

## ԿՈՒՏԱԿԱՅԻՆ ԿԵՆՍԱԹՈՇՆԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ԱՌԱՆՁՆԱՐԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

### Ասյա ԽԱԼԱԹՅԱՆ

ՀՊՏՀ, ֆինանսներ ամբիոնի ասպիրանտ

Բանալի բառեր՝ կենսաթոշակային ֆոնդ, ներդրումային պորտֆել, կենսաթոշակային ակտիվներ, արժեթղթերի շուկա

Կենսաթոշակային ֆոնդերը տարբեր կերպ են ազդում ֆինանսական շուկայի կայունության վրա, ավելի հաճախ իրենց ներդրումային վարքագծի միջոցով: Համաշխարհային ֆինանսական շուկայում կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնաբաժինը և դրա կանխատեսվող աճը ցույց են տալիս, որ ներդրողների այս դասը կարող է շուկան շարժել իր ուզած ուղղությամբ<sup>1</sup>:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքը մշտապես գտնվում է կառավարիչների ուշադրության կենտրոնում: Ներդրումների հաջողությունը հիմնականում կախված է ակտիվների ճիշտ տեղաբաշխումից: Անցկացված հետազոտությունները ցույց են տալիս, որ շահույթը որոշվում է.

1. 94% կիրառվող ներդրումային գործիքների տեսակի ընտրությամբ,
2. 4% տվյալ տեսակի կոնկրետ արժեթղթերի ընտրությամբ,
3. 2% արժեթղթերի գնման պահին գնահատմամբ<sup>2</sup>:

Պորտֆելի առավարման գործընթացը ուղղված է փաթեթի հիմնական ներդրումային որակի և սեփականատիրոջ շահերին համապատասխանող հատկանիշների պահպանմանը: Այդ պատճառով անհրաժեշտ է փաթեթի կառուցվածքի ընթացիկ կարգավորում այն գործոնների մոնիթորինգի հիման վրա, որոնք կարող են փոփոխություններ առաջացնել փաթեթի կազմի մեջ<sup>3</sup>:

Կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի ֆինանսական ակտիվների կառավարման գործընթացների նկարագրման ժամանակ նպատակահարմար է դրանց արտացոլումը գծապատկերի տեսքով, որը հաշվի է առնում կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեության յուրաքանչյուր փուլի առանձնահատկությունները:

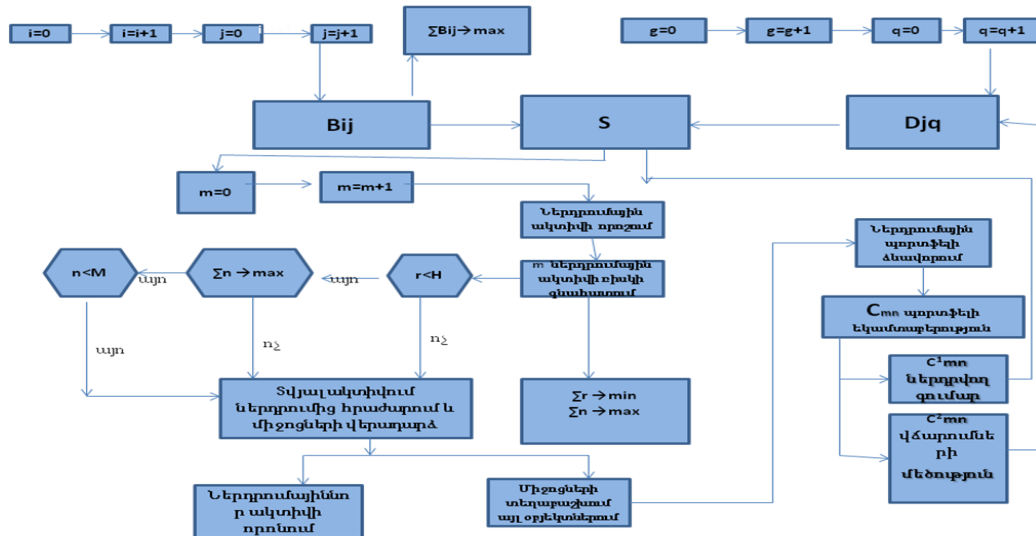
Հետազոտության համար վերցնենք կենսաթոշակային ֆոնդի մասնակիցների i քանակությունը, հատկացումների j ծավալը, կենսաթոշակ ստացողների g քանակը և վճարման ենթակա q գումարի ծավալը: Մասնակից-

<sup>1</sup> Risk management and the pension fund industry. In Global financial stability report. Washington DC: IMF. (2004). Page 81.

<sup>2</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1998, с.256.

<sup>3</sup> Рынок ценных бумаг, Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова, «Ф и С», М., 2006, ст. 433

Ներին դիտարկում ենք որպես հետագա կենսաթոշակառուներ, որոնց պետք է վճարվի իրենց տարիների ընթացքում կատարված հատկացումներին համապատասխան կենսաթոշակը և նրանց համար հաշվարկվում է կենսաթոշակային վճարումների մեծությունը: Գծապատկերի միջոցով ցույց տանք կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների կառավարման գործընթացի մոդելավորումը:



**Գծապատկեր 1.** Կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների կառավարման գործընթացի մոդելավորումը<sup>4</sup>

Այս փուլում կենսաթոշակային ֆոնդի հիմնական խնդիրն է, որպեսզի մասնակիցների հատկացումները գերազանցեն տվյալ պահին ֆոնդի կողմից կատարվող վճարումների մեծությանը: Կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդը, եկամտ ստանալու նպատակով պետք է մշակի ներդրումային ռազմավարություն և հավաքագրված միջոցները ներդնի որոշակի ֆինանսական ակտիվներում: S-ը իրենից ներկայացնում է այն գումարը, որը պետք է ներդրվի ակտիվներում: S-ի մեծությունը հավասար կլինի Bij հատկացումների գումարային մեծության և Djq վճարումների գումարային մեծության տարբերությանը:

$$S = B_{ij} - D_{jq}$$

Այնուհետև անցնենք հաջորդ փուլին, որի ընթացքում կենսաթոշակային ֆոնդը պետք է ակտիվներում ներդնի S միջոցները: S միջոցները ներդնելու համար հետազոտենք m ներդրումային օբյեկտը(ակտիվը), որում ներդրում կատարելով, կենսաթոշակային ֆոնդի համար կապահովենք որոշակի ծավալի եկամտ: Յուրաքանչյուր օբյեկտի համար որոշվում է n եկամտաբե-

<sup>4</sup> Գծապատկերը կառուցված է հեղինակի կողմից

րության և  $r$  ռիսկի մեծությունները: Յուրաքանչյուր օբյեկտին ներկայացվող օրենսդրությամբ սահմանված պահանջներին համապատասխան՝ նվազագույն ռիսկի պահմաններում ֆոնդը պետք է ապահովի առավելագույն եկամտաբերություն: Իսկ յուրաքանչյուր օբյեկտի ռիսկի մեծությունը չպետք է գերազանցի  $H$  նորմատիվային մեծությունը ( $r < H$ ): Այդ նորմատիվը յուրաքանչյուր ներդրումային ակտիվի համար առանձին է սահմանվում:

Այն դեպքում, երբ կենսաթոշակային ֆոնդը գերազանցում է տվյալ օբյեկտում ներդրում կատարելու ռիսկի նորմատիվային մակարդակը ( $r > H$ ), որը որպես կրիտիկական է սահմանված տվյալ բնագավառի համար, ապա կենսաթոշակային ֆոնդը հրաժարվում է տվյալ ակտիվում ներդրումից՝ նոր ակտիվ որոնելով: Ընտրված ակտիվում ներդրում կատարելու հետևանքով առաջացած եկամտի ընդհանուր մեծությունը բաշխվում է կենսաթոշակ ստացողների միջև: Սա փակ համակարգ է և ընդհանուր առմամբ ընտրվում է կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչի կողմից՝ հիմք ընդունելով մասնակցի կողմից ֆոնդի ընտրությունը: Ըստ ներդրումային քաղաքականությունների ՀՀ-ում գործում են 3 տեսակ ֆոնդեր՝ կայուն եկամտային, պահպանողական, հավասարակշռված<sup>5</sup>: Կառավարչի դերն այս համակարգում այն է, որ նա պետք է հետևի նշված պարամետրերի արժեքներին, որոշի դրանց շեղումները պլանային արժեքներից, գնահատի շեղումներից յուրաքանչյուրի կարևորությունը, շեղումներ առաջացնող պատճառները, մշակի գործողություններ, որոնք ուղղորդված կլինեն դեպի շեղման պատճառների վերացմանը:

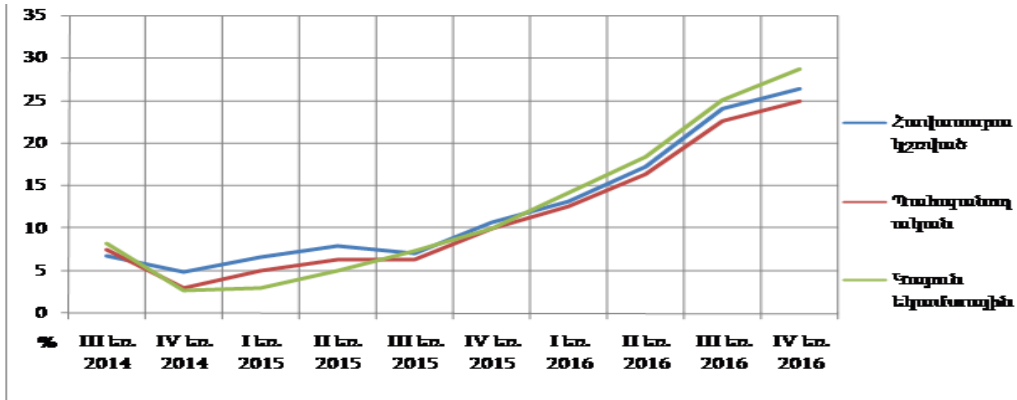
Եթե դիտարկենք կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի ընդհանուր խնդրի առանձին բաղադրիչները, ապա կարելի է նշել, որ կենսաթոշակային ֆոնդի համար շատ կարևոր հանգամանք է կենսաթոշակային հատկացումների ծավալի գերազանցումը կենսաթոշակային վճարների ծավալին: Իսկ կենսաթոշակային հատկացումների ծավալի աճին կարելի է հասնել՝

1. տվյալ կենսաթոշակային ֆոնդի նկատմամբ առաջացնելով պոտենցիալ մասնակիցների հետաքրքրությունը,
2. մեծ քանակությամբ մասնակիցներ ներգրավելով,
3. մեծ եկամուտ ունեցող մասնակիցներ ներգրավելով,
4. այնպիսի մասնակիցներ ներգրավելով, որոնց կենսաթոշակային վճարումների ստացման ժամկետը ուշ է սահմանված, այսինքն ներգրավել ավելի երիտասարդներին, որպեսզի նրանց կենսաթոշակային հատկացումների ժամանակահատվածն ավելի երկար լինի: Կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային պորտֆելի կառավարման արդյունավետությունը պայմանավորված է կենսաթոշակային միջոցների արդյունավետ տեղա-

<sup>5</sup> «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք, ընդ. 22.12.2010, հոդված 42

բաշխմամբ՝ կապված միևնույն ռիսկայնությամբ առավել եկամտաբեր ակտիվներում ներդրման հետ:

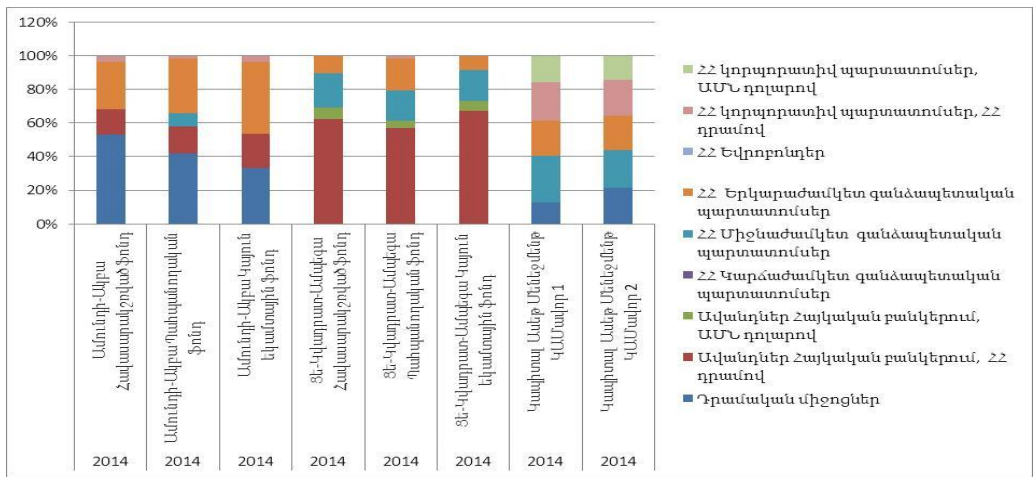
Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերությունները անկում են ապրել 2014թ. երրորդ եռամսյակի ընթացքում՝ կապված ՀՀ արժույթային շուկայում դիտված ճգնաժամային երևույթների հետ: Սակայն դրանից հետո պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերությունների դինամիկայի միտումը աճող է եղել: Ամբողջ 2016թ.-ի ընթացքում եկամտաբերությունները կայուն կերպով աճել են: 2016թ.դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ցուցանիշները հավասարակշռված, պահպանողական և կայուն եկամտային ֆոնդերում համապատասխանաբար եղել են՝ 26.51%, 25.05% և 28.75%: Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ստեղծման պահից եկամտաբերությունների դինամիկան պահպանողական, հավասարակշռված և կայուն եկամտային ֆոնդերի համար ցույց տանք հետևյալ գծապատկերի միջոցով:



**Գծապատկեր 2.** Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ստեղծման պահից եկամտաբերությունների դինամիկան 2014թ. III - 2016թ. IV եռամսյակներ

Ներկայումս ՀՀ-ում գործում են կենսաթոշակային ֆոնդերի 3 կառավարիչներ իրենց 8 կենսաթոշակային ֆոնդերով: «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն և «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ն հանդիսանում են պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի, իսկ «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն՝ կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչներ: 2014 թվականի ընթացքում «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի կողմից կառավարվող կենթոշակային ֆոնդերի պորտֆելներից երկուսում զգալի մասը կազմել են դրամական միջոցներում ներդրումները՝ Ամունդի-Ակբա Հավասարակշռված ֆոնդին 53%, Ամունդի-Ակբա Պահպանողական ֆոնդին՝ 42%, իսկ Ամունդի-Ակբա եկամտային ֆոնդի դրամական միջոցներում ներդրումները կազմել են ընկել 33%, իսկ ՀՀ Երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում ներդրումներն ավելի շատ են եղել՝ 43% :

Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի ֆոնդերը դրամական միջոցների փոխարեն ներդրումներ են կատարել բանկային ավանդներում, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» Հավասարակշռված ֆոնդ՝ 62%, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» պահպանողական ֆոնդ՝ 57%, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» Կայուն եկամտային ֆոնդ՝ 67% : Իսկ «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն հիմնականում ներդրումներ է կատարել պետական պարտատոմսերում: «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» Կամավոր ֆոնդը՝ 28% ՀՀ միջնաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, 21% ՀՀ երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում : «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» Կամավոր 2 ֆոնդը՝ 23% ՀՀ միջնաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, 20% ՀՀ երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում: Գծապատկերի միջոցով ցույց տանք երեք կառավարիչների կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքը 2014 թվականի դրությամբ:



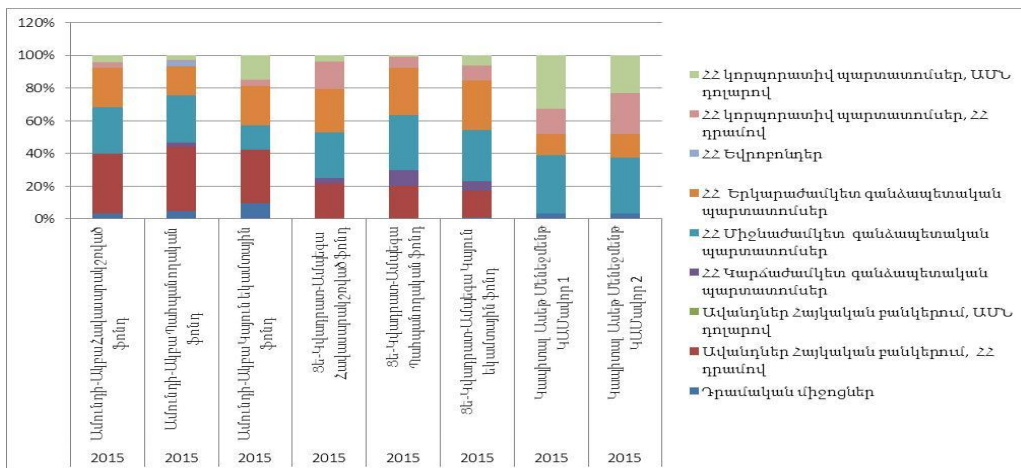
**Գծապատկեր 3. Կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքը 2014թ դրությամբ<sup>6</sup>**

2015 թվականի ընթացքում «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի կողմից կառավարվող կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելներում զգալի մասն են կազմել բանկային ավանդներում ներդրումները : Ամունդի-Ակբա Հավասարակշռված ֆոնդի դեպքում՝ 37%, Ամունդի-Ակբա Պահպանողական ֆոնդի դեպքում՝ 40%, իսկ Ամունդի-Ակբա եկամտային ֆոնդի դեպքում՝ 33% : «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի ֆոնդերը զգալի ներդրումներ են կատարել ՀՀ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում՝ «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» Հավասարակշռված

<sup>6</sup> Գծապատկերը կառուցված է հեղինակի կողմից «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի և «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի հրապարակած հաշվետվությունների հիման վրա

ֆոնդը՝ 28% ՀՀ միջնաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, 26% ՀՀ երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում: «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» պահպանողական ֆոնդը՝ 34% ՀՀ միջնաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, 29% ՀՀ երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» Կայուն եկամտային ֆոնդը՝ 31% ՀՀ միջնաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, 30% ՀՀ երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում :

«Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն ևս հիմնականում ներդրումներ է կատարել պետական պարտատոմսերում: «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ԿԱՄավոր ֆոնդը՝ 36% ՀՀ միջնաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, 13% ՀՀ երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում: «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ԿԱՄավոր 2 ֆոնդը՝ 34% ՀՀ միջնաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում, 14% ՀՀ երկարաժամկետ զանձապետական պարտատոմսերում: Գծապատկերի միջոցով ցույց տանք կառավարիչների կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքը 2015 թ.:



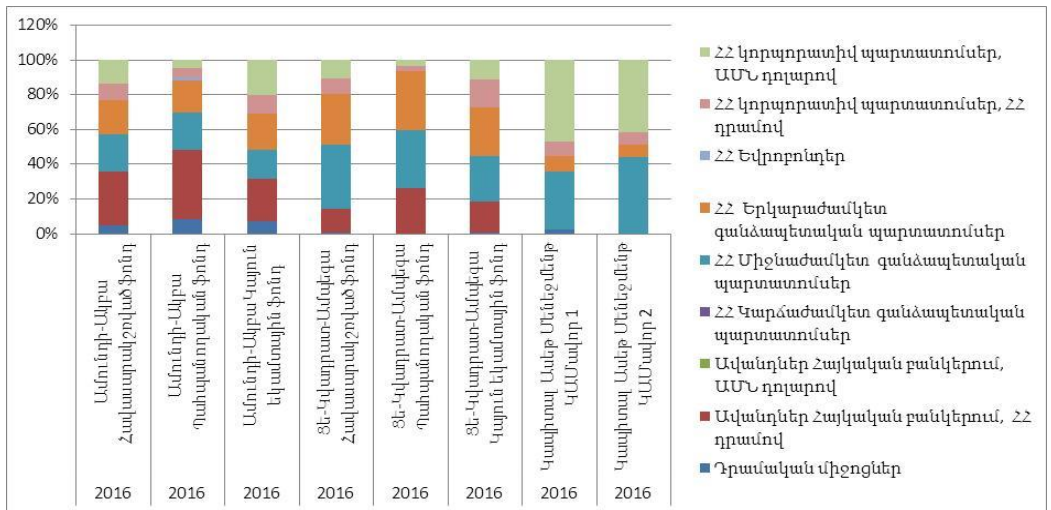
Գծապատկեր 4. Կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքը 2015թ դրությամբ<sup>7</sup>

2016 թվականի ընթացքում ևս «Ամուճոյի-Ակրա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի կողմից կառավարվող կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելներում զգալի մասն են կազմել բանկային ավանդներում ներդրումները: Ամուճոյի-Ակրա Հավասարակշռված ֆոնդի դեպքում՝ 31%, Ամուճոյի-Ակրա Պահպանողական ֆոնդի դեպքում՝ 40%, իսկ Ամուճոյի-Ակրա եկամտային ֆոնդի դեպքում՝ 25% : «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի ֆոնդերը զգալի

<sup>7</sup> Գծապատկերը կառուցված է հեղինակի կողմից «Ամուճոյի-Ակրա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի և «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի հրապարակած հաշվետվությունների հիման վրա

Ներդրումներ են կատարել 33 միջնաժամկետ և երկարաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում՝ «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» Հավասարակշռված ֆոնդը՝ 37% 33 միջնաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում, 29% 33 երկարաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում :«Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» պահպանողական ֆոնդը՝ 33% 33 միջնաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում, 34% 33 երկարաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում , «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա» Կայուն եկամտային ֆոնդը՝ 26% 33 միջնաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում, 28% 33 երկարաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում:

«Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն ևս հիմնականում ներդրումներ է կատարել պետական պարտատոմսերում: «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ԿԱՄԱՎոր ֆոնդը՝ 34% 33 միջնաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում, 9% 33 երկարաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում : «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ԿԱՄԱՎոր 2 ֆոնդը՝ 44% 33 միջնաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում, 8% 33 երկարաժամկետ գանձապետական պարտատոմսերում : Գծապատկերի միջոցով ցույց տանք երեք կառավարիչների կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքը 2015 թվականի դրությամբ:



**Գծապատկեր 5. Կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելների կառուցվածքը 2015թ դրությամբ<sup>8</sup>**

<sup>8</sup> Գծապատկերը կառուցված է հեղինակի կողմից «Ամունդի-Ալբա Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի, «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի և «Կապիտալ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ի հրապարակած հաշվետվությունների հիման վրա:

### **Ասյա ԽԱԼԱԹՅԱՆ**

#### **Կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի պորտֆելի կառավարման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում**

*Բանալի բառեր.* կենսաթոշակային ֆոնդ, ներդրումային պորտֆել, կենսաթոշակային ակտիվներ, արժեթղթերի շուկա

Կենսաթոշակային ֆոնդերը տարբեր կերպ են ազդում ֆինանսական շուկայի կայունության վրա, ավելի հաճախ իրենց ներդրումային վարքագծի միջոցով: Իրենց երկարաժամկետ ուղղվածության շնորհիվ կենսաթոշակային ֆոնդերը մեծ ազդեցություն են ունենում երկրի ֆինանսական շուկայի և ամբողջ տնտեսության վրա: Կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային պորտֆելի կառավարման արդյունավետությունը պայմանավորված է կենսաթոշակային միջոցների արդյունավետ տեղաբաշխմամբ՝ կապված միևնույն ռիսկայնությամբ առավել եկամտաբեր ակտիվներում ներդրման հետ:

### **Ася ХАЛАТЯН**

#### **Особенности управления портфелей накопительных пенсионных фондов в РА**

*Ключевые слова:* пенсионный фонд, инвестиционный портфель, пенсионные активы, рынок ценных бумаг

Пенсионные фонды имеют различное влияние на стабильность финансового рынка, часто за счет их инвестиционного поведения. Благодаря своей долгосрочной тенденции, пенсионные фонды имеют большое влияние на финансовом рынке и в экономике. Эффективность управления инвестиционного портфеля накопительного пенсионного фонда обусловлено эффективным распределением пенсионных средств, что связано с их вложением в наиболее доходные активы при одинаковом уровне риска.

### **Asya KHALATYAN**

#### **The characteristics of management of Pension funds portfolio in RA**

*Key words:* pension fund, investment portfolio, pension assets, securities market

Pension funds have different influence on stability of financial market, often due to their investment behavior. Owing to its long-term trend, pension funds have a major impact on financial market and economy. The effectiveness of the investment portfolio management of the accumulative pension fund is a result of the effective allocation of pension funds, which is associated with their investment in the most profitable assets with the same risk level.