

**ՌՈՒՍ-ՀԱՅԿԱԿԱՆ (ՍԼԱՎՈՆԱԿԱՆ) ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ**

**Մելքոնյան Գեորգի Արամի**

**«ԵՐԿԱՐԱԺԱՄԿԵՏ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՌԵՍՈՒՐՍՆԵՐԻ ՄԵՋ  
ԿՈՒՏԱԿԱՅԻՆ ԿԵՆՍԱԹՈՇՈՎԱԿԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ  
ՓՈԽԱԿԵՐՊՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ»**

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

**ՍԵՂՄԱԳԻՐ**

**ԵՐԵՎԱՆ – 2025**

---

**РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ (СЛАВЯНСКИЙ) УНИВЕРСИТЕТ**

**Мелконян Георгий Арамович**

**ПРОБЛЕМЫ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ АКТИВОВ НАКОПИТЕЛЬНОЙ  
ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ В ДОЛГОСРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ  
РЕСУРСЫ В РА**

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук по специальности  
08.00.03 – «Финансы, бухгалтерский учет»

**ЕРЕВАН – 2025**

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Ռուս-Հայկական (Սլավոնական) համալսարանում:

**Գիտական ղեկավար՝**

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
**Էդվարդ Մարտինի Սանդոյան**

**Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝**

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
**Մարինա Ալեքսանդրի Աբրամովա**

տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ  
**Կարեն Էդուարդի Սահակյան**

**Առաջատար կազմակերպություն՝**

Հայաստանի պետական տնտեսագիտական  
համալսարան

Պաշտպանությունը կայանալու է 2025 թվականի հունիսի 17-ին, ժամը 14<sup>00</sup>-ին, Ռուս-Հայկական (Սլավոնական) համալսարանում գործող Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցեն՝ 0051, ք. Երևան, Հ.Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Ռուս-Հայկական (Սլավոնական) համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2025 թ. մայիսի 16-ին:

**008 մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար՝**



**տ.գ.թ., դոցենտ  
Ի.Բ. Պետրոսյան**

Тема диссертации утверждена в Российско-Армянском (Славянском) университете.

**Научный руководитель:**

доктор экономических наук, профессор  
**Сандоян Эдвард Мартинович**

**Официальные оппоненты:**

доктор экономических наук, профессор  
**Абрамова Марина Александровна**

кандидат экономических наук, доцент  
**Саакян Карен Эдуардович**

**Ведущая организация:**

Армянский государственный экономический университет

Защита состоится 17-ого июня 2025 г., в 14<sup>00</sup>, на заседании Специализированного совета 008 по экономике при Российско-Армянском (Славянском) университете по адресу: 0051, Ереван, ул. О.Эмина 123.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Российско-Армянского (Славянского) университета.

Автореферат разослан 16-ого мая 2025 года.

**Ученый секретарь  
Специализированного совета 008**



**к.э.н., доцент  
И.Б. Петросян**

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** По своей сути, пенсионное обеспечение является одним из краеугольных камней системы социальной защиты любого государства: независимо от выбранной модели пенсионного обеспечения, основная идея, лежащая в основе этой системы, остается одинаковой. С помощью системы пенсионного обеспечения, государство гарантирует отдельным группам общества необходимый для продуктивной жизнедеятельности уровень благосостояния: если в случае распределительной системы это происходит за счет гарантии обязательства следующих поколений по линии осуществления соответствующих выплат для социальных нужд взамен на текущие выплаты соответствующей группы общества, что в академической литературе называется моделью солидарности поколений, то в случае накопительной системы, государство гарантирует сохранность средств, накопленных для целей дальнейшего получения при достижении пенсионного возраста<sup>1</sup>. Однако, важно отметить, что глобальное изменение демографической структуры населения стран мира привело к значительным трансформациям и в сфере пенсионного страхования. Согласно данным ООН, средняя продолжительность жизни в мире увеличилась на 20 лет за последние 50 лет<sup>2</sup>. Вместе с тем, если, например, в Европе в 1950 году на 6,4 работающих приходился один пенсионер, ожидается, что этот показатель снизится до 1,8 к 2050 году<sup>3</sup>. В случае же Армении данный показатель уже на данный момент сильно отличается от эффективного: в распределительной пенсионной системе, как правило, четыре работающих человека должны обеспечивать пенсионные выплаты одного пенсионера, однако, в Армении на одного пенсионера приходится всего 1,5 работающих человека, что значительно ухудшает финансовую устойчивость системы<sup>4</sup>. Этот дисбаланс сделал необходимым переход на накопительную пенсионную систему. Таким образом, как с точки зрения сохранения социальной стабильности, так и в контексте обеспечения долгосрочного благосостояния населения, изучение вопроса эффективности управления пенсионными фондами является крайне актуальным.

Вместе с тем, важно подчеркнуть и экономическую составляющую вопроса пенсионного обеспечения. Трансформация системы пенсионного обеспечения с распределительной в сторону накопительной создает некоторые новые горизонты в контексте долгосрочного экономического развития страны<sup>5</sup>. Имея целью сохранения в стоимостном отношении накопленных со стороны населения средств, основные акторы данной системы должны рассматривать механизмы долгосрочного безрискового распределения средств, направленного на создание дополнительных активов, обеспечивающих вознаграждение, эквивалентное потерям из-за инфляционных и иных процессов, что и позволит в долгосрочной перспективе обеспечить соответствующий уровень благосостояния участников накопительной пенсионной системы. Таким образом, при соответствующих эффективных мерах, государство может создать

---

<sup>1</sup> Осипян А. Л., Экономика государства благосостояния: основы и формирование в условиях рыночной трансформации, Донецк. 2001. С. 40, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1125293>

<sup>2</sup> База данных Всемирного банка, <https://data.worldbank.org/>

<sup>3</sup> База данных Всемирного банка, <https://data.worldbank.org/>

<sup>4</sup> База данных ЦБ РА, <https://www.cba.am>

<sup>5</sup> Болдырева Н.Б., Решетникова Л.Г., Об эффективности инвестиционной деятельности управляющих в системе обязательного пенсионного страхования // Вестник Санкт-петербургского университета, Т. 36 выпуск 3, 2020, С. 483–513, <https://doi.org/10.21638/spbu05.2020.306>

условия для преобразования накопленных активов в долгосрочные инвестиции внутри страны. Исходя из этого, можно сделать вывод, что данное исследование актуально также и с точки зрения разработки эффективных подходов в части такой трансформации.

Несмотря на то, что первые пенсионные системы возникли более 100 лет назад и претерпели множество изменений, проблем в сфере пенсионного обеспечения населения по-прежнему много, в особенности актуальными и достаточно острыми являются проблемы управления и контроля. В этом контексте важно отметить трансформирующий характер мирового финансового кризиса 2008-2009 годов, который возымел существенное влияние в контексте именно экономической составляющей накопительной пенсионной системы. Как мировой финансовый кризис, так и пандемия коронавируса в корне изменили восприятие долгосрочных целей и задач управляющих пенсионными фондами, таким образом, в новых условиях изучение трансформации природы накопительного пенсионного страхования является одним из важнейших аспектов в деле понимания путей развития всей системы в целом.

До недавнего времени система, действовавшая в сфере пенсионного обеспечения в Армении, была распределительной. В настоящее время государство создало накопительную пенсионную систему путем проведения реформ, в результате которых должно произойти накопление капитала и развитие финансовых рынков. Опыт показывает, что реформы пенсионной системы вызывают социальное недовольство, так как реформы в основном связаны с повышением пенсионного возраста, отказом от льготных пенсий или увеличением вложений в пенсионные фонды. Наряду с вышеперечисленным, возникли проблемы и в сфере надзора за пенсионными фондами, что еще более усложняет ситуацию. В целом, данное исследование актуально и с той точки зрения, что позволяет продемонстрировать полную картину текущего состояния накопительной пенсионной системы в РА. Для достижения такой полноты картины естественно рассмотрение международного опыта: в разных странах сформировались различные системы и механизмы управления пенсионными фондами, разработанные государством, которые также нуждаются в реформировании и совершенствовании<sup>6</sup>.

Тема исследования актуальна также с научной точки зрения: как было отмечено, трансформация мировой экономики привела к необходимости переосмысления природы и целей накопительной пенсионной системы. На данный момент, не только в Армении, но и во всем мире, параллельно с практическими изменениями в методах и инструментах управления пенсионными фондами происходит серьезные научные дискуссии для полноценного понимания текущего состояния и путей развития накопительной пенсионной системы.

Важно также подчеркнуть актуальность изучения на практике текущего состояния портфелей пенсионных фондов Республики Армения в контексте заполнения существующего пробела в отечественной экономической науке и создания проработанной основы для дальнейшего изучения вопроса со стороны других исследователей.

Таким образом, выбранная тема крайне актуальна, как с точки зрения того, что в условиях локальных и глобальных трансформаций накопительная пенсионная система претерпевает сильнейшие изменения, что требует глубокого и всестороннего осмысления, так и в контексте того, что для Армении необходимы разработка и внедрение новых подходов и механизмов обеспечения соответствующей среды для

---

<sup>6</sup> Грызлова А. В., Яненко Е. А. Обзор зарубежных пенсионных систем // «Отечественные записки», 2005. №. С.37.

эффективной трансформации накопленных активов в долгосрочные инвестиции, направленные на стабильное экономическое развитие страны.

**Цели и задачи исследования.** Целью представленного к рассмотрению диссертационного исследования является выявление и формирование эффективных подходов для преобразования активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы в РА.

Для достижения указанной цели в исследовании были поставлены и решены следующие задачи:

- Изучение видений и представлений академической среды об основных факторах эффективности управления пенсионными фондами в современных экономических реалиях;
- Анализ академической литературы, посвященной актуальным вызовам деятельности управляющих пенсионными фондами;
- Исследование современных подходов и новых инструментов управления пенсионными фондами, разработанных как отдельными странами, так международными организациями (например, ОЭСР);
- Изучение текущих значений основных показателей пенсионных фондов в ряде выбранных стран;
- Обзор пенсионной системы в РА и ретроспективный анализ причин проведения пенсионной реформы;
- Анализ нормативно-правовых актов, регулирующих деятельность, в том числе, инвестиционную политику пенсионных фондов в контексте создания необходимых условий развития долгосрочных вложений на институциональном уровне;
- Анализ деятельности управляющих пенсионными фондами «Amundi ACBA Asset Management» и «С-QUADRAT Ampega» в контексте изучения фондов, находящихся под их управлением, на предмет соответствия нормативно-правовым актам, рекомендациям ОЭСР, фидуциарности, формирования долгосрочных инвестиций и экономической целесообразности;
- Создание эконометрической модели оценки уровня доходности долевых ценных бумаг, входящих в пенсионные фонды РА, с учетом соответствующего уровня риска с целью выявления обоснованности их приобретения со стороны управляющих пенсионными фондами;
- Разработка практических предложений по реформированию как соответствующего законодательства, так и текущих подходов управляющих пенсионными фондами РА в части формирования портфелей пенсионных фондов, направленных на эффективное преобразование активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы.

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования являются инвестиционные активы управляющих пенсионными фондами в РА. Предметом исследования является инвестиционная политика управляющих пенсионными фондами в контексте преобразования их активов в долгосрочные финансовые ресурсы.

**Теоретико-методологические и информационные основы исследования.** Теоретической и методологической основой для решения задач, поставленных в исследовании, явились:

а) Фундаментальные теоретические воззрения и академические представления на тему основных факторов эффективности управления пенсионными фондами.

б) Основные вызовы и препятствия развития инвестиционной политики управляющих пенсионными фондами в условиях трансформации мирового финансового рынка.

в) Рекомендации ОЭСР по управлению пенсионными фондами, а также аналитические работы на тему эффективности управления пенсионными фондами, осуществленные исследователями Всемирного банка, Банка Англии, Банка Нидерландов, Центрального банка РА, а также отдельных исследователей и экспертов.

Учитывая поставленную цель исследования и необходимость рассмотрения процессов формирования пенсионных фондов как в Армении, так и за рубежом, на протяжении соответствующего промежутка времени, в качестве основного научного метода было выбрано лонгитюдное исследование.

Также в рамках исследования применялись системный подход, качественные методы (в том числе, кабинетное исследование, контент-анализ, дискурс-анализ), количественные методы (в том числе, статистический метод и метод эконометрического моделирования).

Системный подход был использован с целью рассмотрения всех основных факторов, влияющих на трансформацию подходов и механизмов управления пенсионными фондами.

В качестве одного из качественных методов исследований был применен метод кабинетного исследования, так как в части изучения нормативно-правовых актов, а также академической литературы и официальных рекомендаций со стороны международных организаций первостепенными являются квалифицированный сбор и первичная обработка документов. В части изучения нормативно-правовых актов и рекомендаций был также использован метод контент-анализа, направленный на систематизацию и стандартизацию основных идей и логики изучаемых документов, а в рамках исследования академической литературы и практического соответствия фактической реальности нормативно-правовым актам, был использован метод дискурс-анализа, что позволяет выявить основные противоречия и несоответствия, с одной стороны, в формальных требованиях государства и реальных действиях компаний, а с другой стороны – в академических представлениях о вопросе эффективности управления пенсионными фондами.

В исследовании использованы также количественные методы: автором проведено изучение показателей как пенсионных фондов других стран, так и текущего состояния структуры и качества портфелей пенсионных фондов РА с использованием статистического метода.

Информационной базой исследования послужили данные Национального статистического комитета РА, Центрального банка РА, Всемирного банка, Международного валютного фонда, Организации экономического развития и сотрудничества, а также управляющих пенсионными фондами РА «Amundi ACBA Asset Management» и «С-QUADRAT Arpega».

**Научная новизна исследования.** К наиболее важным результатам диссертационного исследования, содержащим научную новизну, относятся следующие:

1. Осуществлена эконометрическая оценка активов управляющего пенсионным фондом «С-Quadrat Arpega» с использованием ценообразования капитальных активов (САРМ), расчёта коэффициентов бета и Шарпа.

2. Разработана концепция преобразования активов накопительной пенсионной системы РА в долгосрочные финансовые ресурсы с использованием механизма оптимизации операционной деятельности управляющих компаний.
3. Разработан механизм государственного регулирования размещения активов управляющих пенсионными фондами, позволяющий минимизировать экстернальные риски и стимулировать преобразование активов накопительной пенсионной системы в долгосрочные финансовые ресурсы.

***Теоретическая и практическая значимость исследования.*** Теоретическая и практическая значимость исследования выражается в:

- Определении теоретических рамок современного восприятия природы и целей накопительной пенсионной системы в контексте преобразования данной системы как в плане сокращения критерия долгосрочности, так и смещения основных целей в пользу безрискового сбережения с минимизацией риска ликвидности вместо долгосрочного инвестирования с целью увеличения накопленных активов.
- Разработке приемлемых практик эффективного инвестиционного управления с учетом существующих ограничений, характерных для пенсионных фондов.

Практическая значимость исследования состоит, в первую очередь, в том, что оно может послужить основой для реформирования всей системы пенсионного обеспечения РА, в том числе, нормативно-правового регулирования деятельности управляющих пенсионными фондами РА. С другой стороны, работа несет в себе практическую значимость в контексте пересмотра как общих подходов и механизмов управления активами пенсионных фондов, так и текущей структуры и фактических вложений портфелей пенсионных фондов.

Результаты диссертационного исследования могут быть использованы в процессе преподавания следующих дисциплин: «Финансы», «Экономическая политика», «Международная экономика».

***Апробация и публикация результатов.*** Основные результаты исследования апробированы на научных семинарах, круглых столах и научных конференциях, проводимых в Российско-Армянском (Славянском) университете и отражены в шести научных трудах, опубликованных в научных журналах, входящих в список КВОН РА.

***Объем и структура диссертационной работы.*** Диссертационное исследование состоит из введения, четырех глав, части выводов и рекомендаций, списка использованной литературы и приложений. Диссертационное исследование изложено на 199 страницах (с приложениями), содержит 17 таблиц и 67 рисунков.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во *введении* работы обоснована актуальность темы диссертационной работы, представлена характеристика степени научной разработанности изучаемой проблемы, определены цель и задачи исследования, выделены объект, предмет и экспериментальная база исследования, выявлены теоретико-методологические основы, инструменты, информационно-эмпирическая база исследования, сформулированы научная новизна результатов исследования, раскрыта теоретическая значимость и научно-практическая ценность результатов исследования, представлены объем и структура диссертационного исследования.

**Первая глава исследования «Анализ академических воззрений по вопросам основных тенденций и вызовов управления пенсионными фондами»** посвящена комплексному теоретическому анализу современных академических представлений о ключевых тенденциях и вызовах, связанных с управлением пенсионными фондами в условиях трансформации финансовых рынков. В центре внимания находится роль пенсионных фондов как системообразующих участников финансовой системы, обладающих не только значительными ресурсами, но и способностью оказывать влияние на структуру, стабильность и направление развития национальных и глобальных инвестиционных потоков.

На сегодняшний день совокупные активы пенсионных фондов превышают 56 трлн. долларов США, что делает их крупнейшими институциональными инвесторами наряду с суверенными фондами, страховыми компаниями и взаимными фондами<sup>7</sup>. Такая концентрация капитала определяет их уникальную функцию: с одной стороны, они являются стабильным источником долгосрочных инвестиций благодаря регулярным обязательным взносам вкладчиков, а с другой – оказывают структурное воздействие на поведение рынков капитала и денежное обращение<sup>8</sup>. В отличие от других форм инвестирования, таких как инвестиции в акции или хедж-фонды, деятельность пенсионных фондов характеризуется устойчивым, предсказуемым денежным потоком и стратегическим горизонтом, охватывающим десятилетия. Это обстоятельство делает их не только экономическими акторами, но и институциональной опорой для формирования «длинных» денег, способных обеспечить развитие национальной экономики на структурном уровне.

В рамках теоретической части автор приводит обзор фундаментальных научных работ, освещающих последствия активных действий пенсионных фондов на финансовых рынках. Так, в исследованиях Андрея Шлейфера<sup>9</sup>, Роберта Холтхаузена, Майрона Шоулза<sup>10</sup> и других учёных подчеркивается, что частые и непродуманные транзакции пенсионных фондов могут провоцировать ценовую нестабильность на рынке ценных бумаг. Эмпирические исследования, проведенные на примере Чили, подтвердили, что чрезмерная активность пенсионных фондов влияет на курс

---

<sup>7</sup> Pension funds' assets, OECD, URL: <https://u.to/74LXIA> (дата обращения: 20.08.2024 г.)

<sup>8</sup> Wurgler, J., & Zhuravskaya, E. Does arbitrage flatten demand curves for stocks? // The Journal of Business, 75(4), 2002, pp. 583–608. <https://doi.org/10.1086/341636>

<sup>9</sup> Shleifer, A. Do demand curves for stocks slope down? // The Journal of Finance, 41(3), 1986, pp. 579–590. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04518.x>

<sup>10</sup> Robert Holthausen, Richard Leftwich and David Mayers, The Effect of Large Block Trades: a Cross-Sectional Analysis // University of Chicago, 1984, pp. 237-267.

национальной валюты, а также приводит к волатильности финансовой системы в целом<sup>11</sup>.

Автор также акцентирует внимание на фискальных механизмах, способствующих или препятствующих развитию пенсионной системы. В частности, детально рассматриваются налоговые режимы, применяемые к пенсионным фондам: на стадии взноса, накопления доходов и выплаты пенсий. Указывается, что наличие или отсутствие налоговых стимулов напрямую влияет на инвестиционную активность и объём сбережений граждан. Исследования показывают, что налоговые льготы способствуют формированию длинных денег, одновременно снижая нагрузку на государственные социальные бюджеты в будущем<sup>12</sup>. Однако при недостаточной проработанности налоговая политика может усиливать имущественное неравенство, поскольку более обеспеченные слои населения получают несоразмерные преимущества от налоговых вычетов<sup>13</sup>.

Неотъемлемой частью обсуждения является влияние демографических факторов на устойчивость пенсионной системы. Увеличение средней продолжительности жизни, снижение уровня рождаемости и старение населения создают нагрузку на распределительные системы и подталкивают страны к переходу на накопительные модели. В Армении, как подчёркивает автор, на одного пенсионера приходится всего 1,5 работающих, тогда как в эффективной системе это соотношение должно быть не менее 4:1. Эта статистика иллюстрирует необходимость перехода к устойчивым инвестиционным механизмам, способным обеспечить долгосрочное финансирование за счёт аккумулирования и прироста пенсионных активов<sup>14</sup>.

В рамках главы рассматривается концепция фидуциарной ответственности управляющих компаний, обслуживающих пенсионные фонды. Согласно нормативным подходам, управляющие обязаны действовать исключительно в интересах бенефициаров, принимая решения, соответствующие принципу «разумного человека» и обеспечивая надлежащую диверсификацию, прозрачность и подотчетность<sup>15</sup>. Нарушение этих принципов может привести к подрыву доверия к пенсионной системе и снижению инвестиционной эффективности. Автор справедливо подчёркивает, что фидуциарные нормы должны быть не только юридически закреплены, но и институционально обеспечены, что требует развития надзорных и аудиторских механизмов.

Особое внимание уделяется проблеме ликвидности пенсионных активов как ключевому вызову современной пенсионной системы. После мирового финансового кризиса 2008 года и пандемии COVID-19 ликвидность стала приоритетной задачей для управляющих компаний. Недостаток ликвидных активов в кризисные периоды приводит к вынужденным продажам активов с убытком, снижению доходности и

---

<sup>11</sup> Da, Z., B. Larrain, C. Sialm, and J. Tessada. Destabilizing financial advice: Evidence from pension fund reallocations // *The Review of Financial Studies* 31 (10), 2018, pp. 3720–3755.

<sup>12</sup> Boretsky J., *Redefining a Blurry Line: A Proposal to Reform the Taxation of Pension Fund Business and Investment Income* // *Florida Tax Review*, 2017, Volume 20, Number 10, Article 11, pp. 621-663 <https://scholarship.law.ufl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1285&context=ft>

<sup>13</sup> Sandra Blome, Kai Fachinger, Dorothee Franzen, Gerhard Scheuenstuhl, Juan Yermo, *Pension Fund Regulation and Risk Management* // *OECD Working Paper*, 2007, <https://doi.org/10.1787/171755452623>

<sup>14</sup> База данных Всемирного банка, <https://data.worldbank.org/>

<sup>15</sup> Jay Youngdahl, *The Time Has Come for a Sustainable Theory of Fiduciary Duty in Investment* // *Hofstra Labor & Employment Law Journal*, Volume 29, 2011, pp. 115-126, <https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1526&context=hlej>

повышению рисков<sup>16</sup>. В ответ на это пенсионные фонды начали внедрять стратегии активного управления ликвидностью, включая формирование буферов, прогнозирование денежных потоков с использованием искусственного интеллекта и частичную переориентацию на более ликвидные инструменты.

Важным аспектом анализа становится дискуссия о влиянии размера пенсионного фонда на его эффективность. С одной стороны, увеличение масштабов позволяет снижать предельные административные издержки, инвестировать в передовые технологии и усиливать аналитическую базу<sup>17</sup>. С другой стороны, слишком крупные фонды сталкиваются с проблемами снижения гибкости, усложнением процедур принятия решений, необходимостью увеличения исследовательских расходов и рисками плохих инвестиций из-за ограниченности ликвидных и доходных активов. Эмпирические данные по фондам в Дании<sup>18</sup> указывают на то, что оптимальный размер фонда может быть рассчитан на основе числа участников и объема активов, находящихся под управлением.

Также автор отмечает трансформацию инвестиционной политики пенсионных фондов. В условиях длительной политики низких процентных ставок фонды были вынуждены отказаться от консервативной стратегии, ориентированной на государственные облигации, и начать инвестировать в более рисковые активы: акции, ипотечные ценные бумаги, недвижимость и инфраструктурные проекты. Этот сдвиг потребовал от управляющих компаний более глубоких аналитических компетенций, новых моделей оценки риска и диверсификации, а от государства – адекватного регулирования, учитывающего как потенциальную доходность, так и уязвимость системы в случае кризиса.

В заключение, в первой главе сделан вывод о том, что эффективное управление пенсионными фондами требует интеграции комплексного набора факторов: теоретически обоснованной инвестиционной стратегии, устойчивого правового регулирования, надлежащего управления рисками и ликвидностью, а также постоянного мониторинга макроэкономических, демографических и социальных параметров. В этом контексте государство должно не просто контролировать пенсионную сферу, но и выступать в качестве активного институционального архитектора, способного обеспечить условия для безопасного и эффективного функционирования накопительной пенсионной системы.

**Во второй главе работы «Инвестиционные политики пенсионных фондов в разных странах: анализ подходов и уровня эффективности»** проводится всесторонний анализ инвестиционных политик пенсионных фондов в различных странах, с акцентом на их эффективность и особенности стратегий управления активами. В условиях постоянно меняющейся экономической среды пенсионные фонды вынуждены адаптировать свои инвестиционные подходы, стремясь к обеспечению баланса между доходностью, рисками и ликвидностью активов.

Основное внимание уделяется тому, что, несмотря на общую цель – максимизацию прибыли при минимальных рисках, не существует универсальной модели инвестиционной политики пенсионных фондов. Различные страны вырабатывают собственные механизмы и подходы, учитывая национальные

---

<sup>16</sup> The Impact of the COVID-19 Pandemic on Public Pension Plans // American Academy of Actuaries, Issue Brief, 2020, 41 pages, <https://www.actuary.org/node/14093>

<sup>17</sup> Bauer, R.M.M.J, Cremers, K.J.M. & Frehen, R.G.P. Pension fund performance and costs: small is beautiful, 2010, 46 pages, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.965388>

<sup>18</sup> Jacob A. Bikker, Is there an optimal pension fund size? A scale-economy analysis of administrative and investment costs // Utrecht University, 2013, 36 pages [https://www.uu.nl/sites/default/files/rebo\\_use\\_dp\\_2013\\_13-06.pdf?utm](https://www.uu.nl/sites/default/files/rebo_use_dp_2013_13-06.pdf?utm)

экономические, правовые и демографические особенности. Так, например, пенсионные фонды стран ОЭСР применяют диверсифицированные стратегии управления активами, включая инвестиции в государственные и корпоративные облигации, акции, недвижимость и альтернативные финансовые инструменты.

Сравнительный анализ инвестиционной политики пенсионных фондов показывает, что страны, не входящие в ОЭСР, придерживаются иной структуры активов, характеризующейся меньшей степенью диверсификации и большей долей государственных облигаций и депозитов в инвестиционном портфеле<sup>19</sup>.

Кроме того, в главе рассматриваются макроэкономические и институциональные факторы, влияющие на выбор инвестиционных стратегий пенсионных фондов. В частности, подчеркивается, что степень государственного регулирования, уровень доверия населения к пенсионной системе, налоговая политика и финансовая грамотность населения оказывают непосредственное воздействие на инвестиционные решения управляющих компаний. В странах с развитой финансовой инфраструктурой наблюдается более широкое использование инструментов фондового рынка, тогда как в государствах с нестабильной экономикой предпочтение отдается инвестициям в активы с фиксированной доходностью.

Кроме того, в главе подробно рассматривается вопрос о доходности пенсионных фондов и источниках их прибыли. Анализ международного опыта показал, что во многих странах положительные финансовые результаты пенсионных фондов обусловлены не столько эффективностью инвестиционной деятельности, сколько постоянными поступлениями новых взносов от работающего населения. В результате такие пенсионные системы приобретают признаки пирамидальной структуры, где выплаты пенсионерам обеспечиваются за счет притока новых участников, а не за счет роста стоимости активов. В случае экономических кризисов или демографического спада такие системы становятся уязвимыми.

**Таблица 1**

**Сравнительный анализ сальдо пенсионных активов 2022 года и усредненных показателей отдачи от инвестиций в странах ОЭСР**

<b>Страна</b>	<b>Сальдо взносов и выплат</b>	<b>Отдача от инвестиций</b>
Швейцария	1,5%	2,8%
Исландия	3,7%	3,3%
Дания	2,6%	3,3%
Австралия	1,6%	4%
Чили	1,4%	3,1%
Канада	-0,9%	4,1%
Португалия	-0,5%	1,6%
Латвия	1,5%	-1,9%
Финляндия	-0,4%	3,6%
Коста Рика	1,3%	3,7%
Чехия	0,3%	-1%
Италия	0,5%	0,9%
Австрия	0%	0,8%
Испания	-0,2%	0,6%

<sup>19</sup> Источник: отчет ОЭСР "Pension Markets in Focus", №20, 2023, [www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets)

Люксембург	-0,1%	-0,2%
Польша	0,2%	-7,2%
Германия	0%	1,9%

Источник: составлено автором на основе Отчета ОЭСР "Pension Markets in Focus", No. 20. 2023,  
[www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets)

**Таблица 2**

**Сравнительный анализ сальдо пенсионных активов 2022 года и усредненных показателей отдачи от инвестиций в странах, не входящих ОЭСР**

Страна	Сальдо взносов и выплат	Отдача от инвестиций
Малави	0,4%	3,4%
Ботсвана	0,2%	0,6%
Гонг Конг	1,8%	-0,1%
Перу	0,5%	3,3%
Уругвай	1%	3,9%
Кения	0,3%	1,6%
Замбия	0,1%	3%
Хорватия	1,3%	-1,6%
Казахстан	1,4%	-0,4%
Болгария	1,1%	-0,8%
Сербия	0%	0,8%
Северная Македония	1,4%	1,1%
Румыния	0,8%	1,6%
Армения	1,4%	0,1%

Источник: Составлено автором на основе Отчета "Pension Markets in Focus", No. 20. 2023 от ОЭСР  
[www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets)

Важной частью анализа является оценка эффективности различных инвестиционных стратегий с точки зрения их доходности и устойчивости. Исследование показывает, что применение принципов портфельного инвестирования и диверсификации активов позволяет значительно снижать инвестиционные риски. В частности, долгосрочные вложения в индексные фонды и недвижимость демонстрируют стабильный рост доходности, что делает их привлекательными инструментами для пенсионных фондов. Однако в периоды экономической нестабильности инвестиции в высокодоходные активы могут оказаться рискованными, что требует осторожного подхода к управлению рисками.

Таким образом, проведенный анализ инвестиционных политик пенсионных фондов различных стран подтверждает, что успешное управление пенсионными активами требует комплексного подхода, включающего диверсификацию портфеля, мониторинг макроэкономических факторов и эффективное государственное регулирование. Представленные в главе данные и сравнительные характеристики позволяют глубже понять закономерности функционирования пенсионных фондов и определить наиболее успешные стратегии их инвестиционного развития.

**Третья глава работы «Пенсионная система Армении: причины реформирования и текущее регулирование»** посвящена анализу пенсионной системы Армении, причинам ее реформирования и особенностям текущего регулирования. Проведенное исследование выявило, что одной из ключевых причин перехода на накопительную пенсионную систему в Армении стало ухудшение

демографической ситуации, связанное со старением населения. Согласно данным Организации Объединенных Наций, к 2050 году число лиц старше 60 лет в мире достигнет 2 миллиардов человек, что составит более 20% населения Земли<sup>20</sup>.

В Армении демографическая ситуация имеет схожие тенденции. На 1 января 2015 года 12,6% постоянного населения страны, или около 378,7 тыс. человек, являлись пожилыми людьми, и это число продолжает расти. В послевоенные годы наблюдалась высокая рождаемость, однако к настоящему времени эти поколения начали выходить на пенсию, что создало серьезную нагрузку на систему государственного пенсионного обеспечения. Таким образом, трудоспособное население уже не в состоянии обеспечивать пенсии, соответствующие минимальной потребительской корзине, за счет налоговых отчислений. Этот фактор, наряду с необходимостью повышения устойчивости пенсионной системы, послужил основой для перехода к накопительной модели.

Дальнейший анализ реформирования пенсионной системы Армении показывает, что внедрение накопительного компонента сопровождалось сложными институциональными изменениями, включающими адаптацию законодательства, разработку новых механизмов администрирования и изменение структуры инвестиционных стратегий пенсионных фондов.

Исследование особенностей текущего регулирования пенсионной системы Армении выявило ряд ключевых аспектов, оказывающих влияние на функционирование пенсионных фондов. В первую очередь, это государственный контроль за инвестиционной деятельностью управляющих компаний, который направлен на снижение рисков и обеспечение долгосрочной устойчивости пенсионных активов. В Армении установлены жесткие требования к диверсификации инвестиционного портфеля пенсионных фондов, что позволяет минимизировать риски, связанные с волатильностью фондового рынка<sup>21</sup>.

Отдельное внимание в главе уделяется анализу законодательства, регулирующего деятельность пенсионных фондов в Армении. Детальное рассмотрение нормативно-правовой базы показывает, что развитие пенсионной системы сопровождается постоянными изменениями в законодательстве, направленными на повышение ее эффективности и устойчивости. Основные правовые акты, регулирующие пенсионную систему Армении, включают Закон «О накопительных пенсиях», Закон «О государственных пенсиях» и ряд подзаконных актов, устанавливающих правила формирования, инвестирования и выплаты пенсионных средств. Одним из ключевых аспектов является усиление требований к прозрачности работы пенсионных фондов и их подотчетности перед регуляторными органами<sup>22</sup>.

Анализ законодательства показывает, что в последние годы был принят ряд поправок, направленных на защиту интересов будущих пенсионеров. В частности, были введены новые нормы по диверсификации активов пенсионных фондов, а также ужесточены требования к управляющим компаниям, работающим с пенсионными средствами. Эти меры направлены на минимизацию рисков и повышение надежности системы. Однако в сравнении с международной практикой остается ряд аспектов, требующих дальнейшего совершенствования, включая механизмы гарантирования пенсионных выплат и регулирование долгосрочных инвестиционных стратегий.

---

<sup>20</sup> United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Social Inclusion, <https://social.desa.un.org/>

<sup>21</sup> База данных ЦБ РА, <https://www.cba.am>

<sup>22</sup> Закон «О накопительных пенсиях», <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=194995>

Таким образом, проведенный анализ реформирования пенсионной системы Армении и особенностей ее текущего регулирования позволил выявить основные вызовы и перспективы развития данной сферы. Основными направлениями совершенствования системы являются укрепление правовой базы, повышение эффективности инвестиционной деятельности пенсионных фондов и обеспечение прозрачности механизмов администрирования пенсионных активов. Представленные в главе данные и анализ международного опыта позволяют сформировать комплексный подход к развитию пенсионной системы Армении, направленный на повышение ее устойчивости и надежности в долгосрочной перспективе.

**Четвёртая глава работы «Оценка фактической инвестиционной деятельности управляющих компаний пенсионными фондами РА»** посвящён анализу структуры и динамики инвестиционных портфелей пенсионных фондов Республики Армения. Целью данной главы является более глубокое изучение инвестиционной политики, которой придерживаются управляющие пенсионными фондами Армении, на основе анализа финансовой отчетности с момента запуска накопительной пенсионной системы в стране.

**В первом параграфе четвертой главы «Анализ структур и динамики инвестиционных портфелей пенсионных фондов РА»** проведён детальный анализ инвестиционных портфелей трёх пенсионных фондов под управлением компании «С-QUADRAT Ampega»: фонда с фиксированным доходом (CQFIX), консервативного фонда (CQCON) и сбалансированного фонда (CQBAL). Исследование охватывало период с 2014 по 2023 годы и включало операционный анализ инвестиционных решений управляющей компании. Анализ подвергались не только агрегированные данные, но и каждая отдельная ценная бумага, входящая в состав инвестиционного портфеля, по каждому фонду в каждый конкретный год.

Методика исследования основывалась на сборе и обработке официальной финансовой отчетности фондов, опубликованной на сайте управляющей компании<sup>23,24</sup>. Автором была произведена реконструкция инвестиционных решений на основе доступной информации о наименованиях бумаг, их кодах, дате приобретения, сроках инвестирования и динамике изменения в составе портфелей. Особое внимание уделялось тому, сколько раз одна и та же ценная бумага покупалась и продавалась в рамках одного фонда, что позволило выявить повторяющиеся сделки с коротким горизонтом держания.

Несмотря на то, что пенсионные фонды по своей природе призваны быть долгосрочными инвесторами, исследование показало, что даже фонд с фиксированным доходом (CQFIX), который декларирует низкорисковую и консервативную стратегию, осуществлял инвестиции в инструменты с высоким уровнем кредитного риска. В частности, на 2023 год около 54% портфеля фонда CQFIX приходилось на активы с рейтингом «В», что, согласно классификации международного агентства «S&P Global Ratings», соответствует спекулятивному уровню и обозначает наличие существенных кредитных рисков<sup>25</sup>. Такая практика противоречит международным рекомендациям по управлению пенсионными активами, в частности стандартам ОЭСР, и вызывает сомнения в надёжности политики инвестирования фонда<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Официальный сайт «Amundi ACBA Asset Management» Армении, <https://amundi-acba.am/en>

<sup>24</sup> Официальный сайт «С-QUADRAT Ampega» Армении, <https://www.c-quadrat-ampega.am/>

<sup>25</sup> Официальный сайт S&P Global Ratings, <https://www.spglobal.com/ratings/en/>

<sup>26</sup> Рекомендации ОЭСР по управлению пенсионными фондами, <https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/103/103.en.pdf>

Кроме того, было выявлено, что фонды «С-QUADRAT Ampega» в значительной степени практикуют спекулятивную модель поведения: несмотря на то, что формальные сроки инвестирования облигаций составляли, например, два или три года, в ряде случаев позиции закрывались до наступления экспирации. Подобная практика особенно активно наблюдалась в фондах CQBAL и CQCON, но также имела место и в CQFIX. Это подтверждается тем, что по многим выпускам облигаций зафиксировано по две сделки на одну бумагу, что означает, что они были приобретены и проданы в течение короткого промежутка времени, без цели долгосрочного удержания. Таким образом, даже фонд с фиксированным доходом использовал тактику, характерную для краткосрочной спекуляции, что может существенно увеличивать риски пенсионной системы.

Анализ статистики показал, что по государственным и корпоративным облигациям РА, находившимся в составе портфелей, велось активное оперирование: сделки заключались по одним и тем же выпускам с разницей в сроках 1–2 года, что может свидетельствовать об отсутствии чёткой долгосрочной стратегии и попытках получения краткосрочной доходности за счёт рыночных колебаний. Такая инвестиционная практика плохо согласуется с идеологией формирования «длинных денег» в рамках накопительной пенсионной системы.

Отдельного внимания заслуживает распределение активов по классам и срокам. В результате анализа установлено, что инвестиционные портфели фондов характеризуются высокой концентрацией в отдельных типах инструментов, в частности, государственных облигациях Республики Армения. При этом более 60% портфелей инвестируются в национальную экономику, что обусловлено нормативными ограничениями, установленными законом о накопительных пенсиях и положениями Центрального банка Армении. Однако значительная часть облигаций, эммитированных правительством Армении, имеет рейтинг «В», что также свидетельствует о повышенном риске и противоречит принципу минимизации рисков пенсионных вложений.

В ходе анализа также были зафиксированы инвестиции в ряд инструментов, вызывающих сомнения с точки зрения прозрачности и обоснованности. В частности, в составе портфеля сбалансированного фонда CQBAL присутствуют инвестиции в фонд прямых инвестиций «Amber Capital Armenia». При этом у фонда отсутствует функционирующий официальный сайт, а информация о его деятельности в основном представлена на платформе LinkedIn. Юридические основания и регуляторные рамки для такого рода вложений недостаточно проработаны в правовой системе Армении, что делает эти инвестиции потенциально проблемными с точки зрения надёжности.

Также обращается внимание на риск ликвидности, связанный с короткими сроками инвестирования и высокой долей внебиржевых или низколиквидных активов. При неблагоприятных макроэкономических условиях необходимость быстрой реализации активов может привести к убыткам, что снижает устойчивость всей пенсионной системы.

Второй управляющей компанией пенсионными фондами является «Amundi-ACBA Asset Management». Данная компания примечательна тем, что на ее официальном сайте присутствует финансовая отчетность самой компании и отчетности фондов только с 2019 года, однако управляющая компания управляет пенсионными фондами начиная с 2014 года.

Во-первых, это противоречит Закону «О пенсионных фондах» и является явным примером несоблюдения положений закона. Кроме закона, согласно рекомендациям ОЭСР, публичность деятельности пенсионных фондов является одной из краеугольных

ценностей для накопительной пенсионной системы. В условиях отсутствия информации, вкладчики не имеют возможности справедливо оценивать деятельность фондов.

Несмотря на многочисленные официальные запросы автора менеджером «Amundi-ACBA Asset Management», получить данные не удалось. Это говорит не только о халатности управляющей компании, но и пробелах в регулятивной деятельности Центрального банка РА. Подобные явления имеют пагубное воздействие на пенсионную реформу и могут вызвать у исследователей и граждан РА обоснованные сомнения в добросовестности управляющей компании.

В контексте же исследуемого вопроса, имея данные с 2019 года, невозможно исследовать инвестиции на предмет долгосрочности и формирования длинных денег, из-за недостаточности статистических данных. Рассмотрение неполных данных может привести к «предвзятости подтверждения» в итоговом заключении, поэтому целесообразнее опираться на комплексный анализ фондов под управлением «С-QUADRAT Arpega».

Таким образом, по результатам анализа инвестиционных портфелей пенсионных фондов под управлением «С-QUADRAT Arpega» было выявлено, что несмотря на формально соблюдаемые рамки, фактически наблюдаются значительные отклонения от идеалов долгосрочного инвестирования. Управляющая компания использует тактику, близкую к рыночной спекуляции, что, в условиях высокой зависимости от государственных облигаций с низким рейтингом, порождает риск ликвидности и подрывает основу доверия к накопительной пенсионной системе.

**Во втором параграфе четвертой главы исследования «Оценка соответствия инвестиционной деятельности управляющих компаний нормам правового регулирования»** проводится оценка соответствия инвестиционной деятельности управляющих пенсионными фондами установленным нормам правового регулирования в Республике Армения. Был проведен анализ положения Закона РА «О пенсионных фондах» и других нормативных актов, регулирующих деятельность пенсионных управляющих компаний, с целью установления фактической практики их исполнения<sup>27</sup>.

Отдельный интерес представляет анализ инвестиционной деятельности управляющей компании «С-QUADRAT Arpega» на предмет соблюдения требований законодательства. Согласно статье 28, пункту 4 Закона РА «О пенсионных фондах», кастодианом пенсионного фонда может выступать только действующий на территории Армении банк, оказывающий услуги по хранению ценных бумаг в течение не менее двух лет. На практике же функции кастодиана исполняет Центральный депозитарий Армении, который не является банком, что формально нарушает законодательное требование. В связи с этим в работе предлагается изменить формулировку в законодательстве на «финансовая организация, имеющая депозитарную лицензию», что будет более адекватным отражением текущей ситуации и создаст основу для вовлечения банков в будущем.

В ходе дальнейшего анализа установлены и другие нарушения. В частности, пенсионные фонды под управлением «С-QUADRAT Arpega» не соблюдают требование о достаточной диверсификации портфелей и различии инвестиционных стратегий. Было выявлено, что консервативный и сбалансированный фонды имеют

---

<sup>27</sup> Закон «О пенсионных фондах РА», <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=64546>

практически идентичную структуру активов, за исключением уровня вложений в долевые ценные бумаги. Это ставит под сомнение саму целесообразность существования нескольких фондов с различными заявленными стратегиями.

Также установлены случаи вложений в фонды и компании, связанные с управляющей компанией, что напрямую противоречит законодательному запрету на аффилированные инвестиции. Кроме того, нарушаются лимиты вложений в один выпуск ценных бумаг и в одну страну: на практике значительная часть активов сосредоточена в государственных облигациях, эмитированных в Армении, многие из которых имеют рейтинг «В», что несёт дополнительные риски и снижает уровень международной диверсификации портфелей.

В работе подчёркивается, что нарушаются ключевые правовые принципы пенсионной системы, включая принцип фидуциарной ответственности, прозрачности и справедливости. Законодательство требует, чтобы инвестиционная политика фондов обеспечивала не только безопасность и надёжность вложений, но и их долгосрочный характер. Однако на практике инвестиции носят спекулятивный характер, сроки инвестирования минимальны, а активы часто продаются задолго до срока погашения.

Особенно остро в работе поднимается проблема непрозрачности деятельности управляющей компании «Amundi-ACBA Asset Management», в отношении которой автор не смог получить достаточной информации.

Таким образом, анализ норм правового регулирования и фактической инвестиционной деятельности управляющих компаний показывает наличие существенных отклонений от установленных требований. Эти отклонения создают риски для долгосрочной устойчивости пенсионной системы, подрывают доверие к реформе и требуют незамедлительного законодательного и институционального реагирования.

**В рамках третьего параграфа диссертационной работы «Эконометрическая модель оценки рентабельности и риска долевого ценных бумаг в портфелях пенсионных фондов»** автором была разработана и реализована эконометрическая модель, направленная на количественную оценку рентабельности и риска долевого ценных бумаг, входящих в состав инвестиционных портфелей пенсионных фондов, находящихся под управлением компании «С-QUADRAT Атрега». Проведение данного анализа стало необходимым для объективной оценки качества инвестиционных решений управляющей компании, с акцентом на те инструменты, которые предполагались как часть долгосрочной стратегии в рамках накопительной пенсионной системы.

Аналізу подверглись все долевые ETF фонды, когда-либо включавшиеся в портфели консервативного и сбалансированного фондов на протяжении всего десятилетнего периода функционирования пенсионной системы. В модели не использовались данные по инвестиционным фондам компании «Amundi-ACBA Asset Management» ввиду отсутствия доступа к необходимой информации о составе их портфелей и структуре инвестиций.

Эконометрическая модель включает три ключевых показателя: коэффициент бета, оценку по модели ценообразования капитальных активов (САРМ) и коэффициент Шарпа. Все расчёты проводились на основе анализа временных рядов стоимости ценных бумаг (размер ряда – десять лет), что позволяло абстрагироваться от субъективных решений управляющей компании и оценить качество самих инструментов.

Коэффициент бета отражал относительную волатильность конкретной ценной бумаги по отношению к рынку. Для расчёта использовались логарифмированные

соотношения ежедневных цен за анализируемый период, очищенные от случайных колебаний и шумов. Это позволило точно измерить рыночную чувствительность ETF фондов, включённых в портфели.

Модель CAPM использовалась для сопоставления ожидаемой доходности актива с его рисковым профилем. В качестве доходности без риска принимался показатель по десятилетним государственным облигациям США (4,21%). Ожидаемая рыночная доходность определялась на основе среднегодового прироста таких ключевых фондовых индексов, как S&P 500, DAX P, MSCI EUROPE, Nikkei 225 и других. Модель позволила оценить, превышает ли ожидаемая доходность долевого ценной бумаги минимально приемлемую доходность, соответствующую её рисковому профилю.

В завершение анализа рассчитывался коэффициент Шарпа, который отражает уровень доходности на единицу риска. Он позволил установить, насколько эффективно управляющая компания формировала портфели с точки зрения соотношения риска и доходности. В расчётах использовалась формула, включающая разницу между доходностью ценной бумаги и доходностью без риска, поделённую на стандартное отклонение временного ряда этой бумаги.

Все расчёты производились в нейтральной форме – вне зависимости от даты приобретения ценных бумаг и субъективных решений управляющей компании. Тем самым модель позволила автору сфокусироваться на объективной оценке качества самих инвестиционных инструментов, что особенно важно в контексте пенсионных фондов, где ключевыми параметрами выступают предсказуемость, надёжность и устойчивость вложений.

Разработка данной модели и её реализация в диссертационном исследовании позволили количественно обосновать уровень риска и рентабельности долевых компонентов инвестиционных портфелей пенсионных фондов Армении, а также определить степень их соответствия стратегическим целям системы накопительного пенсионного обеспечения.

Таким образом, в контексте улучшения деятельности пенсионных фондов и повышения уровня эффективности всей пенсионной системы, необходимо:

- В части изменения законодательства:
  - ✓ Уточнение критерия разности доли инвестиций в долевые ценные бумаги для консервативного и сбалансированного фондов для обеспечения соответствия структуры портфелей данных фондов ожиданиям доходности и, исходя из разной природы этих фондов.
  - ✓ Установление кредитных рейтингов не только в случае вложения в депозиты за границей, но и в случае других видов инвестирования.
  - ✓ Уменьшение рискованной маржи для производных ценных бумаг со 100% от портфеля до уровня меньше, чем доля инвестиций в базовые активы данной производной ценной бумаги.
  - ✓ Общий пересмотр законодательных целей накопительной пенсионной системы, связанный с обеспечением создания длинных денег или исключительным гарантированием функции сбережения средств населения, вследствие чего могут быть изменены также пороговые значения долей как в географическом, так и в структурном контексте.
- По части текущей инвестиционной деятельности со стороны управляющих пенсионными фондами:

- ✓ Приведение к соответствию с нормами законодательства структуры и механизмов управления пенсионными фондами со стороны управляющих компаний.
- ✓ Снижение доли депозитов в портфеле в пользу других инструментов инвестирования, с учетом того, что на данный момент объем вкладов в депозиты превосходит норму для управления риском ликвидности.
- ✓ Разработка последовательной стратегии инвестирования, которая с одной стороны, будет поддерживать прозрачность и понятность деятельности управляющих компаний для широкого круга населения, а с другой – даст возможность долгосрочного планирования и эффективного управления рисками.
- ✓ Максимально возможный отказ от практики спекулятивных действий, особенно, в случае долговых ценных бумаг.
- ✓ Увеличение среднего срока экспирации долговых ценных бумаг.
- ✓ Исключение инвестиций на нерегулируемых со стороны Центральных банков рынках.
- ✓ Создание отдельных категорий государственных облигаций, нацеленных на создание долгосрочных инвестиционных проектов, не имеющих социального компонента (например, инфраструктурные проекты).
- ✓ Учитывая представления академической среды о том, что размер пенсионного фонда имеет незначимое влияние на уровень его эффективности, рассмотрение возможностей раздробления существующих трех видов пенсионных фондов, с учетом отдельных критериев (например, географический критерий, критерий доходности и т.д.), что приведет к более широким возможностям выбора со стороны населения, а также к повышению уровня эффективности этих фондов.
- По части общей политики накопительной пенсионной системы:
  - ✓ Рассмотрение варианта создания государственного пенсионного фонда для отдельного обеспечения долгосрочного благосостояния сотрудников государственного сектора и контингента самозанятого населения.
  - ✓ Рассмотрение варианта допущения создания частных пенсионных фондов под эгидой отдельных сверхкрупных, в контексте армянской экономики, компаний, что позволит повысить уровень государственного регулирования в этом секторе

**Основные положения диссертационного исследования отражены в следующих опубликованных работах автора:**

1. Г.А. Мелконян, «Преобразование пенсионных фондов в меняющемся мире» // Научно-аналитический журнал «Регион и мир», Ереван, т. XV, № 5 (54), 2024. С. 145–149.
2. Г.А. Мелконян, «Проблемы трансформации долгосрочных средств в консервативном пенсионном фонде управляющей компании C-QUADRAT Armeqa (CQCON)» // Научно-аналитический журнал «Регион и мир», Ереван, т. XV, № 6 (55), 2024. С. 249–256.
3. Г.А. Мелконян, «Анализ правового поля регулирования инвестиций пенсионного фонда» // Научно-аналитический журнал «Регион и мир», Ереван, т. XVI, № 1 (56), 2025. С. 163–168.

4. А.В. Агаджанян, Г.А. Мелконян, «Проблемы эффективности механизмов государственного регулирования пенсионных фондов» // Научный журнал «Публичное управление», № 2/2024. С. 124–135.
5. Г.А. Мелконян, «Проблемы трансформации долгосрочных средств в пенсионном фонде с фиксированным доходом (CQFIX) управляющей компании C-QUADRAT Amrega» // Научный журнал «Публичное управление», № 2/2024. С. 111–123.
6. Г.А. Мелконян, «Сравнительный анализ механизмов управления активами пенсионных фондов в странах ОЭСР и в Армении» // Вестник РАУ. Серия: гуманитарные и общественные науки, № 4/2023. С. 37–59.
7. Г.А. Мелконян, «Сравнительный анализ управления пенсионными рисками в Доминиканской Республике и Республике Армения в контексте инвестирования в национальные ценные бумаги» // Сборник научных статей «Проблемы социально-экономического развития», № 2(11), 2024. С. 437–447.

## ՄԵԼՔՈՆՅԱՆ ԳԵՈՐԳԻ ԱՐԱՄԻ

### «ԵՐԿԱՐԱԺԱՄԿԵՏ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՌԵՍՈՒՐՍՆԵՐԻ ՄԵՋ ԿՈՆՏԱԿԱՅԻՆ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ՓՈԽԱԿԵՐՊՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՌՈՒՄ»

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

#### ԱՄՓՈՓԱԳԻՐ

Իր էությանը, կենսաթոշակային ապահովումը յուրաքանչյուր պետության սոցիալական պաշտպանության համակարգի հիմնական բաղադրիչներից է: Կախված ընտրված կենսաթոշակային համակարգի մոդելից՝ այդ համակարգի հիմքում ընկած հիմնական գաղափարը մնում է անփոփոխ: Կենսաթոշակային համակարգի միջոցով պետությունը երաշխավորում է հասարակության որոշ խմբերի այնպիսի բարեկեցության մակարդակ, որն անհրաժեշտ է կենսագործունեության համար: Եթե վերբաշխողական համակարգի դեպքում այդ երաշխիքն իրականացվում է հաջորդ սերունդների կողմից սոցիալական նպատակներով կատարած վճարումների հաշվին՝ ներկայում գործող խմբերի կատարած վճարումների դիմաց (այս մոդելը գիտական գրականության մեջ հայտնի է որպես «սերունդների համերաշխության» մոդել), ապա կուտակային համակարգի դեպքում պետությունը երաշխավորում է կենսաթոշակային տարիքին հասնելուց հետո օգտագործման նպատակով կուտակված միջոցների պահպանումը:

Կարևոր է ընդգծել հարցի տնտեսական բաղադրիչը: Վերաբաշխողական համակարգից դեպի կուտակային համակարգ անցումը նոր հորիզոններ է բացում երկրի երկարաժամկետ տնտեսական զարգացման համատեքստում: Քանի որ համակարգի հիմնական նպատակն է՝ պահպանել բնակչության կողմից կուտակված միջոցների արժեքը, համակարգի հիմնական դերակատարները պետք է մշակեն միջոցների երկարաժամկետ և ցածր ռիսկայնությամբ բաշխման մեխանիզմներ, որոնք ուղղված կլինեն լրացուցիչ ակտիվների ձևավորմանը: Այդ ակտիվները պետք է ապահովեն փոխհատուցում՝ գնաճից և այլ մակրոտնտեսական գործոններից առաջացած կորուստների դիմաց: Սա թույլ կտա երկարաժամկետ հեռանկարում ապահովել համակարգի մասնակիցների բարեկեցության համապատասխան մակարդակը: Արդյունքում, արդյունավետ քաղաքականության դեպքում պետությունը կարող է ձևավորել ներքին երկարաժամկետ ներդրումների համար նպաստավոր միջավայր՝ կուտակված ակտիվների միջոցով: Հետևաբար, տվյալ հետազոտությունն արդիական է նաև վերոնշյալ փոխակերպման համար արդյունավետ մոտեցումների մշակման տեսանկյունից:

Մինչև վերջին տարիները Հայաստանի կենսաթոշակային ապահովության ոլորտում գործում էր վերբաշխողական համակարգ: Այժմ պետությունը, իրականացնելով համապարփակ բարեփոխումներ, ներդրել է կուտակային

համակարգ, որի նպատակն է կապիտալի կուտակումը և ֆինանսական շուկաների զարգացումը: Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ կենսաթոշակային բարեփոխումները հաճախ առաջացնում են հասարակական դժգոհություն, քանի որ դրանք հաճախ ուղեկցվում են կենսաթոշակային տարիքի բարձրացմամբ, արտոնյալ կենսաթոշակների վերացմամբ կամ ներդրումների պարտադիր չափաբաժնի ավելացմամբ: Բացի այդ, առաջացել են վերահսկողության խնդիրներ, ինչը լրացուցիչ բարդացրել է իրավիճակը: Այս առումով հետազոտության արդիականությունն ընդգծվում է նաև նրանով, որ այն հնարավորություն է տալիս բացահայտելու Հայաստանի կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներկա վիճակի ամբողջական պատկերը:

Այսպիսով, ընտրված թեման առանձնակի արդիականություն ունի՝ հաշվի առնելով թե՛ այն հանգամանքը, որ տեղական և գլոբալ վերափոխումների պայմաններում կուտակային կենսաթոշակային համակարգը ենթարկվում է խորքային փոփոխությունների՝ թե՛ իր գործառնական մակարդակում, թե՛ նպատակադրումների առումով, և թե՛ այն հանգամանքը, որ Հայաստանում անհրաժեշտ է մշակել և ներդնել նոր մեխանիզմներ, որոնք կապահովեն երկարաժամկետ ներդրումների համար նպաստավոր միջավայր՝ ուղղված երկրի կայուն տնտեսական զարգացմանը:

Ատենախոսության **նպատակը** ՀՀ-ում կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ակտիվների երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների վերափոխման արդյունավետ մոտեցումների բացահայտումն ու ձևավորումն է:

Հետազոտության **օբյեկտն** են հանդիսանում ՀՀ-ում գործող կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների ներդրումային ակտիվները:

**Հետազոտության առարկան** է հանդիսանում կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների ներդրումային քաղաքականությունը՝ ակտիվների վերափոխման համատեքստում՝ ուղղված երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորմանը:

**Ատենախոսության գիտական նորույթը.** Ուսումնասիրության շրջանակներում ստացված գիտական նորույթ պարունակող արդյունքներից են .

1. Կատարվել է C Quadrat Ampega կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչ ընկերության ակտիվների էկոնոմետրիկ գնահատում՝ կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդելի (CAPM), ինչպես նաև բետա և Շարփի գործակիցների հաշվարկի կիրառմամբ:
2. Մշակվել է ՀՀ կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ակտիվների երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների վերափոխման հայեցակարգ՝ կառավարիչ ընկերությունների օպերացիոն գործունեության օպտիմալացման մեխանիզմի կիրառմամբ:
3. Մշակվել է կառավարիչ ընկերությունների կողմից կենսաթոշակային ակտիվների տեղաբաշխման պետական կարգավորման մեխանիզմ, որը թույլ է տալիս նվազեցնել արտաքին ռիսկերը և խթանել կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ակտիվների վերափոխումը երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների:

## GEORGI ARAM MELKONYAN

### ISSUES OF TRANSFORMING ASSETS OF THE FUNDED PENSION SYSTEM INTO LONG-TERM FINANCIAL RESOURCES IN THE RA

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.03 – «Finance, Accounting».

The defense of the thesis will take place on June 17<sup>th</sup>, 2025, at 14<sup>00</sup> at 008 Council of Economics at Russian-Armenian University: 123 H. Emin str., Yerevan, 0051.

#### ABSTRACT

By its nature, pension provision is one of the cornerstone elements of the social protection system in any state. Regardless of the chosen pension model, the fundamental idea underlying the system remains unchanged. Through the pension system, the state guarantees a minimum standard of well-being necessary for the productive livelihood of certain segments of society. In the case of a pay-as-you-go (PAYG) system, this is achieved through a generational contract, where the working population funds current pensioners in exchange for future entitlements—a model referred to in academic literature as the «intergenerational solidarity» model. In contrast, in a funded system, the state guarantees the preservation of funds accumulated by individuals to be used upon reaching retirement age.

Therefore, from both the perspective of preserving social stability and ensuring long-term public welfare, studying the effectiveness of pension fund management has become critically relevant.

At the same time, the economic aspect of the issue must be emphasized. The shift from a PAYG to a funded pension system opens up new horizons for long-term economic development. Since the main goal of the system is to preserve the value of the population's accumulated savings, its key stakeholders must implement mechanisms for the long-term, low-risk allocation of funds aimed at generating additional assets. These assets should yield returns equivalent to or greater than losses due to inflation and other macroeconomic risks. This will allow the system to provide a sufficient level of retirement income in the long term. Consequently, with effective public policies, the state can create the conditions necessary to convert accumulated assets into long-term domestic investments. Thus, this study is also relevant in terms of developing efficient approaches to enable such a transformation.

Until recently, Armenia's pension system operated under a PAYG structure. Now, through reforms, the state has introduced a funded system aimed at capital accumulation and the development of financial markets. International experience shows that pension reforms often generate public dissatisfaction, as they tend to include raising the retirement age, eliminating preferential pensions, or increasing mandatory contributions to pension funds. Moreover, issues in supervisory mechanisms have emerged, further complicating the situation. In this regard, this study is also relevant in its ability to present a comprehensive picture of the current state of Armenia's funded pension system. To gain this comprehensive view, it is necessary to examine international experiences, as different countries have developed diverse systems and state-managed fund governance models, many of which also require modernization.

The topic is also scientifically relevant. As previously mentioned, the transformation of the global economy has led to a need to reconsider the very nature and goals of funded pension systems. At present, both in Armenia and globally, significant academic debate is

taking place alongside practical reforms to better understand the current state and trajectory of pension fund development.

In conclusion, this topic is highly relevant. The funded pension system is undergoing tectonic changes both in its practical implementation and in its strategic objectives, driven by local and global transformations. Consequently, it requires deep and comprehensive analysis. At the same time, Armenia needs to develop and implement new mechanisms to create a favorable environment for transforming accumulated savings into long-term investments aimed at ensuring the country's stable economic development.

The **purpose** of the thesis is to identify and develop effective approaches for transforming the assets of Armenia's funded pension system into long-term financial resources.

The **object** of the research is the investment assets of pension fund management companies in the Republic of Armenia.

The **subject** of the research is the investment policy of pension fund management companies in the context of transforming their assets into long-term financial resources.

Among the results obtained within the framework of this study, containing **scientific novelty**, are the following:

1. An econometric assessment was conducted on the assets managed by «C-QUADRAT Ampega» using the Capital Asset Pricing Model (CAPM), as well as calculations of beta and Sharpe ratios.
2. A concept was developed for transforming the assets of Armenia's funded pension system into long-term financial resources through the optimization of the operational activities of management companies.
3. A regulatory mechanism was proposed for state oversight of pension asset allocation, aimed at minimizing external risks and stimulating the conversion of pension assets into long-term financial resources that support national development.

