրվող կենսաթոշակային ֆոնդ սահմանելու նպատակահարմարությունը,
3. հնարավոր ռիսկերի, միջազգային փորձի և տեղական շուկայի առանձնահատկությունների հաշվառումով մշակվել է ՀՀ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի՝ «կյանքի ռճի» գործող մոդելից «կյանքի ցիկլի» մոդելին աստիճանական անցման մոտեցում,
4. հիմնավորվել է կամավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգ ունեցող երկրներում կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության և ֆինանսական ներգրավվածության, ֆինանսական գրագիտության, ֆինանսական շուկաների զարգացվածության, գործող կենսաթոշակային համակարգի արդյունավետության միջև գոյություն ունեցող վիճակագրական նշանակալի կապը, և առաջարկվել են այդ կապերը գնահատող բազմագործոն ռեգրեսիոն մոդելներ,
5. բացահայտվել են ՀՀ-ում ֆինանսական ներգրավվածության ավելի խորը ընդլայնման վրա ներբանկերի և չեյլենջըր բանկերի ազդեցության դրսևորման ուղիները՝ շեշտադրելով դրանց ներդրման հետ կապված խնդիրները և օգուտները:

Ատենախոսության տեսական և գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսությունն իրենից ներկայացնում է մասնավոր կենսաթոշակային համակարգի և ֆինանսական ներգրավվածության գծով տեսական և գործնական ուսումնասիրությունների հիման վրա մշակված հետազոտություն, որի արդյունքները, կատարված առաջարկությունները, մշակված մոտեցումները կարող են գործնական կիրառություն գտնել ՀՀ ֆինանսական և կենսաթոշակային ապահովության համակարգերում՝ նպաստելով կուտակային կենսաթոշակային համակարգի կատարելագործմանը, կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի բարելավմանը, կենսաթոշակային համակարգում մասնակցության խթանմանը և ֆինանսական ներգրավվածության ավելի խորն ընդլայնմանը:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումը:

Հետազոտության արդյունքները քննարկվել են ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնում: Ատենախոսության մեջ քննարկված հարցերն ու հիմնական արդյունքները հրապարակվել հեղինակի գիտական վեց հոդվածներում:

Ատենախոսության ծավալը և կառուցվածքը:

Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, 3 գլխից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Այն ընդգրկում է 40 գծապատկեր և 19 աղյուսակ: Ատենախոսությունը շարադրված է 149 էջի վրա՝ առանց հավելվածների:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ներածությունում հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, ներկայացված են հետազոտության առարկան և օբյեկտը, նպատակն ու խնդիրները, տեսական և մեթոդաբանական հիմքերը, գիտական նորույթները և ստացված արդյունքների գործնական ու կիրառական նշանակությունը:

Ատենախոսության **առաջին՝ «Կենսաթոշակային ֆոնդերի և ֆինանսական ներգրավվածության գնահատման տեսամեթոդական հիմքերը և ժամանակակից դրսևորումները» գլխի** առաջին ենթաբաժնում ներկայացվում են կենսաթոշակային ֆոնդերի առանձնահատկությունները և լուծում պահանջող հիմնախնդիրները:

ՀՀ բարեփոխված կենսաթոշակային համակարգն ունի դրական կողմեր, որոնք լուծում են նախկին բաշխողական համակարգի հիմնախնդիրները, նպաստում են երկրում խնայողությունների ավելացմանը, կապիտալի շուկայի զարգացմանը և տնտեսական աճին: Սակայն այն իր հետ բերել է նոր հիմնախնդիրներ, մասնավորապես՝ համակարգի ներդրման սկզբնական փուլում հասարակության կողմից չընդունվելը, ցածր մասնակցությունը կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում, մասնակիցների անտարբերությունը վարքագիծը սեփական կենսաթոշակային ֆոնդերի և կառավարչի ընտրության, կենսաթոշակային հաշվին կուտակված միջոցների նկատմամբ և այլն: Մի շարք այլ խնդիրներ արդեն կապված են առաջարկի կողմի և երկրի ֆինանսական զարգացվածության հետ, մասնավորապես՝ կենսաթոշակային ակտիվների տեղաբաշխման խնդիրները՝ կապված ֆինանսական գործիքների և ներդրումային ուղղությունների սղության հետ,

օրենսդրական սահմանափակումները, որոնք խոչընդոտում են միջազգային ներդրումներ կատարելուն, հետևաբար նաև ներդրումների պատշաճ դիվերսիֆիկացման: Այս հիմնախնդիրների առկայությամբ պայմանավորված էլ անհրաժեշտություն է առաջանում խորությամբ ուսումնասիրություններ կատարել՝ վեր հանելու դրանց պատճառները և մատնանշելու հնարավոր լուծման ուղիները:

Գլխի երկրորդ ենթաբաժնում ներկայացվում են ֆինանսական ներգրավվածության տնտեսական բովանդակությունը և ֆինանսական գրագիտության հետ փոխկապակցվածության դրսևորումները: Ֆինանսական ներգրավվածությունը հասարակության բոլոր շերտերի համար ֆինանսական ծառայություններին հասանելիությունը, դրանց մատչելիությունը և արդյունավետ օգտագործումը երաշխավորող գործընթաց է¹: Այն խթանում է կայուն տնտեսական աճը, նվազեցնում է աղքատությունը և նպաստում է ֆինանսական կայունության բարձրացմանը, ուստի դրա ընդլայնումը պետք է դառնա երկրի ներառական աճի ռազմավարության մի մասը: Այնուամենայնիվ, ըստ Համաշխարհային բանկի The Global Findex Database վերջին հետազոտության՝ «աշխարհում չափահասների 33%-ը բանկային հաշիվ չի ունեցել: Բազմաթիվ երկրներում կանանց ներգրավվածությունը զգալիորեն ետ է մնում տղամարդկանց ներգրավվածությունից: Նույնը կարելի է փաստել քաղաքային և գյուղական համայնքների, ինչպես նաև հարուստ և աղքատ բնակչության ներգրավվածության աստիճանի տարբերության մասին»²:

Չնայած որոշ անհատներ կամավոր և ոչ կամավոր կերպով չեն օգտվում ֆինանսական ծառայություններից, ֆինանսական ներգրավվածության նպատակն է վերացնել բոլոր խոչընդոտները ինչպես առաջարկի, այնպես էլ պահանջարկի տեսանկյունից: Առաջարկի տեսանկյունից արգելքները բխում են հենց ֆինանսական ինստիտուտներից. ֆինանսական վատ ենթակառուցվածքներ, հեռու գտնվող ֆինանսական հաստատություններ, հաշիվների բացման և վարման բարձր ծախսեր, պահանջվող փաստաթղթերի մեծ ցանկ և այլն: Պահանջարկի տեսանկյունից արգելքները վերաբերում են ֆինանսական գրագիտության ցածր մակարդակին, ֆինանսական կարողունակությունների բացակայությանը և մշակութային կամ կրոնական համոզմունքներին, որոնք ազդում են ֆինանսական որոշումների վրա:

Գլխի երրորդ ենթաբաժնում ներկայացվում են կենսաթոշակային ֆոնդերի, ֆինանսական ներգրավվածության և ֆինանսական գրագիտության փոխազդեցության մոտեցումները:

Կարևորելով մասնակցությունը մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերին՝ բազմաթիվ երկրներ, այդ թվում՝ ՀՀ-ն, կենսաթոշակային կուտակումները դարձրել են պարտադիր: Սակայն, դեռ կան այլ ասպեկտներ, որտեղ անհատները դրսևորում են իրենց «ազատությունը» կամ «պատասխանատվությունը». ֆոնդի տեսակի և կառավարչի ընտրություն, կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերին մասնակցություն,

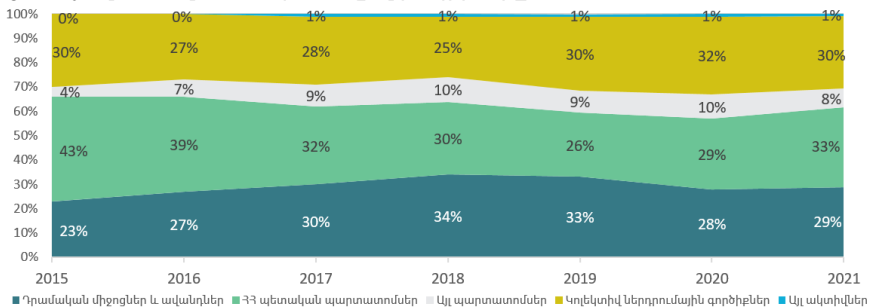
¹ Park C., Mercado R. V. Jr., “Financial Inclusion: New Measurement and Cross-Country Impact Assessment” ADB Economics Working Paper Series, No 539, March 2018, (30p), 3p

² Demirgüç-Kunt A., Klapper L., Singer D., Ansar S., Hess J., “The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution”, Overview booklet. Washington, DC: World Bank, 2018 (20p), page vi (8)

կամավոր հատկացումների չափի և հաճախականության որոշում, կուտակված միջոցների վերահսկում և այլն: Ուստի կարևոր է հասկանալ այն գործոնները, որոնք ազդում են անհատի վրա՝ նման ֆինանսական որոշումներ կայացնելիս: Օրինակ՝ կարևոր է հասկանալ, թե ինչու ՀՀ-ում համակարգի մասնակիցների մեծ մասը չի փոխում ավտոմատ կերպով ընտրված ֆոնդը, այն դեպքում, երբ, օրինակ, Լիտվայում հաճախակի են փոխում իրենց կենսաթոշակային ֆոնդերը:

Բազմաթիվ հետազոտություններ են ուղղված բացահայտելու՝ ինչ գործոններ են ազդում կենսաթոշակային պլանավորման վրա ընդհանրապես: Տարիքը, սեռը, կրթությունը, եկամտի մակարդակը, դիսկի նկատմամբ հակումը, անհատի բնավորության գծերը, ֆինանսական խթանները և այլ գործոններ կարող են ազդեցություն ունենալ վերջինիս վրա: Էմպիրիկ ուսումնասիրությունների մեծ մասում որպես գլխավոր ազդող գործոն նշվում է անձի ֆինանսական գրագիտությունը (Ռիչչի, Կարատելի, Բուշեր-Քոենեն, Լուսարդի, Ռուիջ, Մուրե և այլն), իսկ այլ գործոնների վերաբերյալ ուսումնասիրություններն ավելի սակավ են: Որոշ տնտեսագետների այնպիսի ինստիտուտների նկատմամբ վստահությունը ևս դիտարկվում է որպես ազդող գործոն, սակայն այն կարող է ունենալ երկակի ազդեցություն: Մեր կարծիքով, ևս մեկ գործոն, որը քիչ է ուսումնասիրված, բայց որի ազդեցությունը կարող է մեծ լինել, ֆինանսական ներգրավվածությունն է, որին առավել մանրամասն անդրադառնում ենք երրորդ գլխում: Այս գործոններն ուսումնասիրելուց բացի կարևոր է նաև գնահատել դրանցից յուրաքանչյուրի ազդեցության չափերը՝ համապատասխան քաղաքականություններ մշակելու նպատակով՝ ի նպաստ անհատների կողմից կենսաթոշակային պլանավորման իրականացման, կուտակային համակարգում մասնակցության խթանման՝ ի նպաստ ապագայում բարձր կենսաթոշակային եկամտով ապահովման:

Ատենախոսության երկրորդ՝ «Կենսաթոշակային ֆոնդերի և ֆինանսական ներգրավվածության վերլուծությունը ՀՀ-ում» գլխի առաջին ենթագլխում ուսումնասիրվում է ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը և բացահայտվում են լուծում պահանջող խնդիրները:



Գծապարկեր 1. ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 2015-2021թթ³

³ Կազմել է հեղինակը: Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդեր, Արխիվ: Էլ. աղբյուր՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/staffinorg.aspx> (հասանելի է 26.03.2022թ.)

Ինչպես զարգացող երկրների մեծ մասում, այնպես էլ ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կազմում գերակշռում են կայուն եկամտային գործիքներում ներդրումները: ՀՀ-ում այն պայմանավորված է մի շարք գործոններով՝ օրենսդրական սահմանափակումներ, ֆինանսական շուկայի թերզարգացվածություն, ավելի նվազ ռիսկային քաղաքականության ընտրություն և այլն: Ներդրումների զգալի մասն են կազմում երկարաժամկետ անվանական պետական պարտատոմսերը, որոնց իրական արժեքը պաշտպանված չէ գնաճից: Ուստի կարևոր է ուսումնասիրել ՀՀ-ում «գնաճին ինդեքսավորված երկարաժամկետ պարտատոմսերի» թողարկման հնարավորությունը՝ հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ դրանք պաշտպանում են երկարաժամկետ ներդրողին տոկոսադրույքի, գնաճի և վերաներդրման ռիսկից, ինչպես նաև այն, որ դրանց թողարկումը ձեռնտու է նաև կառավարություններին:

ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից բաժնային ներդրումներ կատարելու հնարավորությունը լիարժեքորեն չի օգտագործվում՝ տեղական բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացվածության և օրենսդրական սահմանափակումների պատճառներով: Վերջիններս նպատակ ունեն նաև ստեղծել խոշորաձավալ և «երկար փողեր» երկրի տնտեսության իրական հատվածի զարգացման համար, նպաստել կապիտալի շուկայի զարգացմանը և այլն: Սակայն անհրաժեշտ է գնահատել սահմանափակումների մեղմացման արդյունքում ինչ օգուտներ կարող են ստանալ ֆոնդերը, որոնք կնպաստեն մասնակիցների ապագա եկամուտների մեծացմանը:

Այլընտրանքային ակտիվներից միայն մասնավոր բաժնեմասնակցային (private equity) ֆոնդում ներդրում ունեն ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերը: Մյուսների մասով տեղական շուկայում սակավ են գործիքները, օրենսդրական դաշտը թերի է, սակայն դրանց զարգացումը կարող է նպաստել ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի բարելավմանը, ներդրումային պորտֆելի դիվերսիֆիկացիային, ռիսկերի հեջավորմանը, կայուն դրամական հոսքերի ապահովմանը և նպաստել երկրում տնտեսական, սոցիալական, ենթակառուցվածքային և այլ ոլորտների զարգացմանը:

Գլխի երկրորդ ենթազխում ներկայացվում են ֆինանսական ներգրավվածության դինամիկան ՀՀ-ում և բացահայտվում դրա ընդլայմանը խոչընդոտող գործոնները:

Վերջին տարիներին ՀՀ-ն զգալի աճ է գրանցել ֆինանսական ներգրավվածության գրեթե բոլոր ցուցանիշների գծով: Այնուամենայնիվ, ըստ Համաշխարհային բանկի The Global Findex Database վերջին հետազոտության⁴ ՀՀ-ում հաշիվ չեն ունեցել չափահասների մոտ 55%-ը, ինչի հիմնական պատճառներն են անբավարար միջոցները, ֆինանսական ծառայությունների հետ կապված ծախսերի բարձր մակարդակը, ֆինանսական ինստիտուտների նկատմամբ վստահության ցածր մակարդակը և այլն: Չնայած բանկերի մասնաճյուղերի և բանկոմատների քանակի մասով ևս էական աճ է գրանցվել, սակայն դրանց բաշխվածությունը քաղաքների և գյուղերի միջև բնավ հավասարաչափ չի եղել: Սա հիմնական խոչընդոտներից է, որ գյուղական համայնքների բնակչությունը շատ ավելի քիչ է ներգրավված ֆինանսական համակարգին: Ներգրավվածության աստիճանի զգալի

⁴ Demirgüç-Kunt A., Klapper L., Singer D., Ansar S., Hess J., “The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution”, Overview booklet. Washington, DC: World Bank, 2018 (20p), (129pp), 39-40pp

տարբերություններ ենք նկատում տղամարդկանց և կանանց, հարուստ և աղքատ բնակչության, բարձրագույն և միջնակարգ կրթություն ունեցող անձանց միջև:

Գլխի երրորդ ենթազխում բացահայտվում են ՀՀ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակիցների վարքագծի վրա ազդող գործոնները: ՀՀ բնակչության շրջանում անցկացված հարցումների հիման վրա կարող ենք փաստել, որ ֆինանսական գրագիտությունը և ֆինանսական ներգրավվածությունը, կրթության և եկամտի մակարդակը, ֆինանսական խնդիրների առաջացման հաճախակիությունը կարևոր դեր են խաղում մասնակիցների վարքագծի վրա, մասնավորապես՝ ֆոնդն ինքնուրույն ընտրելու և կուտակային հաշվի մնացորդը հսկելու հաճախականության վրա: Որոշումների ծառի (decision tree) հիման վրա պատահական անտառների (random forest) մոդելի միջոցով ապացուցել ենք, որ կա կախվածություն մասնակցի մի շարք հատկանիշների (սեռը, կրթությունը, եկամտի մակարդակը, ֆինանսական գրագետ և ներգրավված լինելը, ֆինանսական խնդիրների առաջացման հաճախակիությունը և ֆոնդն ինքնուրույն ընտրելու հանգամանքը) և կենսաթոշակային հաշվի մնացորդը հսկելու հաճախականության միջև:

Ուստի, ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների չեզոք վարքագիծը կարող է փոխվել երկրում ֆինանսական գրագիտության և ֆինանսական ներգրավվածության ընդլայնմամբ: Այնուամենայնիվ, վերջիններս երկարաժամկետում ձեռքբերվող ցուցանիշներից են: Աշխատանքի հաջորդ գլխում անդրադարձել ենք վերոնշյալ խնդրի լուծմանը կարճաժամկետում:

Առենախոսության **երրորդ՝ «Կենսաթոշակային ֆոնդերի և ֆինանսական ներգրավվածության փոխկապակցվածության գնահատման կատարելագործման ուղիները»** գլխի առաջին ենթազխում ուսումնասիրվում է կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա ֆինանսական ներգրավվածության ազդեցության գնահատման մոտեցումը: Ինչպես նշեցինք, առավել ուսումնասիրված գործոններից են ֆինանսական գրագիտությունը և ինստիտուտների նկատմամբ վստահությունը, սակայն ևս մեկ գործոն, որը դեռ քիչ է ուսումնասիրված, բայց որի ազդեցությունը կարող է զգալի լինել, ֆինանսական ներգրավվածությունն է: Մասնավորապես, միայն ֆինանսապես գրագետ լինելու հանգամանքը բավարար չէ. անհրաժեշտ է նաև, որ անձը ներգրավված լինի ֆինանսական գործընթացներում: Բանկերի մասնաճյուղերի հեռավորությունը, գործարքային բարձր ծախսերը և այլ խոչընդոտներ կարող են խանգարել պատշաճ կերպով օգտվել ֆինանսական ծառայություններից՝ նույնիսկ լինելով ֆինանսապես գրագետ և վստահելով ինստիտուտներին:

Նպատակ ունենալով բացահայտել այն գործոնները, որոնք ազդում են կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա, և ապացուցել այն վարկածը, որ ֆինանսական ներգրավվածությունը դրականորեն է ազդում կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա, իրականացվել է խաչաձև-տարածական տվյալներով վերլուծություն (cross-sectional data analysis), 45 զարգացած և զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ-ի տվյալների վրա, որտեղ գործում են կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդեր: Բազմագործոն ռեգրեսիոն մոդելներում որպես կախյալ

փոփոխական օգտագործվել է կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության աստիճանը (VOL), իսկ որպես անկախ փոփոխականներ հետևյալ գործոնները համապատասխան հիմնավորումներով.

1. Ֆինանսական գրագիտություն (FL),
2. Ֆինանսական ներգրավվածություն (FI): Երկրում վերջինիս մակարդակը չափելու համար կառուցել ենք ինդեքս՝ համախմբելով հիմնական ցուցանիշները՝ հիմնվելով Համաշխարհային բանկի The Global Findex database-ի դասակարգման վրա:

$$FI_i = \sqrt[6]{ACC_i * SAVFI_i * BOR_i * PAY_i * DIG_i * FRES_i}$$

որտեղ FI_i -ը i -րդ երկրի ինդեքսն է, ACC-ն՝ հաշիվ ունենալը, DIG-ը՝ վճարային ծառայություններից, SAVFI-ն՝ խնայողություններից, BOR-ը՝ վարկերից օգտվելը, PAY-ը՝ հաշվի օգտագործումը, FRES-ը՝ ֆինանսական կայունությունը:

3. Ֆինանսական ներգրավվածության 2-րդ ինդեքս (IFI): Բացի վերոնշյալ ինդեքսից, դիտարկել ենք նաև մեկ այլ՝ Սարմայի մեթոդաբանությամբ հաշվարկված ինդեքսը, որը ներառում է բանկային համակարգի ներթափանցման ցուցանիշը (ρ), բանկային ծառայությունների հասանելիությունը (a) և օգտագործումը (u):

$$IFI_k = \frac{1}{2} \left[\frac{\sqrt{p_k^2 + a_k^2 + u_k^2}}{\sqrt{1.5}} + \left(1 - \frac{\sqrt{(1-p_k)^2 + (0.5-a_k)^2 + (0.5-u_k)^2}}{\sqrt{1.5}} \right) \right]$$

4. Խնայողությունների մակարդակը (SAV),
5. Ֆինանսական հաստատություններում խնայողություններ ունեցողներ (SAVFI),
6. Եկամտի միջին մակարդակը՝ մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ն (GDP),
7. Երկրում գնաճի մակարդակի ստանդարտ շեղումը վերջին 18 տարիներին (INFL),
8. Ինստիտուտների նկատմամբ վստահության մակարդակը (TR),
9. Երկրում գործող կենսաթոշակային համակարգի արդյունավետությունը (RR),
10. Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցություն (MDT),
11. Երկրում անհավասարության մակարդակը (GINI),
12. Ֆինանսական զարգացվածության ինդեքսի 6 բաղկացուցիչները՝ ֆինանսական ինստիտուտների խորությունը (FID), հասանելիությունը (FIA), արդյունավետությունը (FIE) և ֆինանսական շուկաների խորությունը (FMD), հասանելիությունը (FMA), արդյունավետությունը (FME):

Ներառելով տարբեր անկախ փոփոխականներ՝ կառուցել ենք բազմաթիվ ռեգրեսիոն բազմագործոն մոդելներ՝ ուսումնասիրելով մոդելների վիճակագրական հատկությունները, ադեկվատությունները, հոմոսկեդաստիկությունը, մնացորդների վարքագիծը և այլն, ինչպես նաև մոդելի ճշգրտությունը ստուգվել և հաստատվել են խաչաձև վավերացման (K-fold cross-validation) միջոցով: Լավագույն արդյունք արձանագրած 2 մոդելների ռեգրեսիոն հավասարումները ունեն հետևյալ տեսքը.

$$\widehat{VOL}^{0.5}_i = -1.02 + 0.0932 * FL_i + 0.0906 * IFI_i - 0.244 * \ln RR_i^2 + 0.411 * FIA_i^{0.5} - 0.621 * FMD_i^{0.5} + 1.566 * FME_i^{0.26} + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$\widehat{VOL}^{0.5}_i = -4.70 + 0.1001 * FL_i - 0.1523 * \ln RR_i^2 + 0.582 * FIA_i^{0.5} + 0.000459 * FIE_i^2 - 0.302 * FMD_i^{0.5} + 1.012 * FME_i^{0.26} + \varepsilon_i \quad (2)$$

որտեղ i -ն երկիրն է:

Աղյուսակ 2. Ռեգրեսիայի 1-ին մոդելի գնահատման արդյունքները

Coded Coefficients						Analysis of Variance (ANOVA)							
Term	Coded Coef	SE Coef	95% CI	T-Value	VIF	Source	DF	Seq SS	Contribution	Adj SS	Adj MS	F-Value	P-Value
Constant	4.09	0.222	(3.64, 4.54)	18.46	-	Regression	6	130.36	68.04%	130.36	21.73	11.35	0
FL	1.360	0.374	(0.59, 2.12)	3.64	2.78	FL	1	67.363	35.16%	25.302	25.30	13.22	0.001
IFI	0.858	0.431	(-0.02, 1.74)	1.99	3.68	IFI	1	9.913	5.17%	7.589	7.589	3.97	0.055
RR	-0.689	0.253	(-1.204, -0.173)	-2.72	1.27	RR	1	2.472	1.29%	14.183	14.183	7.41	0.01
FMD	-1.712	0.489	(-2.71, -0.72)	-3.5	4.75	FMD	1	0.019	0.01%	23.448	23.45	12.25	0.001
FME	1.783	0.4	(0.97, 2.6)	4.46	3.18	FME	1	44.235	23.09%	37.995	37.99	19.86	0
FIA	0.586	0.322	(-0.07, 1.24)	1.82	2.05	FIA	1	6.357	3.32%	6.357	6.357	3.32	0.078
-	-	-	-	-	-	Error	32	61.233	31.96%	61.233	1.914	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	191.59	100%	-	-	-	-
Model Summary													
S	R-sq	R-sq (adj)	R-sq (pred)	10-fold S	10-fold R-sq	Mallows' CP	Durbin-Watson Stat.						
1.38331	68.04%	62.1%	55.55%	1.46716	56.18%	7	1.65642						

Կառուցված մոդելի որակը գնահատվում է R^2 -ի միջոցով, որը համեմատաբար բարձր է երկու մոդելների դեպքում էլ՝ 66-68%, ինչը վկայում է ներառված անկախ փոփոխականների՝ VOL-ի վրա ունեցած էական ազդեցության մասին: $R^2(adj)$ -ը երկու մոդելներում 61-62% սահմաններում է, ինչը նշանակում է, որ VOL-ի վարիացիայի 61-62%-ը պայմանավորված է մոդելում ներառված փոփոխականների ազդեցությամբ: $R^2(pred)$ -ը ստացվել են 54-56%, ինչը նշանակում է, որ նոր դիտարկումների դեպքում մոդելները 54-56%-ով կանխատեսում են VOL-ի արժեքը:

Վերլուծության համաձայն՝ գոյություն ունի վիճակագրական նշանակալի կապ կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության (VOL) և ֆինանսական գրագիտության (FI), ֆինանսական ներգրավվածության (IFI), ֆինանսական շուկաների խորության (FMD) և արդյունավետության (FME), ֆինանսական ինստիտուտների հասանելիության (FIA), կենսաթոշակի փոխարինման զուտ գործակցի (RR) և ֆինանսական ինստիտուտների արդյունավետության (FIE) միջև, ընդ որում՝ ըստ ստանդարտացված էֆեկտների Պարետո գրաֆիկի՝ ուսումնասիրված գործոններից առավել մեծ ազդեցություն ունեն առաջին 5 գործոնները:

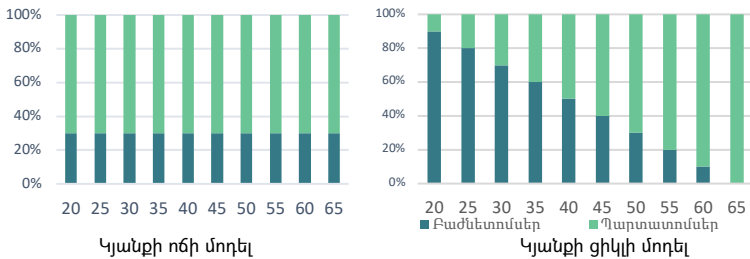
Այսպիսով, հետազոտության վարկածը հաստատվում է. ֆինանսական ներգրավվածությունը դրական ազդեցություն ունի կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա: Որքան հասանելի են ֆինանսական ինստիտուտները, որքան բնակչությունը ներգրավված է ֆինանսական համակարգում, որքան ֆինանսական ինստիտուտները և շուկաներն արդյունավետ են գործում, այնքան կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության աստիճանը բարձր է լինում: Ուստի բնակչության կողմից մասնավոր կենսաթոշակային համակարգերի նկատմամբ անտարբերությունը հնարավոր է հաղթահարել ոչ միայն ֆինանսական կրթման, երկրորդ ինստիտուտների որակի բարձրացման, դրանց գործունեության թափանցիկության մեծացման միջոցով, այլ նաև երկրում ֆինանսական ներգրավվածության և զարգացվածության բարձրացման միջոցով:

Գլխի երկրորդ ենթազվխում ուսումնասիրվում է կյանքի ցիկլի մոդելի ներդրումը որպես ՀՀ կուտակային կենսաթոշակային համակարգի կատարելագործման ուղի:

ՀՀ-ում կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների զգալի մասն ինքնուրույն չի ընտրում ֆոնդը, ինչի պարագայում ավտոմատ ընտրվում է միջին ռիսկայնություն ունեցող ֆոնդ, որը, սակայն, հնարավոր է լավագույնս չհամապատասխանի մասնակցի շահերին: Օրինակ, երիտասարդ մասնակցի համար կարող է ավելի համապատասխան լինել ավելի ռիսկային ֆոնդը, քանի որ կուտակման փուլի սկզբում ավելի հեշտ է կրել ներդրումային ռիսկերը, իսկ տարեց մասնակցի համար ավելի համապատասխան կարող է լինել նվազ ռիսկային ֆոնդը, քանի որ մոտ է կենսաթոշակի տարիքին և կուտակված միջոցների պահպանումն առավել կարևոր է:

Այս խնդրի լուծման նպատակով ուսումնասիրել ենք «կյանքի ցիկլի» (life-cycle) մոդելով գործող կենսաթոշակային ֆոնդը՝ որպես ՀՀ-ում ավտոմատ ընտրվող ֆոնդ սահմանելու նպատակահարմարությունը: Այն ամենաարագ աճող ֆինանսական նորարարություններից է համարվում և կան 10-ից ավելի երկրներ, որոնք հենց այս մոդելն են սահմանել որպես ավտոմատ ընտրվող կենսաթոշակային ֆոնդ:

ՀՀ-ում այսօր գործում են «կյանքի ոճ» (lifestyle) մոդելի կենսաթոշակային ֆոնդեր, որոնց դեպքում ի սկզբանե սահմանված է բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի հարաբերակցությունը՝ ավելի մեծ մասնաբաժին հատկացնելով պարտատոմսերին, իսկ այս նոր՝ կյանքի ցիկլի մոդելի դեպքում այդ հարաբերակցությունը փոխվում է ժամանակի ընթացքում. ֆոնդի գործունեության սկզբնական շրջանում բաժնետոմսերը մեծ կշիռ ունեն, և որքան կենսաթոշակի տարիքը մոտենում է, այնքան բաժնետոմսերի կշիռը զիջում է պարտատոմսերի կշռին:



Գծապատկեր 3 Կյանքի ոճի և կյանքի ցիկլի մոդելի ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը⁵

ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի դեպքում կյանքի ոճ մոդելի նկատմամբ կյանքի ցիկլի մոդելի համեմատական առավելությունը և կիրառման նպատակահարմարությունը գնահատելու համար հաշվարկել ենք, թե այդ 2 մոդելների պորտֆելները ինչ արդյունքներ կգրանցեն ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի մասնակցի օգտին. կենսաթոշակային տարիքի հասնելիս որքան խնայողություններ կուտակված կլինեն, որքան կլինեն պորտֆելներից յուրաքանչյուրի եկամտաբերությունը և ռիսկը: Այդ նպատակով կառուցել ենք միևնույն ակտիվներից բաղկացած պորտֆելներ, որոնք

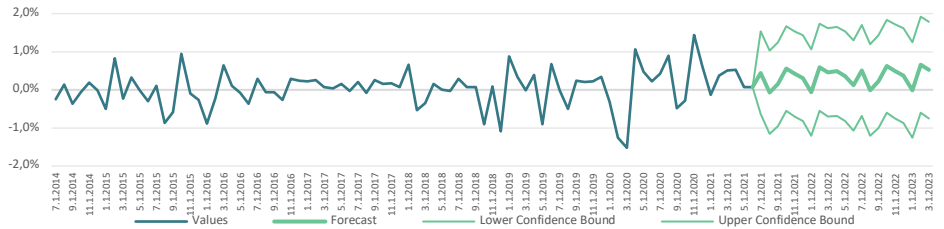
⁵ Կազմված է հեղինակի կողմից

միմյանցից տարբերվում են միայն այդ ակտիվների կշիռներով և ժամանակի ընթացքում դրանց փոփոխությամբ՝ կյանքի ոճի և կյանքի ցիկլի անալոզիայով:

Աղյուսակ 4. Կյանքի ոճի և կյանքի ցիկլի մոդելների դեպքում սպասվող եկամտաբերությունները, տրափանողականությունները և կուտակվելիք խնայողությունները

	Սպասվող եկամտաբեր. (տարեկան.)	Սպասվող եկամտաբեր. (ամսական)	Պորտֆելի տատանողական. (ամսական)	Կուտակվելիք խնայողություններ (63տ)
Կյանքի ոճի մոդել	8.31%	0.67%	1.24%	77,531,523 ՀՀ դր
Կյանքի ցիկլի մոդել (միջինում)	8.80%	0.71%	1.69%	78,658,674 ՀՀ դր

Իրականացրել ենք նաև այս 2 մոդելների (միջինում) եկամտաբերությունների տարբերության կանխատեսում, որի հիմնական սցենարի համաձայն՝ կյանքի ցիկլի մոդելի դեպքում եկամտաբերությունը գերազանցելու է կյանքի ոճի մոդելին:



Գծապատկեր 5 Կյանքի ոճի մոդելի և կյանքի ցիկլի մոդելի (միջինում) եկամտաբերությունների տարբերության կանխատեսում⁶

Պորտֆելների վրա տարբեր ռիսկային գործոնների փոփոխությունների ազդեցության չափերը հասկանալու համար իրականացրել ենք նաև միագործոն և բազմագործոն սթրես թեստավորում:

Իրականացված հաշվարկների համաձայն՝ միջինում կյանքի ցիկլի մոդելի դեպքում եկամտաբերությունն ավելի բարձր է ստացվում, միաժամանակ նաև ռիսկն է ավելի մեծ (աղյուսակ 4), սակայն հաշվարկելով Շարպի գործակիցները՝ կյանքի ցիկլի դեպքում ֆոնդի մասնակիցը 18%-ով ավելի մեծ շահույթ է ստանում 1 միավոր ռիսկի բարձրացմամբ, քան կյանքի ցիկլի մոդելի ֆոնդի մասնակիցը:

Ուսումնասիրել ենք նաև, թե ինչ օգուտներ և խնդիրներ կարող են առաջանալ ՀՀ-ում կյանքի ցիկլի մոդելին անցման դեպքում՝ որպես ավտոմատ ընտրվող ֆոնդ, և հաշվի առնելով դրանք՝ առաջարկում ենք իրականացնել կյանքի ցիկլի մոդելին աստիճանական անցման մեխանիզմ, որը կչեզոքացնի առաջացող ռիսկերը.

1. Երկրից «երկար փողերը» դուրս չբերելու և ֆոնդերի արտարժույթային ռիսկի չմեծացման նպատակով՝ ֆոնդերի՝ բաժնետոմսերում ներդրումների կշիռների ավելացումը սահմանել ՀՀ բաժնային շուկային զարգացմանը զուգահեռ,

⁶ Կանխատեսումը չի արտացոլում անկանխատեսելի տնտեսական և շուկայական գործոնների ազդեցությունները: Այն իրականացվել է Exponential Triple Smoothing (ETS) ալգորիթի հիման վրա:

2. տարբեր տարիքային խմբերի համար նախատեսված բազմաթիվ ֆոնդեր ստեղծելուց և գործարքային ծախսերի մասով մասշտաբի էֆեկտի թուլացումից խուսափելու նպատակով՝ մասնակցի տարիքը լրանալուն պես՝ ֆոնդի ակտիվների կառուցվածքը փոխելու փոխարեն կուտակված միջոցները տեղափոխել այլ ֆոնդ՝ իր «տարիքին համապատասխան» ակտիվների կառուցվածքով,
3. հնարավորություն տալու համար շարունակելու մեծացնել կենսաթոշակային խնայողությունները՝ մասնակցի տարիքը լրանալուն պես ֆոնդի ավտոմատ փոփոխության համար հաշվի առնել նաև մասնակցի կենսաթոշակային հաշվին կուտակված միջոցների՝ անհրաժեշտ սահմանաչափին հասնելը:

Գլխի երրորդ ենթազխում առաջարկվում են ՀՀ-ում ֆինանսական ներգրավվածության ընդլայնման հավանական ուղիներ:

Վերջին տասնամյակում ֆինթեքի նորարարություններից են ներբանկերը և չելլենջըր բանկերը, որոնց գլխավոր առանձնահատկությունն ամբողջովին թվային ձևաչափով բանկային ծառայությունների մատուցումն է. դրանք չունեն մասնաճյուղեր և սպասարկումն իրականացնում են բացառապես մոբայլ հավելվածներով և համակարգչային հարթակներով: Եթե ավանդական բանկերի դեպքում մասնաճյուղային ընդգրկուն ցանցի, դրա տեխնիկական հագեցվածության և սպասարկող աշխատակիցներով ապահովվածության համար անհրաժեշտ են հսկայական ֆինանսական ռեսուրսներ, ապա ամբողջովին օնլայն աշխատող բանկերի դեպքում նմանատիպ ծախսեր չեն կատարվում, և ընդհանուր ծախսերը նվազում են, ինչի հաշվին էլ հնարավոր է իջեցնել բանկային պրոդուկտների գները, մասնավորապես՝ սահմանել ավելի ցածր միջնորդավճարներ հաշիվներ և քարտեր բացելիս, ավելի բարձր տոկոսներ՝ ավանդների վրա և այլն (ԱՄՆ, Անգլիա և այլն):

Ներբանկերի և չելլենջըր բանկերը կարող են նպաստել ֆինանսական ներգրավվածության ընդլայնմանը ՀՀ-ում, մասնավորապես՝

1. ֆինանսական ծառայությունների մատչելիության և հասանելիության վրա՝ առաջարկելով բանկային պրոդուկտներ ավելի ցածր գներով և դառնալով ավելի հասանելի և մոտ հաճախորդին,
2. ֆինանսական ծառայությունների օգտագործման վրա. դրանք կարող են նպաստել հաշվով կատարված գործարքների, թվային վճարումների քանակի աճին և այլն:
3. ֆինանսական ծառայությունների որակի վրա, ինչը որոշվում է սպառողների կողմից ֆինանսական ծառայություններից օգուտ քաղելու ունակությամբ. ավելի բարենպաստ պայմանների ապահովում հաճախորդների կոնկրետ սեգմենտների համար, տեսականու ընդլայնում, արդյունավետ լուծումների առաջարկում և այլն:

Աշխատանքում բացահայտվել են նաև դրանց ստեղծման և զարգացման հետ կապված խոչընդոտները, ինչպես նաև ոլորտը կարգավորող օրենսդրության պատշաճ մշակման և կիրառման կարևորությանը:

Այսպիսով, ՀՀ-ում ֆինանսական ծառայություններից չօգտվելու հիմնական խնդիրների (անբավարար միջոցները, գործարքային բարձր ծախսերը և ֆինանսական հաստատությունների հեռավորությունը) լուծմանը կարող են նպաստել ներբանկերը և չելլենջըր բանկերը, քանի որ դրանք խթանում են ֆինանսական

ծառայությունների մատչելիությունը և հասանելիությունը, եկամուտների ավելացումը և այլն:

Ատենախոսությունում «Եզրակացություններ» մասում ամփոփված են հետևյալ հիմնական եզրահանգումները.

1. ՀՀ բարեփոխված կենսաթոշակային համակարգի հիմնախնդիրներից են կենսաթոշակային ակտիվների տեղաբաշխման խնդիրները՝ կապված ֆինանսական գործիքների և ներդրումային ուղղությունների սղության հետ, օրենսդրական սահմանափակումները, որոնք խոչընդոտում են միջազգային ներդրումներ կատարելուն, հետևաբար նաև ներդրումների պատշաճ դիվերսիֆիկացման: Մի շարք այլ խնդիրներ արդեն կապված են մասնակիցների վարքագծի հետ, մասնավորապես՝ վերջիններիս անտարբերությունը սեփական կենսաթոշակային ֆոնդերի տեսակից, կառավարչից, կենսաթոշակային հաշվին կուտակված միջոցներից, կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում ցածր մասնակցությունը և այլն:

2. Ֆինանսական ներգրավվածությունը պետք է դառնա երկրի ներառական աճի ռազմավարության մի մասը, քանի որ այն կարող է նպաստել կայուն տնտեսական աճին, ֆինանսական կայունության բարձրացմանը, աղքատության և անհավասարության նվազեցմանը: Նման ռազմավարությունը պետք է ուղղված լինի խոցելի խմբերին, ինչպիսիք են գյուղական բնակչությունը, ցածր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունները, տարեցները, կանայք և այլն:

3. Կենսաթոշակային բարեփոխումների արդյունքում անհատներն այժմ ավելի մեծ պատասխանատվություն են կրում՝ կապված որքան գումար պետք է խնայվի կենսաթոշակի տարիքի համար, և թե ով է կառավարելու այդ միջոցները: Ուստի կարևոր է բացահայտել այն գործոնները, որոնք ազդում են նման ֆինանսական որոշումներ կայացնելիս: Գրականության մեջ կենսաթոշակային պլանավորման վրա ազդող գործոններից առավել շատ ուսումնասիրված է ֆինանսական գրագիտությունը, ավելի հազվադեպ հանդիպում են հետազոտություններ ինստիտուտների նկատմամբ վստահության և ֆինանսական ներգրավվածության վերաբերյալ: ՀՀ-ում նմանատիպ հետազոտությունները գրեթե բացակայում են:

4. ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների գերակշիռ մասը ներդրված է տեղական անվանական երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերում, ավանդներում, դրամական միջոցներում, ինչը անվտանգ չէ երկարաժամկետ ներդրողի տեսանկյունից: Այս առումով կարևոր է ուսումնասիրել «գնաճին ինդեքսավորված երկարաժամկետ պարտատոմսերի» թողարկման հնարավորությունը ՀՀ-ում: Բացի այդ, ֆոնդերի կողմից բաժնետոմսերում ներդրումներ կատարելու հնարավորությունը լիովին չի օգտագործվում՝ տեղական բաժնային շուկայի թերզարգացվածության և արտարժույթային ներդրումների սահմանափակման պատճառով: Ուստի անհրաժեշտ է գնահատել, թե վերջիններիս վերանայման արդյունքում ինչ լրացուցիչ օգուտներ կարող են ստանալ ֆոնդերը, որոնք կնպաստեն մասնակիցների ապագա եկամուտների մեծացմանը:

5. ՀՀ-ն վերջին տարիներին ունեցել է ֆինանսական ներգրավվածության գրեթե բոլոր ցուցանիշների գծով զգալի աճ, սակայն, դեռ բազմաթիվ բացեր կան

հասարակության տարբեր շերտերի ներգրավվածության աստիճանների տարբերության և զարգացող երկրներին համապատասխան ցուցանիշների ձեռքբերման հետ կապված: Թեև ֆինանսական հաստատությունների հեռու լինելը հանդիսանում է հիմնական խոչընդոտներից մեկը, սակայն գնալով նվազում է մասնաճյուղերը և բանկոմատներն ավելացնելու նշանակությունը, քանի որ թվային տեխնոլոգիաները նպաստում են ֆինանսական ծառայությունների հասանելիությանն ու մատչելիությանը:

6. ՀՀ կուտակային համակարգի մասնակիցների չեզոք վարքագծի պատճառները բացահայտելու նպատակով անցկացված հարցումների տվյալների հիման վրա կարող ենք եզրակացնել, որ ֆինանսական գրագիտությունը և ներգրավվածությունը, եկամտի և կրթական մակարդակը, ֆինանսական խնդիրների առաջացման հաճախակիությունը կարևոր դեր են խաղում մասնակիցների վարքագծի վրա, մասնավորապես՝ ֆոնդն ինքնուրույն ընտրելու և կուտակային հաշվի մնացորդը պարբերաբար հսկելու վրա: Որոշումների ծառի (decision tree) հիման վրա պատահական անտառների (random forest) մոդելի միջոցով ապացուցել ենք, որ կա կախվածություն մասնակցի մի շարք հատկանիշների (ֆինանսական գրագետ և ներգրավված լինելը, սեռը, կրթությունը, եկամտի մակարդակը, ֆինանսական խնդիրներ առաջանալու հաճախակիությունը և ֆոնդն ինքնուրույն ընտրելու հանգամանքը) և կենսաթոշակային հաշվի մնացորդի հսկելու հաճախանության միջև: Ուստի մասնակիցների չեզոք վարքագիծը կարող է փոխվել ֆինանսական գրագիտության և ֆինանսական ներգրավվածության բարձրացմամբ:

7. Զարգացած և զարգացող երկրների կտրվածքով իրականացված ռեգրեսիոն վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ բացի գիտական գրականության մեջ առավել շատ ուսումնասիրված գործոններից (ֆինանսական գրագիտության մակարդակ և ինստիտուտների նկատմամբ վստահություն)՝ կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա ազդում են նաև մի շարք այլ գործոններ, որոնք կապված են երկրի ֆինանսական ներգրավվածության և ֆինանսական զարգացվածության մակարդակի, ինչպես նաև գործող կենսաթոշակային համակարգի արդյունավետության հետ: Վերջինս հակադարձ կերպով է ազդում կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում ներդրումներ կատարելու պահանջարկի վրա, այսինքն՝ որքան բարձր են երկրում կենսաթոշակները, այնքան անհատներն ավելի քիչ են հակված ներդրումներ կատարել կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում: Մինչդեռ երկրի բարձր ֆինանսական ներգրավվածությունը և ֆինանսական զարգացվածությունը էական դրական ազդեցություն են թողնում կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա:

8. ՀՀ-ում կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների գերակշիռ մասն ինքնուրույն չի ընտրել կենսաթոշակային ֆոնդը, ինչի պարագայում ավտոմատ ընտրվում են միջին դիսկայնության ֆոնդերը, որոնք սակայն հնարավոր է լավագույնս չհամապատասխանեն մասնակցի շահերին: Խնդրի լուծման նպատակով ուսումնասիրել ենք «կյանքի ցիկլի» մոդելով գործող կենսաթոշակային ֆոնդը՝ որպես ՀՀ-ում ավտոմատ ընտրվող ֆոնդ սահմանելու նպատակահարմարությունը:

Եկամտաբերությունների, կուտակվելիք խնայողությունների, դիսկերի և սթրես թեստավորման գծով կատարված վերլուծություններ ցույց են տալիս, որ ՀՀ-ում ներկայումս գործող կյանքի ոճի մոդելի համեմատ՝ կյանքի ցիկլի մոդելի կիրառման դեպքում միջինում եկամտաբերությունն ավելի բարձր է ստացվում: Միաժամանակ նաև դիսկն է ավելի մեծ, սակայն դրա դեպքում 1 միավոր դիսկի բարձրացմամբ միջինում ավելի մեծ շահույթ է ստացվում, քան կյանքի ոճ մոդելի դեպքում:

Հաշվի առնելով ՀՀ-ում կյանքի ցիկլի մոդելին անցման դեպքում սպասվող այլ օգուտները և առաջացող խնդիրները՝ առաջարկել ենք իրականացնել *կյանքի ցիկլի մոդելին աստիճանական անցման մեխանիզմ*, որը կչեզոքացնի առաջացող ռիսկերը. երկրից «երկար փողերը» դուրս չեն բերվի, ֆոնդերի արտարժույթային ռիսկը չի մեծանա, անհրաժեշտություն չի առաջանա ստեղծելու բազմաթիվ ֆոնդեր և ծախսերի մասշտաբի էֆեկտը չի թուլանա, հաշվի կառնվի ոչ միայն մասնակցի տարիքը, այլ նաև արդեն իսկ կուտակված խնայողությունների՝ անհրաժեշտ սահմանաչափին հասնելը:

9. ՀՀ-ում ֆինանսական ներգրավվածության բարձրացման տեսանկյունից կարևոր դեր կարող են խաղալ ներբանկերը և չելլենջըր բանկերը, քանի որ դրանք կարող են լուծել ՀՀ-ում ֆինանսական ծառայություններից չօգտվելու հիմնական խնդիրները (անբավարար միջոցները, գործարքային բարձր ծախսերը և ֆինանսական հաստատությունների հեռավորությունը):

Առենախոսության հիմնական դրույթներն արտացոլված են հեղինակի հետևյալ հրապարակումներում՝

1. Համբարձումյան Լ., «Կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակցության վրա ֆինանսական ներգրավվածության ազդեցության գնահատումը», «Տարածաշրջան և աշխարհ» գիտավերլուծական հանդես, հատոր XII, No 3, հունիս 2021թ., էջ 124-131
2. Համբարձումյան Լ., «ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքի վերլուծությունը և զարգացման հեռանկարները», «Այլընտրանք» եռամսյա գիտական հանդես, հունվար-մարտ 2021թ., էջ 80-88
3. Համբարձումյան Լ., «Կյանքի ցիկլի մոդելի կիրառման նպատակահարմարությունը ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերում», «Բանբեր ՀՊՏՀ» 1(61), 2021թ. էջ 9-24
4. Համբարձումյան Լ., «Ներբանկերը և չելլենջըր բանկերը որպես ֆինանսական ներգրավվածության ընդլայնման նախադրյալներ ՀՀ-ում», «Հանրային կառավարում» գիտական հանդես 1/2020, էջ 146-154
5. Համբարձումյան Լ., «Էստոնիայի և Հայաստանի կենսաթոշակային համակարգերի համեմատական վերլուծությունը», «Տարածաշրջան և աշխարհ» գիտավերլուծական հանդես, հատոր XI, No 1, հունիս 2020թ., էջ 148-154
6. Համբարձումյան Լ., «Ֆինանսական գրագիտության ազդեցությունը կենսաթոշակային ֆոնդերում մասնակիցների ներգրավվածության վրա ՀՀ-ում», «Այլընտրանք» եռամսյա գիտական հանդես, հուլիս-սեպտեմբեր 2019թ., էջ 298-304

**ОЦЕНКА ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ И
ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ**

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 – “Финансы, бухгалтерский учет”

Защита диссертации состоится в 15 сентября 2022 года в 14:00, на заседании Специализированного совета 014 ВАК Республики Армения по экономике, действующего в Армянском государственном экономическом университете, по адресу: 0025, Ереван, ул. Налбандяна 128.

АННОТАЦИЯ

Основные проблемы реформированной пенсионной системы РА связаны с распределением активов пенсионных фондов с учетом ограниченных финансовых инструментов и направлений инвестирования в РА. Другие существенные проблемы связаны с поведением участников пенсионных фондов, в частности, с безразличием участников к выбору типов и управляющих пенсионных фондов, контролю за пенсионными накоплениями, низким уровнем участия в добровольных пенсионных фондах и т.д. Следовательно, важно иметь глубокое представление о факторах, влияющих на принятие таких финансовых решений, что будет полезно для регулирующих органов и управляющих пенсионными фондами.

Большая часть научных исследований по этой теме связана с выявлением влияния финансовой грамотности и доверия к институтам на пенсионное планирование. Важно изучить другие возможные факторы, включая финансовую интеграцию, для различных аспектов пенсионного планирования и оценить степень их воздействия.

В последние годы финансовая интеграция сама стала приоритетной, поскольку была доказана ее связь с повышением социального благосостояния и обеспечением экономического роста. Ее уровень в Армении вырос за последние несколько лет, но значительная часть населения до сих пор не имеет банковского счета, которое является одним из минимальных показателей финансовой интеграции. Следовательно, важно выявить факторы, препятствующие более глубокому расширению финансовой интеграции в РА, и искать возможные пути стимулирования последнего.

Они определяют актуальность темы диссертации и определяют цель научного исследования и поставленные задачи.

Основная цель диссертации заключается в определении влияния финансовой интеграции на участие в пенсионных фондах и предложении подходы для

количественной оценки этого влияния. Для достижения поставленной в диссертационной работе цели представлены следующие задачи:

- определить особенности реформированной пенсионной системы в РА и проблемы, которые необходимо решить,
- изучить экономическое содержание финансовой интеграции и проявления ее взаимосвязи с финансовой грамотностью,
- изучить подходы, касающиеся влияния финансовой грамотности, доверия к институтам и финансовой интеграции на участие в пенсионных фондах,
- проанализировать проблемы, связанные со структурой активов пенсионных фондов в РА, и международный опыт в этой области,
- изучить динамику финансовой интеграции в РА и выявить факторы, препятствующие ее расширению,
- выявить факторы, влияющие на поведение участников обязательного пенсионного фонда в РА,
- изучить модель жизненного цикла как способ улучшения управления активами пенсионных фондов РА и оценить ожидаемые выгоды и проблемы при ее практическом применении,
- оценить степень влияния финансовой интеграции и других факторов, влияющих на участие пенсионных фондов,
- предложить возможные пути расширения финансовой интеграции в РА.

Основные научные результаты исследования имеют теоретическое и практическое значение, научная новизна которых заключается в следующем:

- выявлены факторы, влияющие на нейтральное поведение участников обязательной накопительной пенсионной системы в РА, которые не выбрали пенсионный фонд,
- по сравнению с текущей моделью образа жизни, целесообразность создания модели жизненного цикла в качестве автоматически выбранной модели пенсионного фонда в РА была обоснована, путем анализа доходности и риска,
- разработан подход для постепенного перехода от текущей модели образа жизни к модели жизненного цикла для обязательных пенсионных фондов РА с учетом рисков, международного опыта и особенностей местного рынка,
- в странах с добровольной пенсионной системой статистически значимая взаимосвязь была доказана между участием в пенсионных фондах и финансовой интеграцией, финансовой грамотностью, развитием финансовых рынков, эффективностью существующей пенсионной системы, и для оценки этих взаимосвязей были предложены модели множественной регрессии,
- были выявлены пути влияния небанков и “challenger” банков на более широкое расширение финансовой интеграции в РА, подчеркнув проблемы и выгоды, связанные с их внедрением.

**THE ASSESSMENT OF THE INTERACTION BETWEEN PENSION FUNDS AND
FINANCIAL INCLUSION IN THE REPUBLIC OF ARMENIA**

Abstract of the dissertation for pursuing the degree of PhD in economics in the specialty
08.00.03 – “Finance, Accounting”

The defense of the dissertation will take place on September 15, 2022, at 14:00, at the
Meeting of the Specialized Council 014 in Economics of the Supreme Certifying
Committee of the Republic of Armenia acting at Armenian State University of Economics.
Address: 0025, Yerevan, st. Nalbandyan 128.

ABSTRACT

Main problems of reformed pension system of RA related to allocation of pension funds assets considering the limited financial instruments and investment directions in RA. Another major problems are associated with the behavior of pension fund participants, particularly, the indifference of participants in choosing their pension fund types and managers, monitoring the accumulated pension savings, low participation in voluntary pension funds, etc. Hence, it is essential to have deep insight of the factors affecting on such financial decision-making, which will be useful for regulators and pension fund managers.

Most of the scientific research on this topic related to the identification of the impact of financial literacy and trust in institutions on pension planning. It is important to study the other possible factors, including financial inclusion, on various aspects of pension planning and to assess the extent of the impacts furthermore.

In recent years, financial inclusion itself has become priority, since its connection with improving social welfare and ensuring economic growth has been proven. Its level in Armenia has expanded over the last few years, but a considerable part of the population does not have a bank account so far, which is one of the minimum indicators of financial inclusion. Consequently, it is substantial to reveal the factors preventing deeper expansion of financial inclusion in RA and to look for possible ways to stimulate the latter.

These are what determine the relevance of the topic of the dissertation and determine the purpose of scientific research and the tasks set.

The main purpose of the dissertation is to identify the impact of financial inclusion on participation in pension funds and propose approaches for quantifying its impact. To achieve this goal, the following main problems were determined and solved:

- to identify the features of the reformed pension system in RA and the problems that need to be solved,
- to reveal the economic substance of financial inclusion and the implications of its relationship with financial literacy,
- to study the approaches regarding the impact of financial literacy, trust in institutions and financial inclusion on the pension fund participation,
- to analyse the problems related to the structure of pension funds' assets in RA and international experience on the pension asset structure,
- to examine the dynamics of financial inclusion in RA and identify the factors that prevent its expansion,
- to identify factors affecting on the behavior of mandatory pension fund participants in RA,
- to study the life cycle model as a way to improve the asset management of RA pension funds and to assess the expected benefits and problems in its practical application,
- to assess the extent of the impact of financial inclusion and other factors affecting on the participation of pension funds,
- to suggest possible ways of broadening financial inclusion in RA.

The following findings constitute the primary results and the main scientific novelty of the dissertation:

- the factors affecting on the neutral behavior of the mandatory accumulative pension system's participants in the RA, who have not chosen pension fund, have been identified,
- in comparison with the current lifestyle model the expediency of establishing life-cycle model as an automatically selected pension fund model in the RA was substantiated by analysing profitability and risk,
- an approach has been developed for the gradual transition from the current lifestyle model to the life-cycle model for mandatory pension funds of the RA taking into account risks, international experience and peculiarities of the local market,
- in the countries having voluntary pension system a statistically significant relationship has been substantiated between pension fund participation and financial inclusion, financial literacy, development of financial markets, the effectiveness of the existing pension system, and to assess these relationships multiple regression models were proposed,

the ways of implication of neobanks' and challenger banks' impact on broader expansion of financial inclusion in the RA have been revealed highlighting the problems and benefits associated with their implementation.

