

**ԿԵՆՍԱԹՈՇՆԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ՈՐԱԿԱԿԱՆ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ  
ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ՀԱՅ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ**

**Սևակ ՄԱՆՈՒԿՅԱՆ**

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

Բանալի բառեր. կենսաթոշակային ֆոնդ, ֆինանսական շուկա, նորարարություն

Ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող երկրներում կենսաթոշակային բարեփոխումների անհրաժեշտությունը անչափ կարևոր է՝ հաշվի առնելով ժողովրդագրական հիմնախնդիրները և կենսաթոշակային տարիքում գտնվող բնակչության կարիքների բավարարման գոյություն ունեցող ուղիները: Անշուշտ, յուրաքանչյուր երկրում կենսաթոշակային բարեփոխումների կարևորագույն նպատակը կենսաթոշակային տարիքում նվազագույն ծախսերով բնակչության եկամտային ապահովվածությունն է: Այնուամենայնիվ, այդ բարեփոխումները կարող են ունենալ զգալի մակրոտնտեսական ազդեցություն՝ շտկելով աշխատանքի շուկայում առկա անհամաչափությունները և զարգացնելով ֆինանսական շուկաները: Նշված նպատակների իրականացումը և կենսաթոշակային բարեփոխումները սերտորեն փոխկապված են, քանի որ արդյունավետ աշխատանքի և կապիտալի շուկաները ընդհանուր առմամբ նպաստում են տնտեսական աճին՝ կենսաթոշակային տարիքում գտնվող բնակչությանը ապահովելով բավարար ռեսուրսներով առանց աշխատունակ բնակչության վրա անցանկալի բեռի:

Նախքան կուտակային կենսաթոշակային բարեփոխումների ազդեցությունը ֆինանսական շուկայի զարգացման վրա դիտարկելը, ներկայացնենք ֆինանսական շուկայի կողմից իրականացվող գործառույթները<sup>1</sup>:

– քլիրինգի և վերջնահաշվարկի իրականացում՝ հեշտացնելով ապրանքների, ծառայությունների և ակտիվների փոխանակումը,

– անհատ ներդրողների խնայողությունների խմբավորման ճանապարհով մեծամասշտաբ նախագծերի իրականացման դյուրին մեխանիզմների ապահովում և այդ խմբավորված միջոցները առանձին ընկերությունների արժեթղթերում ներդնելու ճանապարհով տարատեսականացման ապահովում,

---

<sup>1</sup> Տես՝ Merton R C and Bodie Z (1995), "A conceptual framework for analysing the financial environment", in eds D B Crane et al "The global financial system, a functional perspective", Harvard Business School Press

–տնտեսական ռեսուրսների փոխանցման գործառույթ՝ ժամանակի, աշխարհագրական տարածաշրջանների և տնտեսության առանձին ճյուղերի միջև: Այդպիսով, անհատներին ընձեռնվում է հնարավորություն օպտիմալացնել միջոցների բաշխումը իրենց կենսացիկլի ընթացքում՝ կուտակված միջոցները օպտիմալ կերպով ուղղելով իրենց լավագույն օգտագործմանը:

–արժեթղթերի և ֆինանսական միջնորդության միջոցով անորոշության և ռիսկերի կառավարման ապահովում՝ ռիսկերի խմբավորման և տրոհման հնարավորությունը անհատներին և ընկերություններին հասանելի դարձնելու ճանապարհով,

–զգների վերաբերյալ տեղեկատվության ապահովում՝ կորրոկցիաներով տնտեսության առանձին ճյուղերում ապակենտրոնացված ներդրումային որոշումների կայացման գործընթացները,

–շահերի բախման կանխարգելման արդյունավետ մեխանիզմների ապահովում այն ֆինանսական գործարքների դեպքում, որոնց մի կողմը մյուսի հանդեպ ունի տեղեկատվական առավելություն կամ «պրինցիպալ-գործակալի»<sup>2</sup> հիմնախնդրի կարգավորում:

Կենսաթոշակային ֆոնդերը ազդեցությունը ՀՀ ֆինանսական շուկայի վրա կարող է ունենալ ինչպես քանակապես չափելի դրսևորումներ (օրինակ՝ բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալիզացիայի աճ, արժեթղթերի առևտրաշրջանառության ծավալների աճ և այլն), այնպես էլ որակական ազդեցության դրսևորումներ, որոնց քանակապես չափումը դժվար է կամ անհնար: Վերջիններս միտված են բարելավելու ֆինանսական շուկայի կողմից իրականացվող անորոշության ու ռիսկերի կառավարման և զնային տեղեկատվության տրամադրման գործառույթները:

Ստորև ներկայացվում են կենսաթոշակային ֆոնդերի հնարավոր որակական ազդեցությունները ՀՀ ֆինանսական շուկայի վրա՝ անհրաժեշտության դեպքում հղում կատարելով ֆինանսական շուկայի վերը նշված համապատասխան գործառույթներին:

Ֆինանսական նորարարությունը շուկայի որակական փոփոխություններից է, որը սահմանային շուկաներում<sup>3</sup> (frontier markets), այդ թվում՝ ՀՀ-ում,

---

<sup>2</sup> Օրինակ ընկերության բաժնետերերի (պրինցիպալ) և ընկերության մենեջմենթի (գործակալ) միջև շահերի բախումը:

<sup>3</sup> Սահմանային շուկաներն ընդգրկում են այն երկրների ֆինանսական շուկաները, որոնք դեռևս զարգացող շուկա (Emerging Markets) չեն կարող համարվել:

վերաբերում է բաժնետոմսերին որպես այդպիսին, կորպորատիվ պարտատոմսերին, արժեթղթավորմանը, դեպոզիտային սերտիֆիկատներին, ածանցյալ գործիքների շուկաներին և ինդեքսավորվող գործիքներին: Կենսաթոշակային ֆոնդերը, որպես կանոն, հեջավորման գործիքների նկատմամբ մեծ պահանջարկ ունեն (ակտիվների և պարտավորությունների հնարավոր բացասական տարբերության ռիսկի հեջավորում), ինչն էլ հանգեցրել է մի շարք ֆինանսական նորարարությունների ի հայտ գալուն, ինչպես զրո կուպոնով պարտատոմսերը և ինդեքսային ֆյուչերսները: Նույն կերպ, կենսաթոշակային ֆոնդերի պահանջարկը զգալիորեն աճել է ֆյուչերսների և օպցիոնների նկատմամբ՝ որպես կայուն եկամտային գործիքների պորտֆելի կառավարման իմունիզացիոն (portfolio immunisation) և ինդեքսավորման (portfolio indexation) ռազմավարությունների հետևանք: Այս համատեքստում նաև անուղղակիորեն ՀՀ-ում կարող է բարելավվել բրոքերային ծառայությունների շուկան և ընկերությունների վերաբերյալ տեղեկատվության բացահայտման կուլտուրան: Բանկային և ապահովագրական վերահսկողությունը, արժեթղթերի շուկայի օրենսդրությունը, ինչպես նաև վարկանշային գործակալությունների ստեղծումը կամ խոշոր գործակալությունների մուտքը շուկա նույնպես հարակից էֆֆեկտներ են, որոնք ընդհանուր առմամբ վկայում են ֆինանսական շուկայի զարգացման մասին:

Հաջորդը ՀՀ արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքների բարելավումն է կենսաթոշակային ֆոնդերի և այլ ինստիտուցիոնալ ներդրողների պահանջներին համապատասխան, ինչը ևս շուկայի որակական փոփոխության մասին է վկայում: Արդյունքում, մի կողմից քլիրինգի և վերջնահաշվարկի գործընթացների բարելավումը, մյուս կողմից՝ ավելի զգայուն գնային տեղեկատվության տրամադրումը բարձրացնում են ֆինանսական շուկայի ռեսուրսների տեղաբաշխման գործառույթի արդյունավետությունը: Վերջինիս հետևանքը կապիտալի շուկայից միջոցների ներգրավման ծախսերի կրճատումն է կամ որ նույնն է՝ կապիտալի շուկայի հասանելիության բարձրացումը: ՀՀ-ում, ինչպես այլ սահմանային շուկաներում, այդ ազդեցությունը տեսանելի է դառնում ամբողջ շուկայական ենթակառուցվածքի կտրվածքով և շուկայի իրացվելիության բարձրացմամբ: Բացի այդ, կենսաթոշակային ֆոնդերը ներդրումային ծառայությունների շուկան մոնոպոլիստականից վերածում են մրցակցայինի՝ լուրջ ճնշում գործադրելով պարտատոմսային թողարկումների շուկայում հնարավոր կարտելների ձևավորման և բաժնետոմսերի շուկայում գների ֆիքսման վրա:

Հաջորդը ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների և բանկերի միջև մրցակցության սրումն է՝ հոգուտ ոչ բանկային ինստիտուտների (կենսաթոշակային ֆոնդերի): Բանկերից տեղի ունեցող միջոցների արտահոսքը (disintermediation) բարձրացնում է ոչ միայն կապիտալի շուկայի միջոցով ֆինանսավորման պահանջարկը, այլև բարձրացնում է հրապարակային տեղեկատվության օգտագործման արդյունավետությունը ոչ հրապարակային տեղեկատվության նկատմամբ (վերջինիս հաշվին էլ բանկերը հիմնականում համեմատական առավելություն են ստանում շուկայի այլ ինստիտուտների նկատմամբ): Դա կյանքի է կոչվում ինֆորմացիոն տեխնոլոգիաների զարգացման և այդ տեղեկատվությունը շուկային «մատակարարող» այնպիսի ինստիտուտների զարգացման հաշվին, որոնց ծածկույթը ընդգրկում է ընկերությունների ավելի լայն շրջանակ (վարկանշավորող գործակալություններ, ներդրումային բանկեր): Արդյունքում ՀՀ ֆինանսական շուկայում այդ մասով բանկերի համեմատական առավելությունը կփոքրանա, որը նրանք ապահովում են տեղեկատվության հավաքագրման, դասակարգման և մոնիթորինգի մասշտաբի էֆֆեկտի շնորհիվ: Միաժամանակ, կենսաթոշակային ֆոնդերը լուրջ մրցակցություն են առաջադրում բանկերին նաև վերջիններիս հաշվեկշռի պարտավորությունների հատվածում: Մասնավորապես՝ կենսաթոշակային ֆոնդերը իրացվելիության ապահովման հարցում ևս կարող են թուլացնել բանկերի համեմատական առավելությունը, քանի որ ֆոնդերը հանդիսանում են պատրաստի կոնտրագենտ ռեպո շուկայում, կարճաժամկետ պարտատոմսերի և այլ կարճաժամկետ արժեթղթերի շուկաներում՝ ի հակադրություն բանկային դեպոզիտների:

Մի կողմից դա հանգեցնում է բանկային համակարգի արդյունավետության բարձրացմանը՝ նպաստելով տնտեսական աճին: Բանկերի դերը կարևորվում է նաև արժեթղթերի շուկայի զարգացման տեսանկյունից (գրավադրման, քլիրինգային և վերջնահաշվարկային ծառայությունների մատուցում): Բացի այդ, ինստիտուցիոնալ ներդրողների և կապիտալի շուկայի աճը՝ որպես իրացվելիության այլընտրանքային աղբյուր, հնարավորություն է տալիս տարատեսականացնել տնտեսության կախվածությունը բանկային համակարգից և հնարավորինս խուսափել այնտեղ առաջացող ռիսկերից<sup>4</sup>: Մյուս կողմից, ՏՀԶԿ երկրներում տեղի ունեցածի դասերը ՀՀ ֆինանսական շուկայի համար պետք է ընդօրինակելի լինեն: Մեծ զգուցություն է պահանջվում վերահսկող մարմիններից հատկապես այն դեպքերում, երբ բանկերից միջոցների արտահոսքը տեղի է ունենում թույլ կարգա-

---

<sup>4</sup> IMF, “World economic outlook, May 1998”, International Monetary Fund, Washington DC.

վորման և բանկերի միջև մրցակցության սրման պայմաններում: Բանկերը, այդ ճնշումը զգալով իրենց շահույթի վրա, մասամբ կարող են արձագանքել դրան՝ կենտրոնանալով ոչ տոկոսային (կոմիսիոն) եկամուտ ապահովող գործունեության տեսակների վրա (ակտիվների հավատարմագրային կառավարումից, ներդրումային ֆոնդերի կառավարումից և ապահովագրական գործունեությունից ստացվող եկամուտներ) և միաձուլումների կամ մասնաճյուղերի փակման միջոցով ավելորդ բիզնես միավորները կրճատելով: Սակայն այստեղ ռիսկ է առաջանում, քանի որ բանկերը պատմականորեն միջոցների արտահոսքին արձագանքում են այլ կերպ, այդ թվում՝ ագրեսիվորեն ընդլայնելով իրենց հաշվեկշիռները հավելյալ ռիսկեր ստանձնելու ճանապարհով (օրինակ կառուցապատողների վարկավորում), ընդ որում՝ դրա դիմաց գանձելով ոչ ադեկվատ ռիսկի պարգևավճար<sup>5</sup>:

Մյուս որակական ազդեցությունը կորպորատիվ թողարկողների համար ներդրողների շրջանակի ընդլայնումն է: Ֆոնդերը որպես ներդրող են հանդես գալիս ոչ միայն ցուցակված ընկերությունների կողմից իրականացվող լրացուցիչ թողարկումների համար, այլև IPO-ների և մասնավորեցման գործարքների դեպքում: Հետազոտությունները ցույց են տվել, որ բարձր աճի ընկերությունների աճի տեմպերը կոռելացված են երկարաժամկետ ֆինանսավորման հետ<sup>6</sup>, ինչը նշանակում է, որ փոքր կապիտալով ընկերությունները լավ ներդրումային այլընտրանք են ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի համար՝ իրենց աճի պոտենցիալի և տնտեսական անկման պայմաններում ռիսկերի նվազեցում ապահովելու հատկության շնորհիվ: Մյուս կողմից, փորձը ցույց է տալիս, որ ընկերությունները պետք է բավարարեն որոշակի պահանջների ինստիտուցիոնալ ներդրողների ներդրումային քաղաքականության մեջ ընդգրկվելու համար: Որպես կանոն՝ ընկերությունների առջև ծառանում են հետևյալ պահանջները՝

- բարձր և կայուն շահաբաժինների վճարման պահանջ,
- կապիտալի այլ մատակարարների համեմատ բաժնետերերի առաջնայնության ապահովման պահանջ,
- ավելի շատ տեղեկատվության բացահայտման պահանջներ,

<sup>5</sup> Կարելի է ավելացնել, որ ՏՀԶԿ երկրներում այդ երևույթի դրսևորման ժամանականատվածում (1980-ականներ) մեծ ազդեցություն է ունեցել նաև արագ տնտեսական աճի պայմաններում իրականացվող ոչ ադեկվատ դրամավարկային քաղաքականությունը:

<sup>6</sup> Caprio G and Demirgüç-Kunt A (1998), "The role of long term finance; theory and evidence", World Bank Research Observer, 13, 171-189.

- անհաջող ղեկավարների հեռացման և համապատասխան կառավարման կառուցվածքի ներդրման պահանջ,
- բոլոր բաժնետերերին հավասար քվեարկության իրավունքի ապահովման պահանջ,
- կլանումների ժամանակ հավասարության պահպանման պահանջ:

Այս պահանջներն ամրապնդելու համար կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են հանգեցնել համապատասխան ուղղություններով ՀՀ օրենսդրության բարելավմանը:

Այս զարգացումների հետևանքը ընկերությունների հաշվեկշռային ցուցանիշների բարելավումն է՝ ի հաշիվ սեփական կապիտալի ավելացման: Հետազոտությունները ցույց են տալիս, որ ֆինանսական շուկայի իֆստիտուցիոնալացման<sup>7</sup> մակարդակի աճը (ինստիտուցիոնալ ներդրողների ակտիվների մասնաբաժնի մեծացումը համախառն ֆինանսական ակտիվներում) հանգեցնում է ընկերությունների ֆինանսական ռիսկի նվազմանը, այլ կերպ պարտավորությունները սեփական կապիտալին հարաբերակցության ցուցանիշի նվազմանը<sup>8</sup>: Մասնավորապես, Համաշխարհային Բանկի գնահատումներով<sup>9</sup>, ՀՀ 105 խոշոր ընկերություններից 13-ի պարտավորությունները սեփական կապիտալին հարաբերակցության ցուցանիշը (debt-to-equity ratio) գերազանցում է 10 անգամը, 20-ինը՝ 3-ից 9 անգամի միջակայքում է, իսկ ևս 15-ի մոտ չնայած ֆինանսական լծակի մակարդակը բարձր չէ, բայց վերջիններս նույնպես միջոցների կարիք ունեն աճելու համար: Միջազգային պրակտիկայում ընկերությունները համարվում են ռիսկային, երբ պարտավորությունների հարաբերակցությունը սեփական կապիտալին գերազանցում է 3 անգամը, ինչը նշանակում է, որ ՀՀ 105 խոշորագույն ընկերություններից 33-ը արդեն սպառել են բանկային մոդելի կողմից առաջարկվող վարկային ռեսուրսների հաշվին աճի ռեզերվները՝ ֆինանսական կայունության տեսանկյունից հանդիսանալով գլխիվայր շրջված եգիպտական բուրգեր: Այս ընկերությունների զարգացման միակ տարբերակը բաժնետոմսերի շուկայից միջոցների ներգրավումն է առանց լրացուցիչ փոխառությունների ներգրավման

---

<sup>7</sup> Կապիտալի շուկայի ֆինանսական ինստիտուտների ծեփորումը և զարգացումը (ներդրումային ֆոնդեր, կենսաթոշակային ֆոնդեր և ապահովագրական ընկերություններ):

<sup>8</sup> Տես՝ E Philip Davis “Linkages between pension reform and financial sector development”, Working Paper PI-9909, the Pensions Institute, Birkbeck College, London, էջ 19.

<sup>9</sup> Տես՝ «Forbes Հայաստանի» 17.02.2014թ. հարցազրույցը Ռոբերտ Հ. Սինգլթերիի հետ, <http://www.forbes.am/am/featured/U613Q9JV8H1V1794>

հնարավորության, իսկ 15 ընկերություն պետք է ընտրություն կատարի վարկային ֆինանսավորմամբ միջոցների ներգրավման և արժեթղթերի շուկայից պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի թողարկմամբ միջոցների ներգրավման միջև:

Բացի վերոնշյալ դրական հետևանքը, կորպորատիվ հատվածում կարող է բարելավվել նաև կորպորատիվ կառավարումը, ինչը ենթադրում է նաև կապիտալի շուկայի և ինստիտուցիոնալ ներդրողների նկատմամբ ավելի բարձր հսկողության մակարդակ, ինչպես նաև ֆինանսական շուկայի շահերի բախման կանխարգելման գործառույթի բարելավում: ՏՀԶԿ երկրներում կորպորատիվ կառավարման փորձը ցույց է տալիս կենսաթոշակային ֆոնդերի համար կլանումների մեխանիզմների կարևորության աստիճանը և ընկերությունների ղեկավար մարմինների վրա ուղղակի ազդեցություն ունենալու անհրաժեշտությունը: Դա մի կողմից կապվում է ֆոնդերի կողմից ներդրումային օբյեկտ հանդիսացող ընկերությունների ցուցանիշների բարելավման ցանկության հետ, մյուս կողմից՝ կենսաթոշակային ֆոնդերն իրենց մեծ չափերի պատճառով հնարավորություն չունեն իրենց մասնաբաժինը վաճառելու առանց ընդդեմ իրենց շուկայական գների տեղեշարժ առաջացնելու: Մինչդեռ զարգացող երկրների պրակտիկական վկայում է, որ վերը նշված ուղղակի ազդեցությունը սահմանափակ է:

Հաջորդը, կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են հանդես գալ որպես ՀՀ-ում վենչուրային ֆոնդերի ներդրողներ: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կարգավորման առանձնահատկություններով պայմանավորված, մասնավորապես՝ ներդրումային գործիքների քանակական և որակական սահմանափակումների առկայությունը, հանգեցնում է խոշոր ընկերություններում ներդրումների կենտրոնացվածությանը: Փոքր ընկերություններին կենսաթոշակային ֆոնդերը որպես ներդրողներ կարող են հասանելի դառնալ վենչուրային ֆոնդերի միջոցով՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի համապատասխան կարգավորման և վենչուրային կապիտալի շուկայի առկայության պայմաններում: Մյուս կողմից, վենչուրային ֆոնդերում՝ որպես այլընտրանքային ներդրումային գործիքներ (alternative investments), ինչպես այլ մասնավոր բաժնեմասնակցային (private equity) ֆոնդերում կատարված ներդրումները, պատմականորեն ավանդական ներդրումային գործիքների հետ ունեն բացասական կամ զրոյական կոռելյացիա: Արդյունքում, վենչուրային ֆոնդերում կատարվող ներդրումները անչափ կարևոր դեր են խաղում կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելի տարատեսականացման համար: Բացի այդ,

վենչուրային ֆոնդերը կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերությունը բարձրացնելու հսկայական պոտենցիալ ունեն:

**Աղյուսակ 1. ԱՄՆ վենչուրային ֆոնդերի և փոքր (NASDAQ) ու խոշոր (S&P) կապիտալիզացիայով ընկերությունների բաժնետոմսերի եկամտաբերությունը**

Ժամանակահատված	NASDAQ	S&P 500	Վենչուրային ֆոնդեր
1995-2005	7.5%	7.7%	26.5%
1985-2005	12.3%	11.2%	16.5%

Աղբյուրը՝ CFA Institute Level 3 Curriculum, Book 4 “Alternative Investments, Risk Management and Derivatives”

ՀՀ-ում պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից մասնագիտացված ֆոնդերում (այդ թվում՝ վենչուրային ֆոնդերում) կատարվող ներդրումների առավելագույն սահմանաչափը ֆոնդի ակտիվների 2%-ն է<sup>10</sup>, որը վերը նշված նպատակներն ապահովելու համար առնվազն բավարար չէ:

Ֆինանսական շուկայի վրա հաջորդ կարևորագույն որակական ազդեցությունը կենսաթոշակային ֆոնդերի ուղղակի ազդեցությունն է իրացվելիության և շուկայական գնի ձևավորման վրա: Փորձելով պատասխանել այն հարցին, թե արդյոք կենսաթոշակային ֆոնդերը բարձրացնում կամ իջեցնում են շուկայի տատանողականությունը, նշենք, որ նորմալ պայմաններում ինստիտուցիոնալ ներդրողները, լինելով լավ տեղեկացված և գործելով ցածր գործարքային ծախսերի միջավայրում, միտված են արագացնել շուկայական գների ճշգրտումը դեպի իրենց արդարացի շուկայական արժեքը: Բնականաբար, նման շուկայական զգայունությունը հանգեցնում է ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ տեղաբաշխման և կայուն մակրոտնտեսական իրավիճակի ձևավորման:

Մյուս կողմից, արդարացի շուկայական արժեքից ակտիվների գների որոշ կարճաժամկետ շեղումների (որոնք ժամանակ առ ժամանակ ազդում են գլոբալ կապիտալի շուկաների վրա) առաջացումը հնարավոր է բացատրել ինստիտուցիոնալ ներդրողների գործունեությամբ (շուկայի ինստիտուցիո-

<sup>10</sup> Համաձայն ՀՀ Կառավարության 27.12.2012թ. 1685-Ն «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ֆինանսական գործիքներում ներդրման սահմանափակումները սահմանելու մասին» որոշման հավելվածի 3-րդ կետի 5-րդ ենթակետի:



նալիզացիայով): Այլ կերպ ասած, նվազում է ֆինանսական շուկայի գնային տեղեկատվության ապահովման գործառույթի արդյունավետությունը: Ֆինանսական ակտիվների նշված արժեքային շեղումների ճշգրտումը կարող է հանգեցնել զանգվածային գնային ճշգրտումների կամ նույնիսկ շուկայի իրացվելիության անկման: Վերջինիս վառ օրինակներն առկա են ֆինանսական շուկաների վերջին տասնամյակների պատմության մեջ, մասնավորապես՝ 1987թ. հոկտեմբերի 19, համաշխարհային պարտատոմսերի շուկան 1993-1994թ.թ., 1994-1995թ.թ. Մեքսիկական ճգնաժամը, 1997-1999թ.թ. ասիական ճգնաժամը, ինչպես նաև 2007-2009թ.թ. ԱՄՆ հիփոթեքային արժեթղթերի շուկայից սկիզբ առած գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը: Նշված ճգնաժամերը, որպես կանոն, ուղեկցվում են ինստիտուցիոնալ ներդրողների ակտիվ ներգրավվածությամբ ինչպես արջի, այնպես էլ ցուլի շուկաներում, ակտիվների գների վրա ազդող ֆունդամենտալ գործոնների վրա չափից ավելի կենտրոնացմամբ և նախաճգնաժամային գերլավատեսությամբ, տվյալ իրավիճակին չհամապատասխանող դրամավարկային քաղաքականությամբ, վստահության ինդեքսների անկմամբ, շուկաների միջև խզվածքների առաջացմամբ՝ հաճախ պայմանավորված ֆինանսական ինովացիաներով: Հենց նշված զարգացումների արդյունքում վերջին տարիներին վերսկսվեցին ֆինանսական շուկաներում կրկին կապիտալի հսկողություն սահմանելու մասին խոսակցությունները:

Արդյունքում, հենց ճգնաժամերով պայմանավորված, կենսաթոշակային ֆոնդերն իրենց վրա զգում են կայուն եկամտաբերության ապահովման ծանրությունը, որի արդյունավետ լուծումը պահանջում է կենտրոնացում ոչ թե կարճաժամկետ ներդրումային նպատակների վրա, այլ երկարաժամկետ: Այդ իսկ պատճառով, մի շարք երկրներում կարգավորող մարմինների կողմից արգելվում է ֆոնդերի կառավարիչներին իրենց հաճախորդներին երաշխավորել նվազագույն եկամտաբերության ապահովումը այն մտավախությամբ, որ վերջինս կարող է հանգեցնել ֆոնդերի կառավարիչների կողմից կարճաժամկետ սպեկուլյատիվ ներդրումային քաղաքականության իրականացման:

Նշված դրական ազդեցությունների հարցում պետք է զգուշավորություն դրսևորել, քանի որ երբ կառավարությունը ներդնում է պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդեր և դրանց ակտիվներն օգտագործվում են պետության պարտքային ֆինանսավորման ռազմավարության նպատակով կամ պետությունը պարտքային շուկայում իր ակտիվությամբ կորպորատիվ թողարկումների համար առաջացնում է արտանդման էֆֆեկտ (crowding-out effect),

ապա ֆինանսական շուկայում կենսաթոշակային ֆոնդերի վերը թվարկված օգուտները պարզապես տեղի չունեն:

#### ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք, 22.12.2010
2. Կառավարության որոշում «Կենսաթոշակային ֆոնդերի մասին», 28.07.2011
3. Կառավարության որոշում «Պարտադիր թոշակային ֆոնդերի մասին» 27.12.2012
4. E Philip Davis “Linkages between pension reform and financial sector development”, Working Paper PI-9909, the Pensions Institute, Birkbeck College, London.
5. Channarith Meng, Wade Donald Pfau “The Role of Pension Funds in Capital Market Development”, National Graduate Institute for Policy Studies 7-22-1, Tokyo, Japan 106-8677.
6. CFA Institute Level 3 Curriculum, Book 4 “Alternative Investments, Risk and Derivatives”
7. OECD, Pension market in focus No.10, 2013
8. www.stats.OECD.org; www.imf.org/International Financial Statistics; www.worldbank.org

**Sevak MANUKYAN**

#### **QUALITATIVE IMPACT OF PENSION FUNDS IN ARMENIAN FINANCIAL MARKET**

Key words: pension fund, financial markets, financial innovation, non-bank financial institutions.

Pension reform's general objective should be to ensure income security in old age, in a least cost manner. However, it may also have some important macroeconomic benefits, by contributing to the development of financial markets. These benefits appear in the form of many quantitative and qualitative effects, as well. In this context, the article specifies various qualitative effects that funded pensions and institutional-investor growth have on financial markets.

**Севак МАНУКЯН**

#### **КАЧЕСТВЕННОЕ ВОЗДЕЙСТВИЕ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК**

Ключевые слова: пенсионный фонд, финансовые рынки, финансовая инновация

Главной целью пенсионной реформы является обеспечение гарантий получения доходов в старости, с наименьшей стоимостью. Тем не менее, это также может иметь некоторые важные макроэкономические влияния, способствуя развитию финансовых рынков. Эти последствия проявляются в виде многих количественных и качественных эффектов. В этом контексте, статья определяет разные качественные эффекты роста институциональных инвесторов на финансовых рынках, которые трудно количественно измерять.

**Սևակ ՄԱՆՈՒԿՅԱՆ**

#### **ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ՈՐԱԿԱԿԱՆ ԱԶՂԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ**

Բանալի բառեր. կենսաթոշակային ֆոնդ, ֆինանսական շուկա, նորարարություն

Կենսաթոշակային ֆոնդերն իրենց վրա զգում են կայուն եկամտի ապահովման բեռը, որի արդյունավետ լուծումը պահանջում է կենտրոնացում ոչ թե կարճաժամկետ ներդրումային նպատակների վրա, այլ երկարաժամկետ: Այդ իսկ պատճառով, մի շարք երկրներում կարգավորող մարմինների կողմից արգելվում է ֆոնդերի կառավարիչներին իրենց հաճախորդներին երաշխավորել նվազագույն եկամտաբերության ապահովումը այն մտավախությամբ, որ վերջինս կարող է հանգեցնել ֆոնդերի կառավարիչների կողմից սպեկուլյատիվ ներդրումային քաղաքականության: