


**«Հաստատում եմ,
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական
համալսարանի ռեկտոր, տ.գ.թ. դոցենտ
Ա.Վ.Գրիգորյան
«05» Դեկտեմբեր 2025թ.**

ԿԱՐԾԻՔ

առաջատար կազմակերպության

**Գեորգի Արամի Մելքոնյանի «Երկարաժամկետ ֆինանսական
ռեսուրսների մեջ կուտակային կենսաթոշակային համակարգի
ակտիվների փոխակերպման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում» թեմայով,
Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման ատենախոսության վերաբերյալ**

Ատենախոսությունը քննարկվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների 05.06.2025թ.-ի թիվ 10 ամբիոնի նիստում: Նիստին ներկա էին ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների ամբիոնի վարիչ, տ.գ.թ. դոցենտ Ա.Մարդոյանը (նախագահող), տ.գ.թ., դասախոս Վ.Գևորգյանը (գրախոսող), տ.գ.թ., դասախոս Ս.Միքայելյանը (գրախոսող), տ.գ.թ., դոցենտ Է.Աղաբեկյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Ա.Մխիթարյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Ս.Ավետիսյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Ռ.Սահակյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Լ.Ղազարյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Ս.Ավետիսյանը, տ.գ.թ., դոցենտ Գ.Սարգսյանը, տ.գ.թ., դասախոս Հ.Սարգսյանը, տ.գ.թ., դասախոս Օ.Փափազյանը, տ.գ.թ., դասախոս Հ.Թորոսյանը, տ.գ.թ., դասախոս Գ.Առաքելյանը, դասախոս Ն.Բալասանյանը, դասախոս Ա.Ավետիսյանը, դասախոս Լ.Ղազարյանը, ասիստենտ Ժ.Ստեփանյանը, ամբիոնի ավագ լաբորանտ Հ.Սաֆարյանը:

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը

Ժամանակակից աշխարհում սոցիալական պաշտպանության համակարգը հանդիսանում է յուրաքանչյուր պետության հիմնասյուներից մեկը, իսկ կենսաթոշակային ապահովագրությունը՝ այդ համակարգի կարևորագույն բաղադրիչը: Անկախ ընտրված մոդելից՝ թե՛ բաշխիչ և թե՛ կուտակային համակարգերը միտված են միևնույն նպատակի իրականացմանը՝ ապահովել բնակչության տարեց խավի բարեկեցիկ կենսապայմանները: Սակայն վերջին տասնամյակներում գլոբալ ժողովրդագրական փոփոխությունները, մասնավորապես՝ կյանքի տևողության աճը և աշխատունակ բնակչության կրճատումը, հանգեցրել են կենսաթոշակային համակարգերի արդյունավետության վերաբերյալ վերանայումների անհրաժեշտությանը:

Հայաստանի Հանրապետությունում առանձնակի կարևորություն է ստանում կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներդրումը: Ներկայումս երկրի բաշխիչ մոդելը կանգնած է լրջագույն մարտահրավերների առջև. մեկ կենսաթոշակառուի հաշվով

աշխատող քաղաքացիների հարաբերակցությունը չի համապատասխանում ֆինանսական կայունության նվազագույն պահանջներին: Այսպիսով, կուտակային համակարգի զարգացումը ոչ միայն սոցիալական անհրաժեշտություն է, այլև երկրի երկարաժամկետ ֆինանսատնտեսական զարգացման պայման: Մյուս կողմից՝ կուտակային համակարգում կուտակվող միջոցների արդյունավետ կառավարումը դառնում է պետության տնտեսական քաղաքականության առանցքային գործիքներից մեկը: Որպես երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսներ՝ այս ակտիվները կարող են վերածվել ներքին ներդրումների՝ ապահովելով տնտեսական աճ, զբաղվածության ընդլայնում և պետական բյուջեի հավելյալ եկամուտներ:

Տվյալ իրավիճակում արդիական է ոչ միայն կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության ուսումնասիրությունը, այլև համապատասխան ներդրումային քաղաքականությունների ձևավորումը, որոնք կապահովեն ոչ միայն կապիտալի արժևորման, այլև նրա կայունության երաշխավորումը: Ավելին, միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ կենսաթոշակային համակարգերի կայունության ապահովման համար անհրաժեշտ է ոչ միայն իրավական ու կառավարչական բարեփոխում, այլև ռիսկերի կառավարման և հաշվետվողականության նոր մշակույթի ներդրում:

Կորոնավիրուսային համավարակի և ֆինանսական ճգնաժամերի համատեքստում առավել ակնհայտ դարձավ, որ երկարաժամկետ ներդրումային ռազմավարությունները պետք է լինեն ճկուն, բազմազան ու կանխատեսելի: Այդ իսկ պատճառով, անհրաժեշտ է մշակել արդյունավետ մոդելներ, որոնք թույլ կտան կուտակված ակտիվները փոխակերպել երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների՝ առանց հավելյալ ռիսկեր առաջացնելու տնտեսության համար:

Հաշվի առնելով վերը նշվածը՝ կարելի է վստահաբար պնդել, որ թեման ունի թե՛ գիտական, թե՛ գործնական կարևորություն: Այն հնարավորություն է տալիս վերանայել կենսաթոշակային համակարգի կառավարման ներկայիս մեխանիզմները, համադրել միջազգային փորձի լավագույն տարրերը և առաջարկել արդի մարտահրավերներին համապատասխանող լուծումներ՝ միաժամանակ նպաստելով Հայաստանի Հանրապետության տնտեսական կայունության ամրապնդմանը:

Ատենախոսության հիմնական բովանդակությունը, ստացված արդյունքների հավաստիությունը, գիտական նորոյթը և կիրառական նշանակությունը

Ատենախոսության հիմնական բովանդակությունը միտված է ՀՀ կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ակտիվների վերափոխման արդյունավետ ուղիների ուսումնասիրմանը՝ նպատակ ունենալով դրանք օգտագործել որպես երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսներ: Տեղեկատվական բազան ներառում է ինչպես ՀՀ Կենտրոնական բանկի, այնպես էլ միջազգային ֆինանսական կառույցների տվյալներ, որոնք լրացվում են ներդրումային կառավարման ոլորտում գործող հայաստանյան ընկերությունների գործնական վերլուծությամբ:

Ստացված արդյունքների հավաստիությունն ապահովվել է լոնգիտյուդային վերլուծությամբ, որին զուգահեռ կիրառվել են տնտեսական մոդելավորման, ռիսկերի

գնահատման և իրավական փաստաթղթերի բովանդակային վերլուծության մեթոդներ: Գիտական նորույթն արտահայտվում է ակտիվների վերափոխման մոդելների առաջարկմամբ՝ հիմնված օպերացիոն արդյունավետության, տնտեսական իրագործելիության և ֆիդուցիար համապատասխանության համադրման վրա:

Կիրառական նշանակությունը հատկապես ակնհայտ է պետական քաղաքականության ձևավորման, կարգավորող դաշտի բարելավման և կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման պրակտիկ մոտեցումների տեսանկյունից: Ատենախոսության արդյունքները կարող են ծառայել հիմք ինչպես օրենսդրական բարեփոխումների, այնպես էլ ներդրումային ռազմավարությունների մշակման համար՝ ուղղված ֆինանսական շուկայի կայուն զարգացմանը:

Տվյալ հետազոտության գիտական նորույթ են մատնանշվել.

- Կատարվել է «C-Quadrat Ampega» կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների էկոնոմետրիկ գնահատում՝ կապիտալի գնագոյացման մոդելի (CAPM), բետա և Շարփի գործակիցների հաշվարկի միջոցով:
- Մշակվել է ՀՀ կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ակտիվների վերափոխման հայեցակարգ՝ երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների՝ հիմնված կառավարման ընկերությունների օպերացիոն գործունեության օպտիմալացման մեխանիզմների վրա:
- Առաջարկվել է պետական կարգավորման մեխանիզմ՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների տեղաբաշխման համար, որը մի կողմից նպաստում է կուտակային ակտիվների վերափոխմանը երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների, իսկ մյուս կողմից՝ նվազեցնում է արտաքին ռիսկերը:

Հետազոտության տեսական և գործնական նշանակությունը.

Տվյալ հետազոտության տեսական նշանակությունը կայանում է կուտակային կենսաթոշակային համակարգի էության և նպատակների ժամանակակից վերաիմաստավորման մեջ՝ համադրված միջազգային փորձի և հայաստանյան իրականության հետ: Աշխատության արդյունքում ձևավորվել են նոր տեսական մոտեցումներ՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառավարման արդյունավետության, ներդրումային քաղաքականության ռազմավարական ընտրության և ռիսկերի գնահատման վերաբերյալ:

Գործնական նշանակությունն արտահայտվում է մի քանի հիմնական ուղղությամբ. նախ, առաջարկվում են մեթոդաբանական մոտեցումներ կենսաթոշակային ակտիվների վերափոխման համար՝ ուղղված երկրի տնտեսական աճի խթանմանը: Երկրորդ՝ մշակվել են առաջարկություններ ՀՀ օրենսդրական դաշտի կատարելագործման ուղղությամբ՝ ներդրումային գործունեության թափանցիկության, վերահսկելիության և արդյունավետության բարձրացման նպատակով: Աշխատության արդյունքները կարող են կիրառվել ինչպես պետական քաղաքականություն ձևավորող մարմինների, այնպես էլ

մասնավոր կառավարչական ընկերությունների կողմից՝ որպես որոշումների կայացման գործիքակազմ:

Դիրքություններ արենախոսության վերաբերյալ

Գրախոսվող ատենախոսությունն, իր դրական արժանիքներով հանդերձ, ունի նաև որոշակի թերություններ, որոնցից կարելի է նշել հետևյալները.

1. Աշխատանքի 31-32-րդ էջերումը նշված է, որ Հայաստանն այն եզակի երկրներից է, որ ամբողջությամբ բացառել է բաժնետոմսերի շուկան կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելից: Այս պնդումը ճիշտ է միայն մասամբ, քանի որ բաժնային գործիքներում ներդրումներն արգելված են միայն կայուն եկամտաբերությամբ ֆոնդերի համար, իսկ պահպանողական և հավասարակշռված ֆոնդերի համար թույլատրված են համապատասխանաբար մինչև ֆոնդի ակտիվների 25 և 50 տոկոսի չափով:
2. Աղյուսակ 2-ում բերված տվյալների համաձայն՝ ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի վերջին հինգ տարիների իրական եկամտաբերությունը կազմել է ընդամենը 0,1%: Սակայն հեղինակի կողմից մատնանշված ՏՀԶԿ-ի հաշվետվության մեջ նշված է, որ ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի իրական եկամտաբերությունը վերջին 5 և 10 տարիների համար կազմել է համապատասխանաբար 2,6% և 4,4%:
3. Աշխատանքի 4.1.1 պարագրաֆում հեղինակը նշում է, որ CQFIX կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների կեսից ավելին ներդրված են սպեկուլյատիվ վարկանիշ (B) ունեցող ակտիվներում, ինչը չի համապատասխանում կենսաթոշակային ֆոնդի դասակարգմանը: Պետք է նշել, որ ՀՀ-ում գործող ֆոնդերին օրենսդրությամբ թույլատրված է ներդրումներ կատարել ՀՀ պետական և կորպորատիվ արժեթղթերում, հակառակ դեպքում ՀՀ-ում կուտակված կենսաթոշակային միջոցները գրեթե ամբողջությամբ կիսուսին դեպի օտարերկրյա բարձր վարկանիշ ունեցող արժեթղթեր, ինչը թույլ չէր տա ՀՀ-ում ձևավորել երկարամակետ փողեր և կապիտալի շուկա:
4. Աշխատանքի 90-րդ էջում նշված է, որ ֆոնդերը խախտելով ՀՀ օրենսդրությունը ներդրում են կատարել անշարժ գույքում, որպես օրինակ բերելով Ազգային հիփոթեքային ընկերության կողմից թողարկված պարտատոմսերի գնումը: Իրականում, Ազգային Հիփոթեքային Ընկերությունը փոխառություն է տրամադրում բանկերին, որի ապահովման համար բանկերը պատասխանատու են իրենց ամբողջ գույքով, ոչ թե միայն իրենց կողմից տրամադրված հիփոթեքային վարկերով: Հետևաբար, ներդրում կատարելով Ազգային հիփոթեքային ընկերության կողմից թուղակված պարտատոմսերում ֆոնդերն իրականում իրենց վրա վերցրել են ՀՀ բանկային համակարգի ռիսկը, և ոչ թե ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի ռիսկը:
5. Աշխատանքում նշված է, որ «2015թ. կառավարող ընկերությունը ներդրել է պորտֆելի արժեքի 12.15%-ը C QUADRAT Ampega մայր ընկերության կողմից կառավարվող ETF ֆոնդում: Այսպիսով, C QUADRAT Ampega ընկերության գործողությունները այս մասում, ըստ էության, հակասում են օրենքի միանգամից երկու կետի: Մի կողմից, ընկերությունը պորտֆելի ավելի քան 10%-ը ներդրել է մեկ թողարկողի արժեթղթերում, իսկ մյուս կողմից, թողարկողը կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարող ընկերության հետ կապված ընկերություն է»: Օրենքի խախտման վերաբերյալ նման դատողություն

անելուց առաջ անհրաժեշտ էր ուսումնասիրել «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենքը, մասնավորապես՝ 39-րդ հոդվածի 10-րդ կետը, որտեղ ասվում է.

«Նույն կառավարչի կամ կառավարիչների կողմից կառավարվող ներդրումային ֆոնդերում «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածի 36-րդ մասի համաձայն փոխկապակցված ճանաչված կառավարիչների կողմից կառավարվող ներդրումները չեն կարող գերազանցել տվյալ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների 25 տոկոսը»: Հետևաբար, նույնիսկ եթե ներդրումները ուղղվել են փոխկապակցված կառույցի կողմից կառավարվող ֆոնդ, դրանք չեն արգելվում, այլ սահմանափակվում են միայն 25%-ով: Հեղինակի կողմից նշված 12.15% ներդրումների ծավալը լիովին համապատասխանում է օրենքի պահանջներին:

6. Աշխատության առաջին նորույթը նորարարական տարր չի պարունակում, քանի որ կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդելի միջոցով ակտիվների գնահատումը, բետա և Շարպի գործակիցների հաշվարկը արժեթղթերի փաթեթի կառավարման ստանդարտ տնտեսամաթեմատիկական հաշվարկներ են, որոնք լայնորեն և պարբերաբար իրագործվում են ակտիվների կառավարիչների կողմից: Բացի այդ, հեղինակը ֆոնդերի ակտիվների գնահատումն իրականացրել է միան օտարերկրյա արժեթղթերի մասով, որոնց տեսակարար կշիռը ֆոնդերի ընդհանուր ներդրումների կեսից պակաս է:
7. Կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդելի միջոցով Աղյուսակ 16-ում և 17-ում նշված գլոբալ և զարգացող շուկաների ETF-ներում ներդրումները գնահատելիս բետա և Շարպի գործակիցների հաշվարկման համար որպես անոռիսկ տոկոսադրույք վերցվել է ԱՄՆ 10 տարեկան գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը, որը համահունչ չէ կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդելի տեսական հիմքերին, քանի որ գլոբալ շուկաների և զարգացող շուկաների անոռիսկ տոկոսադրույքը չի կարող հավասար լինել ԱՄՆ անոռիսկի տոկոսադրույքին: Բացի այդ, գնահատվել է ընդհանուր առմամբ 19 արժեթուղթ, որոնց փաստացի եկամտաբերությունը 14-ի դեպքում գերազանցել է մոդելով հաշվարկված սպասվող եկամտաբերությունը, իսկ 5-ի մասով փաստացի ավելի պակաս է եղել սպասվող եկամտաբերությունից, ինչի հետ կապված հեղինակը պնդել է, որ ֆոնդերն արդյունավետ չեն կառավարվում: Նման պնդում անելու համար պետք էր հաշվարկել ամբողջ 19 արժեթղթի համար փաստացի և սպասվող եկամտաբերությունների միջին կշռված արժեքը, և դրանից հետո միայն հնարավոր կլիներ դատողություններ կատարել ֆոնդերի ներդրումների արդյունավետության վերաբերյալ, քանի որ տրամաբանորեն կառավարչի կողմից կատարվող ոչ բոլոր ներդրումները կարող են լինել արդյունավետ, և հետևաբար պորտֆելի կառավարման արդյունավետությունը պետք է գնահատվի դրանում ներառված բոլոր ակտիվների համատեքստում:
8. Հեղինակը վերլուծում է առանձին ներդրումային գործիքները՝ առանձնացնելով դրանք ընդհանուր պատկերից: Օրինակ, նա ETF ներդրումները դիտարկում է պորտֆելում ներառված տարբեր ակտիվների դասերի համախմբից առանձին և եզրակացություններ է անում երկարաժամկետ ռազմավարության բացակայության և անարդյունավետ կառավարման վերաբերյալ: Պորտֆելի արդիականությունը վերլուծելիս պետք է հաշվի առնել ոչ թե առանձին գործիքները, այլ ամբողջ պորտֆելը դինամիկայով, ներառյալ

դրա տևողությունը դիտարկվող ժամանակահատվածում: Հեղինակը, օրինակ, պնդում է, որ պարտատոմսի մարման ժամկետից առաջ վաճառքը սպեկուլյացիա է՝ մեջբերելով գործարքի միակողմանի վերլուծությունը՝ անտեսելով, թե ինչով է այն փոխարինվել պորտֆելում:

9. Հեղինակը թույլ է տալիս սխալ մեկնաբանություններ «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» օրենքի և ՀՀ Կենտրոնական բանկի կարգավորող ակտերի հիմնական դրույթների վերաբերյալ: Մասնավորապես, նա սխալմամբ եզրակացնում է, որ պարտքային արժեթղթերում ներդրումները ենթադրաբար հակասում են անշարժ գույքում ներդրումների արգելքին: Սակայն այս արգելքը վերաբերում է բացառապես անշարժ գույքի ոլորտում ուղղակի ներդրումներին, և ոչ թե այս ոլորտում վարկեր տրամադրող ընկերությունների պարտքային արժեթղթերում ներդրումներին:
10. **«Ռազմավարական մոտեցման բացակայությունը հանգեցնում է անկայուն ներդրումային որոշումների և դժվարացնում է երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորմանը»:**

Հեղինակն այս եզրակացությանն է հանգել՝ հաշվարկելով միայն երկու ցուցանիշ, որոնք չեն կարող դիտարկվել առանձին և հիմնված լինել ընդհանուր ընդունված արժեքների վրա: Պնդել, որ ներդրումային ֆոնդը չունի միայն Շարփի հարաբերակցության և բետայի վրա հիմնված երկարաժամկետ ներդրումային ռազմավարություն, սխալ է և մեթոդաբանորեն թույլ: Այս ցուցանիշները տալիս են միայն սահմանափակ պատկերացում տվյալ ժամանակահատվածում ռիսկի և եկամտաբերության մասին, բայց չեն արտացոլում ի՞նչ ֆոնդի ռազմավարական նպատակները, ի՞նչ ներդրումային հորիզոնը, ի՞նչ էլ տնտեսական ցիկլի տարբեր փուլերում ակտիվների կառավարման մոտեցումները:

- **Շարփի հարաբերակցությունը**— կատարողականի ռիսկի վրա հիմնված չափանիշ է, բայց այն զգայուն է անկայունության և պատմական տվյալների նկատմամբ: Այն կարող է թերագնահատվել շուկաներում ժամանակավոր անկայունության կամ բարձր անորոշության պայմաններում, նույնիսկ եթե ֆոնդի ռազմավարությունն ուղղված է երկարաժամկետ աճին:
 - **Բետա գործակիցը** արտացոլում է պորտֆելի զգայունությունը շուկայական տատանումների նկատմամբ, սակայն հաշվի չի առնում կոնկրետ երկարաժամկետ նպատակներ, ինչպիսիք են կայուն ներդրումները, կառուցվածքային ակտիվների վերաբաշխումը կամ ոլորտների ռազմավարական ընտրությունը:
Երկարաժամկետ ռազմավարության ավելի ճշգրիտ վերլուծությունը պետք է հաշվի առնի հետևյալ ասպեկտները.
 - Ակտիվների կառուցվածքը ըստ ոլորտների և տարածաշրջանի,
 - ներդրումային մանդատ կամ քաղաքականության առկայությունը,
 - ներդրումային հորիզոններ
 - հիմնարար/ֆունդամենտալ վերլուծության կիրառումը,
 - մակրոտնտեսական ռիսկերի և միտումների գնահատման սկզբունքները:
- Այսպիսով, երկարաժամկետ ռազմավարության առկայության կամ բացակայության մասին դատելը միայն Շարփի և բետա ցուցանիշների հիման վրա նշանակում է անտեսել ներդրումային գործընթացի խորությունը և բազմաշերտ բնույթը:

11. **«Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարող ընկերությունների գործարքները գնահատելիս նշվեց, որ կառավարիչները ակտիվորեն ներգրավված են սպեկուլյատիվ գործունեության մեջ, ինչը անընդունելի է այս տեսակի ֆոնդերի համար: Սպեկուլյացիան, հափկապես պարտադրմաների հետ կապված, հակասում է կենսաթոշակային ակտիվների կայուն և երկարաժամկետ կառավարման սկզբունքներին, որոնք պետք է ուղղված լինեն ռիսկերի նվազագույնի հասցնելուն և կենսաթոշակային խնայողությունների պահպանմանը»:**

Նախ, անհասկանալի է, թե ինչու է սովորական շուկայական գործունեությունը մեկնաբանվում այդքան բացասական լույսի ներքո: Կառավարչին սպեկուլյատիվ գործունեության մեջ մեղադրելը՝ առանց վիճակագրական հետազոտությունների և քանակական տվյալների վրա հենվելու, կասկածի տակ է դնում նման գնահատման օբյեկտիվությունը: Հիմնավորված եզրակացություններ անելու համար անհրաժեշտ է հաշվի առնել, թե որքանով են կառավարչի գործողությունները համապատասխանում ներդրումային հայտարարագրին/քաղաքականությանը, ընդունելի ռիսկի մակարդակին և նշված ներդրումային հորիզոնին:

Երկրորդ, պարտատոմսերի առևտուրը, ներառյալ դյուրացիայի ակտիվ կառավարումը կամ բարձր եկամտաբերությամբ գործիքներում վերաներդրումը, ինքնին սպեկուլյացիա չէ: Դրանք կարող են լինել ընդունելի տակտիկական ակտիվների բաշխման մաս, որը նպատակ ունի ապահովել եկամտաբերություն՝ միաժամանակ պահպանելով ռիսկի վերահսկվող մակարդակը: Նման գործողությունները համապատասխանում են կառավարչի ֆիդուցիար պարտականությանը՝ շահութաբերություն և կապիտալի պահպանման հավասարակշռում:

Բացի այդ, փոփոխվող մակրոտնտեսական պայմաններում, օրինակ՝ երբ տոկոսադրույքները բարձրանում են կամ գնաճը մեծանում է, կարճաժամկետ պորտֆելի ճշգրտումները կարող են անհրաժեշտ լինել կորուստները կանխելու համար: Հետևաբար, ենթադրական պնդումները պետք է ուղեկցվեն գործողությունների նպատակի, համատեքստի և հաճախականության համապարփակ վերլուծությամբ և չհիմնվեն ենթադրությունների կամ մեկուսացված դիտարկումների վրա:

Այսպիսով, կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման ոլորտում սպեկուլյատիվ գործունեության անթույլատրելիության մասին պնդումը պետք է խստորեն հիմնավորվի մեթոդաբանության, կարգավորող շրջանակի և կառավարչի իրական վարքագծի տեսանկյունից: Առանց համապարփակ վերլուծության, պրոֆեսիոնալ և պատասխանատու կառավարումը սխալմամբ կարող է մեկնաբանվել որպես սպեկուլյացիա:

12. **«Պահպանողական ֆոնդ, որի կանոնների համաձայն՝ հեջավորման նպատակներով ձեռք բերված բաժնեգրական արժեթղթերի և ածանցյալ գործիքների բաժինը չի կարող գերազանցել ֆոնդի ակտիվների 25 փոկոսը»:**

Թույլատրելի տեսակարար կշռի հղման արժեքը սխալ է՝ այն 35 տոկոս է:

Եզրակացություն

Գեորգի Արամի Մելքոնյանի «Երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների մեջ կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ակտիվների փոխակերպման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում» թեմայով ատենախոսությունը համապատասխանում է ՀՀ Բարձրագույն կրթության և գիտության կոմիտեի կողմից թեկնածուական ատենախոսություններին ներկայացվող պահանջներին, իսկ հեղինակն արժանի է տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի շնորհմանը՝ Ը.00.03-«Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ:

Առաջատար կազմակերպության կարծիքը քննարկվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների 05.06.2025թ.-ի N10 ամբիոնի նիստում:

ՀՊՏՀ, Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների
ամբիոնի վարիչ, տ.գ.թ., դոցենտ

Ա.Վ.Մարդյան

ՀՊՏՀ, Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների
ամբիոնի դասախոս, տ.գ.թ.

Վ.Մ.Գևորգյան

ՀՊՏՀ, Ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների
ամբիոնի դասախոս, տ.գ.թ.

Ս.Ս.Միքայելյան

Ա.Վ.Մարդյանի, Վ.Մ.Գևորգյանի և Ս.Ս.Միքայելյանի ստորագրությունները հաստատվում են՝

ՀՊՏՀ գիտքարտուղար

Ն.Հ.Դարբինյան

05.06.2025

