



## ՍԵՎԱԿ ՄԱՆՈՒԿՅԱՆ

ՀՊՏՀ բանկային գործի և ապահովագրության  
ամբիոնի ասպիրանտ

### ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ԲԱՐԵՓՈԽՈՒՄՆԵՐԻ ԵՎ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՓՈՐՁԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

Աշխարհի բազմաթիվ երկրներում կենսաթոշակային համակարգի կայացվածությունն ու արդյունավետությունը սոցիալ-տնտեսական կայուն զարգացման հիմնական նախապայմաններից են: Հատուկ ապացուցում չպահանջող ճշնարտություն է, որ ցանկացած կենսաթոշակային համակարգի հիմնական խնդիրը սոցիալական բարեկեցության ապահովումն է, որն առարկայանում է կենսաթոշակային համակարգի հետևյալ նպատակներում՝

- բնականոն սպառման ապահովում և ապահովագրություն աղքատությունից,
- ֆինանսապես մատչելիություն ինչպես առանձին անհատների, այնպես էլ ամբողջ հասարակության համար,
- կայունություն և կառավարելիություն պետության համար,
- բարձր դիմադրողականություն ցնցումների նկատմամբ, այդ թվում՝ տնտեսական, ժողովրդագրական և քաղաքական:

Հատկանշական է, որ կենսաթոշակային բարեփոխումների անհրաժեշտություն առաջանում է այն ժամանակ, երբ վերոնշյալ նպատակների իրագործումը որոշակի օբյեկտիվ ժողովրդագրական կամ սոցիալ-տնտեսական ճնշումների ներքո դառնում է անհնարին:

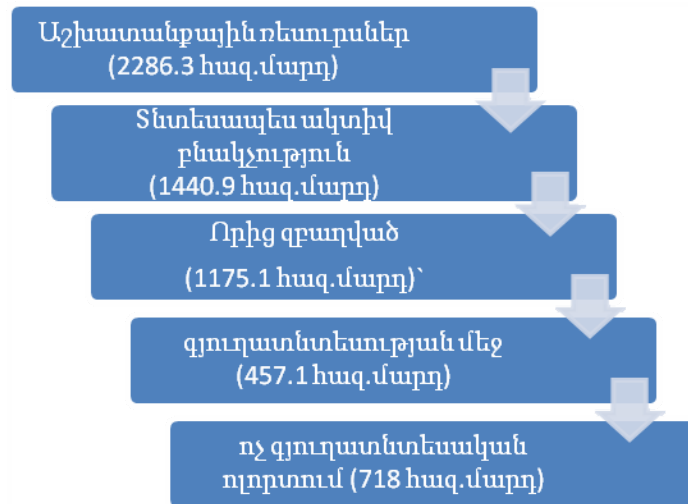
Ըստ այդմ՝ Հայաստանում գործող բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի<sup>1</sup> բարեփոխման անհրաժեշտությունը պայմանավորված էր մի

<sup>1</sup> Կոչվում է նաև PAYG (Pay As You Go): Համակարգի շրջանակում այսօրվա աշխատողները «վճարում են» այսօրվա կենսաթոշակառուների կենսաթոշակները:

շարք ազդակներով, որոնք կրում էին պետական կենսաթոշակային համակարգի պակասուրդի առաջացման ռիսկեր:

Դրանցից, թերևս, առավել էականներն են՝

– Գործազրկության մակարդակի աճը, որը հանգեցնում է պետական կենսաթոշակային համակարգի եկամուտների նվազման և ծախսային մասի ավելացման: Պետք է նշել նաև, որ ՍԱՊՀ<sup>2</sup> ծախսային մասի վրա բացասաբար է ազդում պետական կենսաթոշակների անգամ աննշան բարձրացումը: 2011 թ. ՀՀ աշխատուժի շուկայի կասկադի վերլուծության արդյունքում կարելի է եզրակացնել, որ բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի պակասուրդը և պետական ֆինանսավորման բեռը պայմանավորված են ոչ միայն գործազրկության բարձր մակարդակով (18.5%), այլև տնտեսության ոչ ֆորմալ (գյուղատնտեսական) հատվածի մեծ կշռով (38.9%): Նման միտման զարգացումը ՍԱՊՀ պակասուրդի խորացման օբյեկտիվ գործոն կարող է դառնալ:



Աղբյուրը՝ [www.armstat.am](http://www.armstat.am)

**Գծապատկեր 1. ՀՀ աշխատանքի շուկայի կասկադը՝ առ 31.12.2011 թ.**

– Վատթարացող ժողովրդագրական վիճակը հանգեցնում է կենսաթոշակային տարիքի անձանց թվաքանակի ավելացման և աշխատունակ տարիքի անձանց կրճատման: 2011 թ. տվյալներով վարձու աշխատողներ/կենսաթոշակառուներ հարաբերակցությունը կազմել է 1.26 (643 հազ. սոցիալական վճարներ կատարող անձանց բաժին է ընկել 509 հազ. կենսաթոշակառու), իսկ ՍԱՊՀ պակասուրդը՝ ՀՆԱ 1.89%-ը (2011 թ. ՀՀ բյուջեից կենսաթոշակների վճարման համար հատկացվել է 196.8 միլիարդ ՀՀ դրամ, որից միայն 123.4 մլրդ-ն է ֆինանսավորվել սոցապ վճարների հաշվին): Ժողովրդագրական իրավիճակի վատթարացման խորացմանը նպաստում են նաև վերջին երկու տասնամյակում արտագաղթի բարձր ցուցանիշները:

<sup>2</sup> Սոցիալական ապահովագրության պետական համակարգ:

– Ստվերային տնտեսության ծավալները և հարկերի վճարումից խուսափումը բացասաբար են անդրադառնում սոցիալական վճարներ կատարող անձանց թվի վրա, դրա հետևանքով 1,175 մլն զբաղվածների 44%-ն է սոցապ վճարներ կատարում (զբաղվածների 38.9%-ը հաշվառված է գյուղատնտեսության ոլորտում, որտեղ, գործող օրենսդրության համաձայն, սոցիալական վճարներ չեն կատարվում, միևնույն ժամանակ այդ ոլորտում թոշակառուների թիվը կազմում է 350 հազ.):

Հայաստանում կենսաթոշակային բարեփոխումների իրականացմանը նպաստում են այլ փաստարկներ ևս, ինչպես՝ աշխատավարձի մեծությունից կենսաթոշակային հատկացումների պրոգրեսիվ կախվածության սահմանումը, արժեթղթերի շուկայի զարգացումը, ներդրումների ծավալների և, որպես հետևանք՝ տնտեսական աճի ապահովումը:

Հաշվի առնելով կենսաթոշակային բարեփոխումների իրականացման փաստարկները՝ հետազոտության հիմնական նպատակ են համարվում մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման և առկա հիմնախնդիրների բացահայտումը տարբեր տարածաշրջանների առանձին երկրներում և, նշված փորձի ուսումնասիրության հիման վրա, Հայաստանում կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման մոդելի ուրվագծումը, այլ երկրների ընդօրինակելի փորձի մեխանիզմների ներդրումը մեր երկրում:

Ելնելով սահմանված նպատակներից՝ կատարվել է ընտրանք՝ ընդգրկելով Լատինական Ամերիկայի, Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի (ԿԱԵ), ինչպես նաև Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (ՏՀԶԿ) անդամ երկրներ (ընդհանուր թվով՝ 24): Ընտրանքը կատարելիս հիմք են ընդունվել այդ երկրների և Հայաստանի կենսաթոշակային համակարգի մոդելների ընդհանրությունները: Հետազոտությունում Լատինական Ամերիկան ներկայացնում են Արգենտինան, Բոլիվիան, Բրազիլիան, Չիլին, Կոլումբիան, Կոստա Ռիկան, Էլ Սալվադորը, Մեքսիկան, Պերուն և Ուրուգվայը, մինչդեռ ԿԱԵ-ի երկրներից ընդգրկվել են Չեխիան, Էստոնիան, Հունգարիան, Ղազախստանը, Թուրքիան և Լեհաստանը: Այս երկրներն իրենց կենսաթոշակային բարեփոխումներն իրականացրել են վերջին 2-3 տասնամյակում՝ հասնելով որոշակի չափերի, և կանխատեսվում է դրանց դերակատարման աճ կենսաթոշակային եկամուտների ապահովման գործում: ՏՀԶԿ երկրներից ներառված են Ավստրալիան, Կանադան, Ճապոնիան, Նիդեռլանդները, Շվեդիան, Մեծ Բրիտանիան և ԱՄՆ-ն: Հոնկոնգը նույնպես ներառված է հետազոտության շրջանակներում: Նշված երկրները ներկայացնում են մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի ինդուստրիայի ամենախոշոր մասը:

Հաշվի առնելով վերոնշյալ գործոնները՝ կենսաթոշակային համակարգի բարեփոխումների միջազգային փորձը ենթադրում է անցում պետական կենսաթոշակային համակարգից ամբողջությամբ մասնավոր կամ խառը (մասնավորի և պետականի համադրությամբ) համակարգերի: Ստորև ներկայացվում է առանձին երկրներում կենսաթոշակային ակտիվների ծավալը:

Հետազոտվող երկրների համախառն կենսաթոշակային ակտիվների հանրագումարը 2010 թ. վերջին կազմում է 18 մլրդ դոլար: ԱՄՆ-ի կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվներին բաժին է ընկնում ընդհանուր ակտիվների շուրջ 65%-ը, որին հաջորդում են Մեծ Բրիտանիան՝ 11%, Ճապոնիան՝ 8% և Նիդեռլանդները՝ 6%:

Աղյուսակ 1

Կենսաթոշակային ակտիվների ծավալը և դինամիկան՝ ըստ երկրների, 2000-2010<sup>3</sup>

Երկիր	Ակտիվներ (մլն դոլար)					
	2000	2005	2007	2008	2009	2010
<b>Լատինական Ամերիկայի երկրներ</b>						
Արգենտինա (MP)	20,381	22,565	31,198	32,881	30,105	-
Բոլիվիա (MP)	842	2,060	2,559	3,428	4,246	5,042
Բրազիլիա (VO)	73,899	137,558	224,218	224,950	242,909	301,496
Չիլի (MP)	35,886	74,756	105,602	89,482	106,596	136,254
Կոլումբիա (MP)	3,584	16,015	31,212	35,079	30,928	46,304
Կոստա Ռիկա (MP)	-	711	1,631	2,130	2,336	2,764
Էլ Սալվադոր (MP)	482	2,896	3,656	4,256	4,763	5,335
Մեքսիկա (MP)	17,012	55,205	103,031	110,216	104,254	130,362
Պերու (MP)	2,752	9,397	19,591	17,350	23,337	31,086
Ուրուգվայ (MP)	811	2,153	2,913	3,975	3,821	5,814
<b>ԿԱԵ-ի երկրներ</b>						
Չեխիա (VP)	1,172	5,152	8,241	11,225	11,332	12,182
Էստոնիա (MP)	-	370	970	1,076	1,323	1,419
Հունգարիա (MP)	626	9,336	15,068	14,886	16,886	19,082
Ղազախստան (MP)	-	4,847	n/a	n/a	n/a	n/a
Լեհաստան (MP)	2,337	26,513	51,115	57,927	58,143	73,980
Թուրքիա (MP, VO)	-	3,246	7,920	10,934	14,017	17,318
<b>Հյուսիսային Ամերիկայի երկրներ</b>						
Կանադա (VO)	409,894	682,966	888,645	772,383	806,350	1,017,672
ԱՄՆ (VO)	10,163,210	12,348,250	10,939,952	8,223,882	9,591,549	10,587,679
<b>Արևմտյան Եվրոպայի երկրներ</b>						
Շվեդիա (QMO, MP)	-	33,211	39,452	35,307	33,435	n/a
Նիդերլանդներ(QMO)	435,380	739,984	1,058,153	979,925	997,922	1,056,769
Մեծ Բրիտանիա (VO)	1,142,825	1,763,762	2,186,472	1,698,841	1,753,016	1,943,110
<b>Ասիախաղաղօվկիանոսյան երկրներ</b>						
Ավստրալիա (MO)	190,595	477,366	964,365	916,789	811,719	1,089,723
Հոնկոնգ (MO)	-	19,465	64,404	60,042	67,397	78,113
Ճապոնիա (VO)	466	-	1,122,878	1,120,049	1,351,190	1,388,329

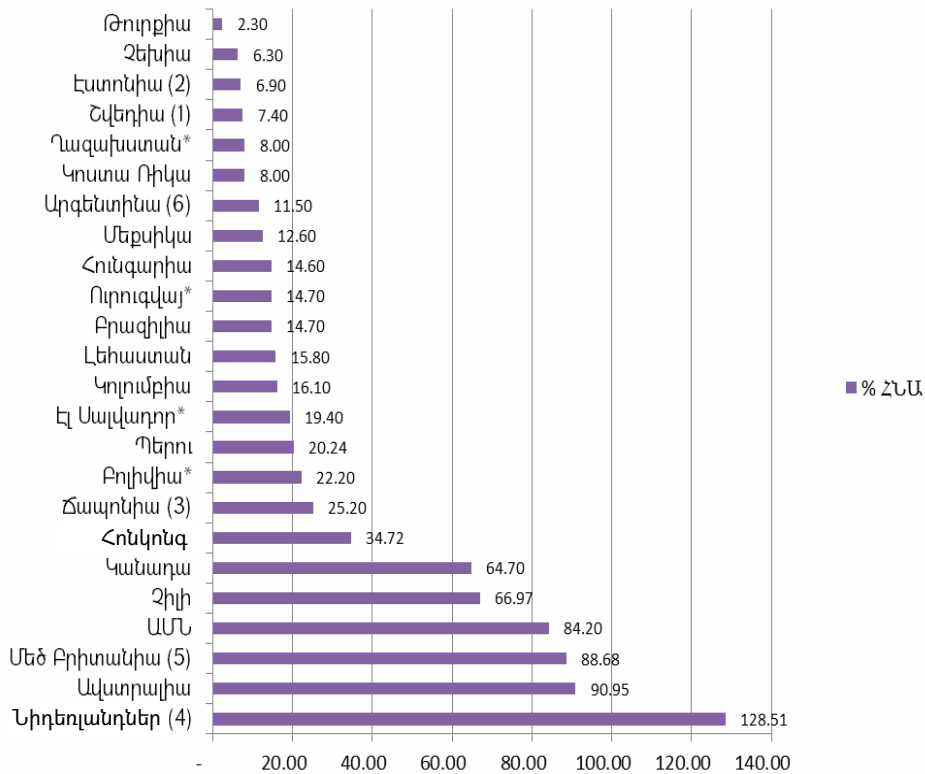
Աղբյուրը՝ *OECD Global Pension Statistics*

2007-2009 թթ. համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի ազդեցությունը հատկապես նկատելի է վերոնշյալ երկրներից ԱՄՆ-ում և Մեծ Բրիտանիայում, որի ընթացքում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվները զգալիորեն նվազել են, ինչը հիմնականում պայմանավորված է այդ երկրներում ձևավորված արժեթղթերի շուկայի մոդելային առանձնահատկություններով (որը ճգնաժամի պայմաններում քիչ կենսունակ գտնվեց), ինչպես նաև *մասամբ*

<sup>3</sup> MP՝ պարտադիր կենսաթոշակային սխեմա, VP՝ կամավոր կենսաթոշակային սխեմա, MO՝ պարտադիր կորպորատիվ կենսաթոշակային սխեմա, VO՝ կամավոր կորպորատիվ կենսաթոշակային սխեմա, QMO՝ մասամբ պարտադիր կենսաթոշակային սխեմա:

սահմանված կենսաթոշակներ սխեմայի համեմատությամբ սահմանված կենսաթոշակային վճարներ սխեմայի նախընտրելիությամբ: Լատինական Ամերիկայի և ԿԱԵ-ի երկրների փոքր մասնաբաժինը որոշ չափով պայմանավորված է այստեղ կենսաթոշակային համակարգերի՝ համեմատաբար ոչ վաղ անցյալում ներդրմամբ: Լատինական Ամերիկայի (բացառությամբ Չիլիի և Բրազիլիայի) և ԿԱԵ-ի երկրների կենսաթոշակային բարեփոխումների փորձը 10 տարուց պակաս է, ուստի այս երկրների ֆոնդերը դեռևս շատ երիտասարդ են բավականաչափ ակտիվներ կուտակած լինելու համար, թեև այս տարածաշրջանում բավական հաջող կենսաթոշակային բարեփոխումների բազմաթիվ օրինակներ կան:

Կենսաթոշակային ակտիվները տնտեսության չափերի հետ համադրելիս, ՀՆԱ-ի նկատմամբ հարաբերակցությամբ, նկատելի են զգալի տարբերություններ: Ջարգացած երկրների կենսաթոշակային ակտիվները ՀՆԱ 70%-ից ավելի են, երբեմն նաև գերազանցում են ՀՆԱ-ն: Մինչդեռ Լատինական Ամերիկայի երկրներում կառավարման ներքո գտնվող կենսաթոշակային ակտիվները, միջին հաշվով, կազմում են ՀՆԱ 15%-ը, իսկ ԿԱԵ-ի երկրներում ընդամենը 9%-ը:



Աղբյուրը՝ OECD: (1)-(6) երկրների համար տվյալները վերաբերում են 2009 թ., իսկ \* - ով նշված երկրների տվյալները՝ 2007 թ.

**Գծապատկեր 2. Կենսաթոշակային ակտիվների բաժինը ՀՆԱ-ում, 2010**

Չթերազնահատելով մասնավոր կենսաթոշակային համակարգի առավելությունները՝ հարկ է նշել, որ սա բավական ռիսկային բարեփոխում է և, ինչպես ցույց է տվել միջազգային փորձը, հետևանքներն ու արդյունքները

երբեմն կանխատեսելի չեն, ինչը պայմանավորված է կենսաթոշակային բարեփոխումների հետևյալ հիմնական ռիսկերով՝

– *Կենսաթոշակային համակարգի ցածր ծածկույթը*: Միջազգային փորձը վկայում է, որ, ի հաշիվ ստվերային տնտեսության կրճատման և ֆինանսական շուկաների զարգացման, ծածկույթի ավելացման մասին ենթադրությունը չի արդարացել, փոխարենը՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի բարձր միջնորդավճարների և կառավարման ծախսերի պատճառով նվազել է կենսաթոշակային ֆոնդերին հատկացումներ կատարող անձանց թիվը: Հատկանշական է, որ Հայաստանի բարեփոխված կենսաթոշակային համակարգի խառը մոդելում մասամբ լուծում է տրված այս հիմնախնդրին գրոյական և առաջին<sup>4</sup> աստիճանների ներդրման միջոցով:

– *Համակարգի մասնակիցների թվաքանակի արհեստական կրճատումը*: Ենթադրվում է, որ մասնավոր կենսաթոշակային համակարգերը պետք է հանգեցնեն չգրանցված աշխատողների թվաքանակի կրճատմանը և գործատուների կողմից իրենց աշխատողների փաստացի աշխատավարձերի բացահայտմանը, այդ թվում՝ աշխատողի պահանջով: Սակայն գործնականում հակառակ միտում է նկատվում. սկսած 2004 թ., երբ այս համակարգը ներդրվել է Լատինական Ամերիկայում, կուտակային վճարներ կատարող բնակչության թվաքանակի նվազման կայուն միտում է դիտվել (օրինակ, Մեքսիկայում՝ 24,6%-ից մինչև 2,4%<sup>5</sup>):

– *Պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման նպատակով հավաքարկված միջոցների հավանական օգտագործումը*: Կապիտալի շուկաների զարգացման և ներդրումային գործիքների առաջացման ու մասնավոր կենսաթոշակային համակարգի ներդրման կապը մեծապես կախված է այն հանգամանքից, թե ինչ ուղղություններով են ներդրվելու կենսաթոշակային ակտիվները: Կենսաթոշակային բարեփոխումներ իրականացնող երկրները, որպես կանոն, զարգացած ֆինանսական շուկա չունեցող փոքր երկրներ են, որտեղ ներդրումներ կատարելու համար անհրաժեշտ գործիքների սահմանափակ ցանկը հանգեցնում է երկրից կենսաթոշակային ակտիվների արտահոսքի և մասնավոր հատվածի՝ կենսաթոշակային ռեսուրսներով ֆինանսավորման համեստ ցուցանիշների: Այնուամենայնիվ, արտասահմանում ներդրումների հետ կապված սահմանափակումների պայմաններում կենսաթոշակային ակտիվները մեծ մասամբ ներդրվում են պետական պարտատոմսերում /Լատինական Ամերիկայի տասը երկրներում պետական պարտատոմսերում ներդրումների միջին բաժինը կազմել է 55% (Կոստա Ռիկայում՝ 60%, Մեքսիկայում՝ 58%, Չիլիում՝ 21.5%<sup>6</sup>): Արդյունքում՝ կուտակային բաղադրիչը մակրոմակարդակում դառնում է համարժեք պետական կենսաթոշակային համակարգին (pay-as-you-go)<sup>7</sup>:

Առանձին երկրներում առկա են կենսաթոշակային ակտիվների կառուցվածքի բավական մեծ տարբերություններ: Միջին վիճակագրական բաշխ-

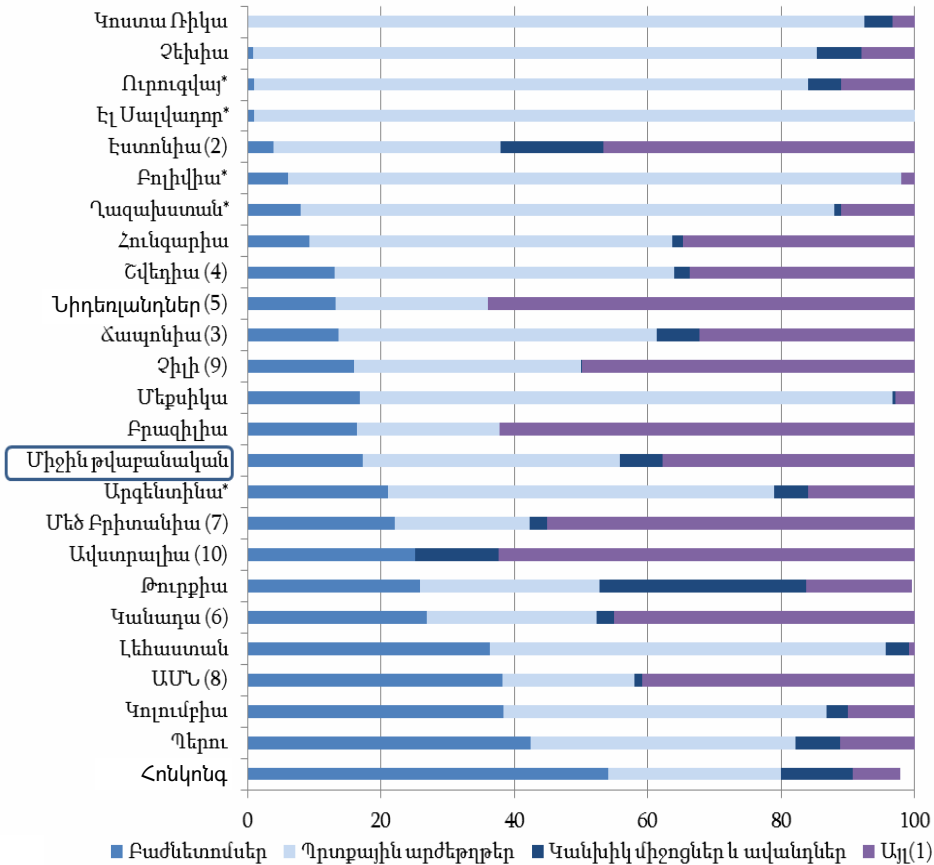
<sup>4</sup> 0 և 1 աստիճանները երաշխավորում են պետության կողմից աշխատանքային կենսաթոշակների վճարումները՝ անկախ կուտակային համակարգին մասնակցության հանգամանքից:

<sup>5</sup> Աղբյուրը՝ <http://www.consar.gob.mx>

<sup>6</sup> Աղբյուրը՝ Մեքսիկայի վերաբերյալ տվյալները՝ <http://www.consar.gob.mx/SeriesTiempo/CuadroInicial.aspx?md=15>, Չիլիի՝ [http://www.safp.cl/safpstats/stats/.sc.php?\\_cid=46](http://www.safp.cl/safpstats/stats/.sc.php?_cid=46), Կոստա Ռիկայի՝ <http://www.supen.fi.cr/portal/stats/category2/EstadosFinancieros.aspx>:

<sup>7</sup> Տես գծապատկեր 2:

մամբ բաժնետոմսերի բաժինը կազմում է 18.7%, պարտքային գործիքներինը՝ 50%: Սակայն առանձին կենսաթոշակային սխեմաներ գրեթե ամբողջ փաթեթը (պորտֆելը) ձևավորում են պարտքային գործիքների հաշվին (Կոստա Ռիկա), կան նաև երկրներ, որտեղ փաթեթի կազմում կամ ընդհանրապես չեն ընդգրկվում կայուն եկամտային ակտիվներ, կամ դրանց բաժինը չափազանց ցածր է (Ավստրալիա):



**Ձևապատկեր 3. Կենսաթոշակային ակտիվների կառուցվածքն ըստ առանձին ներդրումային գործիքների, 2010**

Աղբյուր՝ OECD Global Pension Statistics, Բրազիլիայի վերաբերյալ տվյալները վերցված են՝ <http://www.iopsweb.org>, IOPS, Country profiles, \* - ով նշված երկրներում տվյալները վերաբերում են 2005-ին:

- (1) Ակտիվների այլ խմբի մեջ ներառվում են փոխառությունները, անշարժ գույքը, չտեղաբաշխված ապահովագրական պայմանագրերը (unallocated insurance contracts), մասնավոր բաժնեմասնակցային ֆոնդերում և այլ ներդրումային ֆոնդերում կատարվող ներդրումները:
- (2) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է մասնավոր բաժնեմասնակցային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (46%):
- (3) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է անշարժ գույքում (11%) և այլ ներդրումային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (8%):

- (4) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է այլ ներդրումային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (29%):
- (5) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է այլ ներդրումային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (16%):
- (6) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է մասնավոր բաժնեմասնակցային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (34%):
- (7) Բաժնետոմսեր կատեգորիան ընդգրկում է նաև բոլոր ներդրումային ֆոնդերի փայերը, քանի որ բացակայում է համապատասխան բաշխվածությունը:
- (8) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է այլ ներդրումային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (23%):
- (9) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է այլ ներդրումային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (43%):
- (10) Այլ ակտիվների մեծ տեսակարար կշիռը հիմնականում պայմանավորված է այլ ներդրումային ֆոնդերում կատարվող ներդրումներով (49%):

Վերոնշյալ տարբերությունները սահմանված կենսաթոշակներ սխեմայում (Defined benefit Plan) մասամբ կարող են բացատրվել պարտավորությունների կառուցվածքով, իսկ սահմանված կենսաթոշակային վճարներ (Defined Contribution Plan) սխեմայում հիմնականում բացատրվում են տվյալ երկրում գործող պետական կարգավորման համակարգի առանձնահատկություններով: Այլ ազդող գործոններից կարելի է առանձնացնել մասնակիցների տարիքային կառուցվածքը, պատմական փորձը, հիմնադրի նախասիրությունները կամ կապիտալի շուկայի սպասվող եկամտաբերությունը:

Խոշոր ակտիվների կառավարիչների վարքագծում ձևավորված տրենդը փաստում է, որ ակտիվների կառուցվածքը վերջին տասնամյակում գտնվել է բաժնետոմսերի շուկայի տատանողականության տիրույթում: Մասնավորապես՝ ԱՄՆ-ի, Մեծ Բրիտանիայի, ինչպես նաև Ավստրալիայի կենսաթոշակային ֆոնդերն ավանդաբար իրենց փաթեթի զգալի մասը ներդնում են բաժնային արժեթղթերում: Փորձը ցույց տվեց, որ դա հաջողված ռազմավարություն էր 1990-ականներին, սակայն ոչ 2000-ականներին՝ պայմանավորված առնվազն երկու խոշոր ձգնաժամերով, որոնցից առաջինը՝ 2001-2003 թթ., ընդգրկեց գրեթե ողջ զարգացող աշխարհը, իսկ երկրորդը՝ 2007-2009 թթ., համաշխարհային բնույթ ստացավ: Մասամբ շուկայական տեղաշարժերով, մասամբ էլ ակտիվների կառուցվածքի միտումնավոր մարտավարական տեղաշարժով (tactical asset allocation vs. strategical) պայմանավորված՝ վերջին տարիներին բաժնային արժեթղթերի տեսակարար կշիռը նշված երկրներում նվազեց առնվազն մի քանի տոկոսային կետով:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքով է պայմանավորված նաև կառավարման արդյունավետությունը, որը գնահատվում է ներդրումային ակտիվների փաթեթի եկամտաբերությամբ՝ որպես ապագա կենսաթոշակային եկամուտների գրավական: Այս կապը բացահայտելու նպատակով կատարվել է ռեգրեսիոն վերլուծություն 2001-2010 թթ. ժամանակահատվածի համար, որտեղ, որպես կախյալ փոփոխական, հանդես է գալիս եկամտաբերությունը, իսկ որպես բացատրող (անկախ) փոփոխականներ՝ ակտիվների ու ՀՆԱ հարաբերակցությունը և պարտատոմսերի ու բաժնետոմսերի տեսակարար կշիռը կենսաթոշակային ակտիվների կառուցվածքում:



Այսպես՝ Լեհաստանի համար 2001-2010 թթ. եկամտաբերության գործոնային կախվածությունը ներկայացվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\begin{aligned} \text{Եկամտաբերություն} = & -0.93 \times \text{ակտիվների և ՀՆԱ հարաբերակցություն} + \\ & + 0.88 \times \text{պարտատոմսերում ներդրումների կշիռ} + 2.93 \times \text{բաժնետոմսերում} \\ & \text{ներդրումների կշիռ} - 132.47, R^2 = 0.68: \end{aligned}$$

Չեխիայում 2001-2010 թթ. ռեգրեսիոն վերլուծությունը տվել է հետևյալ արդյունքները՝

$$\begin{aligned} \text{Եկամտաբերություն} = & 1.33 \times \text{ակտիվների և ՀՆԱ հարաբերակցություն} + \\ & + 0.72 \times \text{պարտատոմսերում ներդրումների կշիռ} + 0.90 \times \text{բաժնետոմսերում} \\ & \text{ներդրումների կշիռ} - 69.16, R^2 = 0.66: \end{aligned}$$

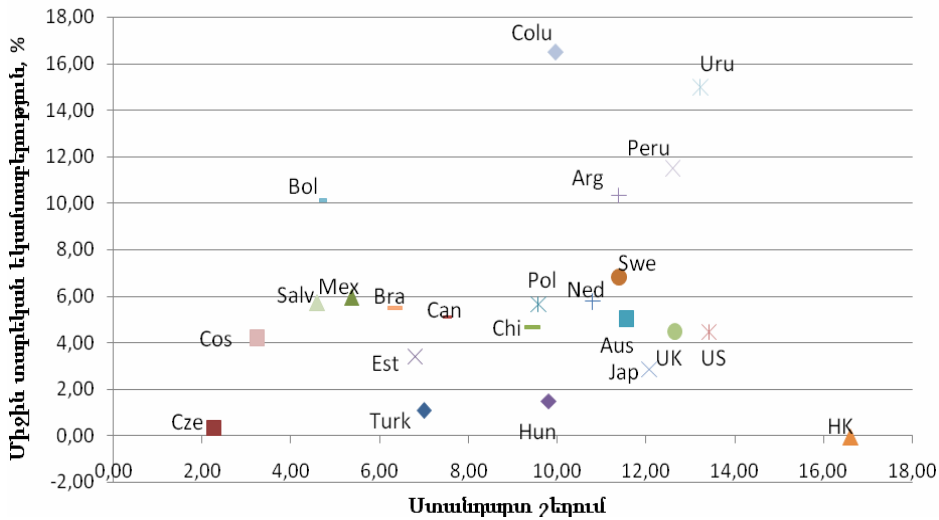
$$\begin{aligned} \text{Եկամտաբերություն (Պերու)} = & - 1.49 \times \text{ակտիվների և ՀՆԱ հարաբերակցություն} + \\ & + 1.29 \times \text{բաժնետոմսերում ներդրումների կշիռ} - 1.12 \times \text{պարտատոմսերում} \\ & \text{ներդրումների կշիռ} + 34.17, R^2 = 0.67: \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Եկամտաբերություն (Կոստա Ռիկա)} = & - 0.34 \times \text{ակտիվների և ՀՆԱ հարաբե-} \\ & \text{րակցություն} - 0.24 \times \text{պարտատոմսերում ներդրումների կշիռ} + 25.74, R^2 = 0.51: \end{aligned}$$

Այսպիսով՝ ռեգրեսիոն վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ Արևելաեվրոպական երկրներում ակտիվների կառուցվածքի փոփոխությունները դրականորեն են ազդում եկամտաբերության վրա, ընդ որում, հատկանշական է, որ բաժնետոմսերում ներդրումների հարաբերակցությունը ավելի մեծ դրական ազդեցություն ունի եկամտաբերության փոփոխությունների վրա, քան պարտատոմսերում ներդրումների տոկոսային փոփոխությունը: Լատինամերիկյան երկրներում (Պերու, Կոստա Ռիկա), որոնք ավանդաբար իրենց կենսաթոշակային ակտիվները ներդնում են պետական պարտատոմսերում, ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ցույց են տվել, որ ակտիվների կառուցվածքում պարտատոմսերի տեսակարար կշռի ավելացումը բացասական ազդեցություն է ունենում պորտֆելի կառավարման ցուցանիշների վրա, և հակառակը՝ բաժնետոմսերի կշռի մեծացման ազդեցությունը դրական է:

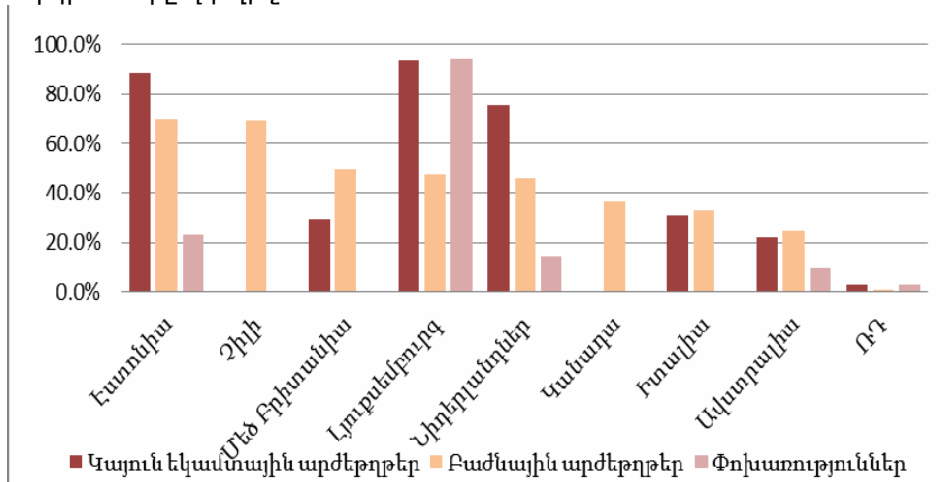
Վերջին տասնամյակում տեղի ունեցած ֆինանսական ցնցումների հետևանքով մեծ կարևորություն է ստանում ռիսկով կշռված եկամտաբերությունը, քանի որ գրեթե բոլոր երկրներում կենսաթոշակային ակտիվների եկամտաբերությունը դրսևորում է մեծ տատանողականություն:

Մյուս կողմից՝ առանձնանում են որոշ երկրներ, որոնք միևնույն միջին եկամտաբերություն ապահովում են համեմատաբար ցածր տատանողականության պայմաններում, ինչպես օրինակ՝ Չիլին, Էստոնիան, Նիդեռլանդները, Կոստա Ռիկան: Դա մեծապես պայմանավորված է արտասահմանյան ներդրումների միջոցով միջազգային տարատեսականացման հաջող կիրառությամբ: Սա փաթեթի ռիսկի նվազեցումն է տարբեր երկրներում ակտիվների միաժամանակյա ներդրման միջոցով:



**Գծապատկեր 4. Միջին տարեկան եկամտաբերությունը և ստանդարտ շեղումը, 1995 - 2010\***

Վերոնշյալ երկրներում արտասահմանյան ներդրումների մասնաբաժինը, ըստ առանձին գործիքների, կազմում է 50% և ավելի՝ համեմատած Ավստրալիայի և ԱՄՆ-ի հետ, որտեղ կենսաթոշակային ֆոնդերի օտարերկրյա ներդրումները զգալի չեն:



Աղբյուրը՝ OECD Global Pension Statistics

**Գծապատկեր 5. Կենսաթոշակային ֆոնդերի արտասահմանյան ներդրումների մասնաբաժինը, 2010**

Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման միջազգային փորձի վերլուծության արդյունքները կարող են օգտագործվել Հայաստանում ինչպես ոլորտի կարգավորման և զարգացման քաղաքականությունը մշակելիս, այնպես էլ ֆոնդի կառավարիչների կողմից ակտիվների կառավարման գործառույթ-

\* Գծապատկերը կազմվել է OECD և առանձին երկրների վիճակագրական ծառայությունների կողմից հրապարակված եկամտաբերության տվյալների հիման վրա:

ներն իրականացնելիս: Հայաստանում պարտադիր կուտակային բաղադրիչի շրջանակներում հավաքագրված միջոցների վերաբերյալ պատկերացում կազմելու համար անհրաժեշտ է գնահատել համակարգի մասնակիցների քանակը և աշխատավարձի չափը:

**Աղյուսակ 2**

**Կենսաթոշակային մասհանումները Հայաստանում 2014-2017 թթ.\***

Տարի	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
15-40 տարեկան զբաղվածներ (առանց գյուղատնտեսությունում զբաղվածների), 1000 մարդ	388	404	407	417	427	437	447	458	469
Աճի միջին տեմպ	2.4%								
Միջին ամսական աշխատավարձ, հազ. դրամ	96	103	108	121	131	142	155	168	182
Աճի միջին տեմպ	8.5%								
Կենսաթոշակային հատկացումներ	10%								
Պարտադիր կուտակային վճարներ, մլրդ դրամ						74.67	82.97	92.19	102.44
ՀՆԱ, մլրդ դրամ						4,901	5,301	5,734	6,202
ՀՆԱ, %						1.5%	1.6%	1.6%	1.7%

Պարտադիր կուտակային համակարգի մասնակիցներ են համարվում Հայաստանի զբաղված բնակչության այն ներկայացուցիչները, որոնց տարիքը չի գերազանցում 40-ը, բացառությամբ գյուղատնտեսության ոլորտում զբաղված մինչև 40 տարեկան անձանց: Այս ցուցանիշի միջին աճի տեմպը վերջին 4 տարիներին կազմել է 2.4%: Միջին ամսական աշխատավարձը 2012 թ. 121,000 դրամ էր, իսկ աճի միջին տեմպը՝ 8.5%: Միջին աճի տեմպի ցուցանիշները կարող են տարածվել կանխատեսվող ժամանակաշրջանի վրա, քանի որ բավական պահպանողական են (հաշվի առնելով զբաղվածության աճի ներուժը, քանի որ տնտեսության մեջ զբաղվածների թիվը դեռևս ցածր է 2008 թ. նախաձգնաժամային մակարդակից): Մասնակիցների քանակի և աշխատավարձի կանխատեսվող մեծության ու 10% մասհանումների դրույքաչափի պայմաններում 2014 թ. պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային մասհանումները կհասնեն շուրջ 75 մլրդ դրամի (178 մլն ԱՄՆ դոլար՝ 1 դոլար = 420 դրամ փոխարժեքով)՝ կազմելով ՀՆԱ 1.5%-ը, իսկ 2017 թ.՝ մինչև 1.7%-ը:

\* Հաշվարկները կատարվել են ըստ ՀՀԱԿԾ «Աշխատանքի շուկան Հայաստանի Հանրապետությունում» 2009, 2010, 2011 և 2012 թթ. հաշվետվությունում հրապարակված տվյալների, ինչպես նաև Հայաստանի ՀՆԱ-ի վերաբերյալ ԱՄՀ կանխատեսումների հիման վրա:

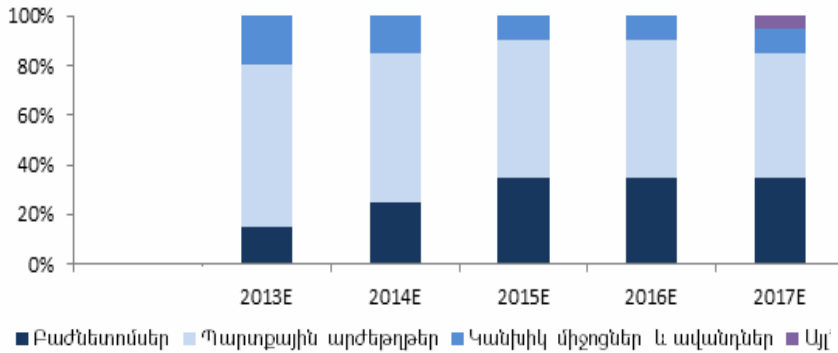
Այս ցուցանիշները ներկայացնում են մասնակիցների կողմից կատարված միայն մասնաճանաչները՝ առանց հաշվի առնելու դրանց ներդրումից ստացվող եկամտաբերությունը, այսինքն՝ հաշվարկված մեծություններն արտացոլում են կենսաթոշակային ակտիվների միայն նվազագույն չափը: Միջազգային փորձի վերլուծությունը ցույց տվեց, որ չնայած կենսաթոշակային ակտիվների եկամտաբերության (ուստի նաև ապագա կենսաթոշակային եկամուտների) բարձրացումը կախված է տնտեսության չափերի նկատմամբ (ՀՆԱ-ի նկատմամբ) կենսաթոշակային ակտիվների մեծությունից, այնուամենայնիվ, եկամտաբերության հիմնական որոշիչը ակտիվների կառուցվածքն է:

Հայաստանում կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների կառուցվածքի վերաբերյալ հնարավոր պատկերացում կազմելու համար չափազանց կարևոր է հաշվի առնել այն հանգամանքը, որ կենսաթոշակային ակտիվների կառուցվածքը Հայաստանում պայմանավորված կլինի համակարգի մասնակիցների կողմից ընտրված ֆոնդերի տեսակներով<sup>8</sup>: Կենսաթոշակային ակտիվների մեծությունը շոշափելի կդառնա պարտադիր համակարգի գործարկումից հետո, որի մեկնարկը կտրվի 2014 թ. հունվարի 1-ին, իսկ մասնակիցները պետք է մինչ այդ կատարեն ֆոնդի ընտրություն: Ակնհայտ է, որ նման կարճ ժամանակահատվածում և նոր ձևավորվող համակարգի պայմաններում հնարավոր չէ հիմնավորված ձևով ընտրություն կատարել այս կամ այն կառավարչի միջև, ուստի համակարգի ներդրման առաջին տարվա ընթացքում պարտադիր կուտակային բաղադրիչի մասնակիցների մեծ մասը ֆոնդի ընտրություն չի կատարի: Այս պարագայում կիրառվում են ֆոնդի ընտրություն չկատարելու վերաբերյալ օրենքի դրույթները: Համաձայն օրենսդրության՝ սահմանված ժամկետում և կարգով մասնակցի կողմից կենսաթոշակային ֆոնդի ընտրություն չկատարելու դեպքում վերջինիս համար կենսաթոշակային ֆոնդի ընտրությունը կատարում է Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիան՝ ծրագրային մոդուլի միջոցով, պատահականության սկզբունքով: Կենսաթոշակային ֆոնդի ընտրություն չկատարած անձանց կուտակային վճարների հաշվին ձեռք են բերվում պատահական ընտրված կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչի միջին ռիսկայնության պահպանողական կենսաթոշակային ֆոնդի փայեր<sup>9</sup>:

Վերոնշյալ հանգամանքը հաշվի առնելով՝ կարելի է ասել, որ պարտադիր կուտակային բաղադրիչի գործարկման առաջին փուլում (2014 թ.) կոնսերվատիվ ֆոնդերը գերակշիռ մեծամասնություն են կազմելու համակարգում, որոնց կառուցվածքում բաժնետոմսերի տեսակարար կշիռը չի կարող գերազանցել 25%-ը՝ համաձայն օրենսդրության: 2013 թ. ստեղծվող կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերը հիմնականում պահպանողական և կայուն եկամտային բնութագրիչներ կունենան՝ կայուն եկամտային գործիքների գերակայությամբ:

<sup>8</sup> Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի տեսակներն են՝ հավասարակշռված, կոնսերվատիվ (պահպանողական) և կայուն եկամտային. տես «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք, հոդվ. 42:

<sup>9</sup> Տես նույն տեղը, հոդվ. 39:



**Գծապատկեր 6. Կենսաթոշակային ակտիվների կանխատեսվող կառուցվածքը, 2013-2017 թթ.\***

Առաջիկա տարիներին, հատկապես պարտադիր կուտակային համակարգի գործարկումից հետո, ակնկալվում է կապիտալի շուկայի կառուցվածքային համահարթեցում, այդ թվում՝ բաժնետոմսերի շուկայի հնարավոր աշխուժացում՝ պայմանավորված «երկար փողերի» զգալի հոսքերով: Արդյունքում բաժնային արժեթղթերի բաժինը կմեծանա և կհասնի 30-35%-ի: Համակարգի լիարժեք կայացումից հետո կառավարիչները հնարավորություն կստանան ներդրումներ կատարելու նաև մասնագիտացված ֆոնդերում, այդ թվում՝ վենչուրային: Նման ֆոնդերում կատարվող ներդրումների ծավալը կկազմի 2-5%, ինչպես սահմանված է ՀՀ Կառավարության որոշումներով<sup>10</sup>:

Այսպիսով՝ կատարված վերլուծությունը ցույց տվեց, որ տարբեր երկրներում կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետությունը մեծապես պայմանավորված է ակտիվների կառուցվածքով, ընդ որում, ֆոնդերի եկամտաբերությունը ավելի մեծ չափով կախված է բաժնային արժեթղթերում կատարվող ներդրումների, քան կայուն եկամտային գործիքների (կորպորատիվ և պետական պարտատոմսեր, ավանդներ) աճից: Վերջիններիս (հատկապես պետական պարտատոմսերի) տեսակարար կշռի մեծացումը փաթեթում որոշ երկրներում բացասաբար է ազդում եկամտաբերության մակարդակի վրա: Բացի այդ, այն երկրների կենսաթոշակային ֆոնդերը, որոնք իրենց ակտիվների զգալի մասը ներդնում են արտասահմանյան շուկաներում, ապահովում են ռիսկ/եկամտաբերություն հարաբերակցության առավել ընդունելի մակարդակ միջազգային տարատեսականացման շնորհիվ:

Հայաստանում հավաքագրված կենսաթոշակային վճարները առաջիկա տարիներին կարող են հասնել մինչև ՀՆԱ 1.5-1.7%-ի, իսկ կառավարիչները կձևավորեն հիմնականում պահպանողական ներդրումային քաղաքականությամբ փաթեթներ, որոնց կառուցվածքում բաժնետոմսերի տեսակարար կշիռը կկազմի 25-35%:

\* Հիմնված է համակարգի վերաբերյալ սեփական կանխատեսումների վրա:

<sup>10</sup> Տես «Կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ֆինանսական գործիքներում ներդրման քանակական և արժույթային սահմանափակումները սահմանելու մասին» ՀՀ Կառավարության N 1190-Ն որոշումը՝ ընդունված 28.07.2011, և «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ֆինանսական գործիքներում ներդրման քանակական և արժույթային սահմանափակումները սահմանելու մասին» ՀՀ Կառավարության N 1685-Ն որոշումը՝ ընդունված 27.12.2012:

Հաշվի առնելով միջազգային փորձի և ՀՀ մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման մոդելի ուսումնասիրությունը և արված եզրահանգումները՝ կարելի է կատարել հետևյալ առաջարկությունները՝

1. Կուտակային կենսաթոշակային բաղադրիչը իր հիմնական նպատակներին (պետական բյուջեի սոցիալական ծանրաբեռնվածության թեթևացում, կապիտալի շուկայի զարգացում և մասնակիցներին լրացուցիչ եկամտի ապահովում) ծառայեցնելը հնարավոր է միայն ներդրումների կառուցվածքի բարելավման շնորհիվ՝ հոգուտ կորպորատիվ արժեթղթերի՝ նախևառաջ բաժնետոմսերի: Վերլուծությունը ցույց տվեց, որ ցանկալի եկամտաբերություն ապահովելու համար պետական պարտատոմսերում կատարվող ներդրումները լավագույն ներդրումային գործիքները չեն: Բացի այդ, պետական պարտատոմսերում կատարվող ներդրումներն անհիմաստ են դարձնում մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի ստեղծումը, քանի որ կենսաթոշակները կշարունակվեն վճարվել պետական բյուջեից: Կենսաթոշակային միջոցները պետական պարտատոմսերում կենտրոնացնելուց հնարավոր է խուսափել, եթե ներքին շուկայում պետությունը կարգավորի սեփական փոխառուական ակտիվությունը տոկոսադրույքների նվազեցման միջոցով (մինչև ոչ ռիսկային ներդրումների համար ընդունելի եկամտաբերության մակարդակը), իսկ այլընտրանքային միջազգային փոխառուական, մասնավորապես՝ եվրոպարտատոմսերի շուկայում՝ փոխառուական ակտիվությամբ: Կենսաթոշակային ակտիվների մի մասը կարող է ներդրվել պետական պարտատոմսերում, եթե ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից թողարկվեն ինդեքսավորվող պարտատոմսեր հատուկ կենսաթոշակային ֆոնդերի համար: Դրանք հնարավորություն կտան փաթեթի ակտիվները պաշտպանելու գնաճից:

2. Պարզվեց, որ ռիսկ / եկամտաբերություն հարաբերակցության ցանկալի մակարդակ կարելի է ապահովել միջազգային տարատեսականացման շնորհիվ, այսինքն՝ փաթեթի ռիսկի նվազեցում տարբեր երկրներում ակտիվների միաժամանակյա ներդրման միջոցով: Հաշվի առնելով միջազգային փորձի վերլուծությունը և Հայաստանում ներդրումային գործիքների սահմանափակ տեսականին՝ մեր երկրում կպահանջվի արտասահմանյան ներդրումների սահմանաչափերի շարունակական վերանայում կարգավորող մարմինների կողմից: Ներկայումս, ՀՀ Կառավարության որոշմամբ, արտասահմանում կարող է ներդրվել կամավոր և պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների համապատասխանաբար 50% և 40%-ը: Այս սահմանաչափերը չեն խոչընդոտի արտասահմանում ներդրումների կատարմանն այնքան ժամանակ, քանի դեռ կենսաթոշակային ակտիվների մեծությունը տնտեսության չափերի համեմատությամբ զգալի չի լինի (վերլուծությունը ցույց տվեց, որ առաջիկա տարիներին կենսաթոշակային ակտիվները կկազմեն ՀՆԱ ընդամենը 1.5-1.7%-ը): Ուստի սահմանաչափերի բարձրացումը և հետագայում ամբողջությամբ վերացումն այլընտրանք չունի:

Հայաստանում կենսաթոշակային ֆոնդերի արտասահմանյան ներդրումների համար որպես ներդրումային օբյեկտ կարող են ծառայել կայուն եկամտային և բաժնային արժեթղթերի միջազգային ներդրումային ֆոնդերը (Global tracker funds կամ ETFs): Մի շարք հեղինակների պնդմամբ (մասնավորապես՝ Bodie and Merton - 2002)<sup>11</sup> կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են

<sup>11</sup> Տե՛ս **Bodie Zvi** and **Robert C. Merton**, 2002, "International Pension Swaps," *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 1, էջ 77-83:

իրականացնել միջազգային տարատեսականացում՝ առանց վնասելու ազգային շուկայի զարգացմանը՝ կնքելով սվոպներ արտասահմանյան գործընկերոջ հետ, ըստ որի ներքին շուկայում կատարված ներդրումները փոխանակվում են վերջինիս ակտիվներով: Այս գործիքի միջոցով անուղղակիորեն ձեռք է բերվում օտարերկրյա արժեթուղթ՝ միաժամանակ ազգային շուկայում ապահովելով ներդրողների առկայությունը: Այստեղ միակ գործոնը, որը պետք է համադրվի տարատեսականացման օգուտների հետ, ծախսատարության աճն է (կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման վարձին ավելանում է նաև օտարերկրյա ներդրումային ֆոնդի կառավարման վարձը), ինչպես նաև դրա հետ կապված վերահսկողության բարդացումը, քանի որ վերահսկողները, կենսաթոշակային ֆոնդի ներդրումները կարգավորելուց բացի, պետք է ուշադրության կենտրոնում պահեն նաև տվյալ միջազգային ֆոնդի ներդրումային դիրքերը: Արտասահմանյան ներդրումների մեղմ կարգավորումը կենսաթոշակային ֆոնդերին հնարավորություն կտա ներդրումներ կատարելու նաև արտասահմանյան այնպիսի այլընտրանքային ներդրումային գործիքներում (Alternative Investments), որոնք վերջին տարիներին, տարատեսականացման առումով, լավագույնն են համարվում՝ շնորհիվ ավանդական գործիքների հետ (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր) իրենց ցածր կամ բացակայող կոռելյացիայի (Private equity funds, Venture capital investments), իսկ նյութական ապրանքային ակտիվների դեպքում (Comodities)՝ նաև շնորհիվ ինֆլյացիայի հետ դրական կոռելյացիայի: Վերջինս որոշիչ գործոն է կենսաթոշակային պարտավորությունները գնահատելիս:

**СЕВАК МАНУКЯН**

Аспирант кафедры „Банковского  
дела и страхования” АГЭУ

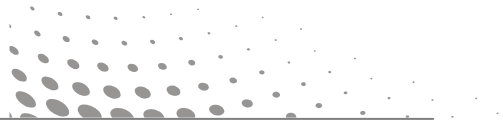
**Анализ международной практики пенсионных реформ и управления пенсионными фондами.**- В статье представлено сравнение частного управления пенсионных фондов из 24 стран, с точки зрения общей стоимости пенсионных активов под управлением, уровень активов в процентном отношении к экономике и распределения пенсионных активов среди различных категорий активов и финансовых инструментов. Затем представлен обзор доходности инвестиций частных пенсионных фондов по мере ежегодной доходности и стандартного отклонения, а также другие статистические данные. Анализ зарубежного опыта также рассматривает инвестиционную политику фондов и потенциальную и фактическую роль международных инвестиций в управлении пенсионными фондами. Показано, что международные инвестиции показывают превосходные характеристики инвестиций с точки зрения риска и доходности. В контексте международных сравнений по управлению пенсионными фондами автор представляет свои оценки и прогнозы армянской частной пенсионной системы с точки зрения инвестиционной политики фондов, уровня активов в процентном отношении к экономике и структуре портфеля армянских пенсионных фондов.

**SEVAK MANUKYAN**

Post-graduate at the Chair of “Banking and Insurance” at ASUE

**International Analysis of Pension Reforms and Pension Fund Management.**- The article presents an international comparison of the privately managed pension funds of 24 countries in terms of the total value of pension assets under management, the level of assets as percentage of the economy and the allocation of pension assets among the various asset categories and financial instruments available. Then, an overview of the investment performance achieved by the privately managed pension funds by providing the annual rates of return and standard deviations of these returns as well as other statistics are presented. The analysis of foreign experience of pension fund management continues by the examination of funds' investment policies and the potential and actual role played by international investments in pension fund management. It is shown that international investment allows superior investment performance in terms of risk and return. In the context of international comparison of pension fund management the author presents his estimates and projections of Armenian private pension system in terms of funds' investment policies, the level of assets as a percentage of the economy and portfolio structure of Armenian pension funds.





## ԱՐՄԱՆ ՏՈՆԻԿՅԱՆ

ՀՊՏՀ բանկային գործի և ապահովագրության  
ամբիոնի հայցորդ

### ՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՆՀՐԱԺԵՇՏՈՒԹՅՈՒՆԸ ՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ԳՈՐԾԸՆԹԱՑՈՒՄ

Վարկային պորտֆելի (փաթեթի) կառավարման տեղական և միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ այն միջոցառումների շարքում, որոնք ուղղված են պորտֆելի արդյունավետ կառավարմանը, առանցքային դեր և նշանակություն ունի վարկային քաղաքականության մշակումը, իրականացումն ու կատարելագործումը:

ՀՀ առևտրային բանկերի առանձին կառուցվածքային ստորաբաժանումներ մշակում և վարում են տվյալ բանկի վարկային քաղաքականությունը՝ ելնելով որոշակի սկզբունքային առանձնահատկություններից, սակայն, այդուհանդերձ, բոլոր բանկերում այս ոլորտն ունի առանցքային բովանդակություն:

Տեսականորեն առևտրային բանկի վարկային քաղաքականությունը ներառում է.

- վարկային քաղաքականության նպատակների հստակ ձևակերպում և վարկային պորտֆելի ձևավորում, այդ թվում՝ վարկերի տեսակներ, դրանց մարման ժամկետներ, չափեր ու որակ,
- վարկավորման սկզբունքներ,
- վարկային քաղաքականության իրագործման մեխանիզմ,
- վարկավորման բնագավառում իրավասությունների բաշխման սկզբունքներ, վարկավորման համար պատասխանատու անձանց իրավասությունների սահմանում (այդ թվում՝ որոշակի ղեկավարների և աշխատակիցների կողմից հաստատվող և ստորագրվող վարկի առավելագույն չափ և որակ),
- վարկային պորտֆելի և վարկային ռիսկի կառավարում, վարկավորման առանձին ուղղություններին վերաբերող սահմանաչափեր,

- բանկի կողմից սպասարկվող ոլորտի, տարածաշրջանի կամ տնտեսության ճյուղի նկարագիր, որտեղ պետք է կատարվեն հիմնական վարկային ներդրումներ,
- վարկերի գնահատման և ընտրության ընդհանուր չափանիշներ,
- տոկոսադրույքի քաղաքականություն, վարկի մարման կարգ և գանձվող սպասարկման միջնորդավճարներ,
- վարկերի վերադարձման ապահովման, այդ թվում՝ գրավի գնահատման, ընդունման և իրացման հիմնական կանոններ,
- վարկերի դասակարգում և դրանց գծով հնարավոր կորուստների պահուստի ձևավորում,
- վարկերի սպասարկում և մշտադիտարկում,
- խնդրահարույց վարկերի բնութագրեր, դրանց վերլուծություն և իրավիճակից դուրս գալու միջոցառումներ<sup>1</sup>:

Վարկային հարաբերությունները ձևավորվում են որոշակի մեթոդաբանության հիման վրա, որի տարրերից են վարկի սկզբունքները: Վարկի սկզբունքները (վերդարձելիություն, ժամկետայնություն, վճարելիություն, նպատակայնություն և ապահովվածություն) վարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման հիմնաքարերից են և նույնական են բոլոր առևտրային բանկերում:

Արդյունավետ վարկային քաղաքականությունը ենթադրում է նաև հիմնավորված տոկոսային քաղաքականության իրականացում: Բանկային տոկոսը փոխառվական տոկոսի առավել տարածված ձևն է և ծագում է այն ժամանակ, երբ վարկային հարաբերությունների սուբյեկտներից մեկը բանկն է:

Գործնականում վարկի դիմաց տոկոսի վերին սահմանը որոշվում է շուկայական գործոններով, իսկ ստորին սահմանը ձևավորվում է միջոցների հավաքագրման և տվյալ վարկային կազմակերպության գործունեությունն ապահովելու ուղղությամբ բանկի կատարած ծախսերի հաշվարկով: Յուրաքանչյուր գործարքի համար տոկոսի նորման որոշելիս առևտրային բանկը հաշվի է առնում ելակետային տոկոսադրույքի մակարդակը, ավելացում ռիսկի համար՝ հաշվի առնելով վարկային պայմանագրի պայմանները:

Վարկային տոկոսը յուրատեսակ գին է, որը վճարվում է դրամական միջոցների ժամանակավոր օգտագործման համար:

Վարկերի տոկոսադրույքները բանկում սահմանվում են ինչպես ամրագրված, այնպես էլ լողացող տարբերակներով՝ կախված շուկայական ընթացիկ պայմաններից ու պահանջներից: Տոկոսադրույքի չափը որոշելու համար բանկը համադրում է ռիսկերը և սպասվող եկամտաբերությունը: Հաշվի է առնվում նաև լրացուցիչ ռիսկերի առաջացման հավանականությունը: Տոկոսադրույքի չափը կախված է վարկի նպատակից ու ժամկետից, գրավի ապահովումից, վարկառուի վարկային հուսալիությունից, փոխառու միջոցների նկատմամբ պահանջարկից, ինչպես նաև պետական քաղաքականությունից: Վարկի գինը պարունակում է նվազագույնը՝ ռեսուրսների ինքնարժեքը և բանկի մարժան. վերջինս ապահովում է վարկից սպասվելիք եկամուտը և հաշվի է առնում բանկի կրած ռիսկերը:

Տոկոսադրույքների հաշվարկման եղանակներն ընտրելիս պետք է վերլուծել հնարավոր բոլոր զարգացումները, որոնք այս կամ այն կերպ ազդում են վարկային գործարքի եկամտաբերության վրա<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Տե՛ս **Панова Г.**, Кредитная политика коммерческого банка. М., 1998, էջ 98-99:

Որպես վարկային քաղաքականության հիմնական նպատակներ կարող են դիտարկվել.

- բանկի իրացվելիության բավարար մակարդակի ապահովման և ռիսկերի արդյունավետ կառավարման պայմաններում բարձրորակ ու եկամտաբեր վարկային ակտիվների ձևավորումը,
- բանկի հեռանկարային զարգացման ծրագրով նախատեսված համապատասխան ցուցանիշների ապահովումը,
- բանկի կողմից առաջարկվող վարկատեսակների հետագա ընդլայնումը և մրցունակության ապահովումը,
- տնտեսության հեռանկարային և շահութաբեր ոլորտներում տնտեսական ակտիվ գործունեություն ծավալող հաճախորդների ներգրավումը,
- բանկի վարկավորման գործընթացի արդյունավետ կառավարման ապահովումը,
- վարկերի տրամադրման հետ կապված իրավասությունների և պարտավորությունների որոշումը և տարանջատումը,
- ՀՀ ԿԲ սահմանած պահանջներին համապատասխանության ապահովումը:

Վարկային քաղաքականության նպատակներին ծառայող հիմնական սկզբունքներն են.

- գործող օրենսդրությանը համապատասխան վարկավորման գործընթացի իրականացում,
- վարկավորման գործընթացի հստակ կանոնակարգում,
- վարկավորման գործընթացի և չափանիշների միասնականության ապահովում (ստանդարտացում),
- բանկի վարկային պորտֆելի բազմազանեցման բավարար մակարդակի ապահովում,
- վարկավորման գործընթացում կենտրոնացված և ապակենտրոնացված կարգով որոշումների ընդունման կանոնակարգում,
- կառավարելիություն,
- բանկի վարկային ակտիվների և պարտավորությունների փոխհամաձայնեցված կառավարման ապահովում,
- վարկավորման հաստատված չափորոշիչների և վարկային ռիսկերի հաշվարկված մակարդակների պահպանում,
- վարկավորման և վարկային ռիսկի կառավարման գործընթացում բանկի ստորաբաժանումների կողմից անկախության և անաչառության սկզբունքների պահպանում<sup>3</sup>:

Վարկային քաղաքականության իրականացման մեթոդները, մեխանիզմները, եղանակներն ու ընթացակարգերը մանրամասն ձևակերպվում են համապատասխան փաստաթղթերով:

Վարկային քաղաքականությունը սահմանում է ընդհանուր ուղղությունները, վարկավորման նորմերն ու հրահանգները, մանրամասնորեն կանոնա-

<sup>2</sup> Տե՛ս **Դ. Բաբայան**, Վարկային գործառնությունների տոկոսային քաղաքականության առանձնահատկությունները ՀՀ գյուղատնտեսության ոլորտում, «Հայաստան – Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», N 1(127), 2011, էջ 80-82:

<sup>3</sup> Տե՛ս **Դ. Բաբայան**, Վարկային քաղաքականության արդի գերակայությունները ՀՀ գյուղատնտեսության ոլորտում, «Հայաստան – Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», N 12(126), 2010, էջ 41-43:

կարգում է վարկավորումն իրականացնող ստորաբաժանումների աշխատակիցների գործունեությունը:

Վարկային քաղաքականության մշակման, հաստատման, անհրաժեշտության դեպքում համապատասխան փոփոխությունների կատարման, վերահսկողության և մշտադիտարկման համար պատասխանատվություն է կրում բանկի խորհուրդը: Վերջինս պարբերաբար տեղեկատվություն է ստանում բանկի կողմից տրամադրված վարկերի վերաբերյալ:

Բանկի վարկային քաղաքականության իրագործման իրավասությունը վերապահվում է տնօրենությանը, որը պետք է գործադիր մարմնի կողմից կառուցվածքային ստորաբաժանումների և աշխատակիցների միջև պարտականությունների և գործառույթների հստակ բաշխում կատարի:

Խոշոր բանկերի վարկային ստորաբաժանման կազմում սովորաբար լինում են մի քանի բաժիններ, օրինակ՝ սպառողական, հիփոթեքային վարկերի բաժին կամ վարկային ռիսկի կառավարման ու վարկային վերլուծությունների խումբ և այլն:

Կրկին անդրադառնալով վարկային պորտֆելի արդյունավետ կառավարմանը՝ կարելի է նշել, որ դրա բազմազանացումն ապահովելու նպատակով անհրաժեշտ է լինում ներմուծել որոշակի սահմանափակումներ վարկային քաղաքականության մեջ: Սովորաբար սահմանվում է.

1. բանկի ընդհանուր կապիտալի նկատմամբ վարկային ներդրումների ընդհանուր ծավալի առավելագույն չափը,
2. վարկային պորտֆելի և ընդհանուր ակտիվների հարաբերակցության առավելագույն չափը,
3. տարբեր տեսակի սահմանաչափեր՝ ըստ տնտեսության ճյուղերի, վարկառուների, արժույթի տեսակի, մարման ժամկետների և ապահովվածության տեսակների,
4. սահմանափակումներ առանձին վարկային պորտֆելների գծով (օրինակ՝ սպառողական կամ հիփոթեքային),
5. մեկ փոխառուին տրվող վարկի առավելագույն չափը<sup>4</sup>:

Սահմանաչափերը որոշվում են ըստ նորմատիվների կամ բացարձակ սահմանային մեծությունների:

Նորմատիվների հաշվարկի ժամանակ որպես հիմք են օգտագործվում բանկի ընդհանուր կապիտալի կամ վարկային պորտֆելի մեծությունը և այլ ցուցանիշներ:

Նախքան վարկավորման սահմանաչափերը որոշելը, անհրաժեշտ է բացահայտել ռիսկի հիմնական ոլորտներն ու գործոնները:

Բանկի վարկային քաղաքականությամբ սահմանվում են նաև վարկի գնահատման ընդհանուր չափանիշները, որոնք վերաբերում են վարկային շուկայի ուսումնասիրությանը, վարկերի նպատակին, մարման աղբյուրներին, տոկոսադրույքների որոշմանը, վարկառուի վարկունակությանը, նրա վերաբերյալ ֆինանսական տեղեկատվությանը և փաստաթղթերին առնչվող պահանջներին:

Վարկային քաղաքականությունը պետք է լինի ճկուն, որպեսզի ժամանակին հաշվի առնի տնտեսական, քաղաքական, իրավական և շուկայական իրադրության հնարավոր փոփոխությունները:

<sup>4</sup> Տե՛ս **Тарасиев А.**, Банковское дело, управление кредитной организацией /учебное пособие/. М., 2007, էջ 195:

Վարկային քաղաքականությունից շեղումները պետք է հասցվեն նվազագույնի, իսկ ծայրահեղ անհրաժեշտության դեպքում ամբողջությամբ հիմնավորվեն:

ՀՀ առևտրային բանկերին հատուկ են վարկային քաղաքականության հետևյալ քայլերը.

- շուկայի հատվածի ընտրություն,
- վարկերի միջին ժամկետայնության ու տոկոսադրույքների որոշում,
- վարկի ապահովվածության տեսակի՝ գրավի սահմանում,
- ռիսկի մակարդակի որոշում:

Վարկային քաղաքականության վարման ժամանակ պետք է նկատի ունենալ վարկային պորտֆելի կառավարման հիմնական փուլերի տրամաբանությունը:

Ընդհանուր առմամբ, վարկային պորտֆելի կառավարումն ընդգրկում է մի քանի փուլեր.

- առանձին տրված վարկի որակի գնահատման չափանիշների ընտրություն,
- վարկերի հիմնական խմբերի և դրանց հետ կապված տոկոսադրույքների սահմանում,
- բանկի կողմից տրամադրված յուրաքանչյուր վարկի գնահատում՝ հիմնվելով ընտրված չափանիշների վրա, միաժամանակ կարևորելով վարկի դասակարգման համապատասխանությունը տվյալ խմբին,
- վարկային պորտֆելի կառուցվածքի սահմանում ըստ դասակարգված վարկերի,
- վարկային պորտֆելի որակի ընդհանուր գնահատում,
- վարկային պորտֆելի կառուցվածքի փոփոխության ընթացքում ազդող գործոնների վերլուծություն,
- ընդհանուր ռիսկին համապատասխանող պահուստային հիմնադրամի գումարի սահմանում,
- որակի բարելավմանը նպաստող միջոցառումների մշակում<sup>5</sup>:

Նշված փուլերը, փաստորեն, որոշակի գործողությունների տրամաբանական հաջորդականություն են ներկայացնում. մասնավորապես՝ մեթոդաբանական հնարքների ներդրում, ֆինանսական վերլուծություն և գնահատում, գործոնային վերլուծություն և հաշվարկային գործողություններ:

Բանկի վարկային պորտֆելի որակի գնահատման չափանիշ է համարվում ռիսկայնության մակարդակը, որն էլ պայմանավորված է վարկառուի վարկունակությամբ, վարկի ապահովվածությամբ, մշտադիտարկման արդյունավետությամբ, կախված է դրամի արժեզրկումից, արտարժույթային փոխարժեքների տատանումից և այլն:

Այժմ ներկայացնենք «ԱՅԲԻՉՆԵՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ-ի կողմից հաճախորդներին տրամադրված վարկերի և փոխատվությունների մեծությունները.

<sup>5</sup> Տե՛ս **Цисарь И.** и другие, Оптимизация финансовых портфелей банков. М., 1998, էջ 225-229:

Աղյուսակ 1  
**«ՀԱՅԲԻԶՆԵՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ ՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԿԱԶՄԸ**<sup>6</sup>  
*(հազ. դրամ)*

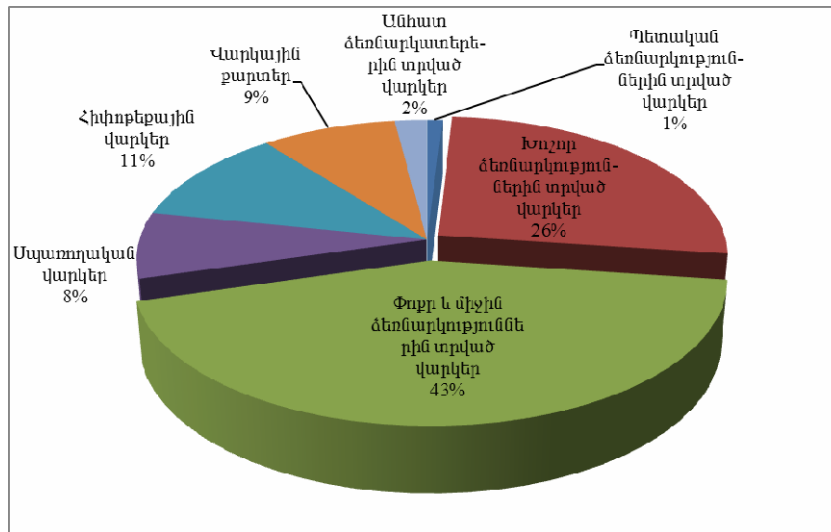
Վարկի տեսակը	Տարիներ		Բացարձակ շեղումը 2012 թ.՝ 2011 թ. նկատմամբ (դրամ)	Հարաբերական շեղումը 2012 թ.՝ 2011 թ. նկատմամբ (%)
	2011 թ.	2012 թ.		
Պետական ձեռնարկություններին տրված վարկեր	1,236,910	1,221,510	-15,400	-1.2
Խոշոր ձեռնարկություններին տրված վարկեր	37,186,564	32,462,459	-4,724,105	-12.7
Փոքր և միջին ձեռնարկություններին տրված վարկեր	43,875,133	53,954,486	10,079,353	23.0
Սպառողական վարկեր	5,520,472	9,526,094	4,005,622	72.6
Հիփոթեքային վարկեր	12,382,267	13,837,023	1,454,756	11.7
Վարկային քարտեր	5,205,335	10,683,320	5,477,985	105.2
Անհատ ձեռնարկատերերին տրված վարկեր	2,547,094	2,538,777	-8,317	-0.3
<b>Ընդամենը</b>	<b>107,953,775</b>	<b>124,223,669</b>	<b>16,269,894</b>	<b>15.1</b>

Աղյուսակ 1-ի տվյալներից երևում է, որ 2012 թվականի ընթացքում «ՀԱՅԲԻԶՆԵՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ-ն, շնորհիվ կորպորատիվ հաճախորդների հետ կնքված աշխատավարձային նախագծերի պայմանագրերի, էապես ավելացրել է վարկային քարտերի վաճառքը՝ կրկնապատկելով դրանց քանակը: Զգալի աճ է նկատվում նաև սպառողական վարկերի գծով. 2012 թվականին, 2011 թվականի համեմատությամբ, գրանցվել է 72.6% աճ: Ձեռնարկատիրական վարկերի գծով, բացառությամբ փոքր և միջին ձեռնարկություններին տրված վարկերի, դիտվում է կրճատում, ինչը պայմանավորված է ռիսկերի կառավարման քաղաքականության ընտրված ձևաչափից:

Հաշվի առնելով «ՀԱՅԲԻԶՆԵՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ վարկային պորտֆելի կազմում ներառված վարկատեսակների բացարձակ արժեքները՝ ներկայացնենք վարկային պորտֆելի կառուցվածքը (գծապատկեր 1):

Ըստ գծապատկերի՝ 2012 թվականի վարկային պորտֆելում առյուծի բաժինը կազմում են փոքր և միջին ձեռնարկություններին տրված վարկերը: Այդ փաստը պայմանավորված է բանկի գործարար հարաբերությունների լայն շրջանակով, մասնավորապես՝ միջազգային կազմակերպությունների հետ համագործակցությամբ:

<sup>6</sup> Տե՛ս «ԲԵՅՔԵՐ ԹԻՒԼԻ ԱՐՄԵՆԻԱ» ՓԲԸ-ի կողմից հաստատված «ՀԱՅԲԻԶՆԵՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ 2012 թ. տարեկան ֆինանսական հաշվետվություններ, էջ 25:



Պատկեր 1. «ԱՅԲԻԶՆԵՍՐԱՆԿ» ՓԲԸ վարկային պորտֆելի կառուցվածքը 2012 թվականին

Բանկը ներկայացնում է նաև վարկային պորտֆելի որակական գնահատականը, ինչը վերաբերում է աշխատող և չաշխատող վարկերի հարաբերակցությանը.

Աղյուսակ 2

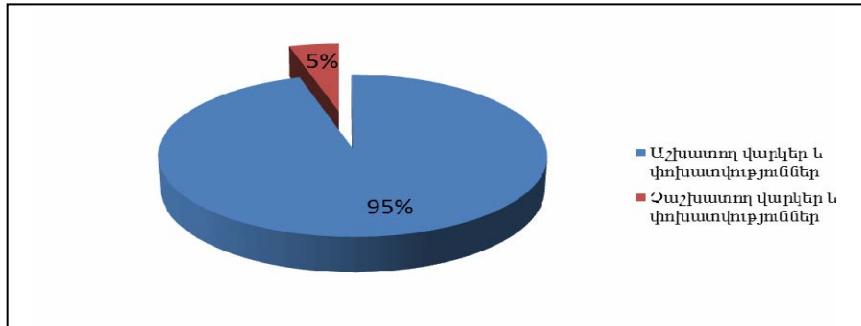
Հաճախորդներին տրված աշխատող և չաշխատող վարկերն ու փոխատվությունները<sup>7</sup>

Դասակարգում	Բնութագրիչ	Տարիներ		Բացարձակ շեղումը 2012թ.՝ 2011թ. նկատմամբ (դրամ)	Հարաբերական շեղումը 2012թ.՝ 2011թ. նկատմամբ (%)
		2011 թ.	2012 թ.		
Աշխատող վարկեր և փոխատվություններ	գումար	105,455,044	118,393,643	12,938,599	12.3
	քանակ	20,480	26,526	6,046	29.5
Չաշխատող վարկեր և փոխատվություններ, այդ թվում՝	գումար	4,233,151	5,830,026	1,596,875	37.7
	քանակ	219	344	125	57.1
Ժամկետանց	գումար	525,088	1,806,993	1,281,905	244.1
	քանակ	165	237	72	43.6

Հաշվի առնելով աղյուսակ 2-ի տվյալները՝ կարելի է փաստել, որ 2012 թվականին չաշխատող ակտիվների թիվն ավելացել է 57.1%-ով, որից ժամկետանցը՝ 43.6%-ով: Հետևաբար՝ լուրջ «բուժիչ» միջոցառումներ պետք է ձեռնարկվեն բանկի վարկային պորտֆելը կարգավորելու համար: Հատկանշական է նաև աշխատող վարկերի քանակային և գումարային աճերի տարբերությունը:

<sup>7</sup> Տես նույն տեղը, էջ 25:

2012 թվականին «ԱՅԲԻՋՆԵՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ վարկային պորտֆելի կառուցվածքում «աշխատող» և «չաշխատող» վարկերն ունեն հետևյալ տեսակարար կշիռները.



**Գծապատկեր 2. «ԱՅԲԻՋՆԵՍԲԱՆԿ» ՓԲԸ վարկային պորտֆելի կառուցվածքը**

Չաշխատող վարկերի 5% տեսակարար կշիռը մտահոգիչ է, բայց ոչ ֆինանսական տագնապ առաջացնող. բանկի որդեգրած նոր վարկային քաղաքականությունը ենթադրում է պորտֆելի բարելավում կարճ ժամկետում:

Գործնականում «վարկային քաղաքականություն» հասկացությանը զուգահեռ օգտագործվում է նաև «վարկավորման համակարգ» հասկացությունը:

Վարկային հարաբերությունները կարգավորվում են որոշակի համակարգով: Բանկային վարկավորման համակարգը ներառում է որոշակի տարրերի ամբողջություն, որոնք կանխորոշում են վարկային գործընթացի կազմակերպումը:

Վարկավորման գործընթացի կազմակերպումն ընդգրկում է վարկավորման կարգը, տեխնոլոգիան, այսինքն՝ վարկի տրամադրման պայմաններն ըստ վարկավորման սկզբունքների:

Վարկավորման համակարգի տարրերից են.

- վարկային գործառնություններում վարկառուի սեփական միջոցների մասնակցության չափը և կարգը,
- վարկի նպատակայնությունը,
- փոխատվական հաշիվների ձևերը,
- փոխատվական պարտավորությունների կարգավորման եղանակը,
- փոխատվական միջոցների արդյունավետ և նպատակային օգտագործման վերահսկողության կարգն ու ձևերը,
- ժամանակին վերադարձման ապահովումը:

Վերոհիշյալ յուրաքանչյուր տարրի կատարելագործումը պահանջում է վարկային մեխանիզմի կատարելագործում:

Այսպիսով՝ վարկային քաղաքականությունն անհրաժեշտ է վարկային պորտֆելի արդյունավետ կառավարման՝ վարկավորման որոշակի նպատակների շրջանակում գործելու, վարկավորման թիրախային օբյեկտների ընտրության, նախապես ռիսկերի կանխատեսման ու գնահատման, վարկային մշտադիտարկման, տոկոսային քաղաքականության մշակման, ինչպես նաև վարկունակության գնահատման համար: Հետևաբար՝ վարկային քաղաքականության արդյունավետությամբ է պայմանավորված վարկային պորտֆելի կառավարման արդյունավետությունը:



**АРМАН ТОНИКЯН**

Соискатель кафедры „Банковского дела и страхования” АГЭУ

***Необходимость проведения кредитной политики в процессе эффективного управления кредитным портфелем.***- Одной из приоритетных задач коммерческих банков в процессе кредитования, в частности - управления кредитным портфелем, является разработка и беспрепятственное ведение целевой кредитной политики. В настоящей статье дается теоретический обзор сущности, кредитной политики коммерческих банков, ее целей и принципов, а также мотивируется необходимость такой политики в деле повышения эффективности управления кредитным портфелем. В целях формирования практического представления о менеджменте портфеля был проведен анализ числовой информации на примере одного из ведущих коммерческих банков РА (ЗАО „АРМБИЗНЕСБАНК”).

**ARMAN TONIKYAN**

Researcher at the Chair of  
„Banking and Insurance” at ASUE

***The Importance of Loan Policy in the Effective Loan Portfolio Management Process.***- One of the priority aspects for commercial banks in the lending process, in particular, loan portfolio management, is tailoring and smooth implementation of a target lending policy. The article provides a theoretical overview of the essence of the commercial banks loan policies, their objectives and principles, and a justification for the importance of pursuing such policy for enhancing the efficiency of loan portfolio management. In order to build a practical understanding of portfolio management, analysis of numerical information has been carried out on the example of one of the leading commercial banks of Armenia („ARMBUSINESSBANK” CJSC).

