

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՍԱՄՎԵԼ ՀԱՐՈՒԹՅՈՒՆԻ ՀՈՎՀԱՆՆԻՍՅԱՆ
ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՈՒՄԸ (ՀՀ ՆՅՈՒԹԵՐՈՎ)

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

Ը.00.02- «Տնտեսության, նրա ոլորտների տնտեսագիտություն և
կառավարում»

մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման համար

Գիտական ղեկավար՝

Սուվարյան Յուրի Միքայելի,

ՀՀ ԳԱԱ իսկական անդամ,
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

Երևան-2016

Բովանդակություն

Ներածություն	3
ԳԼՈՒԽ 1. ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԵՎ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԴԵՐԸ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԵՐՈՒՄ	10
1.1 Բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի էությունը	10
1.2 Կենսաթոշակային ֆոնդերի դերն երկրի տնտեսական համակարգում	20
1.3 Կենսաթոշակային բարեփոխումների միջազգային փորձը	28
ԳԼՈՒԽ 2. ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ, ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ԱՆՀՐԱԺԵՇՏՈՒԹՅՈՒՆԸ	38
2.1 ՀՀ կենսաթոշակային բարեփոխումների սոցիալ-տնտեսական դրդապատճառներն ու կամավոր կուտակային բաղադրիչի կայացման խոչընդոտները	38
2.2 Հայաստանի Հանրապետության կենսաթոշակային համակարգը	54
2.3 Կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության կարգավորման անհրաժեշտությունը	64
2.4 Ռիսկերի կառավարումը կենսաթոշակային ֆոնդերում	79
ԳԼՈՒԽ 3. ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ԿԱՏԱՐԵԼԱԳՈՐԾՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ	94
3.1 Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարման համակարգը	94
3.2 Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության գնահատումը	112
3.3 ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերն որպես ներդրումների կազմավորման աղբյուր	121
Եզրակացություններ	135
Օգտագործված գրականության ցանկ	138

Ներածություն

Զարգացած երկրներն ու զարգացող երկրների մեծամասնությունն ունեն ծերության տարիների բարեկեցության որոշակի տեսակի ինստիտուցիոնալացված համակարգ, որը սովորաբար կոչում են կենսաթոշակային համակարգ: Ծերության պատճառով զբաղվածության դադարեցումից հետո այն աշխատողներին ապահովում է եկամտի որոշակի տեսակով և դրանով պայմանավորված էլ կենսաթոշակային համակարգերը մշակութային և տնտեսական գործոնների արդյունք են, որոնք արտացոլում են ծերության տարիների եկամտի ապահովման գործում պետության, աշխատողների և առանձին անհատների դերի նկատմամբ տարբեր դիրքորոշումներ: Այն երկրներում, որտեղ բարձր են գնահատված համերաշխության ու սոցիալական պատասխանատվության գաղափարները, ընդհանուր առմամբ հանդիպում ենք հանրային կենսաթոշակային համակարգի՝ պետականորեն հովանավորվող մի նախագծի, որը սովորաբար անվանում են սոցիալական ապահովության համակարգ կամ առաջին հիմնասյուն¹:

Կենսաթոշակը վճարումների հոսք է, որը հանդես է գալիս այն ժամանակ, երբ որևէ մեկը թոշակի է անցնում և շարունակվում է մինչև նրա մահը: Այլ կերպ, կենսաթոշակը կենսաթոշակառուին տրամադրում է եկամտի ապահովվածություն անկախ նրանից, թե վերջինս որքան կապրի²: Այսպիսով, կենսաթոշակն ունի երկու էական նպատակ: Առաջինն անհատի կյանքի ընթացքում սպառման հարթեցումն է, այսինքն՝ կենսաթոշակը կենսաթոշակառուներին եկամուտ է տրամադրում, երբ նրանք այլևս չեն աշխատում, ի հաշիվ աշխատելու տարիների ընթացքում հավաքագրված կենսաթոշակային վճարումների: Երկրորդն ապահովագրությունն է, հատկապես երկարակեցության ռիսկի նկատմամբ, երբ անհատի կյանքի տևողությունն անհայտ է³: Միաժամանակ հանրային քաղաքականությունը կարող է ունենալ կենսաթոշակային պլանի երկու լրացուցիչ

¹ Novak A. Pension System Reform in Slovenia. Author(s): Source: Europe-Asia Studies, Vol. 56, No. 2 (Mar., 2004), p. 279

² Bodie, Zvi. 1990. "Pensions as Retirement Income Insurance." Journal of Economic Literature 28 (1): 28–49. Page 28–29. As cited by Blake, David in Pension Economics - David Blake. John Wiley & Sons Ltd. 2006. Wiley.

³ Blake, David. 2006. Wiley: Pension Economics - David Blake. John Wiley & Sons Ltd. <http://eu.wiley.com/WileyCDA/WileyTitle/productCd-0470058447.html>. Page 1.

նպատակ, առաջինն աղքատության կրճատումն է, ըստ որի հասարակությունը կարող է կամենալ, որպեսզի իր թոշակառուները կենսաթոշակի անցնելուց հետո առնվազն ապահովված լինեն նվազագույն կենսամակարդակով: Իսկ երկրորդ նպատակը բաշխողականն է, որով պայմանավորված հասարակությունը կարող է բաշխել լրացուցիչ ֆինանսական ռեսուրսներ հասարակության որոշակի անդամների միջև, ինչպիսիք են, օրինակ, երեխաներ դաստիարակող կանայք⁴:

Հայտնի են կենսաթոշակների համար «վճարելու» երկու եղանակ: Այն է՝ առաջին դեպքում երիտասարդ աշխատողները համաձայնում են վճարել (իրենց աշխատանքային եկամտից) թոշակի անցած մարդկանց կենսաթոշակն այն պայմանով, որ աշխատողների հաջորդ սերունդը կվճարի իրենց կենսաթոշակի համար: Այն իր էությամբ անվանվում է չֆոնդավորվող կամ բաշխողական կենսաթոշակային համակարգ, իսկ հայրենական գրականության մեջ առավել հայտնի է «սերունդների համերաշխություն սկզբունք» անվանմամբ: Երկրորդ դեպքում աշխատողների յուրաքանչյուր սերունդ խնայում է (աշխատանքային եկամտից) իրենց կենսաթոշակի համար՝ կուտակային կենսաթոշակային համակարգում: Կենսաթոշակների կազմակերպման երկու տեսակն էլ ունեն երկու հիմնական հատկանիշ՝ ժամանակն ու ռիսկը: Այսինքն՝ աշխատողները պետք է վճարեն հիմա մի բանի համար, որը նրանք կստանան ապագայում: Առկա է որոշակի ռիսկ, ըստ որի ստացվելիք փաստացի կենսաթոշակներն ավելի քիչ կլինեն քան կատարված վճարները: Իսկապես, առկա է որոշակի հնարավորություն, համաձայն որի կենսաթոշակը կարող է փաստացի ընդհանրապես չվճարվել կենսաթոշակային ֆոնդի սնանկանալու պարագայում:

Այսօր մեծ թվով երկրներում քննարկվում է անցումը կենսաթոշակային համակարգերից, որտեղ կառավարությունն ապահովում է կենսաթոշակառուների սոցիալական ապահովությունը՝ օգտագործելով աշխատողների կողմից վճարվող հարկերը, մեկ այլ համակարգի, որտեղ առանձին անհատներն իրենք են ապահովում իրենց կենսաթոշակը մասնավոր ակտիվների կառավարիչների կողմից կառավարվող անհատական կենսաթոշակային հաշիվներում խնայողությունների կատարման միջոցով: Հասարակության ծերացման և կառավարությունների գնալով աճող պարտավորությունների պատճառով բաշխողական կենսաթոշակային համակարգերը

⁴ Barr, Nicholas. 2012. Economics of the Welfare State. Fifth Edition.

դառնում են անկայուն⁵: Այսպես, Եվրոպայում, բացառությամբ Մեծ Բրիտանիայի և Հոլանդիայի, գրեթե բոլոր երկրները բախվում են կենսաթոշակային ճգնաժամի, իսկ ահա Գերմանիան և Իտալիան հնարավորինս կանգնած են ամենամեծ խնդիրների առջև:

Կայացած բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգ ունեցող երկրներում կենսաթոշակային ֆոնդերն անկասկած համարվում են ինստիտուցիոնալ ներդրողների ամենամեծ դասը, և արդարացիորեն ակնկալվում է, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեությունը դրական կերպով է ազդում երկրների ֆինանսական համակարգերի և տնտեսության զարգացման վրա:

Արենախոսության թեմայի արդիականությունը: Ցանկացած ժամանակաշրջանի ժողովրդագրական փոփոխությունները խնդիրներ են առաջացնում ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող երկրների համար: Ուստի երկարակեցության աճն ու ծնելիության մակարդակի նվազումը ոիսկի տակ են դնում ավանդական բաշխողական կենսաթոշակային համակարգերը, և դրանց արդյունքում աշխատող բնակչության կենսաթոշակային վճարները դառնում են ոչ բավարար՝ ծերերին աջակցելու համար: Ի պատասխան, երկրները փորձում են բարեփոխել կենսաթոշակային համակարգերը՝ բաշխողական կենսաթոշակային համակարգին հավելելով կուտակային բաղադրիչը: Կենսաթոշակառուների համար կենսաթոշակային եկամուտ ապահովելու նպատակից զատ, երկրները նաև բարեփոխում են իրենց կենսաթոշակային համակարգերը՝ հուսալով, որ կուտակային կենսաթոշակներն իրենց ներդրումը կունենան երկրի տնտեսական զարգացման մեջ:

Միաժամանակ պետք է նշել այն իրողությունը, որ ինչպես կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներդրումը, այնպես էլ կենսաթոշակային ֆոնդերի ստեղծումը վերջիններիս թույլ են տալիս կուտակել ակտիվներ, որոնք կարող են ներդրվել ֆինանսական շուկաներում:

Նշենք, որ ոչ բոլոր երկրներն ունեն անհրաժեշտ չափով վարչական և կազմակերպչական ենթակառուցվածք, որպեսզի զարգացնեն հաջողակ կենսաթոշակային հիմնադրամներ, այնպես որ նախքան կենսաթոշակային նման բարեփոխումներ

⁵ EFRP Survey, Workplace Pensions – Decumulation, April 2011, page 2.

իրականացնելը կարևորվում է նախապատրաստական աշխատանքների նկատմամբ ուշադրություն դարձնելը:

Հայաստանում կատարվել են մի շարք արժեքավոր հետազոտություններ սոցիալական ապահովության ոլորտում, դրանց թվում նաև՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարմանն առնչվող որոշ հատվածական ուսումնասիրություններ⁶, սակայն ամբողջական անդրադարձ չի կատարվել կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման հիմնախնդիրների և զարգացման ուղղությունների բացահայտմանը: Այսօր կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության բարձրացման տեսանկյունից առկա են բազմաթիվ արդիական խնդիրներ, որոնք պահանջում են հրատապ լուծումներ՝ առավել ամբողջական տեսքով և կառավարման արդյունավետ մեխանիզմներով: Այդ ամենը պայմանավորում է կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության բարձրացման անհրաժեշտությունը, ինչով էլ պայմանավորված է սույն ատենախոսության արդիականությունը:

Հետազոտության օբյեկտը: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ կենսաթոշակային համակարգն է՝ իր կառուցվածքային առանձնահատկություններով, հիերարխիկ բաղադրիչներով և շահառուների մեծ թվով:

Հետազոտության առարկան: Հետազոտության առարկան կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման համակարգն է, ինչպես նաև կառավարման արդյունավետության բարձրացման ուղղությունները:

Ատենախոսության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպատակը ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության կազմակերպման արդի հիմնախնդիրների համակարգային ուսումնասիրումն ու վերլուծությունն է, ինչպես նաև կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման կատարելագործման հիմնարար ուղիների մշակումը: Այդ նպատակի իրականացման համար ատենախոսության հիմքում դրվել են հետևյալ խնդիրները.

- ուսումնասիրել կենսաթոշակային համակարգերի գործունեության կազմակերպման տեսամեթոդական հիմնադրույթները,

⁶ Տե՛ս ատենախոսություններ. Մանուկյան Ս.Մ., «Ոչ պետական կենսաթոշակային ֆոնդերի ձևավորման և զարգացման ուղիները ՀՀ ֆինանսական շուկայում». - Երևան, 2015: Ասատրյան Ա.Ա., «Կենսաթոշակային համակարգի կարգավորման և վերահսկողության հիմնախնդիրները ՀՀ-ում». - Երևան, 2015: Սարգսյան Ն.Վ., «ՀՀ բնակչության կենսաթոշակային ապահովության պետական կարգավորման հիմնախնդիրները». - Երևան, 2013:

- վերլուծել կենսաթոշակային ֆոնդերի կառուցվածքն ու դրանով պայմանավորված ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի առանձնահատկությունները,
- վերլուծել և գնահատել կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության արդյունավետության վրա ազդող գործոնները,
- բացահայտել Հայաստանի Հանրապետությունում կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության կազմակերպման արդի գերակայությունները,
- բացահայտել կենսաթոշակային համակարգի բարեփոխումների հիմնական միտումներն ու դրանով պայմանավորված մշակել կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման բարելավման ուղիներ,
- բացահայտել և հիմնավորել կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ակտիվների կառավարման բարելավման սկզբունքները,
- ուսումնասիրել և հիմնավորել կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցների ներդրումային բազմաառեսականացման ուղղությունները:

Արենախոսության տեսամեթոդաբանական հիմքը և տեղեկատվական ապահովումը: Հետազոտության տեսական հիմքը կազմում են՝ սոցիալական ապահովությանը, կենսաթոշակային համակարգերին, կենսաթոշակային ֆոնդերին և վերջիններիս կառավարմանը վերաբերող հայրենական ու արտասահմանյան գրականությունը, ինչպես նաև կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման միջազգային փորձին վերաբերող աշխատությունները:

Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են կառավարման ոլորտում գիտական հետազոտությունների իրականացման մի շարք ընդհանուր մեթոդներ, ինչպիսիք են արտաձման և մակաձման, վերլուծության և համադրության, փաստաթղթերի դիտարկման մեթոդները: Հետազոտության մի շարք խնդիրների լուծման համար օգտագործվել են քանակական վերլուծությունների մի շարք մեթոդներ, որոնք հնարավորություն են տվել ընդհանրացնելու և համեմատելու երկրում սոցիալ-տնտեսական երևույթների վերաբերյալ առկա հանրային կարծիքի տվյալների շտեմարանները՝ դրանց տվյալներն ենթարկելով տնտեսագիտական հաշվարկների և տնտեսաչափական վերլուծությունների:

Հետազոտության տեղեկատվական հիմքը ներառում է նաև ՄԱԿ-ի Ազգաբնակչության բաժնի, ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ ֆինանսների նախարարության, ՀՀ աշխատանքի և սոցիալական հարցերի նախարարության տրամադրած տվյալները, ինչպես նաև այլ

գերատեսչությունների հրապարակումները: Օգտագործվել են կենսաթոշակային համակարգերի և կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման ոլորտներում գործունեություն ծավալող միջազգային և հայրենական հասարակական կազմակերպությունների կողմից հրապարակված վերլուծությունները, ինչպես նաև ՀՀ և այլ երկրների՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարմանն առնչվող իրավական ակտերը:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը:

Գիտական նորույթ պարունակվում է հետազոտության հետևյալ արդյունքներում՝

- վերլուծելով ՀՀ-ում սոցիալական, քաղաքական և տնտեսական հիմնախնդիրներին վերաբերող տնային տնտեսությունների հարցումների արդյունքները՝ բացահայտվել են ՀՀ-ում կամավոր կենսաթոշակային բաղադրիչի կայացմանը խոչընդոտող հիմնական գործոնները,
- առաջադրվել է կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարման համակարգ, ըստ որի՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարումը մի ամբողջ համալիր է՝ հիմնական նպատակի, արժեքների, սկզբունքների, կառուցվածքի և գործառույթների ամբողջություն,
- առաջադրվել է երկարաժամկետում կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության գնահատման Հայաստանի Հանրապետության համար կիրառելի եղանակ, որն իրենից ներկայացնում է երկրում գործող կենսաթոշակային ֆոնդերին համապատասխան ուղենշային պորտֆելների մոդելավորում, որոնց ստացած արդյունքների հետ հնարավոր կլինի համեմատել այդ ֆոնդերի ձեռք բերած փաստացի արդյունքները,
- ուսումնասիրելով ՀՀ ֆինանսական համակարգի՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կուտակած միջոցները կլանելու կարողությունը՝ առաջադրվել են այդ միջոցները ՀՀ տնտեսության ավելի մեծ թվով գործակալների համար հասանելի դարձնելու ուղիներ, մասնավորապես՝ տնտեսության գերակա ոլորտներում գործող կազմակերպությունների համար վարկային միությունների կամ վենչուրային հիմնադրամների ստեղծումը, որոնք կմասնագիտանան թիրախային ոլորտներում գործող կազմակերպությունների ֆինանսավորման մեջ և պետական երաշխիքների առկայության պարագայում ձեռք կբերեն համապատասխան վարկունակություն կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ֆինանսավորվելու համար:

Հետազոտության արդյունքների կիրառումը և գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության գործնական նշանակությունն արտահայտվում է կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման համակարգում գիտականորեն հիմնավորված մոտեցումների մշակման մեջ, իսկ ատենախոսության գիտական արդյունքների, այդ թվում՝ առաջարկությունների կիրառումը, կարող է օգտակար լինել կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների, ոլորտը կարգավորող մարմինների աշխատանքի, ինչպես նաև ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի կատարելագործման համար:

Հետազոտության փորձարկումը և հրապարակումները: Հետազոտության հիմնական դրույթները քննարկվել են Հայկական տնտեսագիտական միության 5-րդ տարեկան գիտաժողովում (հունիսի 19-22, 2015)⁷, ինչպես նաև Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի կառավարման ամբիոնի նիստում:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն արտացոլվել են գիտական 5 հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը: Ատենախոսության կառուցվածքը պայմանավորված է գիտական հետազոտության նպատակով, խնդիրներով և տրամաբանությամբ: Ատենախոսությունը շարադրված է 144 էջի վրա, բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացություններից և օգտագործված գրականության ցանկից, ներառում է 20 գծապատկեր և 6 աղյուսակ:

⁷ Տե՛ս՝ http://www.aea./files/conference/Program_aea2015.htm

ԳԼՈՒԽ 1. ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԵՎ ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԴԵՐԸ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԵՐՈՒՄ

1.1 Բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի էությունը

Կենսաթոշակը վճարումների հոսք է, որը հանդես է գալիս այն ժամանակ, երբ որևէ մեկը թոշակի է անցնում և շարունակվում է մինչև նրա վախճանվելը: Այլ կերպ, կենսաթոշակը կենսաթոշակառուին տրամադրում է եկամտի ապահովվածություն անկախ նրանից, թե վերջինս որքան կապրի⁸:

Կենսաթոշակներն ու կենսաթոշակի անցնելը տասնիններորդ դարի վերջի և քսաներորդ դարի սկզբի կարևորագույն գաղափարներ են մարդկության համար: Եվ նախքան դա, այժմ զարգացած համարվող տնտեսություններով երկրներում մարդիկ թոշակի չէին անցնում, այլ նրանք շարունակում էին աշխատել մինչև կյանքի վերջ և շատ հաճախ իրենց մահկանացուն կնքում ցածր մակարդակի կենսապայմաններում⁹: Բիսմարկը ստեղծել է աշխարհի առաջին պետական կենսաթոշակային համակարգը 1880-ականներին Գերմանիայում, իսկ քսաներորդ դարի ընթացքում պետական ու ապահովագրական կենսաթոշակային գործընթացները զարգացան Եվրոպայի այլ երկրներում և այլ զարգացած տնտեսություններում, ինչպիսիք են ԱՄՆ-ն ու Ավստրալիան: Համենայնդեպս, Աֆրիկայի, Ասիայի և Լատինական Ամերիկայի շատ տարածաշրջաններում, նույնիսկ այսօր էլ, թոշակի անցնելու և կենսաթոշակների գաղափարները մնում են երազանք:

Զարգացած երկրների բնակիչների համար ընդունված է խոսել ծերության տարիներին օգնության երեք հիմնապան մասին: Առաջին հիմնապանը տրամադրվում է պետության կողմից որպես սոցիալական ապահովության համակարգի տարր: Միաժամանակ

⁸ Bodie, Zvi. 1990. "Pensions as Retirement Income Insurance." *Journal of Economic Literature* 28 (1): 28–49. Page 28–29. As cited by Blake, David in *Pension Economics* - David Blake. John Wiley & Sons Ltd. 2006. Wiley.

⁹ Blake, David. 2006. Wiley: *Pension Economics* - David Blake. John Wiley & Sons Ltd. Page 3.

պետք է նշել այն իրողությունը, որ առաջին հիմնասյան պլաններն էությամբ ոչ կուտակային սխեմաներ են, որոնցում ներառված անձերն ունեն անհատապես սահմանված վճարների հաշիվներ, որոնցում հաշվեգրվող եկամուտները կախված չեն ֆինանսական ակտիվներից ստացվող եկամուտներից, այլ կապված են որոշակի ոչ ֆինանսական արդյունքի հետ, ինչպիսիք են, օրինակ, երկրի ՀՆԱ-ի աճի տեմպը կամ ազգային եկամուտների աճի միջին տեմպը¹⁰։ Պետք է նշել, որ վճարների մակարդակը ֆիքսված բաժնեմաս է եկամուտներից, իսկ թոշակի անցնելիս, տվյալ անձի հաշվում առկա անվանական կապիտալը փոխակերպվում է կյանքի անուիտետի՝ օգտագործելով անուիտետի տոկոս, որն արտահայտում է ինչպես անձի ակնկալվող կյանքի տևողությունը, այնպես էլ եկամտաբերության մակարդակն անուիտետից ակնկալվող ամբողջ ընթացքի համար։ Ապահովության համար, համակարգը պահվում է ֆինանսական հաշվեկշռի մեջ, որպեսզի այդ համակարգի ակտիվների ներկա արժեքը կամ այլ կերպ՝ հաշվեգրվող անվանական կապիտալը միշտ հավասար լինի պարտավորությունների ներկա արժեքին, այսինքն՝ ակնկալվող կենսաթոշակներին։

Այսպիսով, ոչ կուտակային սահմանված վճարներով կենսաթոշակային պլաններն ունեն հետևյալ առանձնահատկությունները¹¹։

- Ցանկացած պահի, անհատի կյանքի ընթացքում վճարվելիք եկամուտի ներկա արժեքը հավասարվում է այդ անհատի հաշվի մնացորդին։
- Ընդհանուր ոչ կուտակային սահմանված վճարներով պլանի ակտիվները պետք է հավասար կամ մեծ լինեն ընդհանուր պարտավորություններից։
- Ոչ կուտակային սահմանված վճարներով պլանի եկամուտները կառուցվում են որպես կյանքի անուիտետ՝ արտահայտելով կենսաթոշակի անցնելու պահին ակնկալվող կյանքի տևողությունը։

Ոչ կուտակային սահմանված վճարներով պլանները կարելի է մեկնաբանել որպես սերունդների միջև համերաշխություն դրսևորող, քանի որ յուրաքանչյուր սերունդ վճարում է միևնույն վճարների տոկոսը, որպես եկամուտների մի մաս, և ստանում է կենսաթոշակ,

¹⁰ Blake, David. 2006. Wiley: Pension Economics - David Blake. John Wiley & Sons Ltd. Page 3.

¹¹ Holzmann, Robert, and Edward Palmer. 2006. "Pension Reform: Issues and Prospects for Non-Financial Defined Contribution (NDC) Schemes." Washington, DC: World Bank. As cited by Blake, David in Pension Economics - David Blake. John Wiley & Sons Ltd. 2006. Wiley.

որը հիմնված է իր կյանքի ընթացքում իր սեփական տնտեսական արդյունքի վրա և իր սեփական կյանքի տևողության ակնկալիքների վրա:

Երկրորդ հիմնասյունը տրամադրվում է կազմակերպությունների կողմից աշխատանքային կենսաթոշակային սխեմաների կամ պլանների ձևով: Ընդունված է ասել, որ ըստ այդմ էլ, կազմակերպությունները հովանավորում են այսպիսի պլանները, իսկ սովորաբար, աշխատանքային կենսաթոշակային պլանները կուտակային են, այսինքն՝ գործատուի (պլանի հովանավորող), աշխատակցի (պլանում ներգրավված անձ) վճարներից կամ հավելավճարներից և այս վճարների ներդրումային եկամուտներից հաշվեգրվում է կենսաթոշակային ակտիվների ֆոնդ: Միաժամանակ կենսաթոշակը վճարվում է հաշվեգրված ֆոնդից, երբ անհատը կենսաթոշակի է անցնում, իսկ երբեմն (սա ավելի բնորոշ է փոքր կազմակերպություններին), հաշվեգրված ֆոնդը տրամադրվում է կյանքի ապահովագրության կազմակերպությանը, որն այնուհետև կենսաթոշակառուին մատուցում է կյանքի անուիտետ:

Առկա են կենսաթոշակային պլանի մասնակիցների երեք դաս՝ ակտիվ մասնակից, ով դեռ աշխատում է կազմակերպությունում և դեռ վճարներ է կատարում, թոշակի անցած մասնակից, ով կենսաթոշակի է անցել ու կենսաթոշակ է ստանում, «հետաձգված» մասնակից, ով այլևս չի աշխատում կազմակերպության համար ու դեռ կենսաթոշակի չի անցել, սակայն ձեռք է բերել կենսաթոշակ ստանալու իրավունք կազմակերպության համար նախկինում աշխատելու և պլանի ասոցացված մասնակից լինելու հիման վրա: Վերջինիս դեպքում կենսաթոշակը վճարվում է, երբ տվյալ մասնակիցը թոշակի անցնելու կապակցությամբ լքում է իր վերջին աշխատանքը:

Թեև աշխատանքային կենսաթոշակային պլանների մեծ մասը կուտակային են, սակայն կենսաթոշակային եկամուտների հաշվարկը կարող է տարբերվել պլանների տարբեր տարատեսակների միջև: Գոյություն ունեն աշխատանքային կենսաթոշակային պլանների երեք հիմնական տեսակներ՝ ըստ սահմանված կենսաթոշակների, սահմանված կուտակային վճարներով և հիբրիդ:

Մինչև վերջերս, երկրորդ հիմնասյան պլանների ամենատարածված տեսակը սահմանված կենսաթոշակների տեսակն էր, որն առաջարկում է ֆիքսված մոնետար

կենսաթոշակ՝ կենսաթոշակի անցնելու դեպքում, անկախ եկամուտներից կամ հաջորդող գնաճից:

Սահմանված կենսաթոշակների կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են լինել պետական և մասնավոր, որոնցից առաջինները ֆինանսավորվում են հանրային՝ հիմնականում պետական կառավարման մարմինների, իսկ երկրորդները՝ մասնավոր կազմակերպությունների կողմից: Այս հիմնադրամների շրջանակներում կարելի է առանձնացնել երեք տեսակի ինստիտուցիոնալ դերակատարների՝ ֆոնդի հովանավորներ, ֆոնդի և պորտֆելի կառավարիչներ: Դրանցից ֆոնդի հովանավորն այն կազմակերպությունն է, որը ստեղծում և կառավարում է կենսաթոշակային հիմնադրամը: Որպես այդպիսին կարող են հանդես գալ կորպորացիան, հասարակական կազմակերպությունը, կամ ներդրումային ընկերությունը: Ֆոնդի կառավարիչը, որը սովորաբար ֆոնդի հովանավորի աշխատակիցն է կամ այն անձն է, ով իրականացնում է ֆոնդի կառավարչական աշխատանքները, ներառյալ ֆոնդի ակտիվների տեղաբաշխումը ներդրումների տարբեր ձևերում, ինչպես օրինակ՝ անշարժ գույքում կամ կորպորացիաների բաժնային կապիտալում: Պորտֆելի կառավարիչն այն անձն է, ով իրականացնում է արժեթղթերի ձեռք բերումն ու վաճառքը: Պորտֆելի կառավարիչներ կարող են լինել ինչպես ֆոնդի հովանավորի աշխատակիցը, այնպես էլ որպես անկախ մասնագետներ, ովքեր մատուցում են պորտֆելի կառավարման ծառայություններ¹²:

Սահմանված կենսաթոշակների պլանի առավել հայտնի տեսակն աշխատավարձի հետ կապված պլանն է, ըստ որի վճարված կենսաթոշակը կապված է պլանին մասնակից անդամի՝ աշխատանքի վերջին տարում վաստակած աշխատավարձի հետ (կամ աշխատանքի վերջին 3 կամ 5 տարիների միջինը): Փաստացի կենսաթոշակը վերջին աշխատավարձի մի մասն է, որը հաշվարկվում է որպես հաշվեգրման տոկոսադրույքի (օր՝ 1%) և աշխատանքի տարիների արտադրյալ:

Վերջին ժամանակներս ներկայացվել է նաև միջին աշխատավարձի պլաններ, երբ կենսաթոշակը հիմնված է անհատի կարիերայի ընթացքում վաստակած միջին աշխատավարձի վրա: Հոլանդիայում մի շարք սխեմաներ անցում են կատարել վերջին աշխատավարձի սխեմայից՝ կարիերայի միջինի սխեմային: Կարիերայի միջին

¹² Ryan, Lori Versteegen, and Bryan Dennis. 2003. "The Ethical Undercurrents of Pension Fund Management: Establishing a Research Agenda." *Business Ethics Quarterly* 13 (3): 315–35. Page 317.

վերագնահատված եկամուտների սխեմաներում միջին աշխատավարձի հաշվարկները ճշգրտվում են սխեմային մասնակցի կարիերայի ընթացքում տեղի ունեցած ընդհանուր գների կամ աշխատավարձի գնաճով: Այսպիսով, կարիերայի միջին վերագնահատված եկամուտների սխեմաներն ընկած են միջին աշխատավարձի և վերջին աշխատավարձի սխեմաների միջև՝ կենսաթոշակային եկամուտների առատաձեռնության տեսանկյունից: Սահմանված կենսաթոշակների կենսաթոշակային պլանի կենսունակությունն ապահովելու համար գոյություն ունեն երեք առանցքային հիմնահարցեր՝ վճարների, ֆոնդավորման և ներդրումային քաղաքականություններ: Վճարների քաղաքականությունն այն է, թե աշխատողներն որքան են վճարում կենսաթոշակային պլանին, որպեսզի մասնակցեն վերջինիս եկամուտների բաշխմանը: Ֆոնդավորման քաղաքականությունն այն է, թե որքան գումար է կառավարությունը կամ ընկերությունն առանձնացնում շարունակական հիմունքներով (սովորաբար իր եկամուտներից) իր պարտավորությունները ֆինանսավորելու համար: Ներդրումային քաղաքականությունն որոշում է, թե ինչպես են աշխատողների ներդրումներն ու գործատուի կողմից կատարված ֆինանսավորումը ներդրվում ֆինանսական շուկաներում: Պետք է նշել, որ վերոնշյալ երեք քաղաքականություններն էլ միմյանց հետ սերտ փոխհամաձայնեցվում են: Մասհանումների ցածր մակարդակով կենսաթոշակային պլանը կարող է ունենալ ֆոնդավորման բարձր մակարդակ և ներդրումային ագրեսիվ քաղաքականություն, որոնք միասին վերջինս դարձնում են ֆինանսապես կայուն: Եթե կատարված ներդրումների եկամտաբերությունը բավական բարձր է, ապա և՛ գործատուն, և՛ աշխատողները կարող են շահել՝ վճարների ու ֆոնդավորման մակարդակները նվազեցնելու միջոցով՝ անփոփոխ թողնելով ընդհանուր պլանի՝ սեփական պարտավորությունները ֆինանսավորելու ունակությունը: Միաժամանակ ծայրահեղ պահպանողական ներդրումային քաղաքականությունը, ներդրումների եկամտաբերության ցածր մակարդակի պայմաններում, ֆինանսապես կայուն լինելու համար ընդհանուր առմամբ կունենա վճարների և/կամ ֆոնդավորման բարձր մակարդակների պահանջ¹³:

Սահմանված եկամտաբերությամբ կենսաթոշակային համակարգի դեպքում ներկայացվում են հնարավոր ռիսկերը բոլոր շահագրգիռ կողմերի շրջանակում տեղաբաշխելու անվտանգության ապահովման երեք մեխանիզմներ՝

¹³ Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. "Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies." *Economic and Political Weekly* 38 (8): 706–17. Page 708.

- վճարունակության պահանջներ, երբ կենսաթոշակային հիմնադրամը ռիսկերը չի կիսում արտաքին բաժնետերերի հետ, սակայն որպես բուֆերային միջոց պահում է պարտավորությունների նկատմամբ լրացուցիչ ակտիվներ,
- կառավարության կողմից կիրառվող կենսաթոշակային երաշխիքային հիմնադրամ, երբ երաշխիքային հիմնադրամը կրում է ֆոնդավորման ռիսկերը,
- ֆոնդի հովանավորի կողմից տրամադրվող երաշխիք, երբ ֆոնդավորման ռիսկերը կլանվում են կորպորատիվ բաժնետերերի կողմից¹⁴:

Որոշ երկրներ հիմնում են կենսաթոշակային երաշխիքային հիմնադրամ, որը գործում է որպես սահմանված կենսաթոշակային եկամտի երաշխավոր: Այս դեպքում ռիսկերն արդյունավետորեն կապվում են կենսաթոշակային այլ հիմնադրամների և կորպորացիաների հետ: Այսպիսի համակարգը կորպորացիայի կամ կենսաթոշակային հիմնադրամի սնանկացման պարագայում ապահովում է խոստացված կենսաթոշակային եկամուտը: Կենսաթոշակային երաշխիքային հիմնադրամը կենսաթոշակային ֆոնդերի հովանավորներից կամ կենսաթոշակային ֆոնդերից գանձում է ապահովագրավճար և ապահովում է կենսաթոշակային եկամուտներ այն շահառուներին, ում կենսաթոշակային խոստումները կարող են խախտվել: Կենսաթոշակային երաշխիքային հիմնադրամը հիմնականում ստեղծվում է կենսաթոշակային ֆոնդն ու նրա շահառուներին՝ ֆոնդի հովանավորի սնանկացման ռիսկից պաշտպանելու նպատակով:

Անհրաժեշտ է նշել, որ սահմանված կենսաթոշակների պլանը կորստերի ավելցուկ այն դեպքում, եթե ակտիվների արժեքը կենսաթոշակային ֆոնդում գերազանցի պարտավորությունների արժեքին: Միաժամանակ սահմանված կենսաթոշակների պլանը կորստերի պակասուրդ, եթե պարտավորությունների արժեքը կգերազանցի ակտիվների արժեքին: Կենսաթոշակային համակարգի կարգավորողները կամ վերահսկողները (կառավարության կողմից նշանակված) հիմնականում սահմանում են խիստ կանոններ՝ ավելցուկների և պակասորդների վերացման համար: Ավելցուկները սովորաբար վերացվում են ֆոնդերին վճարողների համար արաձակուրդային օրեր սահմանելով, այսինքն՝ դադարեցվում է ֆոնդին վճարների կատարումը քանի դեռ ավելցուկը չի վերացվել: Իսկ ահա պակասուրդները վերացվում են մի շարք պակասուրդային վճարումների

¹⁴ Broeders, Dirk, and An Chen. 2013. "Pension Benefit Security: A Comparison of Solvency Requirements, a Pension Guarantee Fund, and Sponsor Support." *Journal of Risk and Insurance* 80 (2): 239–72. Page 241-243.

միջոցով, կամ այլ կերպ՝ վճարողի կողմից լրացուցիչ մուծումների միջոցով, որոնք վերացնում են այդ պակասուրդն որոշակի վերականգնողական ժամանակաշրջանի ընթացքում:

Ուսումնասիրությունները վկայում են այն մասին, որ հետազոտություն կատարողները ներկայումս եկել են այն փոխհամաձայնության, որ աշխատավայրի կենսաթոշակային համակարգերը զարգացած երկրների մեծ մասում դեռևս թերի են և արդյունքում անհրաժեշտ է կատարել բարեփոխումներ՝ աշխատողների համար կենսաթոշակային գումարներ կուտակելու առումով: Քանի որ պլանի հովանավորը կրում է բավականաչափ ֆինանսական և ակտուարային ռիսկ, և մյուս կողմից դժվար է գնահատել իրենց պլանը փոփոխող աշխատողների հաշվեգրված կենսաթոշակային եկամուտները, ուստի արդյունքում սահմանված եկամտաբերությամբ կենսաթոշակային պլանները դառնում են ավելի ու ավելի պակաս կիրառելի¹⁵: Աշխատավայրի կենսաթոշակային համակարգի համարժեքության և ապահովության վերաբերյալ նմանատիպ մտահոգություններ են բարձրաձայնել Հյուսիսային Ամերիկայում, Եվրոպայում, Ասիա-խաղաղօվկիանոսյան երկրներում բիզնեսի, աշխատուժի, կառավարության և մասնագիտացված համայնքների առաջատար մամուլի խոսնակները: Հյուսիսային Ամերիկայում կենսաթոշակային պլաններում ընդգրկված աշխատուժի մասնաբաժինը չի գերազանցում 50 տոկոսը: Կորպորատիվ գործատուները փակում են իրենց ավանդական սահմանված կենսաթոշակների կենսաթոշակային պլանները, իսկ մնացող սահմանված կենսաթոշակների կենսաթոշակային պլաններից շատերը չունեն բավարար միջոցներ իրենց պարտավորությունները ծածկելու համար¹⁶:

Բացի վերոնշյալից, վերջին ժամանակներս նկատվում է միտում, ըստ որի սահմանված կենսաթոշակների պլանները փոխարինվում են սահմանված կուտակային վճարների պլաններով¹⁷: Այդպիսի պլաններում կենսաթոշակային պլանին վճարների ծավալներն ընդհանուր առմամբ սահմանված են, իսկ կատարված վճարներն էլ կարող են լինել ֆիքսված տարեկան գումար կամ աշխատավարձի ֆիքսված տոկոս: Կենսաթոշակի գումարի չափը կախված կլինի մինչև կենսաթոշակի անցնելու ժամանակը հաշվեգրված

¹⁵ Müller, Heinz, and David Schiess. 2014. "Optimal Design of the Attribution of Pension Fund Performance to Employees." *Journal of Risk and Insurance* 81 (2): 431–68. Page 431-432.

¹⁶ Ambachtsheer, Keith. 2007. "Why We Need a Pension Revolution." *Financial Analysts Journal* 63 (1): 21–25.

¹⁷ Տես ավելին՝ «Ֆինանսական գիտելիքը կուտակային կենսաթոշակային համակարգում», էջ 6, http://www.epension.am/_vfs/116

ֆոնդի արժեքից: Եթե ֆոնդի արժեքը ցածր է, կամ քիչ վճարների, կամ վատ ներդրումային գործունեության հետևանքով, ապա կենսաթոշակը նույնպես ցածր կլինի: Միաժամանակ եթե, մյուս կողմից, կենսաթոշակային ֆոնդի արժեքը բարձր է, ապա համապատասխանաբար կենսաթոշակը նույնպես բարձր կլինի: Որպես կանոն, սահմանված վճարներով սխեմաներն ոչ ավելցուկ, ոչ էլ պակասուրդ են ունենում:

Սահմանված վճարներով կենսաթոշակային սխեման թոշակի անցնելուց հետո թոշակառուի համար ապահովում է որոշակի եկամուտ, որը կախված է նրանց աշխատանքային գործունեության ընթացքում կենսաթոշակային ֆոնդերին կատարված վճարներից, դրանց ներդրումների արդյունքում ձևավորված ֆոնդի միջոցներից: Սահմանված վճարների կենսաթոշակային պլանը պետք է նախագծվի այնպես, որ թոշակի անցած մասնակիցներին ապահովվի համապատասխան կենսաթոշակային եկամտով¹⁸: Սահմանված վճարներով կենսաթոշակային պլանի դեպքում Ֆինանսական ռիսկը կրում է այդ պլանի մասնակիցը, քանի որ ֆոնդը կապված է անհատի հետ, իսկ կենսաթոշակի անցնելիս եկամտի ֆիքսված մակարդակ ունենալու ոչ մի երաշխիք չկա: Կենսաթոշակային պլանը բաղկացած է երկու փուլից՝ կուտակման և բաշխման: Կուտակման փուլի ընթացքում պլանի մասնակից անդամները և/կամ նրանց գործատուները վճարներ են կատարում կենսաթոշակային ֆոնդին, որն այնուհետև ներդրվում է որոշակի ռիսկայնությամբ ակտիվների պորտֆելում: Բաշխման փուլում թոշակառուները հիմնադրամից պարբերաբար եկամուտ են ստանում, որպեսզի ապահովեն իրենց ծերության տարիների կենսական սպառումը¹⁹:

Որոշ երկրներում կենսաթոշակային եկամուտը տրամադրվում է անուիտետի տեսքով, որը ձեռք է բերվում թոշակի անցնելուց հետո: Այն թոշակառուին ապահովում է եկամտով կյանքի մնացած ընթացքում, իսկ երբ պլանի մասնակիցը վերջապես թոշակի է անցնում, ապա անուիտետ տրամադրողը վերցնում է ֆոնդի կառավարչի կուտակած միանվագ գումարն ու կյանքի կանխատեսվող տևողության և ընթացիկ տոկոսադրույքի հիման վրա առաջարկում անուիտետ՝ առանց մտահոգության, թե տրամադրվող ամսական կենսաթոշակային եկամուտն անուիտետը ձեռք բերողին ինչպիսի կենսամակարդակ է

¹⁸ Blake, David, Andrew Cairns, and Kevin Dowd. 2009. "Designing a Defined-Contribution Plan: What to Learn from Aircraft Designers." *Financial Analysts Journal* 65 (1): 37–42.

¹⁹ Emms, Paul, and Steven Haberman. 2008. "Income Drawdown Schemes for a Defined-Contribution Pension Plan." *The Journal of Risk and Insurance* 75 (3): 739–61.

ապահովում: Այնուամենայնիվ, անկախ սահմանված վճարներով որոշակի պլանի բաշխման փուլի առանձնահատկություններից՝ թոշակառուն դեմ է առնում այն խնդիրներին, թե որքան գումար է անհրաժեշտ ունենալ թոշակի անցնելուց հետո և ինչպես ներդնել ֆոնդի մնացած միջոցներն ու արդյոք հարկավոր է ձեռք բերել անուիտետ:

Սահմանված վճարների կենսաթոշակային պլաններն անշուշտ վերացնում են սահմանված եկամտաբերությամբ պլանի՝ ակտիվների սեփականության և ռիսկ կրելու հետ կապված անորոշության մեծ մասը: Հետազոտություններն այնուամենայնիվ վկայում են, որ տիպիկ սահմանված վճարներով կենսաթոշակային պլանն որպես այդպիսին ունի երեք լուրջ թերություն: Նախ՝ ֆինանսների բիհեյվորիստական հետազոտությունները հավաստում են, որ մարդկանց մեծամասնությունն իրենց ֆինանսական ապագայի առնչությամբ անվճռական, հակասական և նույնիսկ ոչ ռացիոնալ պլանավորողներ ու որոշում կայացնողներ են: Երկրորդ՝ տեղեկատվության անհամաչափությունն ու շահույթ հետապնդող ֆինանսական կազմակերպությունների հետ շահերի հակասություններն արգելք են հանդիսանում աշխատողների և նրանց կողմից կուտակվող կենսաթոշակային գումարների միջև: Արդյունքում ստացվում է այնպես, որ աշխատողները շատ ավելի մեծ գումար են վճարում կենսաթոշակի հետ կապված ֆինանսական ծառայությունների համար, քան դրանց իրական տնտեսական արժեքն է: Այս ավելորդ վճարները, որ կատարվում են աշխատանքային տարիների ընթացքում, կարևոր պատճառ են, թե ինչու սահմանված վճարներով պլաններում ընդգրկված բազմաթիվ աշխատողներ չեն կարողանում հասնել իրենց կենսաթոշակային նպատակներին: Սահմանված վճարների պլանի երրորդ թերությունն այն է, որ այս կարգավորումները պլանի անդամներին թողնում են ինքնուրույն կրելու երկարակետության հետ կապված ռիսկի ողջ բեռը²⁰:

Ներդրումային ռազմավարության տեսանկյունից ֆոնդի կառավարչի՝ հաճախորդի հետ կապված միակ անհանգստությունը նրանց կողմից կատարած վճարներն ակտիվների պորտֆելում ներդնելն է՝ հաճախորդի, այսպես կոչված, ռիսկի նկատմամբ վերաբերմունքին համապատասխան: Հիմնադրամի կառավարիչը հաճախորդին հարցնում է, թե արդյոք չեն նախընտրի ավելի կայուն եկամտով պորտֆել, որը պակաս եկամտաբեր է, կամ պակաս կայուն եկամտով պորտֆել, որը կարող է ավելի շատ եկամուտ ապահովել:

²⁰ Ambachtsheer, Keith. 2007. "Why We Need a Pension Revolution." *Financial Analysts Journal* 63 (1): 21–25.

Հաճախորդի պատասխանի հիման վրա ֆոնդի կառավարիչը նրան առաջարկում է առավել հարմար ներդրումային ռազմավարություն²¹:

Իրենց հերթին հիբրիդ սխեմաները պարունակում են սահմանված եկամտով և սահմանված վճարներով տարրերի խառնուրդ²²:

Երրորդ հիմնասյունը ցանկացած այլ լրացուցիչ խնայողություններ են կենսաթոշակի անցնելու համար, որոնք անհատն ընտրում է ի հավելումն այն ամենի, ինչը տրամադրվում է պետության կողմից կամ անհատին աշխատանքի ընդունած կազմակերպության կողմից: Այս խնայողություններն որպես կանոն, պահվում են խնայողական հաշիվներում կամ այլ ներդրումային գործիքների տեսքով: Եթե անհատը ցանկանում է այն կատարել ֆորմալ կենսաթոշակային սխեմայի միջոցով, ապա արդյունքում կունենա ճիշտ սահմանված վճարներով սխեմայի ձև, որը հայտնի է որպես անձնական կենսաթոշակային սխեմա կամ անհատական կենսաթոշակային հաշիվ: Կենսաթոշակի անցնելուց հետո եկամտի ապահովման համար կարող են օգտագործվել նաև այլ ակտիվներ, որի լավագույն օրինակը սեփական տունն է: Կենսաթոշակի անցնելու ժամանակ, ոմանք երբեմն վաճառում են իրենց տունն ու ձեռք են բերում ավելի փոքր՝ իրենց գնողունակությունը բարձրացնելու համար: Մեկ այլ այլընտրանք է անշարժ գույքի գրավադրմամբ վարկային միջոցների ներգրավումն ու թողնելը, որպեսզի դրանց համահունչ տոկոսները կուտակվեն: Վերցված վարկն ու կուտակված տոկոսագումարները հետ են վճարվում բնակչի մահվան դեպքում նրա տան վաճառքի միջոցներով²³:

Ավելի ու ավելի կարևորվում է ծերության ժամանակ աջակցության չորրորդ հիմնասյունը, որը թոշակի անցնելուց հետո աշխատանքն է: Երբեմն աշխատել շարունակելը հենց տվյալ անհատի որոշումն է, ում դուր չի գալիս երկար ժամանակ աշխատելուց հետո որոշակի օրից այլևս աշխատանք չունենալը. սովորաբար այսպիսի մարդիկ ընտրում են աշխատանքի շուկայից աստիճանաբար դուրս գալու եղանակը:

²¹ Blake, David, Andrew Cairns, and Kevin Dowd. 2009. "Designing a Defined-Contribution Plan: What to Learn from Aircraft Designers." *Financial Analysts Journal* 65 (1): 37–42.

²² Wesbroom, K. and Reay, T. (2005) *Hybrid Pension Plans: UK and International Experience*, Research Report 271, Department for Work and Pensions, Leeds. As cited by Blake, David in "Pension Economics", John Wiley & Sons Ltd. Page 8.

²³ Blake, David. 2006. *Wiley: Pension Economics - David Blake*. John Wiley & Sons Ltd. Page 9.

1.2 Կենսաթոշակային ֆոնդերի դերն երկրի տնտեսական համակարգում

Երկրների համար իրենց կենսաթոշակային համակարգերը բարեփոխելու գլխավոր մոտիվացիան եղել է այն ակնկալիքը, որ կենսաթոշակային այս ֆոնդերը դինամիկ դեր կխաղան կապիտալի շուկայի զարգացման մեջ՝ խթանելով մասնավոր հատվածի խնայողություններն ու կրճատելով կապիտալի արժեքը կորպորացիաների համար, որն առավել լայն ռազմավարության համատեքստում նպատակ է հետապնդում հասնել ավելի զարգացած, շուկայական կողմնորոշում ունեցող տնտեսական համակարգերի²⁴:

Քանի որ կենսաթոշակառուները խնայողություններ են կատարում երկարաժամկետ առումով, ապա ակնկալվում է, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը (ի տարբերություն այլ ինստիտուտների կամ մանրածախ առևտրի ոլորտում ներդրողների) ի վիճակի կլինեն ապահովելու երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների առաջարկ ինչպես հայրենական կորպորացիաներին, այնպես էլ կառավարությանը: Դեռ ավելին, կենսաթոշակառուները, որպես կանոն, օրենսդրությամբ սահմանված կերպով և երկարաժամկետ կտրվածքով կենսաթոշակային հիմնադրամներին ապահովում են դրամական միջոցների կայուն հոսքերով՝ վերջիններիս հնարավորություն ընձեռելով լինելու կապիտալի կայուն աղբյուրներ: Քանի որ կենսաթոշակառուներից պահանջվում է նախքան կենսաթոշակի անցնելն իրենց ներդրումները պահել առնվազն մեկ կենսաթոշակային ֆոնդում, ուստի արդյունքում կայունություն է հաղորդվում ողջ համակարգին:

Բացի այդ, հաշվի առնելով իրենց չափերն ու միջնորդային վճարները՝ կենսաթոշակային ֆոնդերը պետք է ի վիճակի լինեն մասնագիտորեն կառավարելու ակտիվների տեղաբաշխումը, պատշաճ կերպով դիվերսիֆիկացնելու ռիսկերն ու հաղթահարելու տեղեկատվության ասիմետրիկ լինելու և գործարքային ծախսերի խնդիրները, որոնք հատուկ են ֆինանսական շուկաներին: Հաշվի առնելով նաև կապիտալի խոշոր չափերն և այն, որ օրենսդրությամբ պահանջվում է, որ

²⁴ Torre, Augusto de la, and Sergio L. Schmukler. 2007. Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience. World Bank Publications.

կենսաթոշակային ֆոնդերն իրենց կապիտալի զգալի մասը տեղաբաշխեն երկրի ներսում, արդյունքում ակնկալվում է, որ վերջիններս երկրի ներսում կկատարեն ներդրումներ՝ լայնածավալ և բազմատեսակ ակտիվներում ու հնարավորինս դիվերսիֆիկացնելով ռիսկերը: Ուստի, ի տարբերություն այլ ինստիտուցիոնալ ներդրողների, կենսաթոշակային ֆոնդերը համարվում են որպես հայրենական կապիտալի շուկաների զարգացման գործում առավելագույն ներդրում ունեցող հաստատություններ²⁵:

Մինչև այժմ բանավեճի առարկա է, թե կապիտալի տեղական շուկաների զարգացման վրա կենսաթոշակային ֆոնդերն ինչպիսի ազդեցություն են ունենում: Որոշ հեղինակներ էլ պնդում են, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը նպաստում են հայրենական կապիտալի և պարտքի շուկաների զարգացմանը՝ ներդրումային գործիքների նկատմամբ իրենց պահանջարկի ու կորպորատիվ կառավարման վրա իրենց ազդեցության միջոցով, և ներդրումային գործիքների առք ու վաճառքին մասնակցելով ավելացնում են այդ շուկաների իրացվելիությունը^{26 27}: Եթե հաշվի առնենք նաև այն տարածված տեսակետը, ըստ որի ֆինանսական կայունությունը դրականորեն է ասոցացվում տնտեսական աճի հետ²⁸, ապա կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են խթանել այդ աճը ֆինանսական դրության վրա իրենց ունեցած ազդեցությամբ՝ անկախ ազգային խնայողությունների վրա ունեցած ազդեցությունից: Իսկ ահա այլ հեղինակներ էլ նշում են, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը դեռևս արդյունավետորեն չեն նպաստում կապիտալի շուկաների զարգացմանն ու ոչ օպտիմալ կերպով են ներդնում կենսաթոշակառուների խնայողությունները²⁹:

Այն փաստը, որ կուտակային կենսաթոշակային համակարգերին կատարվող պարտադիր վճարներն ավելացնում են ազգային խնայողությունները դեռևս չի ենթադրում, որ վճարների մակարդակը պետք է համարվի ազգային խնայողություններն ավելացնելու քաղաքականության գործիք: Պարտադիր խնայողությունների պլանին վճարումների

²⁵ Raddatz, Claudio, and Sergio L. Schmukler. 2008. Pension Funds And Capital Market Development. Policy Research Working Papers. The World Bank.

²⁶ Walker, Eduardo, and Fernando Lefort. 2000. "Pension Reform And Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?" SSRN Scholarly Paper ID 239531. Rochester, NY: Social Science Research Network.

²⁷ Catalán, Mario. 2004. "Pension Funds and Corporate Governance in Developing Countries: What Do We Know and What Do We Need to Know?" *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 197–232.

²⁸ Beck, Thorsten, and Ross Levine. 2004. "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence." *Journal of Banking & Finance* 28 (3): 423–42.

²⁹ Yermo, Juan. 2005. "The Contribution of Pension Funds to Capital Market Development in Chile." Oxford University and OECD.

մակարդակը պետք է սահմանվի կենսաթոշակի անցնելուց հետո՝ համապատասխան ցանկալի կենսաթոշակ ապահովելու համար³⁰:

Ուսումնասիրությունները վկայում են, որ կենսաթոշակային ֆոնդերն արժեթղթերի շուկաների վրա կարող են ներգործել առնվազն երեք ուղիներով՝ ի հաշիվ իրացվելիության, կորպորատիվ կառավարման և նորամուծության ու գործարքային ծախսերի կրճատման³¹ 32.

Համաձայն իրացվելիության ուղու, եթե նույնիսկ կենսաթոշակային ֆոնդերը չվերահսկեն բաժնետիրական ընկերությունների կառավարիչներին, ապա նրանք կարող են ակտիվորեն զբաղվել արժեթղթերի երկրորդային շուկաներում ներդրումային գործիքների առք և վաճառքով՝ դրանով իսկ բարձրացնելով արժեթղթերի շուկաների իրացվելիությունը: Արժեթղթերի շուկայի իրացվելիության աճն էլ իր հերթին կարող է ներգրավել այն ներդրումային միջոցները, որոնք հակառակ դեպքում տեղաբաշխված կլինեին այնպիսի այլընտրանքային գործիքներում, ինչպիսիք են օրինակ բանկային ավանդները կամ իրական ակտիվները: Թեև նկատենք, որ իրացվելիության ուղին կորցնում է իր ազդեցության մակարդակը, եթե կենսաթոշակային ֆոնդերն որդեգրում են ներդրումային պասիվ ռազմավարություններ:

Ըստ կորպորատիվ կառավարման ուղու, բացի արժեթղթերի առք ու վաճառքի գործառնություններից, կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են վերահսկել բաժնետիրական ընկերություններին՝ ապահովելու համար կառավարիչների կողմից բաժնետերերի բաժնետիրական արժեքի մաքսիմալացմանը հետամուտ լինելուն, ինչպես նաև կարող են ազդեցություն ունենալ ներդրողների շահերի պաշտպանությանն ուղղված օրենքների ներկայացման և կիրարկման վրա: Քանի որ առևտրային կազմակերպությունները շահագրգռված են կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցների ներգրավմամբ, ապա վերջիններս որդեգրում են մի շարք հատկանիշներ և վարքագիծ, որոնք իրենց դարձնում են կենսաթոշակային ֆոնդերի համար գրավիչ: Այդպիսի հատկանիշներ են թափանցիկությունն ու հաշվետվողականությունը, կազմակերպության կերպարը,

³⁰ Musalem, Alberto R., and Pablo Lopez Murphy. 2004. Pension Funds and National Saving. Policy Research Working Papers. The World Bank.

³¹ Clark, Gordon L. 2004. "Pension Fund Governance: Expertise and Organizational Form." Journal of Pension Economics and Finance 3 (02): 233–53.

³² Walker, Eduardo, and Fernando Lefort. 2000. "Pension Reform And Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?" SSRN Scholarly Paper ID 239531. Rochester, NY: Social Science Research Network.

սոցիալական պատասխանատվությունն և այլն³³: Նշված միտումները կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից թիրախավորված կազմակերպություններից աստիճանաբար տարածվում են ողջ տնտեսության վրա, քանի որ մնացած կազմակերպություններն ունեն բնական մոտիվացիա բարելավելու իրենց արդյունավետությունը, ինչի արդյունքում էլ, երբ զգալի թվով կազմակերպություններ բարելավում են իրենց գործունեության որակը, ընդհանուր արդյունքում ստացվում է միասնական տնտեսություն, որում գործող կազմակերպություններն առավել արդյունավետ են, արտադրողական և մրցունակ³⁴:

Եվ վերջապես, կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակցությունը կազմակերպությունների գործադիր տնօրինության ընտրությանը, մեծ դեր է խաղում այդ կազմակերպությունների արժեքի գնահատման համար: Այն ֆիրմաները, որոնց գործադիր տնօրինության ընտրությանը մասնակցում են պետական կենսաթոշակային կամ խոշոր և անկախ մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերը, սովորաբար ունեն ավելի բարձր արժեք: Վերջինս պայմանավորված է նրանով, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը, մասնակցելով կազմակերպությունների կառավարման գործադիր մարմնի նշանակմանը, հետագայում նպաստում են այդ կազմակերպությունների գործունեության բարելավմանը՝ անմիջական վերահսկողություն իրականացնելով տվյալ կազմակերպության գործունեության նկատմամբ³⁵:

Ինքնին ակտիվ և պասիվ ներդրման միջև ընտրությունը հնարավոր է, եթե հաշվի առնվի այն, թե ինչ մոտիվացիա է ընկած ընտրված ռազմավարության հետևում: Մի կողմից, նպատակը կարող է լինել շահառուների՝ արժեքի մաքսիմալացման նպատակին հասնելը, իսկ մյուս կողմից էլ ընտրությունը կարող է հիմնված լինել առավել անձնական նկատառումների վրա³⁶:

Միաժամանակ շատ դեպքերում կենսաթոշակային ֆոնդերն ակտիվություն են դրսևորում (փորձելով ազդել թիրախային կազմակերպության կառավարման արդյունավետության վրա) իրենց ներդրումային պորտֆելներում՝ հատուկ

³³ Davis, E. Philip. 1995. Pension Funds: Retirement-Income Security, and Capital Markets: An International Perspective. Oxford : New York: Oxford University Press.

³⁴ Davis, E. Philip, and Yu-Wei Hu. 2008. "Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth?" Journal of Pension Economics and Finance 7 (02): 221–49.

³⁵ Giannetti, Mariassunta, and Luc Laeven. 2009. "Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance: Evidence from a Natural Experiment." The Review of Financial Studies 22 (10): 4091–4127.

³⁶ Ryan, Lori Verstegen, and Bryan Dennis. 2003. "The Ethical Undercurrents of Pension Fund Management: Establishing a Research Agenda." Business Ethics Quarterly 13 (3): 315–35.

կազմակերպության ֆինանսական արդյունքների վրա ազդելու մտադրությամբ: Նախքան թիրախային համարվող կազմակերպության գործունեության արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված միջոցառումներ ձեռնարկելը, իրազեկ ներդրողներն ուսումնասիրում են, թե նրանք որքանով են տիրապետում այդպիսի գործողությունների համար անհրաժեշտ գործիքներին: Եթե կենսաթոշակային ֆոնդը ձեռք է բերել թիրախային համարվող կազմակերպության զգալի արժեթղթեր, ապա այդ ֆոնդի կառավարիչը կարող է առավել արդյունավետ կերպով ազդել կազմակերպության կառավարման վրա: Ավելին, եթե կենսաթոշակային ֆոնդի միջոցների զգալի մասը ներդրված է թիրախային համարվող կազմակերպության մեջ, ապա տվյալ ֆոնդի կառավարիչն ունի բավականաչափ դրդապատճառ դրսևորելու այդ կազմակերպությունների կառավարմանը միջամտելու ցանկություն: Վերջինիս գծով որոշում կայացնելուց առաջ կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչը կարող է նախ ուսումնասիրել, թե թիրախային համարվող կազմակերպության արժեթղթերն որքանով են տնօրինվում այլ ինստիտուցիոնալ ներդրողների կողմից, քանզի մի քանի խոշոր բաժնետերերի կոորդինացված ջանքերն ունեն հաջողության հասնելու առավել մեծ հավանականություն³⁷:

Կենսաթոշակային ֆոնդերն երբեմն դրսևորում են սոցիալական ակտիվություն, որի նպատակը կարող է լինել այն կորպորատիվ գործողությունների խթանումը, որոնք ձևավորում են այնպիսի ոչ շոշափելի նպատակներ, ինչպիսիք են համայնքում կյանքի որակը կամ արդարության հաստատումը: Ընդհանուր առմամբ սոցիալական ակտիվությունը խթանում է սոցիալապես պատասխանատու գործունեություն՝ հիմնված մարդու իրավունքների, շրջակա միջավայրի պաշտպանության, թափանցիկության և հաշվետվողականության սկզբունքների վրա:

Նորամուծությունների և գործարքային ծախսերի կրճատման ուղին նույնպես կապված է արժեթղթերի շուկայում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ներդրումային գործիքների առք ու վաճառքի իրականացման հետ: Բանն այն է, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը, արժեթղթերի շուկայում իրականացնելով դրանց ձեռք բերման և վաճառքի լայնածավալ ու հաճախակի գործարքներ, խթանում են ոլորտում գործողությունների

³⁷ Ryan, Lori Versteegen, and Bryan Dennis. 2003. "The Ethical Undercurrents of Pension Fund Management: Establishing a Research Agenda." *Business Ethics Quarterly* 13 (3): 315–35. Page 320.

ավտոմատացման և էլեկտրոնային կառավարման առավել արդիական համակարգերի ներդրումը: Բացի այդ, արժեթղթերի ակտիվ առք ու վաճառքը խթանում է կազմակերպություններին և կենսաթոշակային ֆոնդերին ներկայացնելու նոր ֆինանսական գործիքներ, ինչպիսին են ածանցյալ արժեթղթերը:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ազդեցությունն երկրի կապիտալի շուկայի և ընդհանուր առմամբ տնտեսական գործընթացների զարգացման վրա առավելագույնս դրսևորվելու համար, անհրաժեշտ է, որպեսզի վերջիններիս առաջարկած կապիտալը հասանելի լինի հնարավորինս առավելագույն թվով շահագրգիռ կողմերի: Միայն այդ դեպքում հնարավորություն կստեղծվի համատեղել նորամուծություններ իրականացնողների և ձեռնարկատերերի տաղանդը ֆինանսական հնարավորությունների հետ, ապահովել նոր կազմակերպությունների ստեղծումն ու մրցակցության խթանումը, ինչն էլ իր հերթին կտանի տնտեսության ակտիվության բարելավման: Հակառակ դեպքում, հզոր քաղաքական և տնտեսական ազդեցություն ունեցող կողմերը կարող են խաթարել ֆինանսական հատվածի զարգացումը՝ սահմանափակելով վարկերի և ֆինանսների լայնածավալ հասանելիությունը մարդկանց, չթողնելով հնարավոր մրցակիցների մուտքը շուկա, իսկ տաղանդավոր և ստեղծագործ անհատներին սահմանափակելով միայն իրենց կողմից վերահսկվող կազմակերպություններում աշխատելու հնարավորությամբ³⁸: Ուստի, քանի որ քաղաքական ազդեցություն ունեցող պաշտոնյաները կարող են կանխել ֆինանսական կայունության ապահովումը, ապա արդյունքում ֆինանսական բարեփոխումները կարող են տեղի ունենալ միայն այն դեպքում, երբ վերջիններս նույնպես շահագրգռված կլինեն բարեփոխումներ իրականացնելուն³⁹:

Բացի արժեթղթերի շուկայի վրա ունեցած ազդեցությունից, կենսաթոշակային ֆոնդերը ներգործում են նաև աշխատուժի շուկայի վրա: Խոսելով աշխատուժի շուկայի վրա կենսաթոշակային համակարգի ազդեցության մասին՝ կարող ենք նշել, որ բաշխողական համակարգին բնորոշ կենսաթոշակային վճարների և եկամուտների միջև գոյություն ունեցող թույլ կապի պատճառով առկա են աշխատուժի ցածր հոսունության և ավելի վաղ կենսաթոշակի անցնելու միտումներ, որն էլ ակնհայտ փաստ է Եվրոպական

³⁸ Rajan, R, and Luigi Zingales. 2003. "Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity."

³⁹ Catalán, Mario. 2004. "Pension Funds and Corporate Governance in Developing Countries: What Do We Know and What Do We Need to Know?" *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 197–232.

Միության աշխատուժի շուկաներում⁴⁰: Մյուս կողմից, հետազոտողները նշում են, որ սահմանված վճարներով կենսաթոշակային եկամուտների և վճարների միջև սերտ կապը գալիս է նվազեցնելու վերոնշյալ աշխատուժի շուկայի հավասարակշռության խախտումները⁴¹: Այդպիսի ազդեցությունները կարող են լինել ավելի փոքր այնտեղ, որտեղ գերակշռում են սահմանված կենսաթոշակների կուտակային պլանները:

Ներկայացնելով աշխատաշուկայի վրա կենսաթոշակային համակարգի ազդեցության մասին առկա մոտեցումները, հարկ ենք համարում անդրադառնալ աշխատաշուկայի այսպես կոչված «չկազմակերպված» հատվածի մասին, որը ներառում է. սկսած որակյալ կրթված, բարեկեցիկ ինքնազբաղված մասնագետներից մինչև հողագործներ, բանջարեղենի առևտրականներ, շինարարությունում աշխատող բանվորներ և ոչ մշտական, պատահական բանվորական աշխատանք կատարողներ: Դժվար է պատկերացնել, թե ինչպե՞ս միևնույն համակարգը կարող է հարմար լինել այսպիսի բազմազան խմբի համար, հատկապես երբ այս աշխատողներից շատերն ոչ միայն չունեն ամսական կայուն եկամուտ, այլ նաև մեծ հավանականությամբ նրանք կարող է ժամանակ առ ժամանակ մնալ առանց աշխատանքի⁴²: Շատ թերի կլինի ակնկալել, որ ցածր և ոչ կայուն եկամուտներ ունեցող մարդիկ կենսաթոշակային վճարներ կկատարեն իրենց ապագա կենսաթոշակի համար: Հետևաբար սա է պատճառը, որ, թեև կուտակային կենսաթոշակային համակարգը հարմար է նրանց համար, ովքեր կարող են խնայել թոշակի անցնելու համար, սակայն այլընտրանքային մոտեցում է անհրաժեշտ այն ցածր եկամուտ ունեցողների համար, ովքեր ի վիճակի չեն խնայելու: Թերևս սա է պատճառներից մեկը, որ բաշխողական կենսաթոշակային համակարգից կուտակայինի անցում կատարող երկրները հիմնականում պահպանում են բաշխողական տարրը՝ որպես նոր կենսաթոշակային համակարգի առաջին հիմնասյուն: Վերջիններիս գծով կուտակային բաղադրիչ ներգրավելու ուղին, թերևս նրանց աջակցելն է, որպեսզի կարողանան ունենալ ավելի բարձր և կայուն եկամուտներ, ինչն երկարաժամկետ և լուրջ աշխատանք պահանջող գործընթաց է:

⁴⁰ Disney, R. 2002. "Retirement, Pension Costs and Tax Policy in Europe." Reykjavik, Iceland: Presented at Retirement Policy.

⁴¹ James, E. 1998. Pension Reform: An Efficiency–equity Tradeoff? In Nancy Birdsall, Carol Graham, and Richard Sabot (eds), Beyond Tradeoff. Washington, DC: Brookings Institution Press. Cited in Orszag and Stiglitz (1999).

⁴² Ahuja, Rajeev. 2003. "Old-Age Income Security for the Poor." Economic and Political Weekly 38 (37): 3873–75.

Ֆինանսական համակարգը մի ոլորտ է, որը ստեղծում ու կազմակերպում է կապիտալի տեղաշարժը տարածության մեջ, և իր հերթին զգալի ազդեցություն ունի տնտեսության վրա: Ֆինանսները չեն հանդիսանում լոկ իրական տնտեսության հայելին և ֆինանսական համակարգը, շատ հեռու լինելով կապիտալի տեղաբաշխման պարզ գործիք լինելուց, ունի իր ինքնավարությունն ու զարգացման և ընդարձական իր սեփական տրամաբանությունը: Իմբային խնայողությունների պլանների աստիճանաբար հզորացումն ու դրանց կառավարման կենտրոնացումն ինստիտուցիոնալ ներդրողների ձեռքում թերևս ամենակարևոր փոփոխությունն էր ֆինանսական համակարգում: Իսկապես, ի հակասություն այն գաղափարի, որ տնային տնտեսությունների կողմից բաժնեմասնակցությունը կհանգեցնի տնտեսության մեջ իշխանության ավելի խոշոր չափով ապակենտրոնացման, պարզվեց, որ այդ կենսաթոշակային ֆոնդերը կառավարող ֆինանսական միջնորդները (բանկերը, ապահովագրական ընկերությունները) են գալու վերահսկելու տնային տնտեսություններին⁴³:

Այսպիսով, ընդհանրական առումով, նշենք, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը սովորաբար հակված են գնելու և պահելու ակտիվները, ձգտում են միաժամանակ գնել ու վաճառել նմանատիպ ակտիվներ և պահել նմանատիպ պորտֆելներ, իսկ առևտրի ժամանակ ձգտում հետևել իմպուլսային ռազմավարություններին⁴⁴: Վերոնշյալից կարող ենք եզրակացնել, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչները հանդիսանում են որպես խոշոր և կարևոր ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, ովքեր տնօրինում են մեծ ծավալով բանկային ավանդներ, պետական արժեթղթեր և կարճաժամկետ ակտիվներ: Այստեղից հետևություն՝ կարևորվում է ուսումնասիրել, թե ինչպիսի ներդրումային ռազմավարություն են որդեգրում վերջիններս:

⁴³ Corpataux, José, Olivier Crevoisier, and Thierry Theurillat. 2009. "The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds." *Economic Geography* 85 (3): 313–34.

⁴⁴ Raddatz, Claudio, and Sergio L. Schmukler. 2008. Pension Funds And Capital Market Development. Policy Research Working Papers. The World Bank.

1.3 Կենսաթոշակային բարեփոխումների միջազգային փորձը

Կենսաթոշակային համակարգը բարեփոխած և կուտակային բաղադրիչն առաջինը ներդրած երկիրը Չիլին է՝ 1981 թ., որին հաջորդել են հետևյալ լատինամերիկյան երկրները՝ Պերու (1993 թ.), Արգենտինա և Կոլումբիա (1994 թ.), Ուրուգվայ (1996 թ.), Բոլիվիա և Մեքսիկա (1997 թ.), Էլ Սալվադոր (1998 թ.), Կոստա Ռիկա (2000 թ.), Պանամա (2002 թ.) և Դոմինիկյան Հանրապետություն (2003 թ.): Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրներից առաջինն եղել է Հունգարիան 1998 թ.-ին, այնուհետև հաջորդել են Լեհաստանը (1999), Լատվիան (2001), Էստոնիան (2002), Խորվաթիան (2003), Բուլղարիան (2004), Սլովակիան (2005), Ռումինիան (2008) և այլն:

Թեև աշխարհագրորեն Հայաստանը համարվում է արևմտասիական երկիր⁴⁵, սակայն իր մշակութային և քաղաքական առանձնահատկություններով և անցած պատմական ուղով ավելի մոտ է արևելաեվրոպական երկրներին⁴⁶, ըստ այդմ, Հայաստանի համար այլ երկրների ձեռքբերումների կիրառության տեսնակյունից հարկ ենք համարում ուսումնասիրել բազմաստիճան կենսաթոշակային բարեփոխումներ իրականացրած Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների փորձը:

Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրներում կուտակային բաղադրիչի ներկայացման հիմնական պատճառներն են՝ ժողովրդագրական խնդիրները, աշխատաշուկայի խթանները, բաշխողական համակարգից հանրային դժգոհությունը: Իսկ կուտակային հիմնասյան ներկայացումից ակնկալվող դրական արդյունքներն են՝ ռիսկերի առավել արդյունավետ բազմատեսականացումը, անհատական մակարդակի խթանները, ծերության տարիների սոցիալական պաշտպանության և սոցիալական վերաբաշխման գործառույթների տարանջատումը, ֆինասական շուկաների զարգացմանն աջակցությունն և այլն:

⁴⁵ Composition of macro geographical (continental) regions, geographical sub-regions, and selected economic and other groupings. Geographical region and composition. <http://unstats.un.org/unsd/methods/m49/m49regin.htm>

⁴⁶ Ramet, Sabrina P. (1998). Eastern Europe: politics, culture, and society since 1939. Indiana University Press. p. 15.

Թեև նկատվում է բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգին անցման ընդհանուր միտում, ամեն մի երկրի կենսաթոշակային համակարգը յուրօրինակ է և ունի իր առանձնահատկությունները, որոնք պայմանավորված են կենսաթոշակային համակարգի կառուցվածքով և կենսաթոշակի անցնելու պայմաններով (տե՛ս աղյուսակ 1.3.1): Պարտադիր կուտակային բաղադրիչի ներկայացմանը զուգահեռ երկրները նաև բարեփոխել են իրենց պետական սոցիալական կենսաթոշակների համակարգերը՝ անցում կատարելով առավել ցածր կենսաթոշակներ տրամադրող սահմանված կենսաթոշակների կամ ոչ ֆինանսական սահմանված վճարներով կենսաթոշակային պլանների: Բոլոր երկրները նաև որոշել են բարձրացնել կենսաթոշակի անցման տարիքն ու նրանցից հինգը հավասարեցրել է տղամարդկանց և կանանց կենսաթոշակի անցնելու տարիքները:

Պարտադիր կուտակային բաղադրիչի ներդրումից հետո վերջին տասնամյակում առավել կարևոր զարգացումներն են երկրներից որոշներում շուկայի կոնսոլիդացիան (Հունգարիա, Լեհաստան և Էստոնիա) և մյուսներում նոր ներդրումային պորտֆելների հիմնումը: Աշխատաշուկա նոր մուտք գործողների, ինչպես նաև համակարգին կամավոր միացողների շնորհիվ բոլոր երկրներում աճել է մասնակիցների թիվը: Արդեն 2012 թ.-ի վերջին պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվները գերազանցում էին Բուլղարիայի և Էստոնիայի ՀՆԱ-ի 5 տոկոսը, իսկ Լեհաստանում, որտեղ համակարգը ներդրվել էր համեմատաբար ավելի վաղ, կենսաթոշակային վճարների ծավալը զգալի բարձր էր և հասնում էր ՀՆԱ-ի 17 տոկոսին:

Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի ներկայացված երկրների մեծ մասը նախնական շրջանում որդեգրել է շատ պահպանողական ներդրումային քաղաքականություն: Մինչև 2005 թ.-ն իրենց պորտֆելներում պետական և մասնավոր պարտատոմսերի մասնաբաժինն էական էր և հասնում էր 45-50%-ից մինչև 60-75%: Նույնիսկ 2012-2013 թթ.-ին դեռ Բուլղարիան, Լեհաստանը, Ռումինիան և Սլովակիան տեղաբաշխել էին իրենց պորտֆելի կեսից ավելին պարտատոմսերում, իսկ Էստոնիան և Լատվիան իրենց պորտֆելի ավելի փոքր մասնաբաժինն էին ներդրել այս տեսակի ակտիվներում (20 և 33% համապատասխանաբար):

Պարտատոմսերում ներդրումների կազմում գերակշռում էին պետական գանձապետական պարտատոմսերում կատարված ներդրումները: Սրա հիմնական

պատճառներից է այն, որ կորպորատիվ պարտքի շուկայում գերակշռում են բանկային վարկերը, իսկ արժեթղթերի շուկան այս տարածաշրջանում դեռևս զարգացման կարիք ունի: Մեկ այլ գործոն կարող է լինել այս երկրներում պետական պարտքի բեռի բարձր մակարդակը, ինչն էլ հիմք էր հանդիսացել վերոնշյալ պարտքային արժեթղթերի բարձր գրավչություն ունեցող եկամտաբերության համար: Բուլղարիայում պարտատոմսերի պորտֆելում պետական պարտատոմսերի մասնաբաժինն ի սկզբանե բարձր է եղել (85%), ինչն որոշ չափով նվազել է 2005-2008 թթ.-ին հասնելով մինչև 60-55% և այնուհետև աճել մինչև 60-70%: Էստոնիայի պարագայում վերոնշյալ մասնաբաժինը սկզբում կազմել է 50-60%, մինչդեռ Լատվիան 2011-2013 թթ. ընկած հատվածում իր պորտֆելում ներառել է շատ ավելի շատ գանձապետական պարտատոմսեր՝ 60-ից հասցնելով 70%-ի: Ծայրահեղ օրինակ են հանդիսանում Հունգարիան, Լեհաստանն ու Ռումինիան, երբ իրենց՝ պարտատոմսերում սկզբանական ներդրումները կազմում էին հենց պետության կողմից թողարկված արժեթղթերը: Հունգարիայում այդ հարաբերակցությունը կազմում էր 90%, մինչդեռ Լեհաստանում դա մնաց 95%-ի շեմին մինչև 2011 և իջավ 80% միայն 2012-2013-ին: Պարտատոմսերի պորտֆելում պետական պարտատոմսերի մասնաբաժինը Ռումինիայի դեպքում կազմել է 90%, Սլովակիայի դեպքում՝ 70-80%, որն իջել է 60-50% միայն վերջին տարիների ընթացքում:

Ընդհանուր առմամբ կարող ենք նշել, որ բացառությամբ Էստոնիայի, Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների ներդրումային պորտֆելների հիմնական մաս էին կազմում պետական պարտքային գործիքները: Ռիսկայնության ցածր մակարդակով այլ դասի ակտիվները, ինչպիսիք են կանխիկ դրամն ու ավանդները, մշտապես էական ներդրումային ուղղություն են եղել Բուլղարիայում, Էստոնիայում, Լատվիայում և Սլովակիայում. նույնիսկ մինչև այժմ ներդրումային պորտֆելի 15%-ից ավելին այս դասի ակտիվներում է տեղաբաշխված: Լեհաստանը, Հունգարիան և Ռումինիան ներկայացնում են մեկ այլ խումբ, որտեղ կանխիկն ու ավանդները պահվում են միմիայն իրացվելիության նպատակով և չեն գերազանցում ընդհանուր պորտֆելի 10 տոկոսը:

Աղյուսակ 1.3.1: Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրներում կենսաթոշակային բարեփոխումների հիմնական հատկանիշները⁴⁷

Երկրի անվանումը	Պետական սոցիալական կենսաթոշակ	Կենսաթոշակի անցնելու տարիքը	Պարտադիր կուտակային պլան		
			Վճարների մասնաբաժինն եկամտից	Ներդրման տարեթիվը	Մասնակիցները
Բուլղարիա	Սահմանված կենսաթոշակներ	60/55 մինչև 63/60	2% մինչև 5%	2002	Մինչև 42 տարեկան բոլոր աշխատողների համար պարտադիր է
Էստոնիա	Սահմանված կենսաթոշակներ	60/55 մինչև 63/63	6% (4% +2%)	2002	Պարտադիր է աշխատաշուկա նոր մուտք գործողների համար, իսկ բարեփոխման պահին 19-60 տարեկանների համար՝ կամավոր
Լատվիա	Անվանական սահմանված վճարների	60/55 մինչև 62/62	2% մինչև 8%	2001	Պարտադիր է մինչև 30 տարեկան աշխատողների համար, իսկ 30-50 տարեկանների համար՝ կամավոր
Լիտվա	Սահմանված կենսաթոշակներ	60/55 մինչև 62.5/60	2.5% մինչև 5.5%	2004	Կամավոր է բոլոր աշխատողների համար

⁴⁷ Bielawska K., Chłoń-Domińczak A., Stańko D. (2015). Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis: Causes, effects and recommendations for fiscal rules, research grant number UMO-2012/05/B/HS4/04206 from National Science Centre in Poland

Աղյուսակ 1.3.1-ի շարունակությունը					
Հունգարիա	Սահմանված կենսաթոշակներ	60/55 մինչև 62/62	6% մինչև 8%	1998	Պարտադիր է աշխատաշուկա նոր մուտք գործողների համար, մյուսների համար՝ կամավոր
Լեհաստան	Անվանական սահմանաված վճարների	65/60 (60/55) մինչև 67/67	7.3%	1999	Պարտադիր է մինչև 30 տարեկան աշխատողների համար, իսկ 30-50 տարեկանների համար՝ կամավոր
Ռումինիա	Սահմանված կենսաթոշակներ	62/57 մինչև 65/60	2% մինչև 3%	2008	Պարտադիր է մինչև 35 տարեկան աշխատողների համար, իսկ 36-45 տարեկանների համար՝ կամավոր
Սլովակիա	Անվանական սահմանաված վճարների	60/53-57 մինչև 62/62	9%	2005	1983 թ.-ից հետո ծնվածների համար պարտադիր է

Ընդհանուր առմամբ կարող են նշել, որ Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների մեծ մասը կենսաթոշակային համակարգը բարեփոխելուց հետո որդեգրել է համեմատաբար առավել պահպանողական ներդրումային քաղաքականություն, որը միայն վերջին տարիների ընթացքում է դարձել համեմատաբար պակաս սահմանափակ: Բաժնային կապիտալում ներդրումների առավել բարձր մակարդակ դրսևորվել է Լեհաստանում:

Կարճաժամկետ հատվածում միայն Լեհաստանի, Ռումինիայի և որոշ չափով Հունգարիայի կենսաթոշակային ֆոնդերին է հաջողվել ավելացնել կուտակված միջոցների իրական արժեքը, ինչը վկայում է, որ Բուլղարիայի, Բալթիկ երկրների և պակաս չափով Սլովակիայի կենսաթոշակային ֆոնդերի անդամների համար ավելի եկամտաբեր կլիներ այդ կարճաժամկետ հատվածում մասնակցել ոչ-ֆինանսական սահմանված վճարներով տիպի ոչ կուտակային կենսաթոշակային համակարգի կամ կուտակային հիմնասյան, որն իր կառուցվածքով առավել մոտ է Լեհաստանի, Ռումինիայի կամ Հունգարիայի կենսաթոշակային համակարգի կուտակային քաղաքականի:

Առավել երկարաժամկետ հատվածի համար եզրակացություններ կատարելու նպատակով անհրաժեշտ կլինի կատարել ուսումնասիրություն համապատասխանաբար ավելի երկար տարիների կտրվածքով, օրինակ հենց կենսաթոշակի համար խնայելու ժամանակահատվածը՝ 30-40 տարիներ: Տարբեր երկրներում երկարաժամկետ ներդրումների պատմությունն առաջարկում է այն միտքը⁴⁸, որ երկարաժամկետում ներդրումների բացասական կուտակային եկամտաբերության մակարդակ ստանալու հավանականությունը շատ փոքր է: Միևնույն ժամանակ կուտակման ողջ ժամանակաշրջանի համար միջակայքային հատվածներում բացասական եկամտաբերություն ունենալու հավանականությունն աճում է⁴⁹:

⁴⁸ Siegel J. (2008). Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Financial Strategies, 4th ed., The McGraw Hill.

⁴⁹ Trainor Jr. J.W. (2005), Within-horizon Exposure to Loss for Dollar Cost Averaging and Lump Sum Investing, Financial Services Review, Vol. 14: 319-330.

Աղյուսակ 1.3.2: Կենսաթոշակային բարեփոխումների հակադարձման կամ կրճատման որոշման վրա ազդող գործոնները⁵⁰

Երկրի անվանումը	Ծնելիության մակարդակ	Կախվածության գործակից	Զբաղվածություն	Կենսաթոշակային ծախսեր	Կենսաթոշակառուներ	Կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերությունը	Բյուջեի պակասուրդ	Պետական պարտք	Ճգնաժամից հետո կենսաթոշակային համակարգի փոփոխությունները
Բուլղարիա	-	-	+	+	+	-	-	+	Չի փոփոխվել
Էստոնիա	-	-	+	+	+	-	+	+	Ժամանակավոր կրճատում
Լատվիա	--	--	-	-	-	-	--	-	Մասնակի կրճատում
Լիտվա	-	-	--	+	+	-	--	-	Մասնակի կրճատում
Հունգարիա	--	-	-	--	-	+	-	--	Մշտական հակադարձում
Լեհաստան	--	--	++	--	-	+	--	--	Մշտական կրճատում և մասնակի հակադարձում
Սլովակիա	--	--	++	-	-	-	--	--	Մշտական կրճատում

⁵⁰ Bielawska K. Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis: Causes, effects and recommendations for fiscal rules. Warsaw, June 2015.

Երկարաժամկետում, երբ եկամտաբերության իրական մակարդակը գերազանցում է աշխատավարձի ֆոնդերի մակարդակի աճին, կուտակային հիմնապունն ավելի նախընտրելի է ապագա կենսաթոշակառուների համար, քան բաշխողական համակարգը⁵¹: Այս պայմանը տեղի ունի ոչ միայն այն պատճառով, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը կարող են ներդրումներ կատարել տնտեսական աճի բարձր մակարդակ ունեցող այլ երկրներում, այլ նաև այսպես կոչված տնտեսության դինամիկ արդյունավետության պատճառով, որն երկարաժամկետում իրենից ներկայացնում է հենց ՀՆԱ-ի աճի տեմպը⁵²:

Վերոնշյալ երկրներում սոցիալ-տնտեսական և հարկաբյուջետային իրավիճակի, ինչպես նաև կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության դիտարկումը վկայում է, որ բոլոր ոլորտներում այդ երկրների միջև առկա են էական տարբերություններ: Այդ գործոններից յուրաքանչյուրը, քաղաքական այլ գործոնների հետ համատեղ, իր ներդրումն ունի կենսաթոշակային համակարգերի կայունության մեջ ինչպես 2008 թ. ճգնաժամի տարիներին, այնպես էլ երկարաժամկետում: Աղյուսակ 1.3.2-ում ներկայացված են կենսաթոշակային բարեփոխումների հակադարձման կամ կրճատման որոշումների վրա ազդող գործոնների հնարավոր ազդեցությունը:

2008 թ.-ի ճգնաժամի տարիներին իրենց կենսաթոշակային համակարգերում նվազագույն փոփոխություններ կատարած երկրները՝ Բուլղարիան և Էստոնիան, իսկապես ունեն ամենից նպաստավոր իրավիճակը, երբ դիտարկում ենք ընդհանուր արդյունքը, դրանք են՝ պետական պարտքի և բյուջեի դեֆիցիտի ցածր մակարդակը, կայուն կամ նվազող կենսաթոշակային ծախսեր և զբաղվածության աճող մակարդակ: Այն երկրները, որոնք իրականացրել են կենսաթոշակային բարեփոխված համակարգի ամենից արմատական հակադարձումը կամ կրճատումները՝ Հունգարիան, Լեհաստանն ու Սլովակիան, ունեն պետական ֆինանսների ամենից վատ ցուցանիշները, իսկ իրենց ժողովրդագրական ցուցանիշները դրսևորում են բնակչության արագ ծերացման միտումներ, որի արդյունքում կենսաթոշակային ծախսերը լրացուցիչ հարկաբյուջետային ճնշում են գործում, թեև վերջիններս ունեն զբաղվածության և կուտակային բաղադրիչի կատարողականի բարենպաստ մակարդակ:

⁵¹ Aaron H. J. (1966). The social insurance paradox, Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 32, 371-374.

⁵² Blake D. (2009). NDSC v FDC: Pros, Cons and Replication, Non-Financial Defined Contribution Pension Systems, Pensions Institute, Working Paper 09-13.

Այս համեմատությունը գալիս է հաստատելու, որ նախնական բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգը հետ՝ դեպի բաշխողական համակարգի հակադարձելու որոշման հիմքում ընկած ամենաուժեղ գործոններից մեկը հարկաբյուջետային իրավիճակն է: Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների փորձի ուսումնասիրությունից հիմնական եզրահանգումն այն է, որ բարեփոխումների առաջնահերթությունների վերաբերյալ թույլ քաղաքական փոխհամաձայնությունն ու պետական հարկաբյուջետային խիստ կանոնների բացակայությունը թուլացնում են բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի կայացման հնարավորությունները:

ԳԼՈՒԽ 2. ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ, ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ԱՆՀՐԱԺԵՇՏՈՒԹՅՈՒՆԸ

2.1 ՀՀ կենսաթոշակային բարեփոխումների սոցիալ-տնտեսական դրդապատճառներն ու կամավոր կուտակային բաղադրիչի կայացման խոչընդոտները

Ներկայումս աշխարհում դիտվող ծնելիության մակարդակի անկման ու կյանքի սպասվող տևողության աճին զուգահեռ նկատվում է ընդհանուր բնակչության կազմում ոչ աշխատանքային տարիքից բարձր բնակչության մասնաբաժնի աճ, և այս երևույթը, որը հայտնի է որպես բնակչության ծերացում, բնորոշ է ողջ աշխարհին⁵³:

Համաձայն ՄԱԿ-ի Ազգաբնակչության բաժնի, Աշխարհի բնակչության հեռանկարների 2015 թ. վերանայված հրատարակության, 2015 թ.-ի դրությամբ առկա են 60 կամ ավելի տարիքի 901 միլիոն մարդ, ովքեր կազմում են աշխարհի բնակչության 12 տոկոսը, իսկ ուսումնասիրություններն էլ վկայում են այն մասին, որ 60 և բարձր տարիքի բնակչությունն աճում է տարեկան 3.26 տոկոսով: Ներկայումս վերոնշյալին համապատասխանող բնակչության մասնաբաժնի ամենաբարձր ցուցանիշն Եվրոպայում 24 տոկոս է, սակայն բնակչության արագ ծերացում տեղի կունենա աշխարհի այլ տարածաշրջաններում. այնպես, որ մինչև 2050 թ.-ը, բացառությամբ Աֆրիկայի, բնակչության մեկ քառորդը կամ դրանից ավելի մասը կլինի 60 կամ ավելի բարձր տարիքի: Կանխատեսվում է, որ աշխարհում ծերության հասակում գտնվող մարդկանց

⁵³ Տես՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision, Key Findings and Advance Tables. Working Paper No. ESA/P/WP.241.

թիվը կհասնի 1.4 միլիարդի՝ մինչև 2030 թ.-ն ու 2.1 միլիարդի՝ 2050-ին, իսկ 2100 թ.-ին կարող է աճել նույնիսկ մինչև 3.2 միլիարդի չափով⁵⁴:

Միաժամանակ, ըստ միևնույն՝ Աշխարհի բնակչության հեռանկարների 2015 թ. վիճակագրական աղբյուրի, ակնկալվում է, որ բնակչության ծերացումը խորն ազդեցություն կունենա տարբեր երկրներում մեկ թոշակառուին բաժին ընկնող աշխատողների թվաքանակի վրա, որը հաշվարկվում է որպես 20-ից 64 տարեկան ու 65 և բարձր տարիքի մարդկանց թվաքանակների հարաբերակցություն: Ներկայումս աֆրիկյան երկրներում յուրաքանչյուր 65 և բարձր տարիքի մարդուն միջին հաշվով համապատասխանում է 20-ից 64 տարեկան 13 մարդ, երբ ասիական երկրներում այդ թիվը 8 է, Լատինական Ամերիկայում՝ 7.6, իսկ Եվրոպայում ու Հյուսիսային Ամերիկայում 4-ից պակաս: Մինչև 2050 թվականը 7 ասիական, 24 եվրոպական և Լատինական Ամերիկայի 4 երկրներում վերոնշյալ ցուցանիշն ակնկալվում է, որ կլինի 2-ից պակաս մարդ, ինչն այդ երկրների առողջապահական համակարգերի, ինչպես նաև ծերության և սոցիալական ապահովության համակարգերի վրա կունենա հարկաբյուջետային ու քաղաքական մեծ ճնշում, որն արդեն կզգացվի ոչ այնքան հեռու ապագայում⁵⁵:

Ներկայիս համաշխարհային ժողովրդագրական միտումը՝ կապված բնակչության ծերացման հետ, մեծապես պայմանավորվում է կյանքի աճող տևողությամբ ու նվազող ծնելիությամբ⁵⁶, և որոնց արդյունքում աշխարհի շատ երկրների մղում է վերագնահատել իրենց կենսաթոշակային համակարգերը⁵⁷: Բնակչության արագ տեմպերով ծերացման պատճառով երկրների առջև խնդիր է առաջանում ձեռնարկել քայլեր, որպեսզի ապահովվի կենսաթոշակային բաշխողական համակարգերի ֆինանսական կայունությունը: Ուսումնասիրությունները վկայում են, որ դժվարություններ են առաջանում գործող կենսաթոշակային համակարգերի ֆինանսական կայունության և կենսաթոշակների մակարդակների համարժեքության միաժամանակյա ապահովման հարցում: Այդ

⁵⁴ Տես՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision.

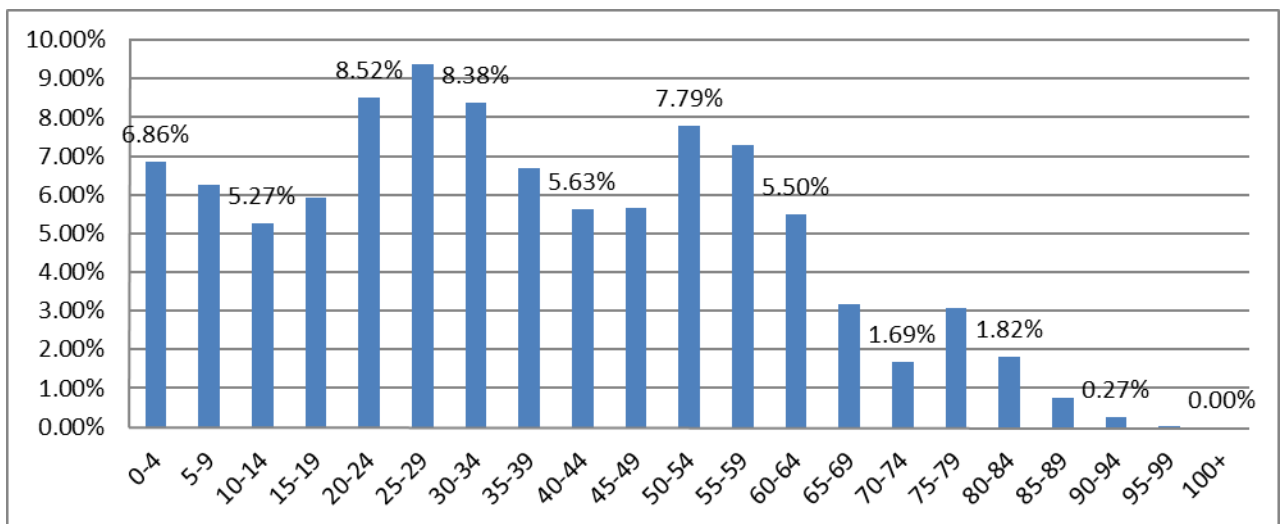
⁵⁵ Տես՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision.

⁵⁶ Munnell, Aicia H. 2004. "Population Aging: It's Not Just the Baby Boom | Center for Retirement Research.". As cited by Davis, E. Philip, and Yu-Wei Hu in "Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth?" Journal of Pension Economics and Finance 7 (02): 221–49.

⁵⁷ Davis, E. Philip, and Yu-Wei Hu. 2008. "Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth?" Journal of Pension Economics and Finance 7 (02). Page 221.

դժվարություններից առաջինը վերաբերում է համակարգի վճարունակությանը, այսինքն՝ չաշխատող տարեցներին կամ անաշխատունակ մարդկանց կենսաթոշակով ապահովելու համար անհրաժեշտ դրամական միջոցների առկայությանը, իսկ երկրորդը՝ իրենց աշխատանքային գործունեության ընթացքում մարդկանց՝ պարտադիր կերպով կատարած վճարումներին հասանելիք կենսաթոշակի չափի համարժեքությունն է։ Սովորաբար այդպիսի երկրներն են ամբողջովին կամ մասնակիորեն անցում կատարում ոչ կուտակային համակարգերից կուտակային⁵⁸։ Կուտակային համակարգում աշխատողը գումար է վճարում կենսաթոշակային ֆոնդ, որը ժամանակի ընթացքում կուտակվում է, այնուհետև՝ կենսաթոշակի անցնելուց հետո, վերջինիս թույլատրվում է օգտագործել այդ ֆոնդի՝ իրեն հասանելիք միջոցները⁵⁹։

Իրականացման տեսանկյունից Լատինական Ամերիկան եղել է այս բարեփոխումների համաշխարհային շարժման առաջատարը, և որի վկայությունն այն է, որ 1981թ. աշխարհը գլխավորեց Չիլին, այնուհետև հաջորդեցին այլ երկրներ՝ յուրաքանչյուրը կենսաթոշակային համակարգի իր տարբերակով, սակայն որպես առանցք ունենալով անհատական կուտակային կենսաթոշակային հաշիվները։ Արևելյան Եվրոպայում մի շարք երկրներ նույնպես բարեփոխել են իրենց կենսաթոշակային համակարգերը⁶⁰։



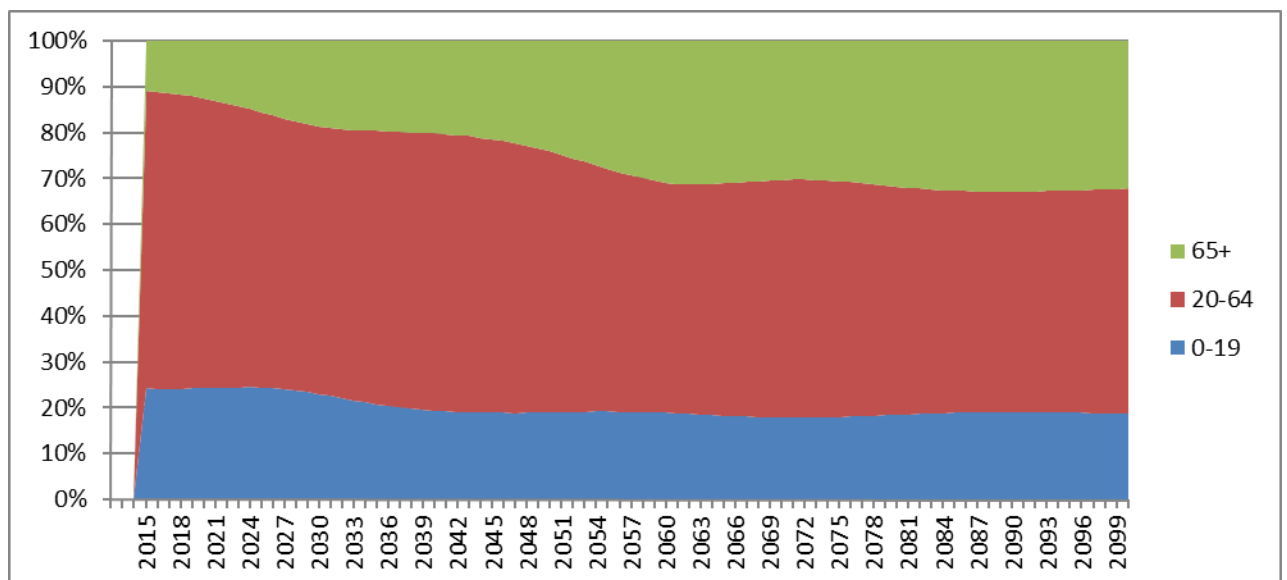
⁵⁸ Holzmann, Robert, and Richard Hinz. 2005. Old-Age Income Support in the 21st Century. The World Bank. As cited by Davis, E. Philip, and Yu-Wei Hu in "Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth?" Journal of Pension Economics and Finance 7 (02): 221–49.

⁵⁹ Tonks, Ian. 2005. "Performance Persistence of Pension-Fund Managers." The Journal of Business 78 (5): 1917–42. doi:10.1086/431447. Page 1918.

⁶⁰ Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. "Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies." Economic and Political Weekly 38 (8): 706–17. Page 706.

Գծապատկեր 2.1.1: ՀՀ բնակչության կազմն ըստ տարիքային խմբերի 2015 թ.⁶¹

Աշխարհի ժողովրդագրության զարգացման միտումներից անմասն չէ նաև Հայաստանի Հանրապետությունը, որտեղ ժողովրդագրական իրավիճակի կանխատեսվող վատթարացման հիմնական պատճառ է հանդիսանում երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո տեղի ունեցած «ծնելիության բումը»: Հենց այս սերնդի ներկայացուցիչներն են այժմ համալրում կենսաթոշակառուների շարքերը, և ի լրումն պետք է նշել, որ վերջին 25 տարիների ընթացքում դիտվել են ծնելիության կրճատման, կյանքի սպասվող միջին տևողության ավելացման, աշխատունակ տարիքի բնակչության ակտիվ արտահոսքի երևույթներ, որոնք էլ նպաստել են, որպեսզի Հայաստանը դասվի «ծերացող» երկրների շարքում:



Գծապատկեր 2.1.2: ՀՀ բնակչության տարիքային կազմերի կանխատեսվող հարաբերակցությունն ըստ ՄԱԿ-ի Ազգաբնակչության բաժին, Աշխարհի բնակչության հեռանկարների 2015 թ. վերանայված հրատարակության (2015-2099 թթ.)⁶²

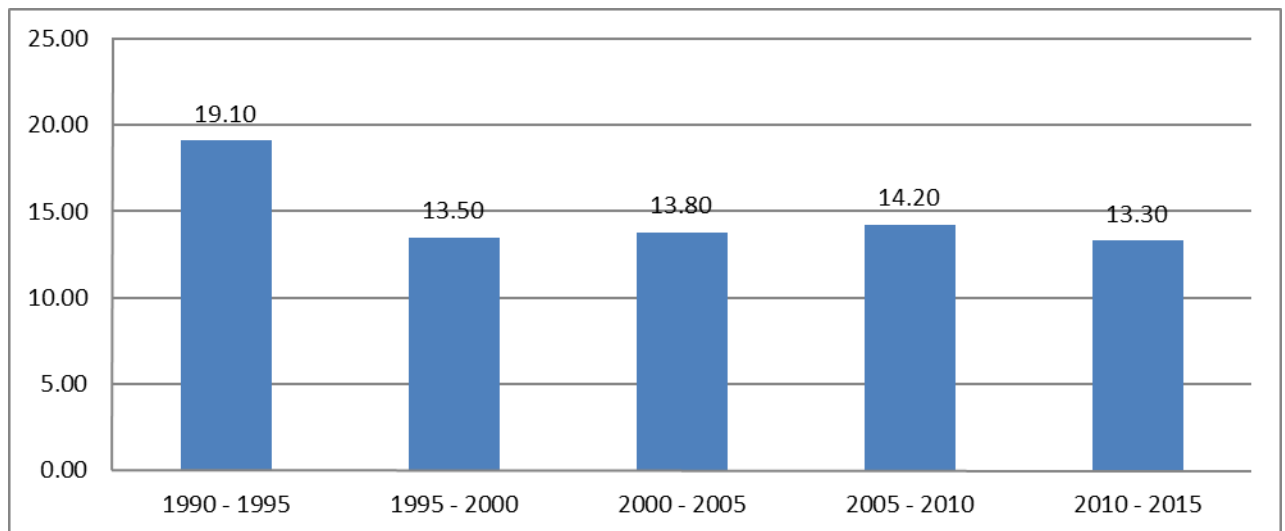
Ավելի պատկերավոր դարձնելու համար ներկայացնենք 2015 թ. տվյալներով ՀՀ բնակչության կազմն ըստ տարիքային խմբերի (տես գծապատկեր 2.1.1): Գծապատկեր 2.1.1-ից տեղեկանում ենք, որ ՀՀ-ում 2015թ. դրությամբ 65 և բարձր տարիքի բնակչության

⁶¹ Տվյալների աղբյուր՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision: <http://esa.un.org/unpd/wpp/>.

⁶² Տվյալների աղբյուր՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision: <http://esa.un.org/unpd/wpp/>.

տեսակարար կշիռն ընդհանուր բնակչության մեջ կազմում է 10.83%, մինչև 19 տարեկան բնակչությունը համապատասխանաբար՝ 24.32%, իսկ 20-64 տարեկան բնակչությունը՝ 64.84%: Մինչև 19 տարեկան ժամանակ ծերերի կախվածության գործակիցը, այն է՝ բնակչության 20-64 տարեկան և 65 տարեկան ու բարձր տարիքի ներկայացուցիչների թվերի հարաբերակցությունը, մոտ 6 է կամ որ նույնն է՝ ծեր բնակչությունը կազմում է աշխատանքային տարիքի բնակչության 16.71%-ը:

Վերոնշյալ հարաբերակցությունների կանխատեսվող դինամիկայի մասին կարելի է պատկերացում կազմել գծապատկեր 2.1.2-ից, ըստ որի ՀՀ բնակչության կանխատեսվող կազմում ակնհայտ կերպով փոքրանում են մինչև 19 տարեկան և 20-64 տարեկան բնակչության տեսակարար կշիռները, ի հակադրություն որին, մեծանում է 65 և ավելի տարիքի բնակչության տեսակարար կշիռը:

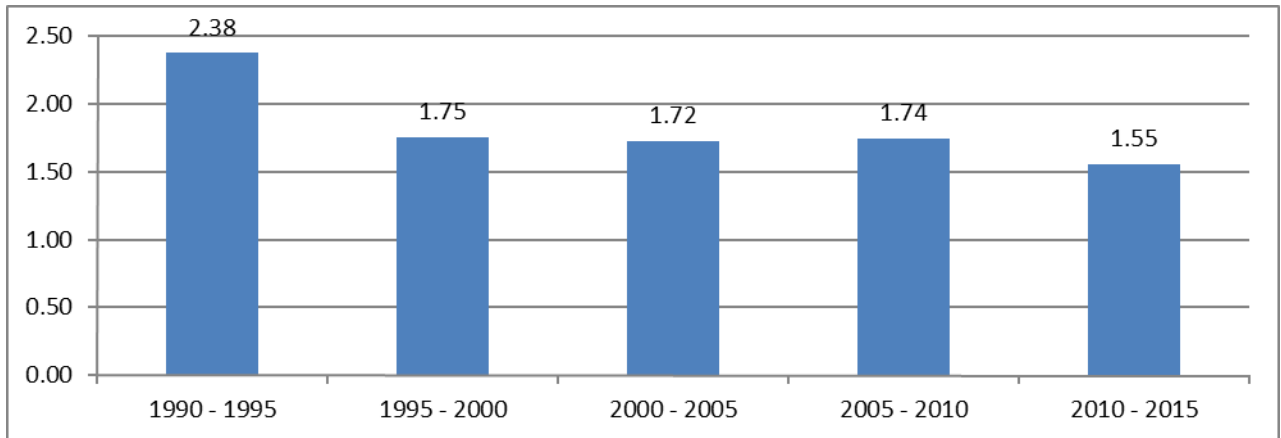


Գծապատկեր 2.1.3: ՀՀ-ում 1000 բնակչության հաշվով ծնվածների թվի դինամիկան (1990-2015 թթ.)⁶³

Վերջին 25 տարիների ընթացքում (տարեթվերն ըտրված են ՀՀ անկախությանը նախորդող տարուց մինչև ուսումնասիրության ժամանակ հայտնի տվյալների տարեթիվը) դիտված ծնելիության մասին կարող ենք պատկերացում կազմել գծապատկեր 2.1.3-ից, ըստ որի, եթե ՀՀ անկախության առաջին տարիներին 1000 բնակչի հաշվով ծնվածների թիվը կազմում է մոտ 19 երեխա, ապա ներկա դրությամբ այդ ցուցանիշն իջել է և գտնվում է 13-ի շեմին: Ծնելիության մակարդակի անկման մասին խոսում է նաև մեկ այլ ցուցանիշ,

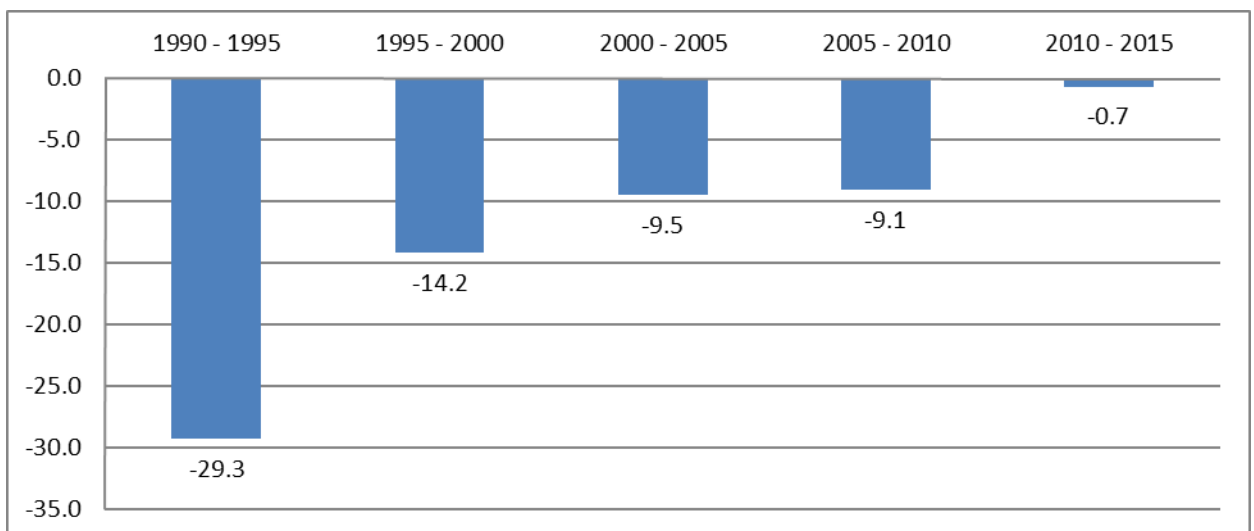
⁶³ Տվյալների աղբյուր՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision: <http://esa.un.org/unpd/wpp/>.

այն է՝ մեկ կնոջ հաշվով ծնված երեխաների թիվը, որը նշված ժամանակահատվածում 2.38-ից իջել է 1.55 (տե՛ս գծապատկեր 2.1.4):



Գծապատկեր 2.1.4: Ընդհանուր ծնելիությունը ՀՀ-ում՝ ըստ 1990-2015 թթ. (1 կնոջ հաշվով ծնված երեխաների թիվը)⁶⁴

ՀՀ բնակչության ծերացման պատճառներից մեկն էլ աշխատունակ տարիքի բնակչության արտագաղթն է, մասնավորապես հիմնականում երկրից մեկնում են երիտասարդները, ովքեր և՛ վերարտադրողական, և՛ տնտեսական առումներով իրենց լավագույն տարիքում են: Իսկ ընդհանուր առմամբ, վերջին 25 տարիների ընթացքում զուտ միգրացիայի ցուցանիշը միջինում եղել է բացասական (տե՛ս գծապատկեր 2.1.5):



Գծապատկեր 2.1.5: Զուտ միգրացիա՝ ըստ 1990-2015 թթ. (1000 բնակչի հաշվով)⁶⁵

⁶⁴ Տվյալների աղբյուր՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision: <http://esa.un.org/unpd/wpp/>.

Երկրում ծերացման պատկերը ցույց տվող մեկ այլ ցուցանիշ է բնակչության մեդիանայի տարիքը (այն տարիքը, որը բնակչության թվաքանակը բաժանում է երկու հավասար մասերի): Որքան մեծ է մեդիանայի տարիքը, այնքան ծեր է բնակչությունը: 2015թ. դրությամբ ՀՀ-ում մեդիանայի տարիքը կազմում է 34.6, որով, համեմատած իր անմիջական հարևանների հետ, Հայաստանը զիջում է միայն Վրաստանին (տե՛ս աղյուսակ 2.1.1):

Աղյուսակ 2.1.1: ՀՀ և անմիջական հարևան երկրների բնակչության մեդիանայի տարիք 2015թ.⁶⁶

Երկրի անվանումը	Մեդիանայի տարիք
Իրան	29.5
Հայաստան	34.6
Ադրբեջան	30.9
Վրաստան	37.5
Թուրքիա	29.8

Թերևս գիտենք, որ ժողովրդագրությունը, որպես գործընթաց, ունի տատանողական բնույթ, և որոշ ժամանակահատվածներում ունենում է աճման և նվազման միտումներ: Վերլուծության նպատակն այն չէ, որ իրավիճակը ներկայացվի որպես ճգնաժամային կամ կրիտիկական, այլ խնդիրը կայանում է նրանում, թե երկիրն ինչպիսի քայլեր պետք է ձեռնակի առաջացած մարտահրավերներին դիմակայելու համար: Ձեռնարկված միջոցառումները պետք է կրեն համալիր բնույթ և նպատակաուղղվեն տվյալ իրավիճակին հանգեցրած բոլոր պատճառները բացահայտելուն, մասնավորապես խոսքը գնում է երկրում ծնելիության մակարդակի բարձրացմանը միտված ընդհանուր համակարգային մոտեցմանը, աշխատանքային տարիքի բնակչության արտագաղթը ներգաղթով փոխարինմանը, կենսաթոշակի անցնելու տարիքը մարդկանց կյանքի սպասվող տևողությանը համապատասխանեցմանը, Հայաստանի տարածքից դուրս

⁶⁵ Տվյալների աղբյուր՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision: <http://esa.un.org/unpd/wpp/>.

⁶⁶ Տվյալների աղբյուր՝ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision: <http://esa.un.org/unpd/wpp/>.

գտնվող հայերի աստիճանական ինտեգրմանը ՀՀ սոցիալական, մշակութային, տնտեսական և քաղաքական կյանքին և այլ իրականացվող միջոցառումներին: Այս հետազոտության շրջանակներում մենք կանդրադառնանք բաշխողական կենսաթոշակային համակարգին վճարողների թվի նվազման պարագայում համակարգից օգտվողների թվի ավելացման հիմնախնդրին:

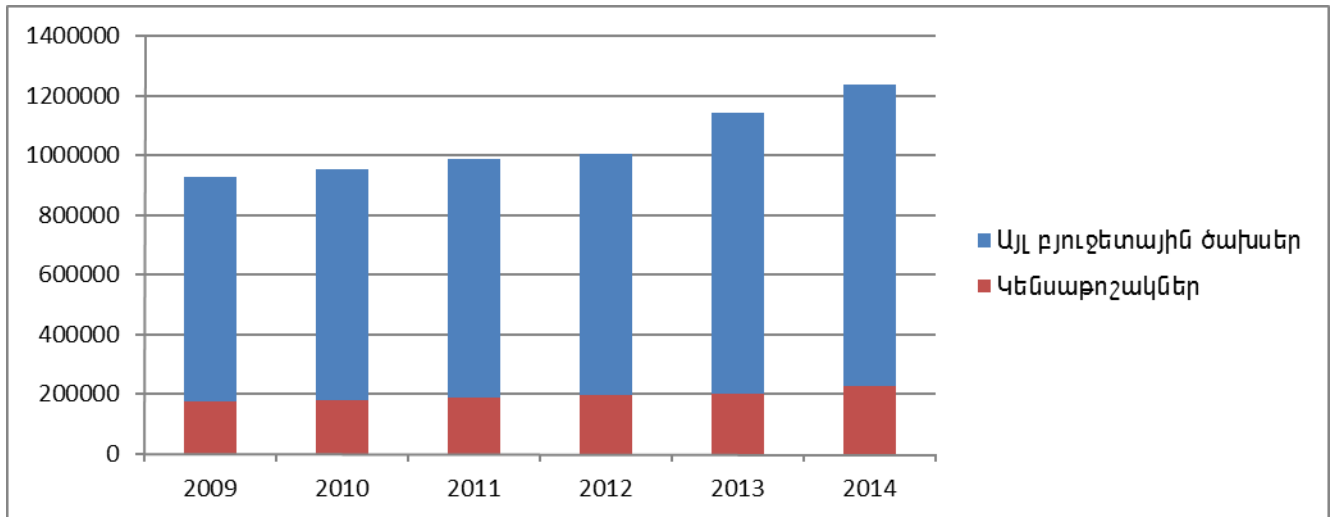
Ուստի այդ առումով վիճակագրական տվյալները վկայում են, որ 2016թ. հունվարի 1-ի դրությամբ հաշվառված է եղել 525391 կենսաթոշակառու և սոցիալական նպաստ ստացող, որից 463107-ը՝ աշխատանքային կենսաթոշակառու, 62284-ը՝ նպաստառու, 2318-ը՝ շարքային կազմի զինծառայության հետ կապված կենսաթոշակ ստացող (թիվը չի ներառում ՀՀ պաշտպանության նախարարության, ՀՀ ոստիկանության (ՆԳՆ), ՀՀ դատախազության, այլ համակարգերի կենսաթոշակառուներին), 171-ը՝ պետական պաշտոն զբաղեցրած անձինք⁶⁷: Աշխատանքային կենսաթոշակառուների թիվը կազմում է զբաղվածների ընդհանուր թվի մոտ 41 %-ը, իսկ համեմատելով վարձու աշխատողների թվի հետ, կարող ենք հավաստել, որ երկրում երեք թոշակառուի հաշվով աշխատում է մոտ 4 վարձու աշխատող: Միաժամանակ 2015 թ. դրությամբ նշանակված ամսական կենսաթոշակի միջին չափն եղել է 35,813 դրամ, որը կազմում է երկրում տվյալ տարվա միջին ամսական անվանական աշխատավարձի մոտ 22.6 %-ը, իսկ աշխատավարձի սահմանված նվազագույն չափի 71.6%-ը: Նշենք, որ 2014 թ. դրությամբ թե՛ կենսաթոշակի միջին չափն և թե՛ աշխատավարձի սահմանված նվազագույն չափը նշանակալի չափով պակաս են միջին ընթացիկ գներով հաշվարկված նվազագույն սպառողական զամբյուղի արժեքից, իսկ այն կազմում է 57,927.6 դրամ⁶⁸:

Միաժամանակ պետք է նշել այն իրադրությունը, որ բնակչության ծերացումը հանգեցնում է սոցիալական պաշտպանության ծախսերի ավելացմանը, և ըստ վիճակագրական տվյալների, 2014 թվականի դրությամբ ՀՀ պետական բյուջեի ծախսերում կենսաթոշակային ծախսերը կազմում են սոցիալական պաշտպանության ծախսերի 66 տոկոսը՝ մոտ 3 անգամ գերազանցելով առողջապահության և մոտ 2 անգամ՝ կրթության

⁶⁷ ՀՀ աշխատանքի և սոցիալական հարցերի նախարարության 2015 թվականի գործունեության հաշվետվություն

⁶⁸ Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014 թվականի հունվար-դեկտեմբերին: Հայաստանի Հանրապետության ազգային վիճակագրական ծառայություն, <http://armstat.am/>:

վրա կատարված ծախսերը⁶⁹: Պարզաբանման առումով գծապատկեր 2.1.6-ն արտացոլում է 2009-ից 2014 թվականի ՀՀ պետական բյուջեի ծախսերի աճը, որն ուղեկցվել է համապատասխանաբար կենսաթոշակային ծախսերի ավելացումով, որոնք ընդհանուր ծախսերում կազմում են միջինում 18-19% (նշված 6 տարիների տվյալներն արդեն իսկ արտացոլում են վերոնշյալ միտումն ու հարկ չենք համարում ավելի վաղ տվյալների ներկայացնել, ուսումնասիրության պահին 2015 թ. տվյալները դեռ առկա չեն):



Գծապատկեր 2.1.6: Կենսաթոշակային ծախսերի տեսակարար կշիռը ՀՀ ընդհանուր բյուջետային ծախսերում՝ ըստ 2009-2014 թթ. (միլիոն դրամ)^{70 71}:

Բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի առջև ծառացած վերոնշյալ ժողովրդագրական և տնտեսական հիմնախնդիրներին գալիս է գումարվելու անձի կողմից կատարված պարտադիր սոցիալական վճարների և նրան վճարվող կենսաթոշակի միջև ուղղակի կապի բացակայության պատճառով կենսաթոշակային համակարգին վճարներ կատարելու շահագրգռված չլինելը: Այսպես, ըստ ՀՀ բնակչության ծերացման վերաբերյալ հետազոտության⁷², բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի կենսաթոշակառուի

⁶⁹ Տես՝ Հայաստանի Հանրապետության 2014 թվականի պետական բյուջեի ծախսերի կատարման վերաբերյալ հաշվետվություն (գործառնական դասակարգմամբ), <http://www.mfe.am/>:

⁷⁰ Աղբյուր՝ Հայաստանի Հանրապետության 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 թվականի պետական բյուջեի կատարման ծախսերի վերաբերյալ հաշվետվություններ, Հայաստանի Հանրապետության Ֆինանսների նախարարություն, <http://www.mfe.am/>:

⁷¹ 2008 թվականից կենսաթոշակային համակարգը ներառվեց պետական բյուջեում, քանի որ այլապես անհնար կլիներ իրականացնել կենսաթոշակների 60 տոկոսով բարձրացումը. սոցվճարներն ինքնին չեն ապահովում արդեն իսկ նշանակված կենսաթոշակների վճարումը:

⁷² Տես՝ ՀՀ բնակչության ծերացման վերաբերյալ հետազոտության արդյունքների վերլուծություն; Երևան, 2009: Իրագործող կազմակերպություններ՝ ՀՀ Աշխատանքի և սոցիալական հարցերի նախարարություն,

կարգավիճակից դժգոհ են եղել հանրապետության կենսաթոշակառուների 90%-ը: Վերջիններիս շրջանում սոցիալական կարիքների ուսումնասիրությունը պարզել է, որ դրամական օգնության կարիքը գերակշռում է կենսաթոշակառուների շրջանում այլ կարիքներին և արդյունքում բոլոր տարիքային շերտերում գտնվող կենսաթոշակառուների 70 տոկոսից ավելին նշել են, որ ունեն դրամական օգնության կարիք:

Իհարկե, համաշխարհային փորձը վկայում է այն մասին, որ, ֆինանսական ճգնաժամի բախվելիս, կենսաթոշակային պլանները սովորաբար փոխում են վճարումների կառուցվածքը՝ գրեթե միշտ ավելի պակաս կենսաթոշակային եկամուտների տրամադրման ուղղությամբ: Կենսաթոշակային եկամուտների նվազեցումը տեղի է ունենում տարբեր ուղիներով՝ կենսաթոշակային վճարի մակարդակի աճ, պարտադիր կենսաթոշակային տարիքի բարձրացում, կենսաթոշակի մակարդակի նվազեցում, կենսաթոշակային նպաստների հարկում և այլ մեթոդներ, որոնց միջոցով կենսաթոշակային եկամուտներն արդյունավետորեն կրճատվում են⁷³:

Ինչպես նշեցինք, բարձր զարգացած հյուսիսային երկրները, որոնք բախվում են բնակչության ծերացման խնդրին, ինչը պայմանավորված է այս հարուստ երկրներում «ծնելիության բումի» սերնդի կենսաթոշակի անցնելու հետ, լրացուցիչ, թեև ժամանակավոր ճնշում են զգում իրենց կենսաթոշակային համակարգերի վրա: Այս ճնշման դեմ դիմակայելու և պայքարելու համար վերջիններս բարեփոխումներ են ներկայացրել, որոնք հանրայնորեն տրամադրվող կենսաթոշակները դարձրել են պակաս առատաձեռն: Ըստ նախագծման և համապատասխան ենթատեքստի այս փոփոխությունը բարձրացնում է պարտադիր և կամավոր կուտակային կենսաթոշակային նախագծերի կարևորությունը կյանքի ամբողջ շրջափուլի ընթացքում՝ կանոնավոր սպառման հարթեցման համար⁷⁴:

Սովորաբար բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի անկայունության հիմնախնդրին բախված երկրները բարեփոխումներ իրականացնելիս պահպանում են պետական բաշխողական համակարգը՝ ինչպես բազմաստիճան կենսաթոշակային

Աշխատանքի և սոցիալական հետազոտությունների ազգային ինստիտուտ, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն:

⁷³ Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. "Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies." *Economic and Political Weekly* 38 (8): 706–17. Page 708-709.

⁷⁴ Holzmann, Robert. 2009. *Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets. Directions in Development - Finance*. The World Bank. Page 1.

համակարգի տարր, այնպես էլ տարեց բնակչությանն աղքատությունից պաշտպանության միջոց:

Կենսաթոշակների վճարման հարցում ֆինանսական անկայունության իրավիճակում հայտնված երկրներն առաջացած խնդիրները լուծելու համար որդեգրում են մեխանիզմներ, որոնք զանազանվում են երկրից երկիր: Սակայն առկա է մեկ գաղափար, որն իր մեջ ամփոփում է այդ բոլոր մոտեցումները, այն է՝ «բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի ներդրում»:

Նախքան ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի ներկայացումը, հարկ ենք համարում անդրադառնալ հետևյալ հարցին՝ արդյոք ՀՀ կենսաթոշակային համակարգը պետք է պարունակի պարտադիր կուտակային բաղադրիչ, թե ոչ: Այսինքն՝ փորձենք հասկանալ արդյոք հնարավոր կլինի ունենալ կայուն կենսաթոշակային համակարգ, եթե ներկայացված կուտակային բաղադրիչը լիներ ոչ պարտադիր, այլ կամավոր:

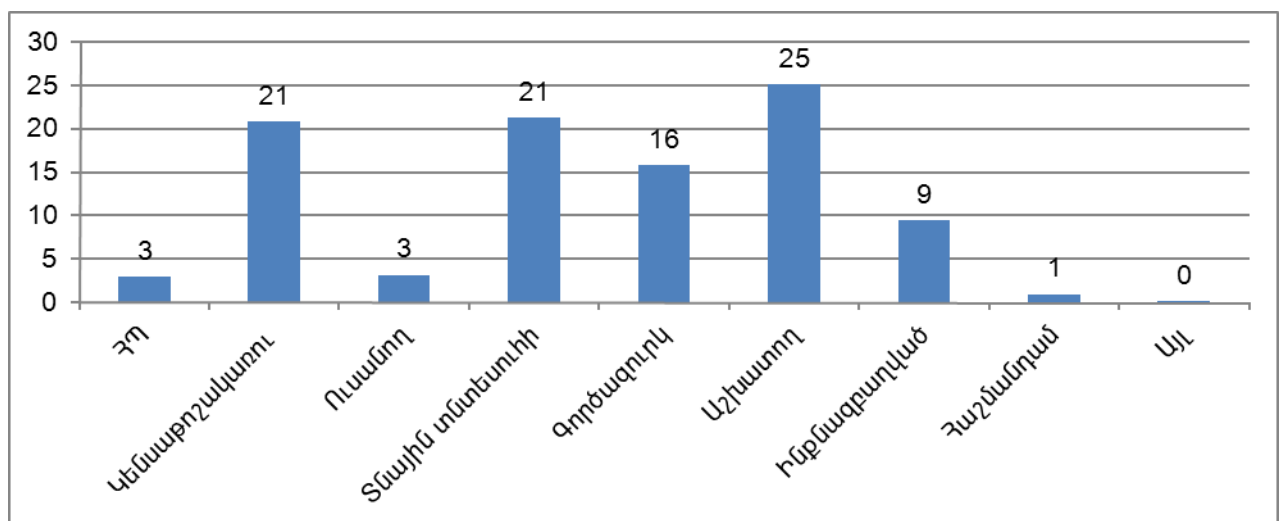
Սովորաբար, կամավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգերը հիմնվում են լավ տեղեկացված ներկայացուցչական անհատի գաղափարի վրա, ով պլանավորում է կյանքի ողջ ընթացքի իր սպառումը՝ հիմնված վերջինիս ընթացքում սեփական եկամուտների կանխատեսման վրա:

Եթե պետությունը չի նախաձեռնում որևէ կենսաթոշակային համակարգ, ապա վերոնշյալ լավ տեղեկացված անհատները քայլեր կձեռնարկեն իրենց ծերության ընթացքում սպառումն ապահովելու ուղղությամբ խնայողություններ կատարելու համար: Ուստի, այնպիսի երկարաժամկետ նպատակի համար, ինչպիսին է ծերության տարիների եկամուտը կամ կենսաթոշակը, անհատի՝ խնայելու պատրաստակամությունը հասկանալու համար մենք պետք է պարզենք, թե ինչպես է այդ անհատը խնայողություն կատարում ընդհանրապես:

Մեր կյանքի ընթացքում բացի ծերության կենսաթոշակից, կան բազմաթիվ այլ հիմնահարցեր, որոնց մասին անհրաժեշտ է հոգ տանել, ինչպիսիք են՝ մեքենայի ձեռք բերումը, հիփոթեքի համար կանխավճարը, երեխայի կրթության համար վճարում, և այլն: Ուստի միշտ առկա է խնայողություններ կատարելու անհրաժեշտություն, և եթե անձը չունի կարճաժամկետ նպատակների համար խնայողություններ կատարելու մշակույթ, ապա

կարող ենք համոզված լինել, որ տվյալ անձը չի խնայի նաև երկարաժամկետ նպատակների համար՝ ինչպիսին է ծերության տարիների սպառումը:

Ուսումնասիրության համար վերլուծվել է 2013 թ.-ին հավաքագրված քաղաքական և տնտեսական հիմնախնդիրներին վերաբերող տնային տնտեսությունների հարցումների արդյունքները: Օգտագործվել է Կովկասյան բարոմետրը, որովհետև ըստ մասշտաբի, ողջ երկրի բնակչությունն ընդգրկելու և հարցվողների քանակի և ներկայացուցչականության սկզբունքների ապահովման, հանրային կարծիքի ուսումնասիրության լավագույն տվյալների շտեմարանն է, որը վերջին անգամ իրականացվել է 2013 թ.-ին (հետազոտության կատարման ժամանակ): Այսպես, ըստ 2013 թվականի Կովկասյան բարոմետրի⁷⁵, ընդհանուր բնակչության միայն 34 տոկոսն է, որ կարող է հանդիսանալ որպես կամավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի հնարավոր մասնակից (աշխատողներ 25% և ինքնազբաղվածներ 9%, տես ավելի պատկերավոր գծապատկեր 2.1.7-ում):



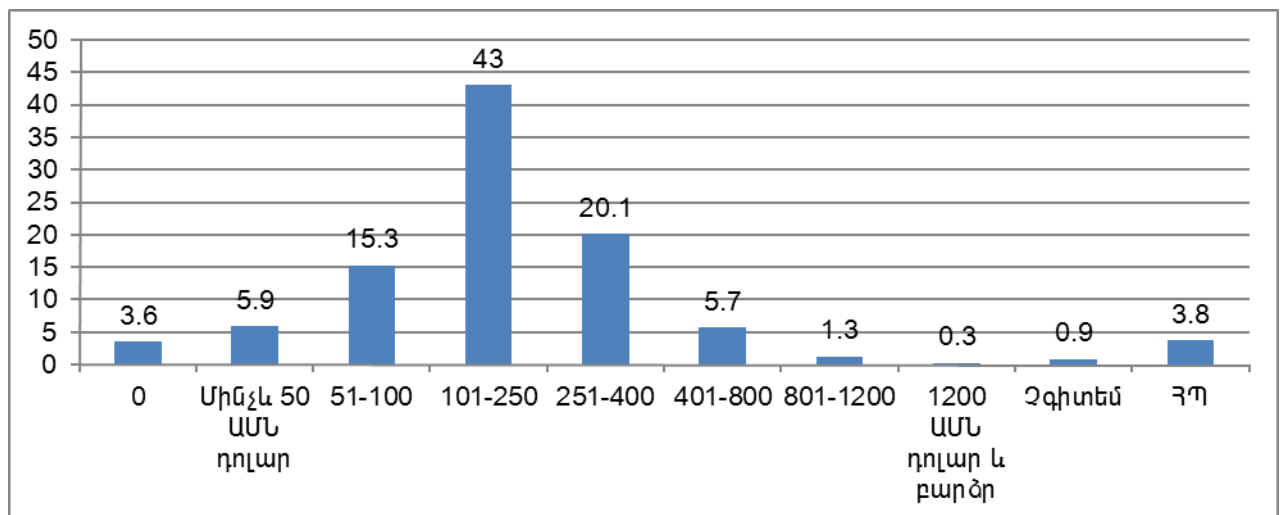
Գծապատկեր 2.1.7: ՀՀ բնակչության խմբավորումն ըստ սեփական կարգավիճակի կամ գործունեության տեսակի ընկալման (Կովկասյան բարոմետր 2013 թ.)⁷⁶

⁷⁵ Կովկասյան բարոմետրը (ԿԲՄ) տարածաշրջանային ամենամյա նախագիծ է, որի նպատակը հարավկովկասյան երկրներում սոցիալական, քաղաքական և տնտեսական գործընթացների վերաբերյալ հանրային կարծիքի ուսումնասիրությունն է: ԿԲՄ 2013-ի համար կիրառվել է բազմաստիճան կլաստերային ընտրանք՝ ընդգրկելով Հայաստանում ողջ չափահաս բնակչությունը: Դեմ առ դեմ հարցազրույցին 2013թ. Հայաստանում մասնակցել է 1832 հարցվող:

⁷⁶ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, աղբյուր՝ Կովկասյան բարոմետր: Հետազոտական ռեսուրսների կովկասյան կենտրոններ: 2013 «Կովկասյան բարոմետր», <http://www.crrc.am/caucasusbarometer>:

Կենսաթոշակային համակարգը կհամարվի կայացած, եթե այն ի վիճակի է ապահովել իր հիմնական նպատակը, այն է՝ որոշակի եկամտի առկայություն ծերության պատճառով զբաղվածությունը դադարեցնող աշխատողների համար: Այս տրամաբանությամբ, անկախ այն հանգամանքից, թե կենսաթոշակային համակարգը կամավոր է. ծերության պատճառով աշխատելը դադարեցնող բոլոր շահառուները պետք է ապահովված լինեն կենսաթոշակով: Այս հարցի շրջանակներում մենք կամավոր կենսաթոշակային համակարգը կհամարենք կայացած, եթե առնվազն հնարավոր շահառուների 50 տոկոսը ծերության պատճառով զբաղվածությունը դադարեցնելուց հետո ունենան կենսաթոշակ:

Օգտվելով վերոնշյալ աղբյուրից տեսնում ենք, որ մեր հնարավոր կամավոր կենսաթոշակառուների միայն 13.6%-ն են նշել, որ ունեն խնայողություններ, ինչը վիճակագրորեն նշանակալի չափով փոքր է (95% վստահելիության գոտում $P=0.000$ ՝ մերժում ենք վիճակագրորեն նշանակալի տարբերություն չլինելու վարկածը) վերոնշյալ առնվազն 50% մակարդակից: Եթե այսքան քիչ մարդիկ են նշել, որ ունեն խնայողություններ, ապա շատ մեծ է հավանականությունն այն բանի, որ ավելի քիչ թվով մարդիկ կմիանան կամավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգին:



Գծապատկեր 2.1.8: Կամավոր կենսաթոշակային համակարգի հնարավոր մասնակիցների սեփական եկամուտների մակարդակի ընկալումը՝ ըստ 2013 թ. (հարցմանը նախորդող ամսվա համար, բոլոր հարկերը վճարելուց հետո)⁷⁷

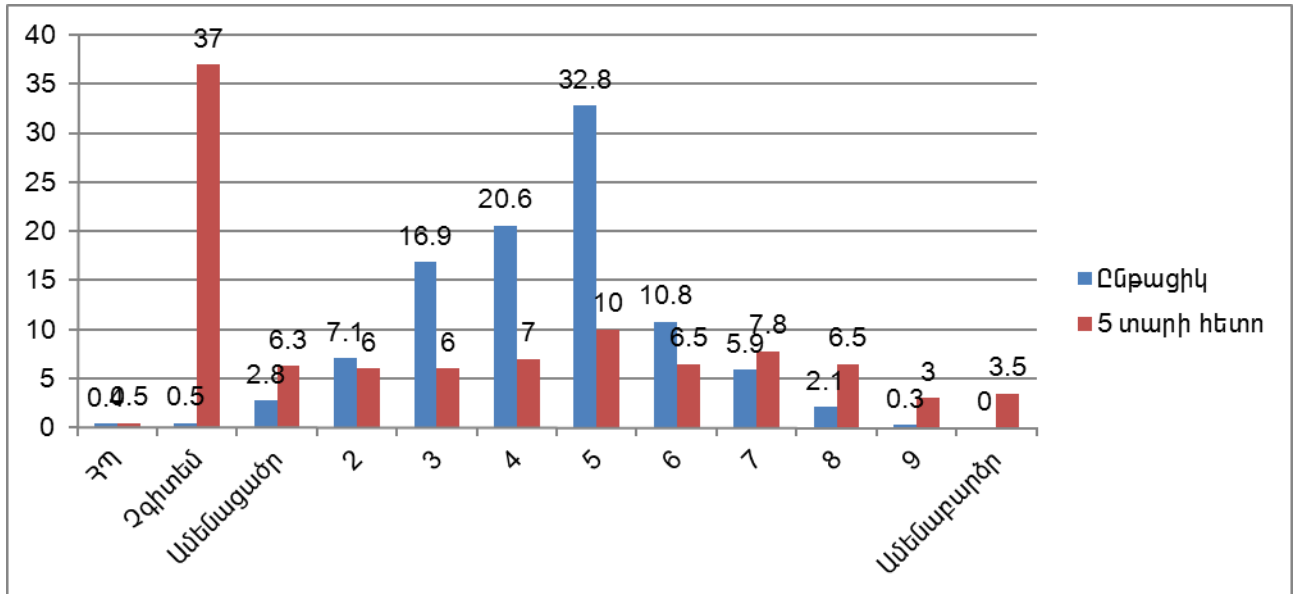
⁷⁷ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, աղբյուր՝ Կովկասյան բարոմետր: Հետազոտական ռեսուրսների կովկասյան կենտրոններ: 2013 «Կովկասյան բարոմետր», <http://www.crrc.am/caucasusbarometer>:

Փորձենք հասկանալ թե ինչու՞, թեև հարցվածները նշել են, որ աշխատում են կամ ինքնագրադված են, ինչը հիմք է տալիս ենթադրելու, որ վերջիններս ունեն եկամուտ և արդյունքում նրանցից այդքան քչերն են նշել, որ ունեն խնայողություններ: Ուստի այս առումով դիտարկենք հետևյալ գործոնները՝ հնարավոր կամավոր կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների եկամուտները, պարտքերի առկայությունն ու ապագայի ընկալումը:

Այն հարցին, թե ըստ նախորդ ամսվա եկամուտների մակարդակի բոլոր հարկերը վճարելուց հետո հարցվողներն ո՞ր խմբին են պատկանում, պարզվում է հարցվածների 25 տոկոսը նշել է, որ նախորդ ամսին բոլոր հարկերը վճարելուց հետո նրանց եկամուտներն եղել են 100 ԱՄՆ դոլարից ցածր, ինչն էականորեն ցածր է նվազագույն սպառողական զամբյուղի արժեքից (տե՛ս գծապատկեր 2.1.8): Մյուս կողմից, հարցվածների գրեթե 65 տոկոսը կարծում են, որ իրենք արդարացիորեն չեն վարձատրվում, իսկ ահա 66%-ն էլ նշել է, որ իր տնային տնտեսության միջին ամսական եկամուտը կազմում է մինչև 400 ԱՄՆ դոլար և դա այն դեպքում, երբ նույն հարցվածների 64%-ը նշել է, որ նորմալ գոյատևելու համար տնային տնտեսությունը պետք է ունենա առնվազն 800 ԱՄՆ դոլարին համարժեք միջին ամսական եկամուտ: Միևնույն ժամանակ, հարցվածների 51 տոկոսը նշել է, որ նախորդ 12 ամսիների ընթացքում եղել են դեպքեր, որ նա չի ունեցել բավարար չափով նյութական և ֆինանսական միջոցներ իրեն կամ իր ընտանիքի համար անհրաժեշտ սնունդ գնելու նպատակով:

Այսպիսով, խնայողություններ չունենալու հիմնական պատճառ կարող է հանդիսանալ երկրում եկամուտների ցածր մակարդակը, որն երբեմն չի բավականացնում մարդկանց հիմնական պահանջմունքների բավարարման համար:

Հաջորդ գործոնը, որը կարող է ազդել մարդկանց խնայողություններ անելու որոշման վրա, պարտքերի առկայությունն է: Այսպես, կրկին համաձայն 2013 թվականի Կովկասյան բարոմետրի, հարցվածների 56%-ը նշել են, որ ունեն պարտքեր, ինչը բավական բարձր ցուցանիշ է և լուրջ խոչընդոտ խնայողություններ կատարելու համար:



Գծապատկեր 2.1.9: ՀՀ տնային տնտեսությունների ընթացիկ և ապագա ընկալվող հարաբերական տնտեսական դիրքը 2013 թ.⁷⁸

Ինչպես պատկերված է գծապատկեր 2.1.9-ում, հարցվածներին խնդրել են նշել, թե իրենց տնային տնտեսության տնտեսական դիրքը ՀՀ-ում բոլոր տնային տնտեսությունների տնտեսական դիրքն արտահայտող 10 աստիճաններից որին է համապատասխանում, որտեղ առաջին աստիճանը հասարակությունում հնարավոր ամենացածր մակարդակն է, իսկ 10-րդը՝ ամենաբարձր: Հարցվածներին խնդրել են նշել նաև իրենց հնարավոր տնտեսական դիրքը 5 տարի հետո և արդյունքում պարզվել է, որ նրանց 37 տոկոսը նշել է, որ չգիտի թե ինչպիսի տնտեսական դիրք կունենա իր տնային տնտեսությունն այդքան ժամանակ հետո: Սակայն հարց է առաջանում, եթե նույնիսկ մոտ ապագան (5 տարի) զգալի թվով պոտենցիալ կամավոր կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների համար հստակ չէ, ապա ինչպե՞ս կարող է լավ տեղեկացված անհատը կանխատեսել ու պլանավորել իր ապագա սպառումն ու դրա համար կատարել խնայողություններ այսօր:

Մարդիկ հետաձգում են կենսաթոշակի համար խնայելը մի շարք պատճառներով՝ կարող է նրանք պարտքեր ունեն կամ խնայում են հիփոթեքի կանխավճարի համար,

⁷⁸ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, աղբյուր՝ Կովկասյան բարոմետր: Հետազոտական ռեսուրսների կովկասյան կենտրոններ: 2013 «Կովկասյան բարոմետր», <http://www.crrc.am/caucasusbarometer>:

կարող է հիփոթեք ունեն կամ երեխաների վրա են ծախսում ողջ եկամուտը, կարող է ակնկալում են ավելի բարձր եկամուտներ միջին տարիքում, ինչը նրանց թույլ կտա կենսաթոշակի համար ավելի ուշ սկսել խնայել, կարող է ցանկանան ավելի երկար տարիներ աշխատել, եթե բացահայտեն, որ չաշխատելու դեպքում կհայտնվեն աղքատության շեմին⁷⁹: Մարդիկ կարող է հրաժարվեն կենսաթոշակի համար խնայողություն կատարելուց, նախընտրելով իրենց եկամուտները ծախսել իրենց երեխաների կրթության և դաստիարակության վրա՝ հուսալով, որ վերջիններս կաջակցեն իրենց ծերության տարիներին: Կամ կարող են նախընտրել՝ իրենց դրամական միջոցներն ուղղել որևէ թանկարժեք գույքի ձեռք բերման համար (օրինակ, բնակարան կամ այլ անշարժ գույք)՝ հուսալով կենսաթոշակի անցնելուց հետո վաճառել այն և ստացված միջոցներն ուղղել ծերության տարիներին սպառման նպատակով:

Ամփոփելով կարող ենք նշել, որ ՀՀ բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի բարեփոխումների անհրաժեշտությունը պայմանավորող գործոնների շարքում կարևոր դեր է խաղում բնակչության ծերացումը: Վերջինիս վրա ազդում են այնպիսի իրողություններ, ինչպիսիք են երկրում ծնելիության մակարդակի անկումը, կյանքի սպասվող միջին տևողության ավելացումն, ինչպես նաև աշխատունակ տարիքի բնակչության ակտիվ արտահոսքը: Բացի բնակչության ծերացումից, բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի կայունության վրա իրենց հերթին ազդում են պետական բյուջեի սոցիալական հատվածի ծախսերի մեծացումը, ինչպես նաև անձի կողմից կատարվող պարտադիր սոցիալական վճարների և նրան վճարվող կենսաթոշակի միջև ուղղակի կապի բացակայությունը: Միաժամանակ, ըստ ՀՀ-ում սոցիալական, քաղաքական և տնտեսական հիմնախնդիրներին վերաբերող տնային տնտեսությունների հարցումների արդյունքների վերլուծության, կամավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի կայացմանը, ի թիվս այլ գործոնների, խոչընդոտում է բնակչության առկա խնայողությունների ցածր մակարդակը: Վերջինիս պատճառներից կարելի է համարել բնակչության եկամուտների ընկավվող մակարդակի ցածր լինելը, պարտքերի առկայությունը, ինչպես նաև ապագայի անորոշությունը:

⁷⁹ Blake, David, Andrew Cairns, and Kevin Dowd. 2009. "Designing a Defined-Contribution Plan: What to Learn from Aircraft Designers." *Financial Analysts Journal* 65 (1): 37–42. Page 40.

2.2 Հայաստանի Հանրապետության կենսաթոշակային համակարգը

Միջազգային փորձի վերջին տարիների ուսումնասիրությունները վկայում են, որ բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի տարրեր են բաշխողական և կուտակային բաղադրիչները, իսկ ահա սոցիալական ու աշխատանքային կենսաթոշակներն էլ հանդիսանում են բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի բաշխողական բաղադրիչներ: Միաժամանակ պարտադիր և կամավոր կուտակային կենսաթոշակներն էլ կուտակային բաղադրիչներ են:

Հայաստանում կենսաթոշակային համակարգը բազմաստիճան է (տե՛ս գծապատկեր 2.2.1):

ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի առաջին հիմնասյունը կազմում է պետական սոցիալական (կամ որ նույնն է՝ նպաստը, որը տրվում է 65 տարին լրացած աշխատանքային ստաժ չունեցող անձանց կամ նրանց, ում աշխատանքային ստաժը 10 տարուց պակաս է⁸⁰: Ծերության սոցիալական կենսաթոշակը նշանակվում է ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված հիմնական կենսաթոշակի չափով ցմահ և ֆինանսավորվում է պետական բյուջեի միջոցներից⁸¹: Պետական սոցիալական կենսաթոշակի նպատակն է. կենսաթոշակառուներին կենսաթոշակային տարիքում ապահովել նվազագույն ֆինանսական միջոցներով:

Անհրաժեշտ է նշել, որ 63 տարին լրացած՝ առնվազն 10 օրացուցային տարի աշխատանքային ստաժ ունեցող անձն իրավունք ունի ստանալու աշխատանքային կենսաթոշակ՝ անկախ կուտակային համակարգին մասնակցելու հանգամանքից⁸²: Կուտակային բաղադրիչի մասնակիցները կենսաթոշակ կստանան նաև այս բաղադրիչից, մասնավորապես՝ 1974 թվականի հունվարի 1-ին և դրանից հետո ծնված անձանց աշխատանքային կենսաթոշակի չափը հաշվարկելիս հաշվի կառնվի նրանց՝ մինչև 2014

⁸⁰ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

⁸¹ «Պետական կենսաթոշակների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքն ընդունված 22.12.2010

⁸² Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

թվականի հունվարի 1-ն ընկած ժամանակահատվածի աշխատանքային ստաժը, որը պետք է 10 տարուց ավելի լինի:

Աշխատանքային կենսաթոշակի չափը հաշվարկվում է հիմնական կենսաթոշակի չափին գումարելով կենսաթոշակին համահունչ աշխատանքային բաղադրամասը, ըստ հետևյալ բանաձևի⁸³:

$$Կ = Հ + (U \times Ա) \times Գ,$$

որտեղ՝

Կ-ն կենսաթոշակի ամսական գումարն է,

Հ-ն՝ հիմնական կենսաթոշակի չափը,

Ա-ն՝ աշխատանքային ստաժի տարիները,

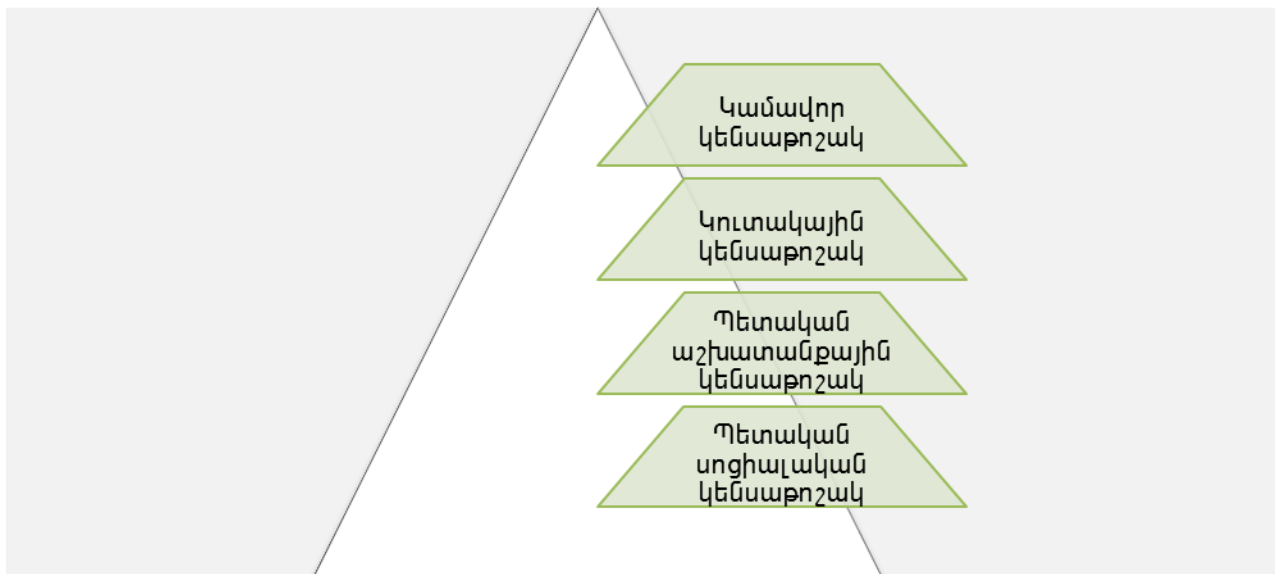
Ա-ն՝ աշխատանքային ստաժի մեկ տարվա արժեքը,

Գ-ն՝ կենսաթոշակառուի անձնական գործակիցը:

Ինչպես տեսնում ենք աշխատանքային կենսաթոշակի հաշվարկման բանաձևից, կենսաթոշակի աշխատանքային բաղադրամասն իրենից ներկայացնում է աշխատանքային ստաժի տարիների, աշխատանքային ստաժի մեկ տարվա արժեքի եւ կենսաթոշակառուի անձնական գործակցի արտադրյալը:

Ընդհանուր առմամբ, կուտակային կենսաթոշակային բաղադրիչի ֆինանսական ինստիտուտներն են՝ կենսաթոշակային ֆոնդերն ու դրանց կառավարիչները, պահառուները, այդ ֆոնդերի մասնակիցների ռեեստրը վարողը, հաշվի օպերատորներն և այլն:

⁸³ «Պետական կենսաթոշակների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքն ընդունված 22.12.2010



Գծապատկեր 2.2.1: ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի բաղադրիչները⁸⁴

Ինչպես արդեն նշել ենք, կենսաթոշակային ֆոնդն իրենից ներկայացնում է տվյալ ֆոնդի մասնակիցների կողմից կատարված կուտակային վճարների, վերջիններիս հաշվին ձեռք բերված ակտիվների և դրանց ներդրման արդյունքում ստացված եկամուտների ամբողջությունը, այսինքն՝ կենսաթոշակային ֆոնդն որոշակի կանոններով կառավարվող միջոցների ամբողջություն է: Յուրաքանչյուր կենսաթոշակային ֆոնդ առանձնանում է իր կանոններով, որոնք սահմանում են, թե տվյալ ֆոնդն ինչպես է կառավարվելու, ինչպիսի գործիքներում են ներդրվելու այդ ֆոնդի միջոցները, ֆոնդի ակտիվների գնահատման քաղաքականությունը, գանձվող վճարների տեսակները, չափերն ու այլ հիմնական պայմաններ: Կենսաթոշակային ֆոնդի կանոններն ենթակա են Կենտրոնական բանկի կողմից գրանցման և հրապարակման: Միաժամանակ եթե ֆոնդի կանոնների փոփոխությունը հակասում է օրենսդրությանը կամ չի բխում այդ ֆոնդի մասնակիցների շահերից, ապա Կենտրոնական բանկը կարող է մերժել ֆոնդի կանոնների փոփոխությունների գրանցումը:

Կենսաթոշակային ֆոնդը դրա մասնակիցների ընդհանուր բաժնային սեփականությունն է և չի կարող բռնագանձվել որևէ անձի պարտավորությունների դիմաց: Կառավարչի սնանկության կամ լուծարման պարագայում ֆոնդը չի վտանգվում, իսկ դրա կառավարումը փոխանցվում է այլ կառավարչի: Կենսաթոշակային ֆոնդում անձի

⁸⁴ Գծապատկերը պատրաստվել է ատենախոսի կողմից՝ հիմք ընդունելով «Պետական կենսաթոշակների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքն ընդունված 22.12.2010:

փայամասնակցության իրավունքը հավաստում է ֆոնդի փայը: Վերջինս իրենից ներկայացնում է ֆոնդի զուտ ակտիվների արժեքի և դրա մասնակիցների համար թողարկված փայերի ընդհանուր քանակի հարաբերակցությունը (մեկ փային բաժին ընկնող կենսաթոշակային ֆոնդի արժեքը), իսկ դրա արժեքը ֆոնդի կառավարչի կողմից հաշվարկվում և հրապարակվում է յուրաքանչյուր օր: Ֆոնդի կառավարումից ստացված եկամուտներից կամ ստացված վնասների արդյունքում աճում կամ նվազում է ֆոնդի արժեքը, որին համամասնորեն աճում կամ նվազում է նաև փայի արժեքը:

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչ է հանդիսանում Կենտրոնական բանկի կողմից լիցենզավորված կազմակերպությունը, որի միակ գործառույթն է կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարումը: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչները ստեղծում և իրականացնում են այդ ֆոնդերի ակտիվների կառավարումը (ներդրումը), ֆոնդի ակտիվների և փայի արժեքի որոշումը, հաշվապահական հաշվառման իրականացումն ու այլ գործառույթներ: Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչը դրա կառավարման համար իր կողմից կառավարվող ֆոնդի ակտիվներից ստանում է պարգևավճար, որի չափը պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման առումով սահմանվում է օրենքով, մասնավորապես՝ այն չի կարող գերազանցել պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների արժեքի 1.5 տոկոսը:

Կառավարչի նկատմամբ հսկողություն իրականացնելու նպատակով, որպեսզի ֆոնդի ակտիվները կառավարվեն և գնահատվեն ֆոնդի կանոններին ու օրենսդրության պահանջներին համապատասխան, անհրաժեշտ է կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվներն ի պահ տրվեն այդ ֆոնդի պահառուին, որը կառավարչից անկախ իրավանաբական անձ է:

Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա ԲԲԸ-ն իրականացնում է կուտակային բաղադրիչի մասնակիցների ռեեստրի վարումը, այդ թվում՝ մասնակիցների համար անհատական կենսաթոշակային հաշիվների բացում և վարում, որտեղ հաշվառվելու են մասնակիցներին պատկանող կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերը: Մասնակիցների ռեեստրը վարողի կողմից դրանց մատուցվող ծառայությունները միջնորդավորելու են հաշվի օպերատորները:

Բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի երկրորդ բաղադրիչն է կուտակային կենսաթոշակը, որի պարագայում անձն իր կյանքի ընթացքում անհատական

կուտակային հաշվում խնայում է որոշակի գումար և կենսաթոշակի անցնելուց հետո, բացի պետական կենսաթոշակից, որպես կուտակային կենսաթոշակ ստանում է նաև այդ միջոցները: Այս բաղադրիչի հիմնական մասնակիցներն են 1974 թվականի հունվարի 1-ին և դրանից հետո ծնված վարձու աշխատողները, նոտարներն ու անհատ ձեռնարկատերերը: Վերոնշյալ վարձու աշխատողների անհատական կենսաթոշակային հաշիվներում ամեն ամիս կուտակվում է իրենց աշխատավարձի 10 տոկոսի չափով գումար, որից 5 տոկոսը, որպես սոցիալական վճար, հաշվարկվում է վարձու աշխատողի դեռևս չհարկված աշխատավարձից, իսկ մյուս 5 տոկոսը, որպես լրացուցիչ հատկացում, փոխանցվում է պետական բյուջեից⁸⁵ և վերջնական արդյունքում միասին փայի տեսքով հաշվառվում են վերջինիս անհատական կենսաթոշակային հաշվում: Կենսաթոշակային հաշիվն անհատական հաշիվ է, որը տեղեկություններ է պարունակում կուտակային բաղադրիչի մասնակցի օգտին կատարված կուտակային վճարների, վերջինիս օգտին ձեռք բերված փայերի քանակի և դրանց արժեքի մասին: Հաշվում եղած միջոցները կարելի է տնօրինել կենսաթոշակային տարիքը լրանալուց հետո, իսկ վարձու աշխատողների կամ պայմանագրային եկամուտ ստացողների կուտակային վճարների հաշվարկման և փոխանցման պարտականությունը դրված է վերջիններիս գործատուի վրա: Անհրաժեշտ է նշել նաև այն, որ անհատ ձեռնարկատերերը կամ նոտարներն ինքնուրույն են իրականացնում կուտակային վճարների հաշվարկումն ու փոխանցումը:

Կուտակային բաղադրիչի մասնակիցն իր կուտակային կենսաթոշակը կարող է ստանալ կենսաթոշակային տարիքը լրանալուց հետո⁸⁶: Եթե մասնակիցը ցանկանում է նախքան կենսաթոշակային տարիքը լրանալն ամբողջությամբ ստանալ իր միջոցները, ապա նա պետք է կամ լինի անբուժելի հիվանդ, կամ ճանաչվի աշխատանքային գործունեությամբ զբաղվելու կարողության երրորդ աստիճանի սահմանափակում ունեցող հաշմանդամ, կամ լինի օտարերկրյա քաղաքացի և մեկնի մշտական բնակության վայր (այս դեպքում մասնակցի հաշվում կուտակված ողջ գումարը փոխանցվում է տվյալ երկրում նրա համար բացված անհատական կենսաթոշակային հաշվին⁸⁷): Մասնակիցն էլ իր

⁸⁵ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

⁸⁶ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

⁸⁷ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

կուտակային կենսաթոշակը կարող է ստանալ որպես միանվագ վճար, անուիտետ և ծրագրային վճար:

Միանվագ վճարի դեպքում կուտակային բաղադրիչի մասնակցին վճարում են իր կուտակած միջոցներն ամբողջությամբ և միանվագ (63 տարեկանում), իսկ պետական կենսաթոշակը նա շարունակում է ստանալ ցմահ: Միանվագ վճարման դեպքում պարտադիր բաղադրիչի մասնակցի կենսաթոշակային հաշվում առկա բոլոր փայերը մարվում են, իսկ մարման արդյունքում ստացված գումարը վճարվում է անձին: Սրա հիմնական թերություններից է համարվում այն հանգամանքը, որ միայն մեկ անգամ է վճարվում և անձի համար չի ապահովում պարբերական կենսաթոշակային եկամուտ:

Վերոնշյալներին համահունչ կարևորվում է անուիտետը, որն ապահովագրական ընկերության կողմից անձին վճարվող պարբերական կենսաթոշակն է: Անուիտետի դեպքում մասնակցի կուտակած միջոցները փոխանցվում են ապահովագրական ընկերությանը, որը նրան ցմահ վճարում է ամրագրված գումարը՝ անգամ վերջինիս կուտակած գումարի սպառումից հետո: Ի տարբերություն ծրագրային վճարի, անուիտետի դեպքում ապահովագրական ընկերությունն է կրում կենսաթոշակը ստացողի երկարակեցության ռիսկը⁸⁸:

ՀՀ օրենսդրությամբ նախատեսվում է երկու տեսակի անուիտետ⁸⁹.

- 5 կամ 10 տարի երաշխավորված ժամկետով անուիտետ, որի դեպքում, եթե անուիտետ ստացող անձի մահը նախորդում է պայմանագրով նախատեսված երաշխավորված ժամկետի լրանալուն, ապա նրա ժառանգները ստանում են իրավունք՝ ստանալու անուիտետի մնացորդային գումարը:
- ամուսինների անուիտետ՝ 5 կամ 10 տարի երաշխավորված ժամկետով: Սրա դեպքում անուիտետը վճարվում է այն անձին, որի օգտին կնքվել է անուիտետի պայմանագիրը: Անձի մահվանից հետո, անուիտետի պայմանագրում նախատեսված գումարի չափով, անուիտետը շարունակվում է վճարվել վերջինիս ողջ մնացած ամուսնուն: Մինչև երաշխավորված ժամկետի լրանալն ամուսիններից

⁸⁸ Տես ավելին՝ «Ֆինանսական գիտելիքը կուտակային կենսաթոշակային համակարգում», ԱՄՆ ՄԶԳ Կենսաթոշակների և Աշխատաշուկայի Բարեփոխումների Ծրագիր, http://www.epension.am/_vfs/116

⁸⁹ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

երկուսի մահվան պարագայում նրանց ժառանգները ստանում են չվճարված գումարի անուիտետի պայմանագրով սահմանված մասը:

Ծրագրային վճարն իրենից ներկայացնում է մասնակցի կենսաթոշակային տարիքը լրանալուց հետո նրա հաշվում առկա կենսաթոշակային ֆոնդերի փայերի մասնակի մարումների հաշվին ամսական կտրվածքով վճարվող կենսաթոշակ⁹⁰: Անձի կուտակված միջոցները շարունակում են ներդրված մնալ կենսաթոշակային ֆոնդում, սակայն յուրաքանչյուր ամիս մասնակցի հաշվում առկա փայերի որոշակի մասը մարվում է և վերջինս ստանում է մարման արդյունքում ստացված գումարը: Ծրագրային վճարի դեպքում մասնակցի կուտակված միջոցները բաժանվում են կյանքի սպասվող միջին տևողության տարիների ամիսներին և վճարվում է այդ ամբողջ ընթացքում յուրաքանչյուր ամիս հավասար մասնաբաժիններով, պետական կենսաթոշակի հետ միասին: Կուտակային միջոցների սպառվելուց հետո, քաղաքացին շարունակում է ստանալ միայն պետական կենսաթոշակը⁹¹: Հայաստանի Հանրապետությունում կյանքի սպասվող տևողությունն ամբողջ բնակչության համար կազմում է 75 տարի, տղամարդկանց համար՝ 71.8, իսկ կանանց դեպքում՝ 78.1 տարի⁹²: Ծրագրային վճարի հիմնական առավելությունը միանվագ վճարի նկատմամբ այն է, որ այն մասնակցին ապահովում է պարբերական եկամուտ՝ կենսաթոշակի տեսքով: Իսկ հիմնական թերությունն այն է, որ մասնակիցն ինքն է կրում իր երակարակեցության ռիսկը, այսինքն՝ եթե անձն ապրի ավելի երկար, քան կյանքի սպասվող միջին տևողությունն է, ապա այդ շեմից հետո նա այլևս ծրագրային վճար չի ստանա: Սակայն, եթե անձը մահանա մինչև սահմանված կյանքի սպասվող միջին տևողությունը, ապա նրա կենսաթոշակային հաշվում առկա դեռևս չմարված փայերը կփոխանցվեն նրա ժառանգներին: Միաժամանակ այն, թե կենսաթոշակային սխեմայի անդամն ինչպես կստանա իր կենսաթոշակը, կախված է վերջինիս կուտակված գումարի չափից, 63 տարեկանից հետո կյանքի սպասվող միջին տևողությունից և հիմնական կենսաթոշակի չափից: Այսպես, կուտակված գումարը հավասարաչափ բաշխվում է 63 տարեկանից հետո՝ ըստ կյանքի սպասվող միջին տևողության ամիսների: Այնուհետև կատարվում է ստացված գումարի մեծության և հիմնական կենսաթոշակի չափի

⁹⁰ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

⁹¹ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

⁹² Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք: Հայաստանի հանրապետության ազգային վիճակագրական ծառայություն: Երևան, 2015: Էջ 24:

համեմատություն: Արդյունքում, եթե մասնակցի կենսաթոշակային հաշվում առկա փայերի արժեքը հավասարաչափ ամսական վճարների վերաձեւուց հետո մնում է ամսական գումարը⁹³

1. եթե այն չի գերազանցում հիմնական կենսաթոշակի 75 տոկոսը, ապա մասնակիցն իրավունք ունի պարտադիր կուտակային կենսաթոշակը ստանալու միանվագ վճարի կամ ծրագրային վճարների ձևով,
2. եթե մեծ է հիմնական կենսաթոշակի 75 տոկոսից, բայց փոքր դրա հնգապատիկից, ապա մասնակիցը պարտավոր է իր պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի փայերի մարման արդյունքում ստացված գումարի չափով կնքել անուիտետի պայմանագիր,
3. եթե գերազանցում է հիմնական կենսաթոշակի հնգապատիկը, ապա մասնակիցը պարտավոր է իր պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի փայերի մի մասի մարման արդյունքում ստացված գումարի չափով կնքել հիմնական կենսաթոշակի հնգապատիկն ապահովող անուիտետի պայմանագիր, իսկ մնացած մասը մասնակիցն իրավունք ունի ստանալու ծրագրային վճարների կամ միանվագ վճարի ձևով:

ՀՀ բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի երրորդ բաղադրիչը կամավոր կենսաթոշակն է, որին կարող են մասնակցել բոլոր այն քաղաքացիները, ովքեր պատրաստ են կատարել կամավոր կուտակային վճարումներ, որը նրանց թույլ կտա, պետական և կուտակային կենսաթոշակներից բացի, ստանալ լրացուցիչ կենսաթոշակ⁹⁴: Միայն պետության կողմից արտոնագրված ֆինանսական հաստատությունները կարող են առաջարկել կամավոր կուտակային կենսաթոշակային սխեմաներ:

Կամավոր կենսաթոշակային կուտակումները կարող են իրականացվել հետևյալ երեք տիպի հաստատությունների միջոցով՝ կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդեր, բանկեր և ապահովագրական ընկերություններ:

Անձը կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդից կենսաթոշակը կարող է ստանալ կամ ծրագրային վճարների կամ միանվագ վճարի ձևով: Կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդի մասնակիցը կարող է նաև կենսաթոշակային տարիքը լրանալուց հետո ֆոնդում կուտակած

⁹³ «Ֆինանսական գիտելիքը կուտակային կենսաթոշակային համակարգում», ԱՄՆ ՄԶԳ Կենսաթոշակների և Աշխատաշուկայի Բարեփոխումների Ծրագիր, էջ 37, http://www.epension.am/_vfs/116

⁹⁴ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

իր միջոցները փոխանցել ապահովագրական ընկերությանը՝ իր կամավոր կուտակային կենսաթոշակն անուիտետի ձևով ստանալու համար:

Բանկը, պայմանագրով նախատեսված ժամանակահատվածի համար, կամավոր կուտակային կենսաթոշակը կարող է վճարել ինչպես միանվագ վճարի, այնպես էլ պարբերական վճարների տեսքով: Բացի այդ, ինչպես կամավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի պարագայում, անձն իրավունք ունի կենսաթոշակային տարիքը լրանալուց հետո կենսաթոշակային ավանդի գումարը կամ դրա մի մասը փոխանցել ապահովագրական ընկերությանը՝ իր կամավոր կենսաթոշակն անուիտետի ձևով ստանալու համար:

Ապահովագրական ընկերությունը կարող է կամավոր կենսաթոշակը վճարել և՛ միանվագ վճարի, և՛ ցմահ կամ ժամկետային անուիտետի ձևով:

Հարկ է նշել, որ ի տարբերություն պարտադիր կենսաթոշակների, կամավորի պարագայում մասնակիցն է ընտրում դրա ստացման ձևը, և այն կախված չէ ստացվելիք կենսաթոշակի և կուտակումների չափից: Ցանկացած կամավոր կենսաթոշակային պլանի դեպքում անձն իրավունք ունի կենսաթոշակային տարիքը լրանալուց հետո միանվագ վճարի տեսքով ամբողջությամբ կամ մասամբ ստանալ իր կողմից կուտակած միջոցները:

Ուշադրությանն արժանի ևս մեկ կարևոր հանգամանք է այն, որ ի տարբերություն պարտադիր կուտակային կենսաթոշակների, կամավորի դեպքում կուտակային կենսաթոշակները հարկվում են եկամտային հարկով: Վերջինս պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ կամավոր կուտակային վճարները նվազեցվում են անձի հարկվող եկամտից, այլ կերպ ասած՝ կամավոր կենսաթոշակային խնայողությունների դեպքում տեղի է ունենում հարկի հետաձգում: Այսինքն կամավոր կուտակային վճարներ կատարելու ժամանակ անձը չի հարկվում իր եկամտից, սակայն հարկվում է կամավոր կուտակային կենսաթոշակի ստացման ժամանակ: Ընդ որում, կախված կենսաթոշակի ստացման ձևից, հարկի դրույքաչափերը տարբեր են: Այսպես, կենսաթոշակը միանվագ վճարի ձևով ստանալու պարագայում անձը հարկվում է տվյալ պահին գործող եկամտային հարկի դրույքաչափով, իսկ մնացած դեպքերում՝ 10 տոկոս դրույքաչափով⁹⁵: Վերջինիս նպատակն

⁹⁵ Ֆինանսական գիտելիքը կուտակային կենսաթոշակային համակարգում, ԱՄՆ ՄՁԳ Կենսաթոշակների և Աշխատաշուկայի Բարեփոխումների Ծրագիր, էջ 38, http://www.epension.am/_vfs/116

է կենսաթոշակների ստացման այնպիսի ձևերի խրախուսումը, որոնք անձին ապահովում են կենսաթոշակային եկամուտներով երկար ժամանակահատվածի համար:

Մյուս կողմից, պարտադիր կուտակային վճարները հարկվում են՝ չեն նվազեցվում հարկվող եկամտից, սակայն, ի տարբերություն կամավոր կուտակային կենսաթոշակների, պարտադիր դեպքում դրանք հարկման ենթակա չեն: Կուտակային վճարների ներդրումից ստացվող եկամուտները չեն հարկվում ոչ կամավոր, ոչ էլ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի դեպքում:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի պարագայում ֆոնդի մասնակիցն է կրում ներդրումային ռիսկը, այսինքն՝ մասնակցի կենսաթոշակային խնայողությունների արժեքը, կախված կենսաթոշակային ֆոնդի ներդրումների եկամտաբերությունից, կարող է աճել կամ նվազել: Անկախ այդ ռիսկը նվազեցնող մեխանիզմների առկայությունից (պորտֆելի բազմատեսականացման խիստ պահանջներ, պահառուի կողմից հսկողություն, Կենտրոնական բանկի կողմից ամենօրյա վերահսկողություն և այլն), միշտ էլ առկա է որոշակի հավանականություն, որ անձը կենսաթոշակային տարիքում կարող է ստանալ իր կուտակածից ավելի քիչ:

Այսպիսի դեպքերի համար «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենքը նախատեսում է ուղղակի երաշխիք, ըստ որի մասնակցի կողմից կատարված պարտադիր կուտակային վճարների վերադարձը (տարեկան գնաճով ճշգրտված ամբողջ գումարը) երաշխավորվում է: Ընդ որում, երաշխավորվում է կուտակային վճարների՝ գնաճով ինդեքսավորված մեծությունը⁹⁶:

Պարտադիր կուտակային վճարների հատուցման դեպք է համարվում այն իրավիճակը, երբ պարտադիր կուտակային կենսաթոշակ ստանալու համար դիմելիս պարզվում է, որ մասնակցի կողմից կատարված պարտադիր կուտակային վճարների՝ գնաճով ինդեքսավորված մեծությունը գերազանցում է կենսաթոշակային հաշվում առկա պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի փայերի արժեքների գումարին: Վերոնշյալ տարբերությունն էլ իրենից ներկայացնում է հատուցման չափը:

⁹⁶ Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:

2.3 Կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության կարգավորման անհրաժեշտությունը

Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ կենսաթոշակային ֆոնդերը մեծ դեր են խաղում ինչպես ազգային, այնպես էլ միջազգային շուկաներում, նրանցից շատ բան է ակնկալվում⁹⁷: Նախորդ ֆինանսական ճգնաժամներից հետո ոլորտի հետազոտողներն ու քաղաքականություն մշակողները բարձրաձայնում են կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների հմտությունների և մասնագիտական կարողությունների թերի լինելու հիմնախնդիրների մասին: Կա տեսակետ, որ ինստիտուցիոնալ ներդրողների «հոտային» պահվածքը, որն ուղեկցվում է կենսաթոշակային ֆոնդերի հարաբերական կատարողականը չափող ուղենիշների օգտագործմամբ, իրենց ներդրումն ունեցան ֆինանսական շուկաներում սպեկուլյատիվ փուչիկների առաջացման հարցում⁹⁸:

Պատասխանատու լինելով շահառուների բարեկեցության համար՝ կենսաթոշակային ֆոնդերն ունեն բազմաթիվ գործառույթներ ու խնդիրներ: Հետևաբար նրանց կարգավորումն ու կառավարումը հասարակական մտահոգության հարցեր են, որոնք ուղղակիորեն ազդում են ոչ միայն շահառուների շահերի, այլ նաև վերջին հաշվով ֆինանսական շուկաների կատարողականի վրա:

Միևնույն ժամանակ դժվար է ասել, թե կենսաթոշակային ֆոնդերը թափանցիկ գործող կազմակերպություններ են, որոնք կառավարվում են առանց սխալների: Իրականում, միշտ էլ առկա են տեղեկատվության ոչ սիմետրիկության համակարգային խնդիրներ, որոնց արդյունքում նվազում է կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման արդյունավետությունը: Կրկին, ըստ Կլարկի, կենսաթոշակային ֆոնդի հոգաբարձուների մտադրությունները դժվար է դիտարկել, պլանի կառավարիչների և ծառայություն մատուցողների շահերն ոչ միշտ են տեսանելի, իսկ ինստիտուցիոնալ ձախողման գծով ձախսերը շատ հաճախ կրում են նրանք, ովքեր հակառակ դեպքում պետք է եկամուտներ ստանային կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների կայացրած որոշումներից: Այս

⁹⁷ Hebb, Tessa. 2006. "The Economic Inefficiency of Secrecy: Pension Fund Investors' Corporate Transparency Concerns." *Journal of Business Ethics* 63 (4): 385–405.

⁹⁸ Clark, Gordon L. 2004. "Pension Fund Governance: Expertise and Organizational Form." *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 233–53.

առումով, կենսաթոշակային ֆոնդերին ևս հատուկ է այլ կազմակերպություններին բնորոշ խնդիրները՝ կապված կառավարման և կարգավորումների թերությունների հետ:

Ֆինանսական ոլորտի վերահսկողությունը չի կարող պատշաճ կերպով իրականացվել, եթե բացակայում է արդյունավետ կորպորատիվ կառավարումը, քանի որ առողջ կորպորատիվ կառավարումը զգալիորեն հեշտացնում է ֆինանսական ոլորտը վերահսկողների աշխատանքը: Ոչ թափանցիկ կառուցվածքը, ոչ հստակ հաշվետվողականությունն ու ոչ բավարար ներքին հսկողությունը ստիպում են վերահսկող մարմինն շատ ավելի ռեսուրս օգտագործել, քան այն դեպքում երբ վերջիններս գործ ունեն կառավարման բարձր չափանիշներ (ստանդարտներ) կիրառող հաստատությունների հետ⁹⁹:

Մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարչական գործունեությունը ֆոնդին մասնակիցների կողմից չեն կարող լինել արդյունավետորեն վերահսկելի, քանի որ այդ ֆոնդի սեփականությունն ընդհանուր առմամբ լայնորեն ցրված է: Հատկապես, առավել խոշոր ֆոնդերը, ինչպիսիք են, օրինակ, բանկերի և ապահովագրական ընկերությունների կողմից կառավարվող ֆոնդերը, առանց վերահսկողության գործելու ավելի մեծ հակվածություն ունեն: Ի հավելումն դրա նշենք, որ երբ աուսորսինգ ընկերությունը պատկանում է հենց նույն կորպորատիվ խմբին, չափազանց դժվար է դառնում կենսաթոշակային ֆոնդի անձնակազմի անդամներին խթանել կրճատելու փոխկապակցված ընկերություններին տրվող միջնորդավճարները: Հետևաբար տվյալ ֆոնդի ակտիվները կարող են օգտագործվել աուսորս եղած ծառայությունների միջնորդավճարները վճարելու և նախնական ներդրումները փոխհատուցելու նպատակով այնքան ժամանակ, քանի դեռ կառավարությունը կամ վերահսկող մարմինն այն չի համարի հիմնախնդիր կամ կենսաթոշակային ֆոնդի անդամները բոլորը միասին դուրս չեն գա համակարգից¹⁰⁰:

Այսպիսով, ամփոփելով կարող ենք նշել, որ կենսաթոշակային համակարգի արդյունավետ վերահսկողությունն անհրաժեշտ է ապահովելու համար այդ ֆոնդերի մասնակիցների շահերի պաշտպանությունը, ինչը պետք է իրականացվի ցանկացած

⁹⁹ Bank of France, Corporate Governance at Credit Institutions and Investment Firms (2005).

¹⁰⁰ IWASAKI, I., and K. SATO. 2005. "Private Pension Funds In Hungary: Politics, Institutions, and Performance." *Acta Oeconomica* 55 (3): 287–315.

դեպքում, երբ ֆինանսական ծառայություն է մատուցվում ոչ պրոֆեսիոնալ մարդկանց: Քանի որ կենսաթոշակային պրոդուկտները շատ առանձնահատուկ են, իրենց հետ կապված ռիսկերն էլ բավական խնդրահարույց են: Կենսաթոշակների առանձնահատկություններն են.

- կնքվող պայմանագրի երկարաժամկետ բնույթը,
- բնակչության լայն սոցիալական և տնտեսական խավերի ներգրավումը միևնույն համակարգ,
- կենսաթոշակային ֆոնդերի անդամների և շահառուների՝ ռիսկի ցածր հանդուրժողականությունը,
- առաջարկվող ծառայությունների և ֆինանսական պրոդուկտների բարդությունը,
- վերջիններիս հնարավոր ազդեցությունը ֆինանսական շուկաների և տնտեսական կայունության վրա,
- նրանց սոցիալական, ինչպես նաև ֆինանսական դերը:

Հաշվի առնելով ուղղակի հաշվետվողականության բացակայությունը՝ զարմանալի չէ, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի խնդիրների ու գործառույթների կարգավորումը կարևոր հիմնահարց է: Բացի կենսաթոշակային ֆոնդերի «արտաքին կարգավորումից» (բարոյական հրամայականներ, օրենսդրություն և շուկայական մեխանիզմներ), գոյություն ունի կարգավորման մեկ այլ մոտեցում, որը կենտրոնացած է ներքին կառավարման ընթացակարգերի ու ֆոնդի հոգաբարձուների որոշումների կայացման գործընթացների բնույթի և որակի վրա, որտեղ նախևառաջ կարևորվում են վարվեցողության կանոնները: Տարբեր երկրների կառավարությունները ձգտում են ամրապնդել կորպորատիվ վարվեցողության կանոնները՝ հատկապես հաշվի առնելով նախկինում դիտված հաշվապահական ու ֆինանսական տարաձայնությունների փորձն ԱՄՆ-ում և Եվրոպայում¹⁰¹:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեությունը կարգավորող կանոնակարգերի գլխավոր առանձնահատկություններից մեկն էլ այն է, որ դրանք ներառում են սոցիալական քաղաքականության այնպիսի նպատակներ, որոնք բարձր են գնահատվում որոշ երկրների կառավարությունների և շահագրգիռ խմբերի կողմից: Թեև աշխատանքային

¹⁰¹ Clark, Gordon L. 2004. "Pension Fund Governance: Expertise and Organizational Form." *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 233–53.

կենսաթոշակների ոլորտը շատ հաճախ նմանեցվում է ֆինանսական ծառայությունների քաղաքականության այլ ոլորտներին, այնուհանդերձ այն էականորեն տարբերվում է, օրինակ, արժեթղթերի և բանկային գործունեության ոլորտներից: Կենսաթոշակային կանոնակարգերի շատ կողմեր այլ ֆինանսական ծառայությունների կանոնակարգերի նման կրում են տեխնիկական բնույթ: Դրանք կարգավորում են կենսաթոշակային պլանի վերահսկողության հարցերը, ինչպես օրինակ գրանցման և տեղեկատվական պահանջները, և ֆինանսավորման ու ներդրման կանոնների վերաբերյալ հարցերը՝ ներառյալ ակտիվների ու պասիվների սահմանումն ու հաշվարկը, ֆինանսավորման համար պահանջվող մակարդակն ու դիվերսիֆիկացիայի վերաբերյալ կանոնները: Ֆինանսների տեսությունը կարևորում է ակտիվների մի քանի տարբեր դասերում դրանց լավ դիվերսիֆիկացված պորտֆելի ձևավորումը, ինչը կատարված վճարումների դիմաց ստացվող եկամուտների ու ռիսկի միջև ապահովում է օպտիմալ հարաբերակցություն: Ակտիվների ողջամիտ կառավարման հիմնարար սկզբունքն ակտիվների դիվերսիֆիկացված պորտֆելն է և հենց այդպիսի պորտֆելն է, որն առավելապես կօգնի ներդրողներին ստանալու ռիսկի և եկամտաբերության լավագույն հարաբերակցությունը¹⁰²: Սակայն ըստ այլ տեսակետների, հատկապես սոցիալական պաշտպանության հարցերը, աշխատանքային կենսաթոշակային կանոնակարգերը դարձնում են որոշակի: Դրանք արտացոլում են աշխատանքային կենսաթոշակների բնույթի, պետության պարտականությունների և կարգավորման դերի վերաբերյալ ընտրությունները: Օրինակ Եվրամիության անդամ որոշ երկրներում աշխատանքային կենսաթոշակային պլանները մոդելավորվում են պետական կենսաթոշակային ծրագրերից հետո, որոնք նախքան կամ նույնիսկ տվյալ անձի մահվանից հետո երաշխավորում են եկամտի և այլ օգուտների սահմանված մակարդակ և կարգավորվում են որպես ապահովագրության ձև: Աշխատանքային կենսաթոշակների այս ձևը հակադրության մեջ է մեկ այլ ձևի հետ, որը սահմանում է ավելի քիչ սահմանափակումներ և զուրկ է այնպիսի պահանջներից, ինչպիսիք են օրինակ կենսաթոշակային եկամուտների փոխարկումն անուիտետի և կենսաթոշակային պլանի անդամի մահից հետո կենսաթոշակային եկամուտների փոխանցումը ժառանգներին: Աշխատանքային այս կենսաթոշակները կարգավորվում են

¹⁰² Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. "Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies." *Economic and Political Weekly* 38 (8): 706–17.

որպես ֆինանսական պրոդուկտների յուրահատուկ ձև և ոչ թե որպես ապահովագրության ձև, ինչը հաճախ հանգեցնում է կարգավորման ու վերահսկողության ցածր մակարդակի¹⁰³:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման օպտիմալ կառուցվածք է դիտարկվում այն ձևը, որը փորձում է ֆոնդերի կառավարիչների մոտիվները կապել այդ ֆոնդերի նպատակների հետ: Արժեթղթերի ոլորտի մասնագետների կատարողականի բարձր ցուցանիշներ արձանագրվել են շուկայական մրցակցային կառույցներում, որտեղ հաճախորդները կարող են մեկ ծառայություն մատուցողից ազատորեն անցնել մեկ ուրիշին՝ կրելով հնարավորինս նվազագույն գործարքային ծախսեր: Չիլիի կենսաթոշակային համակարգի դեպքում գործում էր հենց այդպիսի շուկայական կառուցվածք կենսաթոշակային ֆոնդի բազմաթիվ կառավարիչներով, որոնք պետք է լիազորված լինեին Չիլիի կենսաթոշակային վերահսկողական մարմնի կողմից: Վերահսկող մարմինը կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման համար սահմանում է նաև թափանցիկության ապահովման նորմեր, որոնց կատարմանը պարտավոր են հետևել¹⁰⁴:

Ահա այն սկզբունքները, որոնց հիման վրա կարող է կառուցվել կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների կարգավորման գործընթացը՝

- սահմանել ներդրումների իրականացման սկզբունքներն ու նպատակները,
- սահմանել այն գործընթացները, որոնց միջոցով ներդրումներ պետք է իրականացվեն և վերահսկվեն,
- ներդրումների պորտֆելի լիարժեք բացահայտման լիազորություն:
- Քանի որ կառավարությունն իր դերն ունի այս սխեմաների կարգավորման ու վերահսկողության գործընթացներում, պետք է հատուկ ուշադրություն դարձնել այն դիսկերին, որոնց ենթարկվում են ներդրողները կենսաթոշակային ֆոնդերում ներդրումներ իրականացնելիս: Ներդրողներին պետք է ներկայացնել հստակ տեղեկատվություն այն մասին, որ ՀՀ կառավարությունը չի երաշխավորում ֆինանսական եկամուտներ

¹⁰³ Hering, Martin, and Michael Kpessa. 2008. "The Integration of Occupational Pension Policies: Lessons for Canada." Canadian Public Policy / Analyse de Politiques 34 (November): 137–53.

¹⁰⁴ Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. "Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies." Economic and Political Weekly 38 (8): 706–17.

կենսաթոշակային ֆոնդերին՝ հեռացնելով այն հնարավոր տեսակետը, թե վերահսկվող ոլորտն երաշխավորված է այդ կառավարության կողմից:

- Շատ կարևոր է ՀՀ կառավարության և կենսաթոշակային ֆոնդերի միջև ձևավորել որոշակի պատնեշ՝ երաշխավորելու համար, որպեսզի կառավարության մոտ գայթակղություն չառաջանա չարաշահելու այդ ֆոնդերը ճգնաժամերի ժամանակ կամ անհրաժեշտության դեպքում:

Առկա են վերը նշված համակարգն իրականացնելու երկու ուղի: Առաջին մոտեցման դեպքում անհրաժեշտ է ձևավորել անկախ հաստատություն, որը հանդես կգա որպես կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության կարգավորող և օժտված կլինի խախտումներ հայտնաբերելու դեպքում արագորեն միջոցառումներ ձեռնարկելու կարողությամբ: Դա կարող է ներառել հատուկ դատարանների ստեղծումը դիտարկելու այնպիսի դեպքեր, որոնք վերաբերում են կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների և/կամ կառավարման գործընթացները կանոնակարգող հիմնահարցերին: Երկրորդ մոտեցում՝ ստեղծել կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման այնպիսի համակարգ, որը թույլ կտա ապահովել լիարժեք թափանցիկություն, իսկ թերացումներով դրվագների մեծամասնության համար հոգ կտանեն մրցակցային ուժերը:

Զարգացող երկրների կենսաթոշակային և կորպորատիվ կառավարման բարեփոխումների վերլուծության մեջ հետաքրքիր հանգամանքներ է բացահայտում վերլուծաբան Կատալանը: Նա նկատում է, որ լատինամերիկյան բոլոր կենսաթոշակային բարեփոխումներին հաջորդել են ներդրողների շահերը պաշտպանող իրավական բարեփոխումները, և ըստ որի կենսաթոշակային ֆոնդերին թույլատրվել է ներդրումներ կատարել հիմնականում միայն հայրենական արժեթղթերում և այդ ֆոնդերի նկատմամբ կիրառել հատուկ վերահսկողություն: Միջազգային դիվերսիֆիկացիայի նկատմամբ առաջ քաշված սահմանափակումները շփոթության մեջ են գցում, քանի որ տարբեր երկրների կառավարությունները գործնականում հստակորեն կամ այլ կերպ ապահովում են բնակչության կենսաթոշակային եկամուտները: Ուստի ելնելով տարբեր երկրների կառավարությունների շահերից, այն պետք է բխի կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների դիվերսիֆիկացմանը՝ խթանելով հնարավորինս մեծ թվով և բազմազան արժեթղթերում ներդրումների իրականացումը: Այս խառնաշփոթ իրավիճակի բացատրությունն այն է, որ

պորտֆելի սահմանափակումները միտված են հայրենական ընկերությունների համար մատչելի ֆինանսավորման աղբյուրներ ստեղծելուն, ինչը բացատրում է, թե ինչու են ազդեցիկ ֆինանսական պաշտոնատար անձինք (հենց նույն ընկերությունների սեփականատերերը) համաձայնում ընդունել ներդրողների շահերը պաշտպանող իրավական բարեփոխումներ¹⁰⁵:

Եթե պարտադիր կենսաթոշակային խնայողությունների ծրագրերի կարևորագույն նպատակներից մեկը ծերության ժամանակ աղքատության մեղմացումն է, ապա ներդրումային սահմանափակումներն այս նպատակի ձեռքբերման համար բացասական ազդեցություն կունենան: Ներդրումային սահմանափակումների արդյունքում ճգնաժամը, որ ամենայն հավանականությամբ կառաջանա, կարտահայտվի խնայողությունների ավելի փոքր ծավալի տեսքով, քան այլապես հնարավոր էր ձեռք բերել բարելավված ներդրումային քաղաքականության պարագայում¹⁰⁶: Բացի այդ, կենսաթոշակային ֆոնդերի առջև սահմանված նպատակներին հասնելը պահանջում է որոշակի կազմակերպական կառուցվածք, որտեղ մասշտաբը կրիտիկական տարր է: Առանց նշանակալի մասշտաբի կենսաթոշակային կազմակերպություններն ոչ կարող են հասնել միավոր ցածր ծախսերի պայմաններում գործելու համար պահանջվող տնտեսման, ոչ էլ իրենց թույլ տալ վարձելու փորձագետներ, որոնք վստահելի կառավարման սկզբունքների ու գործելակերպի հիման վրա կկառավարեն կենսաթոշակային քիզնեսը¹⁰⁷: Միաժամանակ ըստ ուսումնասիրությունների, որոնք վերաբերում են կենսաթոշակային բարեփոխումների և կապիտալի շուկաների զարգացմանը՝ ներկայացվում է, որ կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչները բաժնետիրական ընկերությունների դիտորդներն են և գործում են կենսաթոշակառուների շահերից ելնելով: Սակայն այնուամենայնիվ, հարց է առաջանում՝ իսկ ո՞վ է հետևում դիտորդներին, որը պետք է իրականացնի կենսաթոշակային ֆոնդերի կորպորատիվ կառավարման հանգամանալից վերլուծություն՝ պարզելու համար թե արդյոք դրանք գործնականում ներկայացնում են կենսաթոշակառուների շահերը¹⁰⁸:

¹⁰⁵ Catalán, Mario. 2004. "Pension Funds and Corporate Governance in Developing Countries: What Do We Know and What Do We Need to Know?" *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 197–232.

¹⁰⁶ Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. "Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies." *Economic and Political Weekly* 38 (8): 706–17.

¹⁰⁷ Ambachtsheer, Keith. 2007. "Why We Need a Pension Revolution." *Financial Analysts Journal* 63 (1): 21–25.

¹⁰⁸ Catalán, Mario. 2004. "Pension Funds and Corporate Governance in Developing Countries: What Do We Know and What Do We Need to Know?" *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 197–232.

Ընդհանուր առմամբ օտարերկրյա թողարկողների արժեթղթերում ներդրումներ կատարելու սահմանափակումներ կիրառել են հիմնականում կենսաթոշակային բարեփոխումներ իրականացրած բոլոր երկրներում՝ օգտագործելով այն փաստարկը, որ պետական պարտատոմսերը համարվում են ներդրումների իրականացման ապահով գործիքներ և դրանց համահունչ կատարված վճարումների դիմաց էլ կապահովվեն առանց ռիսկի եկամուտներ: Մինչդեռ ակնհայտորեն գոյություն ունի այս փաստարկին հարող որոշակի հիմք, սակայն սխալ կլինի պնդել, որ պետական պարտատոմսերը կենսաթոշակային ներդրումների համատեքստում զուրկ են ռիսկերից: Քանի որ ռիսկայնության ցածր մակարդակը հաճախ ենթադրում է եկամտի ցածր մակարդակ, իսկ երկարաժամկետ ներդրումների հորիզոնում (օրինակ կենսաթոշակային ներդրումների) ցածր եկամուտները ներդրողներին ենթարկում են այն ռիսկին, որ ըստ այդմ աշխատանքային գործունեության վերջում չեն ունենա համապատասխան խնայողություններ, որոնցով կկարողանան ֆինանսավորել իրենց ծերությունը: Պարտատոմսերը նույնպես ենթարկվում են գնաճի, տոկոսադրույքների փոփոխության և կառավարության վարկունակության վատթարացման ռիսկերին¹⁰⁹: Ուստի ֆինանսների տեսությունը պնդում է՝ թեև պետական պարտատոմսերը կարող են կազմել ներդրումային պորտֆելի մի մասը, սակայն դժվար կլինի հիմնավորել այդ պորտֆելն որպես միայն պետական պարտատոմսերից կազմված լինելու հանգամանքը:

Պատմությունը վկայում է, որ աշխարհում տարբեր կառավարություններ ունեցել են վարկունակության վատթարացման իրավիճակներ: Սակայն կենտրոնական կառավարությունները կարող են և արդեն կատարել են երկարաժամկետ խնայողությունների արժեզրկում՝ ուղղակի դեֆոլտի կամ գնաճի միջոցով, ինչը նվազեցնում է խնայողությունների իրական արժեքը: Ֆինանսապես անկայուն կառավարություններն երկարաժամկետ ներդրողների համար առաջ են քաշում վարկային ռիսկեր, որոնք կարևորվում են այդ գործընթացների իրականացման ժամանակ, իսկ խելամիտ ներդրումային քաղաքականության դեպքում անհրաժեշտ է բազմատեսականացնել վարկային ռիսկի աղբյուրները:

¹⁰⁹ Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. "Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies." *Economic and Political Weekly* 38 (8): 706–17.

Հաշվի առնելով կենսաթոշակային ֆոնդերի որոշումների կայացման գործընթացի կարևորությունը՝ այս ոլորտը կարգավորող կանոններն ու ընթացակարգերը պետք է հստակորեն սահմանված լինեն¹¹⁰: Վերջիններիս առաքելությունները, վարքագծի կանոններն ու կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների հաշվետվողականությունը բարձրացնելու մեխանիզմները կարող են օգնել ստեղծելու երկխոսություն և փոխըմբռնում՝ այդ ֆոնդի անդամների (ակտիվ և կենսաթոշակի անցած աշխատողները), հովանավորների (գործատուները) և կառավարիչների (կենսաթոշակային ֆոնդերը կառավարող մասնավոր ընկերությունները) միջև և ապահովելու ֆոնդի անդամների շահերի ավելի լավ պաշտպանություն: Կառավարությունները պետք է ուշադրություն դարձնեն բարձր վճարներին ու ծախսերին, որոնք որոշ երկրներում կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից գանձվում են անդամներից: Գոյություն ունեն այս խնդրի լուծման երկու սկզբունքային քաղաքականություններ՝

- Շուկայի ազատականացման միջոցով կենսաթոշակային ֆոնդերի վրա ուժեղացնել մրցակցային ճնշումները, որը թույլ կտա բանկերին, ապահովագրական ընկերություններին և գուցե նաև այլ ֆինանսական կազմակերպություններին ուղղակիորեն մրցակցելու կենսաթոշակային ֆոնդերի հետ մասնակիցների վճարների համար:
- Նվազեցնել վարչական ծախսերը՝ կենտրոնացնելով կենսաթոշակային ֆոնդերին կատարվող վճարներն ու հաշվապահական հաշվառման և հաշվետվությունների տրամադրման համակարգերը:

Վերոնշյալներից առաջին տարբերակն առավելապես հիմնվում է շուկայական մրցակցային մեխանիզմների վրա և այն պահանջում է հանգամանալից վերլուծություն, որպեսզի հնարավոր լինի խուսափել աշխատողների կենսաթոշակային ակտիվները չափից ավելի մեծ ռիսկերի ենթարկելուց, ինչը կարող է տեղի ունենալ ներդրումների ու կառավարման ոլորտներում ոչ մասնագիտացված ֆինանսական կազմակերպությունների դրսևորած վարքագծի պատճառով:

Միաժամանակ մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերը կառավարող օրենքներն ու կանոնակարգերը պետք է այնպես սահմանվեն, որպեսզի ուժեղացվեն ինստիտուցիոնալ

¹¹⁰ Clark, Gordon L. 2004. "Pension Fund Governance: Expertise and Organizational Form." *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 233–53.

ներդրողների՝ որպես բնակչության կենսաթոշակային ակտիվների գծով վստահված անձանց դերն ու պարտականությունները:

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչների ու դրա անդամների միջև հաղորդակցության արդյունավետ կանոններն ու թափանցիկությունը պարտադիր են այդ ֆոնդերը կառավարող մարմինների համար, որպեսզի վերջիններս հետևողականորեն գործեն իրենց անդամների շահերից ելնելով: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման բարելավումն իր հերթին՝ որպես հետևանք կարող է դրական ազդեցություն ունենալ այն տեղական կամ օտարերկրյա կազմակերպությունների գործունեության վրա, որոնց թողարկած արժեթղթերում վերջիններս ներդրումներ են կատարում:

Ամփոփելով կարող ենք նշել, որ գոյություն ունեն որոշակի կանոնակարգեր, որոնք օգնում են վերահսկողություն իրականացնող մարմիններին վերահսկելու կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեությունը: Այնուամենայնիվ անհրաժեշտ է ուշադրության կենտրոնում պահել թափանցիկության, պահանջների կատարման, ինչպես նաև ռիսկերի վերահսկողության ու կառավարման միջոցառումների բարելավման հիմնահարցերը¹¹¹:

Փորձենք վեր հանել և ներկայացնել այն հիմնական սկզբունքները, որոնց համապատասխան պետք է իրականացվի կենսաթոշակային համակարգի կարգավորումն ու վերահսկողությունը¹¹²: Դրանք են՝

1. Գործող բոլոր օրենքները կենսաթոշակային համակարգը վերահսկող մարմինների առջև պետք է սահմանեն հստակ նպատակներ և որոնց արդյունքում կենսաթոշակային համակարգը կարգավորող մարմնի հիմնական ռազմավարական նպատակները պետք է հստակորեն և հանրայնորեն սահմանված լինեն: Նրանք պետք է իրենց մեջ ներառեն կենսաթոշակային համակարգի անդամների և շահառուների շահերի պաշտպանության միտվածությունը: Նպատակները պետք է նաև միտված լինեն ինչպես կենսաթոշակային ֆոնդերի և պլանների կայունության ապահովությանը, այնպես էլ ընդհանուր կենսաթոշակային համակարգի հուսալիությանն ու արդյունավետ կառավարման խթանմանը: Մյուս կողմից էլ կենսաթոշակային համակարգը

¹¹¹ Gaftoniuc, Daniela. 2010. "Pension Funds Investments in Hedge Funds-a Necessary Regulation." Information Management, 72–75.

¹¹² "Principles of Private Pension Supervision". International Organization of Pension Supervisors. November 2010. <http://www.iopsweb.org/principlesandguidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>

վերահսկող մարմնի պարտականությունները նույնպես պետք է հստակ և օբյեկտիվորեն սահմանված լինեն:

2. Կենսաթոշակները վերահսկող մարմինը պետք է ունենա գործառնական անկախություն: Այսինքն, կենսաթոշակները վերահսկող մարմինը պետք է գործառնական առումով անկախ լինի քաղաքական մարմիններից: Վերջինիս գործունեությունն ապահովելու համար կարգավորող մարմնի կառավարման բարձր օղակի մարմինները նույնպես պետք է լինեն անկախ և կայուն կարգավիճակում: Կառավարման բարձր օղակի անձնակազմի նշանակումը, ինչպես նաև աշխատանքից հեռացումը պետք է իրականացվի բացահայտ գործընթացների և թափանցիկ մեխանիզմների միջոցով: Կենսաթոշակային համակարգը վերահսկող մարմինը պետք է նաև ֆինանսավորվի այնպես, որ ապահովվի վերջինիս անկախությունը, իսկ բյուջետային գործընթացն էլ լինի թափացիկ: Անհրաժեշտ է նշել այն իրադրությունը, որ կառավարման մարմնի կայացրած որոշումները պետք է փոփոխման ենթարկվեն միայն դատական գործընթացների կամ օրենսդիր մարմնին բնորոշ գործընթացների միջոցով:

3. Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմիններին անհրաժեշտ են համապատասխան ֆինանսական, մարդկային և այլ ռեսուրսներ¹¹³: Ըստ այդմ էլ կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինը պետք է ունենա իր սեփական բյուջեն, ինչը վերջինինս թույլ կտա իրականացնել համապատասխանաբար՝ արդյունավետ և անկախ վերահսկողություն: Վերջինս պետք է աշխատանքի ընդունի, ուսուցանի և ունենա բարձր մասնագիտական չափորոշիչների և մասնագիտական կարողությունների ու հմտությունների տիրապետող բավականաչափ մասնագետներ:

4. Իրենց առջև դրված նպատակներին հասնելու և համապատասխան գործառույթներն իրականացնելու համար՝ կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինները պետք է կարողանան իրականացնել խախտումներ բացահայտելու ուղղությամբ քննություն և ունենան համապատասխան պատժիչ գործողություններ ձեռնարկելու կարողություն: Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ վերահսկողությունը պետք է միտված լինի օրենսդրությանը համապատասխանության, ֆինանսական կայունության, կապիտալի նվազագույն պահանջների պահպանման, ներդրումային գործունեության, կառավարման անդամներին անհրաժեշտ

¹¹³ IOPS Guidelines for Supervisory Intervention, Enforcement and Sanctions, November 2009. and IOPS Guidelines for the Supervisory Assessment of Pension Funds, December 2008.

տեղեկատվության տրամադրման հարցերին: Վերահսկողական մարմինը պետք է իրավունք ունենա իրականացնելու ստուգումներ նաև կենսաթոշակային ֆոնդերում:

Իրավական ակտերը, որոնք սահմանում են այն պայմաններն ու հանգամանքները, որոնց դեպքում վերահսկողական մարմինը կարող է միջամտել պետք է լինեն բավականին ճկուն, որպեսզի այդ մարմնին թույլ տան ձեռնարկելու կանխարգելիչ, պաշտպանիչ կամ պատժիչ միջոցառումներ:

Երբ առկա են խնդիրների գոյության մասին կասկածներ, ապա կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինը պետք է իրավունք ունենա իրականացնելու լիարժեք նախաքննություն, որի պարագայում ֆոնդերն ու այլ փոխկապակցված կողմերը պարտավոր կլինեն տրամադրելու համապատասխան փաստաթղթեր և տեղեկատվություն: Այն պարագայում, երբ վերահսկողական մարմնի հրամանները չեն իրականացվում, ապա վերջինս պետք է իրավունք ունենա պարտադրելու ուղղիչ միջոցառումներ, որը կարող է հասնել մինչև վարչական պատժամիջոցների, ինչպիսիք են՝ տուգանքները, լիցենզիայի հետ կանչելը կամ քրեական պատասխանատվության ենթարկելը:

5. Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինները պետք է որդեգրեն ռիսկերի վրա հիմնված մոտեցում: Ուստի այդ առումով ռիսկերի վրա հիմնված վերահսկողությանն անցնելը կարող է իրականացվել աստիճանաբար և արդյունքում այս մոտեցումը հնարավոր է համատեղել առավել ավանդական կանոնների վրա հիմնված մոտեցման հետ: Վերահսկողական մարմինը պետք է իրականացնի իր անձնակազմի վերակազմավորում, որպեսզի այն համապատասխանի ռիսկերի վրա հիմնված վերահսկողության փիլիսոփայությանն ու գործընթացին, ինչպես նաև իր նոր մոտեցումները պետք է հաղորդի կենսաթոշակային համակարգի մաս կազմող կազմակերպություններին՝ բացատրելով, թե վերջիններիցս ինչ է ակնկալվում՝ նրանց համար ուղեցույցների և դասընթացների կազմակերպման միջոցով:

6. Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինները պետք է ապահովեն, որպեսզի իրենց կողմից սահմանած պահանջները համապատասխանեն այն ռիսկերին, որոնց հաղթահարմանը դրանք ուղղված են, ինչպես նաև պետք է ապահովեն իրականացվող գործողությունների նկատմամբ հետևողականությունը: Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմնի կողմից իրականացված ռիսկի գնահատման արդյունքների և իր նախաձեռնած միջոցառումների միջև պետք է

տրամաբանական կապ հաստատվի: Վերահսկողի կողմից պահանջվող ուղղիչ միջոցառումները, ինչպես նաև անհրաժեշտության դեպքում, սահմանված պատժամիջոցները պետք է համամասնորեն համապատասխանեն ռիսկի ծավալին, որին կենսաթոշակային ֆոնդն ենթարկել է իր անդամներին, շահառուներին և ողջ կենսաթոշակային համակարգին¹¹⁴:

Որոշումներ կայացնելիս պետք է հավասարակշռություն պահպանվի վերահսկողական գործողություններից հնարավոր եկամուտների, կենսաթոշակային ֆոնդի անդամների ու շահառուների համար հնարավոր ծախսերի և ազդեցության միջև:

7. Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինները պետք է խորհրդակցեն իրենց կողմից վերահսկվող կազմակերպությունների, ինչպես նաև համագործակցեն այլ վերահսկողական մարմինների հետ՝ ինչպես երկրի ներսում, այնպես էլ երկրից դուրս¹¹⁵: Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինը պետք է լիազորված լինի իրականացնելու տեղեկատվության փոխանակում այլ վերահսկողական մարմինների հետ՝ պահպանելով իրավական և գաղտնիք հանդիսացող տեղեկատվության չիրապարակման պահանջները: Վերջինս ներառում է կենսաթոշակների վերահսկողությանը ներգրավված այլ պետական կառավարման մարմինների կամ ստորաբաժանումների հետ համագործակցությունը՝ ինչպես ազգային, այնպես էլ միջազգային մակարդակով: Միաժամանակ համագործակցություն պետք է տեղի ունենա նաև այլ համանման ֆինանսական կազմակերպությունների կամ շուկաների նկատմամբ վերահսկողություն իրականացնող մարմինների հետ: Համագործակցությունը պետք է հետապնդի ինչպես արդյունավետության բարձրացման, այնպես էլ կանխարգելիչ միջոցառումների իրականացման նպատակ:

Վերահսկողական մարմինը պետք է ապահովի, որպեսզի ակտիվ համագործակցություն տեղի ունենա իր և վերահսկվող մարմինների միջև հատկապես տնտեսական դժվարությունների և ֆինանսական համակարգի անկայունության ժամանակաշրջաններում:

¹¹⁴ “Guidelines for the Supervisory Assessment of Pension Funds”. International Organization of Pension Supervisors. December 2008.

¹¹⁵ IOPS guidelines for supervisory intervention, enforcement and sanctions. International Organization of Pension Supervisors. November 2009.

8. Վերահսկողական մարմինը պետք է համապատասխան կերպով վերաբերվի գաղտնիություն պարունակող տեղեկատվությանը: Այսինքն, վերահսկող մարմինը պետք է գաղտնի տեղեկատվություն տրամադրի միայն օրենքով սահմանված դեպքերում: Սակայն որոշ դեպքերում, երբ հնարավոր չէ որոշել, թե տեղեկատվությունը գաղտնի է, թե ոչ՝ վերահսկող մարմինն այդ տեղեկատվությանը պետք է վերաբերվի որպես գաղտնիության: Միայն գաղտնի տեղեկատվությունը տրամադրած կողմի համաձայնության պարագայում կարելի է այն փոխանցել այլ մարմինների: Միաժամանակ պետք է մշակվեն անհրաժեշտ մեխանիզմներ, որպեսզի մասնավոր հատվածի հետ աշխատակիցների փոխանակման պարագայում տեղի չունենա գաղտնի տեղեկատվության արտահոսք:
9. Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմիններն իրենց գործառույթները պետք է իրականացնեն թափանցիկ կերպով: Այսինքն՝ նրանք պետք է որդեգրեն հստակ, թափանցիկ և կայուն վերահսկողական գործընթացներ: Վերահսկողական մարմնի կանոններն ու գործընթացները, ինչպես նաև դրանց թարմացումները, պետք է հրապարակվեն: Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինն ընդհանուր առմամբ պետք է գործի թափանցիկ միջավայրում և տրամադրի ու հրապարակի պարբերական հաշվետվություններ, որտեղ կներկայացվեն իր քաղաքականության իրականացման մասին տեղեկատվություններ՝ բացատրելով իր նպատակներն ու դրանց հասնելու կատարողականը:
10. Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինն ինքը պետք է ձգտի դեպի կառավարման լավագույն չափորոշիչների և լինի հաշվետու: Անհրաժեշտ է նշել, որ արդյունավետ կառավարման սեփական փորձը վերահսկող մարմինն հնարավորություն կտա դառնալ այնպիսի հեղինակություն, ով ի վիճակի է աշխատանքային լավ փորձ պահանջել նաև վերահսկվող կազմակերպություններից: Որպես արդյունավետ կառավարման փորձի տարրեր, վերահսկող մարմինը պետք է վերահսկողություն սահմանի նաև իր սեփական կատարողականի նկատմամբ: Կենսաթոշակային վերահսկողական մարմինը պետք է ենթակա լինի պետության կամ անկախ աուդիտորական կազմակերպության կողմից իրականացվող արտաքին աուդիտին:

Այսպիսով, վերոշարադրյալները հիմք են տալիս հավաստելու այն իրողությունը, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության կարգավորման համար իրենց ուրույն տեղն ունեն դրանց նախահիմքը պայմանավորող սկզբունքների կիրառումը:

2.4 Ռիսկերի կառավարումը կենսաթոշակային ֆոնդերում

Ֆինանսական ծառայությունների մատուցման ոլորտում ոլորտը կարգավորող մարմնի հիմնական նպատակներից մեկն է երաշխավորել, որպեսզի այդ ոլորտի ինստիտուտներն որդեգրեն ռիսկերի կառավարման խելամիտ ընթացակարգեր և պահեն կապիտալի անհրաժեշտ մակարդակ: Ներկայումս, բացի այն որ ոլորտի կարգավորողները սահմանում են ռիսկերի կառավարման նվազագույն պահանջներ, սակայն բավականաչափ շատ առաջատար ֆինանսական կազմակերպություններ իրենց նախաձեռնությամբ որդեգրում են ռիսկերի կառավարման ավելի ու ավելի առաջադեմ միջոցառումներ: Ֆինանսական այս կազմակերպությունները գիտեն, որ ռիսկերի կառավարման խելամիտ գործելակերպը բխում է շահագրգիռ կողմերի շահերից և պարզևատրվում է շուկայի կողմից, որն արտահայտվում է նաև ռեյտինգավորող ընկերությունների կողմից ֆինանսական կազմակերպությունները գնահատելիս՝ ներքին ռիսկերի կառավարման որակն որպես կարևորագույն ցուցանիշ ընդունելով¹¹⁶:

Մարտահրավերները, որոնց բախվում են կենսաթոշակային ֆոնդերի վերահսկողները, շատ տեսանկյուններով նման են բանկերի և ապահովագրական ընկերությունների գործունեությունը կարգավորող ու վերահսկող մարմինների առջև ծառացած մարտահրավերներին: Նրանք ընդունում են, որ անհրաժեշտ է զարգացնել այն մոտեցումը, որն ընդգծում է վերահսկվող ինստիտուտների կողմից ռիսկի խելամիտ կառավարման իրականացումը՝ ֆինանսական կայունությունն ամրապնդելու և կենսաթոշակառուների համար ցանկալի արդյունքներ ապահովելու նպատակով: Կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեությունը վերահսկող մարմինների խնդիրն է ապահովել, որ բոլոր լիցենզավորված ինստիտուտները համապատասխանեն ռիսկի կառավարման նվազագույն ստանդարտներին և դրան համապատասխան ապահովեն կապիտալի նվազագույն սահմանված պահանջները:

¹¹⁶ Gaftoniuc, Daniela. 2010. "Pension Funds Investments in Hedge Funds-a Necessary Regulation." Information Management, 72–75.

Որպեսզի պատկերացնենք, թե կենսաթոշակային վերահսկողներն ինչպես են հաղթահարում վերոնշյալ խնդիրները, նպատակահարմար է դիտարկել երեք հիմնական խումբ գործակալների, որոնք ընդգրկված են ռիսկի կառավարման ընդհանուր կառուցվածքի մեջ (տես գծապատկեր 2.4.1): Առաջին խումբը բաղկացած է կենսաթոշակային ֆոնդերից: Երկրորդ խումբը վերահսկող գործակալությունն է, և երրորդը կազմված է շուկայի այլ մասնակիցներից, որոնք ունակ են ազդելու կենսաթոշակային ֆոնդերի որոշումների և գործողությունների վրա: Այս խումբը ներառում է աուդիտորներին, ակտուարներին, կենսաթոշակային ֆոնդի անդամներին, ռեյտինգավորող ընկերություններին և շուկայի վերլուծաբաններին¹¹⁷:

Կենսաթոշակային ֆոնդի համար

- Ռիսկերի կառավարման ռազմավարություն
- Խորհրդի հանձնաժողովներ
- Կառավարչական կառուցվածքում ռիսկերի կառավարման գործառույթներ
- Ներքին վերահսկողություն
- Հաշվետվությունների ներկայացման պարտականություններ

Վերահսկող մարմնի համար

- Կանոնակարգեր, այդ թվում ռիսկի կառավարման նվազագույն ստանդարտներ
- Ռիսկի վրա հիմնված վճարունակության կանոններ
- Վերահսկողական գործողություններն ուղենշող ռիսկերիի գնահատման մոդել
- Գործակալության ներքին կառուցվածքի կազմակերպում ռիսկի գծով մասնագիտացված ստորաբաժանումներով

¹¹⁷ Brunner, Gregory, Richard Hinz, and Roberto Rocha. 2008. Risk-Based Supervision of Pension Funds: A Review Of International Experience And Preliminary Assessment Of The First Outcomes. Policy Research Working Papers. The World Bank.

Թափանցիկություն և հաշվետվողականություն խթանող շուկայական ուժեր
Ակտուարների, ատղիտորների, կենսաթոշակային ֆոնդի անդամների, ռեյտինգավորող
կազմակերպությունների և շուկայի վերլուծաբանների ներդրումը ռիսկի խելամիտ
կառավարման գործընթացում:

Գծապատկեր 2.4.1: Ռիսկերի կառավարման հիմնական կառուցվածքը¹¹⁸

Ինչպես ցույց է տրված գծապատկեր 2.4.1-ում, ռիսկերի կառավարման ցանկալի մակարդակ ապահովելու համար վերահսկողի գործիքակազմում կարևորվում են վերահսկողի կողմից սահմանվող կանոնակարգերը, ռիսկի վրա հիմնված կապիտալի կանոնը (կիրառելիության դեպքում), ռիսկերի գնահատման մոդելը, որն ուղեկցում է վերահսկողության ռազմավարություններին ու ընթացակարգերին: Ի լրումն վերոնշյալին, կարգավորող մարմինն իր կառուցվածքում կընդգրկի այնպիսի ստորաբաժանումներ, որոնք միտված կլինեն վերահսկվող ինստիտուտների հետ հարաբերությունները կառավարելուն, ինչպես նաև ռիսկերի տարբեր տեսակների վերլուծությանը:

Վերը նշվածների երրորդ խմբում ներառվում են շուկայի այն մասնակիցներն, ովքեր կարող են նպաստել կարգապահության հաստատմանն ու առանձին հաստատությունների կողմից ռիսկի խելամիտ կառավարման գործելակերպերի որդեգրմանը: Այս

¹¹⁸ Risk-based supervision of pensions: emerging practices and challenges / editors, Roberto Rocha, Greg Brunner and Richard Hinz. 2008. Page 13.

մասնակիցների մի մասի դերը նաև կախված է վերահսկողների կողմից սահմանված կանոնակարգերից: Օրինակ, աուդիտորի դերը կարող է ուժեղանալ՝ ընդլայնելով իրականացվող աուդիտի շրջանակները ներքին վերահսկողության և ռիսկի կառավարման համակարգերի արդյունավետության գնահատումը ներառելու միջոցով: Կենսաթոշակային ֆոնդի անդամների, ռեյտինգավորող ընկերությունների և շուկայի այլ վերլուծաբանների ազդեցությունը կարող է ուժեղանալ վերահսկողի կողմից սահմանված հաշվապահական, աուդիտորական և խախտումների բացահայտման կանոններով¹¹⁹:

Ողջ աշխարհում միտումներն անխուսափելիորեն տանում են ռիսկի կառավարման գործընթացի բարելավման ուղղությամբ, որը հիմնված է գծապատկեր 2.4.1-ում նշված երեք կարևոր բաղկացուցիչ տարրերի վրա: Նախ, ինստիտուտներն իրենց ուշադրությունը կենտրոնացնում են սեփական ռիսկի կառավարման բարելավման վրա: Նրանք զարգացնում են ռիսկի կառավարման ռազմավարություններն ու ռիսկը չափում ու գնահատում են ավելի համապարփակ եղանակով: Շատ ինստիտուտներում այս գործընթացն ուղեկցվում է ռիսկի կառավարման մասնագիտացված ստորաբաժանումների ստեղծմամբ: Այս ստորաբաժանումները վերահսկողություն են իրականացնում ապահովելու, որպեսզի իրենց կազմակերպությունները հետևողական լինեն ռիսկերի կառավարման քաղաքականության իրականացմանը, իսկ տեղեկատվությունը՝ կառավարման մարմնին ու խորհրդին ներկայացվի իմաստալից բովանդակությամբ: Վերահսկողներն արձագանքում են՝ զարգացնելով ռիսկի գնահատման իրենց կարողությունն ու արդյունքում արտաքին ու ներքին վերահսկողության հիմնական գործիքները ռիսկը պահում են ուշադրության կենտրոնում, և ստեղծվում են մասնագիտացված ստորաբաժանումներ բարդ խնդիրներ լուծելու իմացությամբ: Կարգավորող շատ մարմիններ հեշտացնում են ռիսկի կառավարման բարելավման գործընթացը՝ կարգավորող նորմեր կիրառելով և ուղղորդում ապահովելով: Վերջապես, ավելի շատ արտաքին կողմեր են խրախուսվում ներգրավվելու ռիսկի գնահատման գործընթացում՝ կամ որոշ ավանդական մասնակիցների, ինչպես օրինակ աուդիտորների ու ակտուարների դերի ընդլայնման միջոցով կամ արտաքին մասնակիցների կողմից առավել թափանցիկ հաշվետվությունների օգտագործմամբ ավելի խիստ ուսումնասիրություններ իրականացնելու միջոցով:

¹¹⁹ OECD/ IOPS, Good Practices for Pension Funds' Risk Management Systems (January 2011).

Դժվար է պատկերացնել որևէ կենսաթոշակային ֆոնդ, որը կարող է հասնել իր առջև դրված նպատակներին առանց արդյունավետ ռիսկերի կառավարման համակարգի: Վերջինս բաղկացած է ռազմավարություններից, գործընթացներին և հաշվետվությունների ներկայացման ընթացակարգերից, որոնք անհրաժեշտ են շարունակական հիմքի վրա կենսաթոշակային ֆոնդերին սպառնող բոլոր էական ռիսկերը վեր հանելու, չափելու, վերահսկելու, գնահատելու և հաղորդելու համար: Ռիսկերի կառավարման համակարգը հանդիսանում է կենսաթոշակային ֆոնդի կազմակերպական կառուցվածքի և որոշումների կայացման գործընթացի անբաժան մասը:

Կենսաթոշակային ֆոնդում ռիսկերի կառավարման համակարգերի բնույթն ու չափերը կախված են այդ ֆոնդի չափերից և բնույթից: Թերևս ընդհանուր առմամբ կարող ենք առանձնացնել ռիսկերի հետևյալ ընդհանուր խմբերը, որոնք բնորոշ են կենսաթոշակային ֆոնդերին: Վերջիններս տարբեր չափերի ազդեցություն կարող են ունենալ տարբեր կենսաթոշակային ֆոնդերի վրա՝ կախված վերջիններիս առանձնահատկություններից¹²⁰: Դրանք են՝

1. Ներդրումային կամ շուկայական ռիսկ, որը տոկոսադրույքների և այլ շուկայական գների անբարենպաստ փոփոխությունների պատճառով կորուստներ կրելու ռիսկն է: Այս ռիսկը կարող է նաև ծագել չկարգավորվող պրոդուկտներում ներդրումներ կատարելու պատճառով: Հնարավոր է նաև կենտրոնացման ռիսկ՝ կենսաթոշակային ֆոնդի պորտֆելի ցածր դիվերսիֆիկացման պատճառով մեկ ակտիվի կամ թողարկողից մեծ կախվածություն ունենալու ռիսկն է:
2. Գործընկերային պարտավորությունների չկատարման / վարկային ռիսկ՝ գործընկերոջ նկատմամբ իր պարտավորությունները կատարել չկարողանալու պատճառով հնարավոր վնասներ կրելու ռիսկը:
3. Ֆինանսավորման և վճարունակության ռիսկ՝ սեփական պարտավորությունները կատարելու համար բավարար ակտիվներ չունենալու ռիսկը:
4. Իրացվելիության ռիսկ՝ կենսաթոշակային ֆոնդի՝ իր սեփական ֆինանսական պարտավորությունները կատարել չկարողանալու ռիսկն է իրացվելի միջոցների պակասության պատճառով:

¹²⁰ IOPS Toolkit risk-based supervision. Introduction to risk-based supervision. International Organisation of Pension Supervisors. May 2012.

5. Ակտուարային ռիսկ՝ ոչ ճիշտ ակտուարային գնահատման մեթոդների և ենթադրությունների կիրառման հետ կապված ռիսկն է (օրինակ՝ մահացության, կյանքի սպասվող տևողության, հաշմանդամության, գնաճի, իրացվելիության գնահատման և այլնի հետ կապված):
6. Կառավարման ռիսկ, որը կարող է նաև անվանվել «մրցակցության ռիսկ»: Սա ներառում է այնպիսի խնդիրներ, ինչպիսիք են թանկ միջնորդավճարների, շահերի բախման, սխալ կառավարչական որոշումների, խաբեբայության, թերի նպատակների և ռազմավարությունների պատճառով ձևավորված հնարավոր կորուստները:
7. Գործառնական և աուսթորսինգի ռիսկեր, որոնք ձախողված ներքին գործընթացների, մարդկանց և համակարգերի, ներառյալ տեղեկատվական տեխնոլոգիաների, ինչպես նաև բիզնես գործընթացների աուսթորսինգի հետ կապված կորուստներ կրելու հնարավորությունն է:
8. Արտաքին և ռազմավարական ռիսկեր, որոնք արտաքին գործոնների (քաղաքական ռիսկեր, ժողովրդագրություն, մրցակցություն, տեխնոլոգիաներ, բնական աղետներ և այլն) ազդեցության ներքո կորուստներ կրելու հնարավորությունն է: Ռազմավարական ռիսկերը կապված են դրանց համահունչ սխալ որոշումներ կայացման հետ:
9. Իրավական և կարգավորման ռիսկեր՝ համապատասխան ոլորտը կարգավորող նորմատիվ իրավական ակտերի պահանջները չկատարելու հետ կապված կորուստներ կրելու հնարավորությունն է:
10. Փոխկապակցված անձանց հետ կապված ռիսկ, որը կարող է ի հայտ գալ, երբ կենսաթոշակային ֆոնդին փոխկապակցված մեկ այլ կազմակերպության ֆինանսական խնդիրների կամ հեղինակության կորստի պատճառով կորուստներ է կրում նաև կենսաթոշակային ֆոնդը:

Կենսաթոշակային ֆոնդի ռիսկերի կառավարման համակարգի հաստատման և բարելավման համար պատասխանատու է ֆոնդի կառավարչական մարմինը: Վերջինս պետք է մշակի և պարբերաբար վերանայի կենսաթոշակային ֆոնդի ռիսկերի կառավարման ընդհանուր ռազմավարությունը: Այս գործընթացն ենթադրում է հնարավոր ռիսկերի մասին պատկերացումը, ռիսկի թույլատրելի սահմանների հաստատումը, ինչպես նաև ընդգծումն այն բանի, թե այդ ռիսկերն ինչպես պետք է չափվեն, մոնիթորինգի

ենթարկվեն և վերահսկվեն: Ռիսկերի կառավարման գործընթացում կարևոր է հետադարձ կապի հաստատումը, այն է՝ ռիսկերի կառավարման ռազմավարության պարբերաբար թարմացումը նոր ռիսկերի ի հայտ գալու կամ առկա ռիսկերը կառավարելու ոչ արդյունավետ մեթոդները բարելավելու համար:

Ռիսկերի կառավարման ռազմավարությունը ներկայացվում է փաստաթղթային տեսքով և պետք է հասանելի լինի բոլոր աշխատակիցներին, ում այն վերաբերում է:

Ռիսկերի կառավարման ռազմավարությունները վերաբերում են բոլոր էական ռիսկերին՝ ներառյալ գործառնական ռիսկերը: Վերջիններիս արդյունավետ գնահատման նպատակն է բոլոր ներքին և արտաքին գործոնների վերլուծությունը, որոնք կարող են բացասաբար ազդել կենսաթոշակային ֆոնդի նպատակների ձեռք բերման վրա:

Առկա են ռիսկերի ինչպես չափելի, այնպես էլ ոչ չափելի տարրեր, իսկ դրանց համահունչ ռիսկերի կառավարման ռազմավարությունն էլ պետք է փորձի գնահատել՝ արդյո՞ք ռիսկերի կառավարման արդյունքում ձեռք բերված եկամուտներն արդարացնում են դրա հետ կապված ծախսերը, թե ոչ: Անհրաժեշտ է պարզել, թե ռիսկերից որոնք են կառավարելի և որոնք՝ ոչ, և ինչպես կարելի է կառավարելի դարձնել կամ մեղմել երկու տեսակի ռիսկերի հնարավոր ազդեցությունը:

Ռիսկերի կառավարման ռազմավարության կարևոր տարր է համարվում հնարավոր ռիսկերի կառավարման լուծումների դիտարկումը, ռիսկի աղբյուրի հեռացումը, ռիսկից խուսափումը՝ ռիսկի պատճառ հանդիսացող գործունեության դադարեցման միջոցով, ռիսկերի հնարավոր հետևանքների մեղմումը, այլ կողմերի հետ ռիսկը կիսելը կամ փոխանցելը, ինչպես նաև տեղեկացված ընտրության միջոցով ռիսկի պահպանումը կամ բարձրացումը՝ նոր հնարավորություններից եկամուտներ ստանալու նպատակով:

Որպեսզի կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը կարողանա պարբերաբար գնահատել և քննարկել ռիսկերի կառավարման համակարգի արդյունավետությունը, անհրաժեշտ է, որ կառավարչական տեղեկատվական ու ներքին վերահսկողական համակարգերը կառավարչական մարմնին տրամադրեն ճշգրիտ տեղեկատվություն:

Ցանկացած կենսաթոշակային ֆոնդի ռիսկերի կառավարման կառուցադրման տարր է հանդիսանում ներդրումային կամ շուկայական ռիսկի կառավարումը: Ներդրումային ռիսկերի բացահայտման և կառավարման կարևորագույն մեխանիզմ է համարվում ներդրումային քաղաքականությունը: Կենսաթոշակային ֆոնդերը պետք է մշակեն ներդրումային քաղաքականություն, որը կանդրադառնա ակտիվների ռազմավարական տեղաբաշխմանն ու ցանկացած որոշումների կատարմանը: Ընդհանուր առմամբ ներդրումային ռազմավարությունը պետք է ներառի նաև սոցիալապես պատասխանատու ներդրումային քաղաքականություն, որը կընդգծի, թե ինչպես է կենսաթոշակային ֆոնդը վերաբերվելու բնապահպանական, սոցիալական և կառավարման ռիսկերին:

Հաշվի առնելով, որ մի շարք ներդրումային գործիքներ բավական յուրահատուկ են և ունեն բարդ բնույթ, ապա դրանց համահունչ ներդրումային քաղաքականությունն էլ պետք է առանձին կարգով անդրադառնա, թե այս գործիքների հետ կապված ռիսկերն ինչպես պետք է վերահսկվեն, գնահատվեն և կառավարվեն:

Ակնկալվում է, որ համալիր և բազմակողմանի ներդրումային քաղաքականությունը պետք է ներառի հետևյալ տարրերը¹²¹: Դրանք են՝

- ներդրումային նպատակները,
- ակտիվների տեղաբաշխումը,
- բազմատեսականացումը,
- իրացվելիության պահանջները,
- արտարժույթային դիրքը,
- արժեորոշման մեթոդաբանությունը,
- ածանցյալների կիրառությունն ու մոնիթորինգը,
- կատարողականի գնահատումն ու մոնիթորինգը,
- վերահսկողական ընթացակարգերը,
- այլընտրանքային ակտիվներում ներդրումներն և այլն:

Ինչպես նշեցինք, գործառնական ռիսկը ծագում է կապված՝ անբավարար կամ ձախողված ներքին գործընթացների, առանձին խումբ մարդկանց և գործող համակարգերի գործընթացների կամ արտաքին իրադարձությունների պատճառով:

¹²¹ OECD/ IOPS Good Practices for Pension Funds' Risk Management Systems. Organization for Economic Cooperation and Development. 2010.

Այսպիսի ռիսկերը ներառում են վարչական և տեղեկատվական ապահովման համակարգերի սխալները կամ ծախսողումները, ինչպես նաև զեղծարարության ու հանցագործությունների պատճառով հնարավոր կորուստները:

Քանի որ ֆինանսական ծառայությունների բոլոր տեսակներն այժմ մեծապես կախված են տեխնոլոգիաներից, ուստի բարելավման առումով անհրաժեշտ է մշակել ներքին վերահսկողության համակարգ, որը կստուգի տեղեկատվական ապահովման համակարգերի անվտանգությունը: Միաժամանակ տեղեկատվական ապահովման ռիսկերը ներառում են սխալի, կեղծարարության, անփութության, համակարգի ծախսողումների և այլ ռիսկեր, որոնք կարող են թուլացնել տեղեկատվության անվտանգությունն ու կենսաթոշակային ֆոնդի համար կորուստների պատճառ հանդիսանալ: Անհրաժեշտ է սահմանել նաև վերահսկողություն՝ տվյալների ֆիզիկական անվտանգության, ֆայլերի և համակարգչային ծրագրերի պահպանության ապահովությունը բարելավելու նպատակով: Այնուհետև անհրաժեշտ է պարբերաբար վերանայել տեղեկատվական գործընթացները, ինչպես նաև գործառնական, հաշվապահական և ֆինանսական հաշվետվությունների համակարգերը:

Առանձակի ուշադրության են արժանի կենսաթոշակային ֆոնդի գործառնությունների աուստրոսինգի հետ կապված ռիսկերը, որոնցով պայմանավորված արտաքին ծառայություններ մատուցողների վերահսկողությունը հանդիսանում է կենսաթոշակային ֆոնդի ռիսկերի կառավարման համակարգի բաղկացուցիչ տարր: Արտաքին ծառայություններ մատուցողները պետք է տեղյակ լինեն, որ իրենք պատասխանատու են կենսաթոշակային կառավարման մարմնի առջև¹²²:

Աուստրոսինգի պայամանագիրը համաձայնություն է կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման մարմնի և ծառայություններ մատուցողի միջև՝ այդ ֆոնդի բիզնես գործառնություններն իրականացնելու համար: Անհրաժեշտ է նշել, որ գործառնությունն այն է, որով պայմանավորված գործընթացի ընդհատման կամ թերի իրականացման դեպքում, կարող է իր ազդեցությունն ունենալ կենսաթոշակային ֆոնդի անդամների կամ շահառուների շահերի վրա կամ կարող է ունենալ նշանակալի ազդեցություն կենսաթոշակային ֆոնդի բիզնես գործընթացների, հեղինակության և եկամտաբերության

¹²² Public Pension Fund Management. Governance, Accountability, and Investment Policies. Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, Alberto R. Musalem, Robert J. Palacios. May 2003. Page 17.

վրա: Աութօրսինգի քաղաքականությունը պետք է գնահատի դրա ազդեցությունը կենսաթոշակային ֆոնդի ընդհանուր գործունեության վրա, ինչպես նաև պետք է սահմանի՝ աութօրս համարվող գործառնությունների կատարման վերաբերյալ հաշվետվությունների և վերահսկողության իրականացման կանոնակարգերը: Բիզնես գործառնությունն արտաքին ծառայություններ մատուցող կազմակերպությանը փոխանցելուց առաջ կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը պետք է գնահատի՝ արդյոք այդ գործառնությունն էական է, թե ոչ, միաժամանակ աութօրս անելու հետ կապված ծախսերը, ինչպես նաև այլընտրանքային ծառայություն մատուցող գտնելու կամ տվյալ գործառնությունը կազմակերպության ներսում իրականացնելու դժվարությունը: Բացի այդ անհրաժեշտ է ուսումնասիրել արտաքին ծառայություն մատուցողի ֆինանսական և տեխնիկական կարողությունները, տվյալ գործառնությունն իրականացնելու համար առկա համակարգերն ու ունակությունները, ինչպես նաև անհրաժեշտ է ուսումնասիրել արտաքին ծառայություն մատուցողի ներքին վերահսկողության համակարգը՝ կատարողական չափանիշները, քաղաքականությունները, ընթացակարգերը, նորմատիվ իրավական ակտերին համապատասխանությունն ու մոնիթորինգի գործընթացները:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ռիսկերի կառավարման համակարգի կարևորագույն բաղկացուցիչ տարր են հանդիսանում՝ վերահսկողական մեխանիզմները, ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին գործընթացներում, որոնք գործում են կենսաթոշակային ֆոնդի բոլոր մակարդակներում և հանդիսանում են ինչպես կառավարչական ապարատի բարձր օղակի, այնպես էլ յուրաքանչյուր ստորաբաժանման ամենօրյա գործունեության բաղկացուցիչ տարր: Բացի ամենօրյա գործունեության բաղկացուցիչ տարր լինելուց, վերահսկողությունն ենթադրում է նաև ընդհանուր ներքին վերահսկողության առանձին գործընթացների պարբերաբար գնահատումներ, որտեղ դրանց պարբերականությունն որոշվում է կառավարման ենթակա ռիսկերի բնույթով, ինչպես նաև գործունեության միջավայրում կատարվող փոփոխությունների հաճախականությամբ:

Ռիսկերի կառավարման և ներքին վերահսկողության մեկ այլ կարևոր բաղկացուցիչ տարր են հանդիսանում ներքին աուդիտն ու ռլորտը կարգավորող նորմատիվաիրավական ակտերին համապատասխանությունն ապահովելու գործառույթները, որոնց բնույթն ու չափերը պետք է համահունչ լինեն կենսաթոշակային ֆոնդի գործառնությունների

ծավալին: Միաժամանակ վերոնշյալին համահունչ այս գործառույթները կատարողներն անմիջական հաշվետու են կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման մարմնին:

Ի հավելումն ներքին վերահսկողության մեխանիզմներին, կենսաթոշակային ֆոնդերի ռիսկերի կառավարման գործընթացին անհրաժեշտ է ներգրավել նաև արտաքին անկախ կողմերի, ինչպիսիք են աուդիտորները, ակտուարներն և այլն¹²³:

Ընթացիկ վերահսկողությունը կարող է իրականացվել մի շարք տարբեր ոլորտների աշխատակիցների կողմից, ինչպիսիք են բիզնես գործառնական ոլորտը, ֆինանսական վերահսկողությունն ու ներքին աուդիտը: Երբեմն ներքին վերահսկողական համակարգը գնահատելու համար կիրառվում է ինքնագնահատման մեթոդը, երբ որոշակի գործառույթի համար պատասխանատու անձը գնահատում է իր գործունեության արդյունավետությունն ու որից հետո էլ կառավարման բարձր օղակի ղեկավարներն իրենց հերթին վերանայում են այդպիսի գնահատումների արդյունքների փաստաթղթերը: Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման բոլոր մակարդակներում այսպիսի գնահատման արդյունքները պետք է պատշաճ կերպով փաստաթղթավորված լինեն և հասանելի դառնան կառավարման ավելի բարձր մակարդակի աշխատակիցների համար:

Կենսաթոշակային ֆոնդի ներքին աուդիտի գործառույթը պետք է ուսումնասիրի այդ ֆոնդի գործառնությունների արդյունավետությունը, ֆինանսական հաշվետվությունների վստահելիությունը, զեղծարարությունների կանխումն ու բացահայտումը, ակտիվների պահպանությունը, ինչպես նաև ոլորտը կարգավորող նորմատիվաիրավական ակտերի պահանջներին համապատասխանությունը:

Կենսաթոշակային ոլորտը կարգավորող նորմատիվաիրավական ակտերի պահանջներին համապատասխանությունն ապահովելու գործառույթը ներքին աուդիտի կողմից կարող է պատվիրակվել մեկ այլ ոլորտի՝ կախված կանսաթոշակային ֆոնդի չափերից և բարդությունից: Այս գործառույթի նպատակն է կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմնին խորհրդատվություն ներկայացնել՝ օրենքներին և կարգավորումներին համապատասխանելու վերաբերյալ, ինչպես նաև գնահատել, թե օրենսդրական ոլորտի հնարավոր փոփոխություններն ինչպես կարող են ազդել

¹²³ Տես ավելի՛ն՝ Stewart, F. and J. Yermo (2008), "Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD publishing.

կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեության վրա: Ինչպես ներքին աուդիտը, այնպես էլ համապատասխանության գործառույթը պետք է ապահովված լինեն իրենց գործառնություններն արդյունավետորեն իրականացնելու համար անհրաժեշտ ռեսուրսներով և հնարավորություն ունենան ստանալու և ուսումնասիրելու իրենց անհրաժեշտ տեղեկատվությունը: Հաշվի առնելով կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեության համար վերոնշյալ գործառույթների կարևորությունը, վերջիններս պետք է ապահովված լինեն նաև կոմպետենտ և բարձր որակավորում ունեցող մասնագետներով, ովքեր ունեն իրենց դերի և պարտականությունների վերաբերյալ հստակ պատկերացում:

Կենսաթոշակային ֆոնդի ռիսկերի կառավարման համակարգի որակի վրա էական ազդեցություն կարող է ունենալ արտաքին աուդիտորների ծառայություններից օգտվելը: Վերջիններս կարող են ազդեցություն ունենալ ռիսկերի կառավարման համակարգի վրա տարբեր ուղիներով՝ ներառյալ կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմնի հետ քննարկումներն ու գործունեության բարելավման ուղիների մատնանշումը:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ռիսկերի կառավարման արդյունավետ համակարգի ապահովման համար էական նշանակություն ունի նաև ներքին տվյալների և արտաքին շուկայական իրավիճակը բնութագրող տեղեկատվության հաղորդման համապատասխան և համապարփակ ուղիների առկայությունը¹²⁴: Կենսաթոշակային ֆոնդի կազմակերպական կառուցվածքը պետք է հեշտացնի տեղեկատվության ուղղահայց և հորիզոնական շրջանառությունը: Տեղեկատվության ուղղահայաց երկկողմանի շրջանառությունը պետք է ապահովի կառավարչական մարմնին՝ գարծարար ռիսկերի և գործառնական կատարողական մասին տեղեկատվությամբ, իսկ կառավարման ցածր մակարդակներին ու գործառնական ոլորտների աշխատակիցներին ապահովում է ֆոնդի նպատակների, ռազմավարության և ակնկալիքների, ինչպես նաև հաստատված քաղաքականությունների ու ընթացակարգերի մասին տեղեկատվությամբ: Բացի այդ, կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման տեղեկատվական համակարգը պետք է հնարավորություն ստեղծի արտաքին ծառայություններ մատուցող կազմակերպություններից հաշվետվություններ ստանալու համար:

¹²⁴ OECD Guidelines for the Protection of Rights of Members and Beneficiaries in Occupational Pension Plans. Organization for Economic Cooperation and Development. 2003.

Ընդհանուր կենսաթոշակային համակարգի կայունությունն ապահովելու նպատակով կենսաթոշակային ոլորտը կարգավորող մարմինը պետք է լիազորված լինի գնահատելու կենսաթոշակային ֆոնդերի տնօրեններին և կառավարչական մարմիններին՝ ստուգելու համար, արդյո՞ք կորպորատիվ ռիսկերի կառավարման և ներքին վերահսկողության համակարգերը զարգացվել են կենսաթոշակային ֆոնդում, թե ոչ¹²⁵։ Միաժամանակ այն դեպքերում, երբ վերահսկող մարմինը պարզում է, որ ռիսկերի կառավարման համակարգը չի համապատասխանում կամ արդյունավետ չէ կենսաթոշակային ֆոնդին բնորոշ ռիսկերին, ապա նա պետք է համապատասխան միջաջառումներ ձեռնարկի։ Որպես նախնական քայլ կարելի է արդեն ձևավորված մտահոգությունների մասին խոսել կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմնի հետ և հետևել, թե ռիսկերի կառավարման բարելավման ինչպիսի քայլեր են ձեռնարկվում։ Այսինքն, ըստ վերոնշյալի, կենսաթոշակային ֆոնդերի ռիսկերի կառավարման համակարգերի, վերահսկողության համար ոլորտը կարգավորող մարմինները պետք է որդեգրեն ռիսկերի վրա հիմնված մոտեցում¹²⁶։ Այն պարագայում, երբ կենսաթոշակային ֆոնդի համար կարևորագույն գործառույթ համարվող ներդրումների կառավարումը պատվիրակվում է արտաքին ծառայություն մատուցող կազմակերպությանը, նախընտրելի է, որ կենսաթոշակային ոլորտը կարգավորող մարմինը վերահսկողություն սահմանի նաև այդ կազմակերպության ռիսկերի կառավարման համակարգի նկատմամբ։ Այն պարագայում, երբ ոլորտը կարգավորող մարմինը չունի հնարավորություն վերահսկողություն իրականացնելու երրորդ կազմակերպությունների նկատմամբ, ապա քայլեր պետք է ձեռնարկվեն ոլորտը կարգավորելու այնպիսի ուղղությամբ, որպեսզի կենսաթոշակային ֆոնդերը պարտավոր լինեն արդյունավետորեն վերահսկելու արտաքին ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունների ռիսկերի կառավարման համակարգերը։

Կենսաթոշակային ֆոնդերին համահունչ ռիսկերի կառավարման համակարգը գնահատելու համար կիրառելի եղանակ է լիցենզավորման գործընթացում կենսաթոշակային ֆոնդերից պահանջել իրականացնելու նաև ինքնագնահատում, որի պարագայում կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը վերանայում է ռիսկերի

¹²⁵ OECD/ IOPS Guidelines on the Licensing of Pension Entities. Organization for Economic Cooperation and Development. 2008.

¹²⁶ IOPS Principles of Private Pension Supervision. International Organization of Pension Supervisors. 2006.

կառավարման համակարգն ու վերահսկող մարմինն, իսկ վերջինս էլ հաստատում է արդյոք ներքին համակարգը համապատասխանում է անհրաժեշտ պահանջներին: Այնուհետև, կենսաթոշակային ոլորտը կարգավորող մարմինը կարող է ստուգել, թե կատարված ինքնագահատումը ճիշտ է կատարվել, թե ոչ:

Ընթացիկ վերահսկողության համար, կենսաթոշակային ֆոնդի ներքին աուդիտի համակարգի աշխատանքից բավարարված լինելու պարագայում, ոլորտը վերահսկող մարմինը կարող է օգտագործել ներքին աուդիտի հաշվետվությունները՝ բացահայտելու ներքին վերահսկողության համակարգի խնդիրները, ինչպես նաև հնարավոր ռիսկի ոլորտները, որոնք ներքին աուդիտորները դեռ չեն ուսումնասիրել: Մյուս կողմից էլ, կենսաթոշակային ոլորտը վերահսկող մարմինը կարող է պահանջել, որպեսզի կենսաթոշակային ֆոնդերը պարբերաբար իրականացնեն իրենց գործունեության էական ոլորտների արտաքին աուդիտը, և որի շրջանակներն էլ կսահմանի վերահսկող մարմինը: Վերոնշյալ եղանակները կարելի է համատեղել կենսաթոշակային ֆոնդերում ոլորտը վերահսկող մարմնի կողմից իրականացվող ստուգումների հետ, իսկ ստուգումների ժամանակ էլ վերահսկող մարմինը կարող է պահանջել՝ իրականացնել արժեթղթերի փորձնական առք և վաճառք: Այն պարագայում, երբ վերահսկող մարմինը քիչ համոզմունք ունի ռիսկերի կառավարման համակարգի վերաբերյալ, ապա անհրաժեշտ է ավելի մեծ թվով փորձնական գործառնություններ իրականացնել՝ հնարավոր թերությունները բացահայտելու համար:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ռիսկերի կառավարման համակարգի լիարժեք գնահատումը կպահանջի իրականացման մի քանի փուլեր: Նախ, վերահսկող մարմինը պետք է փորձի հասկանալ կենսաթոշակային ֆոնդի ներքին համակարգը՝ ուղեցույցների, ներքին կանոնակարգերի, ներքին աուդիտի հաշվետվությունների և այլ փաստաթղթերի ուսումնասիրմամբ: Այնուհետև վերահսկող մարմինը պետք է պարզի, թե նախատեսված համակարգն որքանով է իրացվել կենսաթոշակային ֆոնդում, որը կարելի է իրականացնել հիմնական աշխատակիցների շրջանում հարցում անելու միջոցով: Ոլորտը կարգավորող մարմնի վերահսկողությունը պետք է իրականացվի ամբողջ կենսաթոշակային ֆոնդի, այլ ոչ թե առանձին վերցրած գործունեության ուղղությունների համար, իսկ կատարված եզրակացությունները պետք է ուղղվեն կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման

բարձրագույն մարմին՝ պարտադիր կատարման ենթակա առաջարկությունների հետ միասին:

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման և ներքին վերահսկողության համակարգը գնահատելիս, կենսաթոշակային ոլորտը վերահսկող մարմինը կարող է իրականացնել հետևյալ քայլերը¹²⁷.

- կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմնի (տնօրենների խորհուրդ) նիստերի արձանագրությունների, աուդիտորիների և ակտուարների հաշվետվությունների մանրամասն ուսումնասիրություն,
- ֆոնդի կառավարչական մարմնի՝ ֆոնդը կառավարելու կարողության, նրա արդյունավետության, սեփական կառավարչական սխալներն ընդունելու և ուղղելու կարողության գնահատում,
- մի շարք ներքին ընթացակարգերի և ռիսկերի կառավարման համակարգերի աուդիտ՝ գնահատելու կենսաթոշակային ֆոնդի՝ ռիսկերի կառավարման մոտեցմանը դրանց համապատասխանությունը,
- հաշվապահական ընթացակարգերի ուսումնասիրություն՝ պարզելու համար, թե վերահսկողական մարմինն պարբերաբար ուղարկվող ֆինանսական և վիճակագրական տեղեկատվությունը հուսալի և հասանելի է, թե ոչ և արդյոք համապատասխանում է ոլորտը կարգավորող նորմատիվաիրավական ակտերի պահանջներին,
- կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման կազմակերպական կառուցվածքի և կառավարման մեխանիզմների ուսումնասիրություն,
- արտաքին ծառայություններին վերահսկելու կենսաթոշակային ֆոնդի կարողությունը:

Այսպիսով, ընդհանրական առումով նշենք, որ ինչպես բոլոր ոլորտներում, այնպես էլ կենսաթոշակային ֆոնդերում, արդյունավետ գործունեություն իրականացնելու համար կարևորվում է ռիսկերի կառավարումն ու դրա գնահատումը:

¹²⁷ IOPS Guidelines for Supervisory Assessment for further details. International Organization of Pension Supervisors. 2008.

ԳԼՈՒԽ 3. ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ԿԱՏԱՐԵԼԱԳՈՐԾՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

3.1 Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարման համակարգը

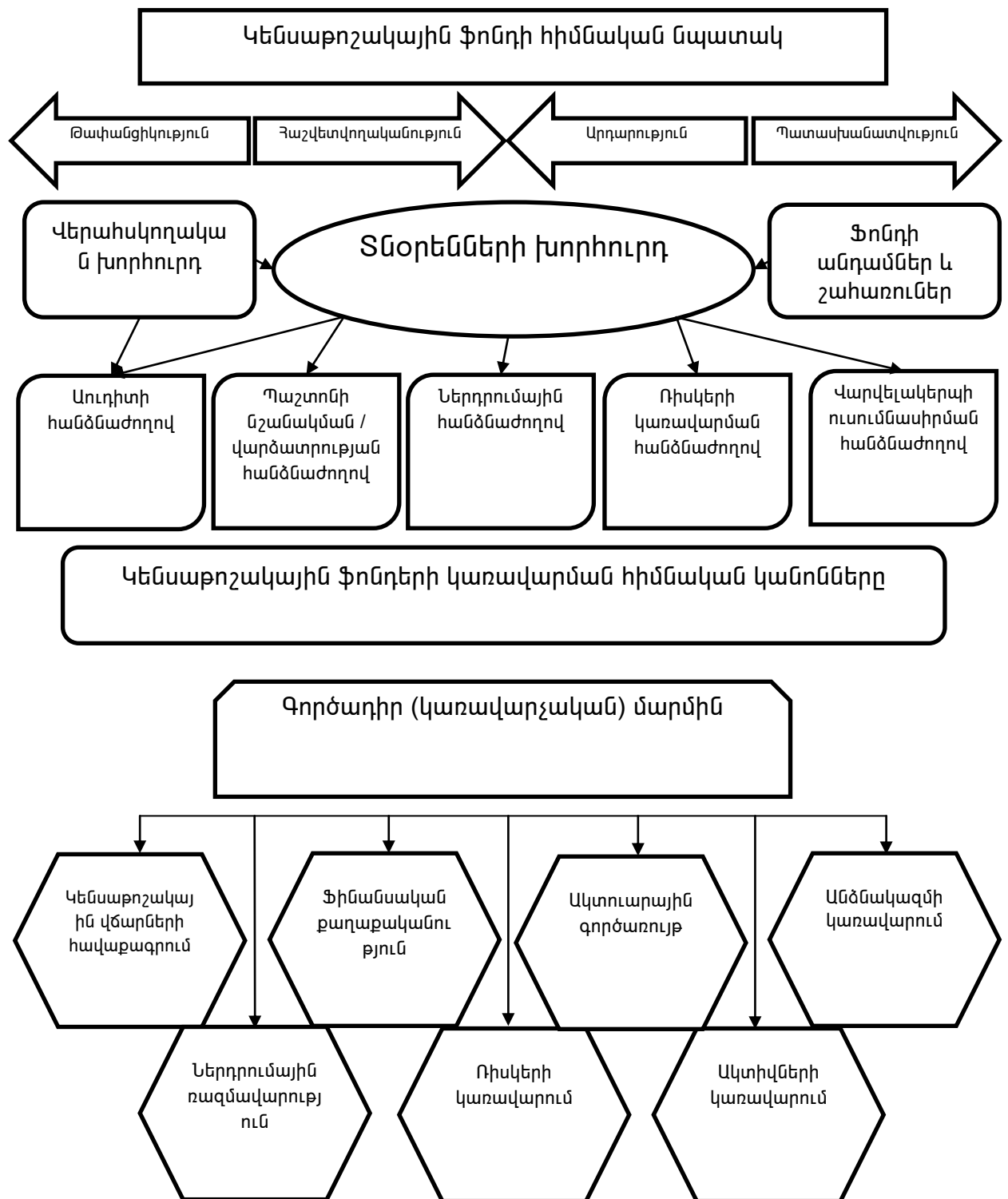
Թեև սովորաբար առկա է այն մոտեցումը, որ կորպորատիվ կառավարումը միտված է ընկերության սեփականատերերի, այդ թվում նաև բաժնետերերի շահերով առաջնորդվելուն, սակայն իրավիճակն էապես ավելի բարդ է ֆինանսական միջորդների դեպքում: Քանի որ ֆինանսական միջնորդները գործ ունեն այլ մարդկանց պատկանող հսկայական գումարների հետ, և որոնց նպատակներն ոչ թե այդ միջնորդների ակնկալվող հաջող գործունեության և իրենց ներդրումներից ստացվող շահույթի հեռանկարներն են, այլև իրենց ֆինանսական միջոցների ապահովությունն է կամ իրենց միջոցներն առավելագույն չափով տնտեսական օգուտներ ապահովող ուղղությամբ ներդրումն է: Ուստի հիմք ընդունելով վերոնշյալը, անհրաժեշտ է այսպիսի կազմակերպություններին ավելի մեծ ուշադրություն դարձնել:

Մեծ է ֆինանսական միջնորդների դերը ցանկացած երկրի տնտեսական կայունության ու զարգացման համար, և այդ առումով առևտրային բանկերը կապող օղակ են հանդիսանում խնայողությունների և ֆիզիկական ու բիզնես կարիքների միջև, ապահովում են հասանելիությունն երկրի վճարային համակարգին¹²⁸: Մյուս կողմից, շուկայական տնտեսության աճի, զարգացման և ամրապնդման համար կենսական նշանակություն ունեն արժեթղթերի շուկաները՝ ֆինանսավորում են նոր գաղափարները, աջակցում են կորպորատիվ նախաձեռնություններին, հեշտացնում են ֆինանսական ռիսկերի կառավարումը, որոնց շնորհիվ արժեթղթերի շուկան անհատի բարեկեցության և կենսաթոշակի անցնելու պլանավորման տեսանկյունից դարձել է էական հաստատություն¹²⁹: Հաշվի առնելով վերոնշյալը, և ընդհանուր առմամբ ֆինանսական միջնորդների էական դերը, շատ իրավական համակարգերում անհրաժեշտություն է

¹²⁸ Hüpkens E. Insolvency – why a special regime for banks? Current Developments In Monetary And Financial Law, VOL. 3. International Monetary Fund, Washington DC, 2003.

¹²⁹ Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. June 2010.

առաջանում կորպորատիվ կառավարման կանոնների համար լրացուցիչ պահանջներ սահմանել հատուկ օրենսդրության միջոցով:



Գծապատկեր 3.1.1: Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարման համակարգը¹³⁰

¹³⁰ Գծապատկերը պատրաստվել է ատենախոսի կողմից՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարմանը վերաբերող գիտական հոդվածների և ոլորտը կարգավորող միջազգային կազմակերպությունների հրատարակությունների ուսումնասիրության հիման վրա:

Գծապատկեր 3.1.1-ում պատկերված է կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարման մեր կողմից առաջարկվող մոտեցումը:

Ֆինանսական ոլորտում անարդյունավետ ֆինանսական կառավարումը դիտվում է որպես ֆինանսական կազմակերպության կառավարման բոլոր մակարդակներում հանդես եկող խնդիրների վրա ազդող խոշոր գործոններից մեկը, և բազմիցս մատնանշվել է որպես ֆինանսական ճգնաժամերի դրսևորման առաջին պատճառ¹³¹:

Կայացած բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգ ունեցող երկրներում կենսաթոշակային ֆոնդերն անկասկած համարվում են ինստիտուցիոնալ ներդրողների ամենամեծ դասը, և կանխատեսվում է, որ կենսաթոշակային խնայողություններն ու հարակից կապիտալի հոսքերը ֆինանսական շուկաների վրա կունենան էլ ավելի կարևոր ազդեցություն¹³²:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարումն ենթադրում է այդ ֆոնդի գործառնական և վերահսկողական պատասխանատվության գոտիների հստակ սահմանում ու առանձնացում: Երբ ձևավորվում է կենսաթոշակային միավոր, որը ֆոնդի անդամների և շահառուների փոխարեն տնօրինում է կենսաթոշակային ֆոնդը, ապա վերոնշյալ պարտականությունները պետք է հստակորեն սահմանվեն կենսաթոշակային միավորի կանոնադրության մեջ՝ համապատասխան օրենքներով, պայմանագրերով, կամ սրանց հետ կապված ցանկացած փաստաթղթերով: Միաժամանակ վերջիններս պետք է նաև սահմանեն կենսաթոշակային միավորի կազմակերպարավական ձևը, իր կառավարման կազմակերպական կառուցվածքն ու հիմնական նպատակները¹³³:

Ինչպես կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարումը, այնպես էլ կորպորատիվ կառավարումը, ենթադրում են սեփականության ու կառավարման տարանջատում: Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման պարագայում տեղի է ունենում մի կողմի սեփականության պատվիրակում՝ ավելի մեծ տնտեսական օգուտ ստանալու նպատակով,

¹³¹ United Nations Conference on Trade and Development, Corporate Governance in the Wake of the Financial Crisis: Selected International Views (2010).

¹³² G-10, Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies (September 2005); Economic and Financial Efficiency: The Importance of Pension Plans (Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to l'Association des MBA du Québec (AMBAQ), Montréal, Quebec, 9 November 2005).

¹³³ OECD Guidelines for Pension Fund Governance. Directorate for Financial and Enterprise affairs. Organization for Economic Cooperation and Development. 2008.

իսկ մյուս կողմին մասնագիտական և արդյունավետ կառավարման հմտություններ վստահելով: Թեև կորպորատիվ կառավարման հիմնարար սկզբունքները կիրառելի են կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման ժամանակ, սակայն կենսաթոշակային ֆոնդն ունի իր կոնկրետ նպատակները: Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման հիմնական նպատակներ են հանդիսանում կենսաթոշակային ֆոնդի մասնակիցների իրավունքների և շահերի պաշտպանությունն ու եկամուտների անվտանգ աղբյուրի ապահովումը՝ ֆոնդին կենսաթոշակային վճարումներ կատարած անձանց ժամանակին և բավարար չափով կենսաթոշակային եկամուտ վճարելու համար¹³⁴:

Մյուս կողմից կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական նպատակները կարող են տարբեր լինեն՝ կախված իրենց առաջարկած կենսաթոշակային պլանների տեսակներից: Այսպես, սահմանված վճարներով կենսաթոշակային պլանի պարագայում կենսաթոշակային ֆոնդի հիմնական նպատակը կարող է լինել՝ ներդնել կենսաթոշակային ակտիվները ստանալու համար սահմանված ռիսկայունության պարագայում առավելագույն եկամուտ՝ հաշվի առնելով ֆոնդի անդամների կողմից կրելիք ցանկացած ծախս: Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարման հիմնարար սկզբունքներն են՝ թափանցիկությունը, հաշվետվողականությունը, արդարությունն ու պատասխանատվությունը : Ըստ թափանցիկության սկզբունքի, կենսաթոշակային ֆոնդի ղեկավարների աշխատանքը պետք է թափանցիկ լինի ֆոնդի անդամների և շահառուների համար: Վերջինս լավագույն ձևով ապահովվում է տեղեկատվության հրապարակային բացահայտմամբ: Հաշվետվողականության սկզբունքն ենթադրում է ֆոնդի անդամների, ռիսկ կրողների և այլ շահագրգիռ կողմերի միջև այն անձանց հաշվետու դարձնելը, ում վստահված է կազմակերպության գործունեությունն ու կառավարումը: Արդարության սկզբունքը ֆոնդի կառավարիչներից և նրանց նկատմամբ հսկողություն իրականացնողներից պահանջում է արդարացի լինել ֆոնդի անդամների նկատմամբ, իսկ վերջինս էլ ենթադրում է ոչ միայն ֆոնդի կառավարիչ-անդամ փոխհարաբերությունների նեղ մեկնաբանություն, այլ նաև ընդգրկում է կազմակերպությունից դուրս գտնվող կողմերին, ինչպիսիք են՝ անկախ տնօրենները, կարգավորող մարմինները, աուդիտորները, հրավիրված փորձագետները, իրավաբաններն և այլն:

¹³⁴ Գեգենհայմեր Գ., Կիապպե Ռ., Միքայելյան Ս., Կորպորատիվ կառավարման ուղեցույց կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչների համար: Կենսաթոշակային և աշխատանքային շուկայի բարեփոխումների ծրագիր: Երևան, 2012:

Պատասխանատվության սկզբունքն ենթադրում է, որ կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարմամբ զբաղվով ղեկավարները պետք է պատասխանատվություն կրեն կազմակերպության գործերը վարելու՝ իրենց ընտրած ձևի համար:

Կենսաթոշակային ֆոնդի գործառնական գործառույթները, որոնք պետք է սահմանվեն և իրականացվեն, ներառում են կենսաթոշակային վճարների հավաքագրումը, հաշվետարությունը, ակտուարային վերլուծությունը, ներդրումային ռազմավարությունները, ակտիվների և ռիսկերի կառավարումը, վերահսկողությունը, կենսաթոշակային ֆոնդի անդամներին և շահառուներին անհրաժեշտ տեղեկատվության տրամադրումը, համապատասխանությունն օրենսդրական պահանջներին, և կիրառական առումով ֆինանսական կրթության տրամադրումը (տե՛ս գծապատկեր 3.1.1): Այս պարտականություններն ու դրանց պատվիրակումը պետք է հստակորեն սահմանված լինեն կենսաթոշակային ֆոնդի փաստաթղթերում, իսկ արտաքին պատվիրակման դեպքում՝ վերահսկվեն ծառայությունների մատուցման պայմանագրերով:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնադիր փաստաթղթերում բացի հիմնական նպատակներից և պարտականություններից, պետք է հստակորեն սահմանվեն նաև ֆոնդի անդամների ու շահառուների, ինչպես նաև ֆոնդի հովանավորների՝ դրա կառավարմանը մասնակցելու հետ կապված իրավունքները: Կառավարող մարմնի նշանակումը պետք է իրականացվի համաձայն կենսաթոշակային ֆոնդի կանոնադրության կամ համապատասխան իրավական ակտերի: Կենսաթոշակային ֆոնդի անդամներն ու շահառուները կամ նրանց ներկայացնող կազմակերպությունները նույնպես կարող են դեր խաղալ այդ ֆոնդի ղեկավար մարմնի անդամների նշանակման հարցում: Ընդհանուր առմամբ, կենսաթոշակային ֆոնդի ղեկավար մարմինը պետք է պատասխանատու լինի մասնագիտացված անձնակազմի հավաքագրման, ինչպես նաև արտաքին ծառայություններ մատուցողների հետ փոխհարաբերությունների հաստատման հարցում:

Կենսաթոշակային ֆոնդերը կառավարվում են կառավարչական մարմնի կողմից, որը պատասխանատու է ֆոնդի գործունեության և վերահսկողության համար: Կառավարչական մարմինը կարող է պատասխանատու լինել նաև կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման այլ հարցերի համար և միաժամանակ այդ մարմինը կարող է լինել ֆիզիկական անձ, ֆիզիկական անձանց խորհուրդ կամ իրավաբանական անձ: Ընդհանուր առմամբ, ընդունված է բաժանել գործառնական և վերահսկողական

պարտականությունները՝ երբ ղեկավար մարմինը կենտրոնանում է հիմնականում ռազմավարական որոշումների և վերահսկողության իրականացման վրա, իսկ գործառնական խնդիրները պատվիրակվում են կենսաթոշակային ֆոնդի մասնագիտական աշխատակազմին, իսկ կիրառելիության դեպքում նաև՝ արտաքին ծառայություններ մատուցողներին:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման պրակտիկայում ընդունված մոտեցում է. առանձին վերահսկողական խորհրդի հաստատումը, ում հիմնական գործառույթներն են՝ ռազմավարական որոշումների իրականացման համար պատասխանատու մարմնի ընտրությունն ու վերահսկողությունը: Իր հերթին վերահսկողական խորհուրդը կարող է ունենալ այլ պարտականություններ, և որպես օրինակ, կարող է հանդես գալ աուդիտորի կամ ակտուարի թեկնածությունն ու որով պայմանավորված վերահսկել հնարավոր շահերի բախման դեպքերը: Վերահսկողական խորհուրդը կարող է կազմել կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման ներքին կառուցվածքի բաղկացուցիչ տարր կամ կարող է ներկայացվել որպես կառավարման արտաքին մարմին, որտեղ ընդգրկվածները կարող են ընտրվել ֆոնդի անդամների կամ շահառուների ու ֆոնդի հովանավորների կողմից: Կորպորատիվ տեսքով ստեղծված կենսաթոշակային ֆոնդերի պարագայում կենսաթոշակային ֆոնդի անդամների և շահառուների ընդհանուր հանդիպումները նույնպես ունենում են որոշակի վերահսկողական գործառույթներ: Այդպիսի վերահսկողական խորհրդի կողմից վերահսկողության իրականացումը հատկապես ցանկալի է, երբ կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչը նույնպես առևտրային կազմակերպություն է:

Թեև կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը կարող է իր որոշ գործառնական պարտականությունները պատվիրակել իր անձնակազմին կամ արտաքին ծառայություններ մատուցողներին, սակայն այն դեռևս շարունակում է պատասխանատվություն կրել կենսաթոշակային ֆոնդի՝ իր կանոնադրական նպատակների ապահովման համար: Այն է՝ ծառայել որպես միջոցների աղբյուր կենսաթոշակառուների կենսաթոշակային եկամուտների համար: Կառավարչական մարմինը, հատկապես, պետք է պատասխանատու լինի արտաքին ծառայություններ մատուցողներին պատվիրակված աշխատանքների որակի վերահսկողության համար՝ ծառայությունների մատուցման պայմանագրերի մակարդակով: Այնպիսի հիմնական

գործառույթներ, ինչպիսիք են ներդրումային քաղաքականության մշակումն ու ռիսկերի վերահսկողությունը, նույնպես պետք է իրականացվեն կառավարչական մարմնի կողմից, թեև նրան պետք է հնարավորություն տրվի օգտվելու ենթախորհուրդների կամ արտաքին խորհրդատվական մարմինների ծառայություններից:

Կառավարչական մարմնի հիմնական ռազմավարական և վերահսկողական պարտականությունները պետք է ներառեն՝

1. Կենսաթոշակային ֆոնդի հիմնական նպատակների և ռազմավարության սահմանումը, հիմնական ռիսկերի ախտորոշումն ու դրանց համահունչ քաղաքականությունների մշակումը, ինչպիսին է ներդրումային քաղաքականությունը՝ ներառյալ ակտիվների ռազմավարական տեղաբաշխումը, կուտակման ու ռիսկերի կառավարման քաղաքականությունները:
2. Կենսաթոշակային ֆոնդի աշխատանքի վերահսկողությունը՝ արդյունքում ապահովել ֆոնդի առջև սահմանված հիմնական նպատակներին հասնելը (խոստացված կամ թիրախավորված կենսաթոշակային եկամուտների ժամանակին վճարումը, ռիսկերի ճիշտ կառավարումը, որը ներառում է ակտիվների բազմատեսականացված տեղաբաշխումն ու ծախսերի տեսանկյունից կառավարման արդյունավետությունն և այլն):
3. Ներքին մասնագիտական անձնակազմի, արտաքին ծառայություններ մատուցողների (ակտիվների կառավարիչներ, ակտուարներ, աուդիտորներ և այլն) ընտրություն, կատարված աշխատանքների դիմաց վճարում, վերահսկողություն և, անհրաժեշտության դեպքում դրանց փոխարինում:
4. Ապահովել որպեսզի կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեությունը համապատասխանի ոլորտը կարգավորող նորմատիվ իրավական ակտերի պահանջներին:
5. Կենսաթոշակային ֆոնդի անդամներին առաջարկվի հարմար ներդրումային տարբերակների, ինչպես նաև անդամներին անհրաժեշտ տեղեկատվության և խորհրդատվության տրամադրման համակարգի ապահովում:

Թեև կառավարչական մարմնի հիմնական նպատակն է լավագույնս ծառայել կենսաթոշակային ֆոնդի անդամների և շահառուների շահերին, անհրաժեշտ է միշտ

ծգտել մատուցված ծառայությունների բարձր որակի ապահովմանը՝ հնարավորինս նվազագույն ծախսերի պարագայում:

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման մարմնի առավելագույնս արդյունավետ գործունեությունն ապահովելու համար անհրաժեշտ է միջոցառումներ ձեռնարկել վերջինիս՝ սեփական սխալների կամ թերի կառավարման գծով պատասխանատվության ենթարկելու համար: Այսպիսի պատասխանատվությունն որոշ դեպքերում կարող է արտահայտվել ֆինանսական պատասխանատվությամբ, որի պարագայում այդպիսի պարտականությունների ապահովագրությունը հնարավորություն կտա կենսաթոշակային ֆոնդին ամրապնդելու իր՝ թերի կառավարման պատճառով կրած ֆինանսական կորուստների վերականգման կարողությունը:

Կառավարչական մարմնի պատասխանատվությունը լավագույնս ապահովելու համար անհրաժեշտ է՝

- կառավարչական մարմնի անդամների պարբերական հանդիպումներ,
- որոշումների կայացման գործընթացին կառավարչական մարմնի բոլոր անդամների ներգրավում,
- ընդունված որոշումների մասին համապատասխան տեղեկատվության տրամադրում կենսաթոշակային ֆոնդի անդամներին և շահառուներին,
- կարևոր և նշանակալի տեղեկատվության պարբերական տրամադրում վերահսկողական խորհրդին,
- կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեության մասին հաշվետվությունների ներկայացում կենսաթոշակային համակարգը վերահսկող մարմիններին,
- կառավարչական մարմնի անդամների թափանցիկ ընտրության մեխանիզմների ապահովում (ներառյալ կառավարչական մարմնում կենսաթոշակային ֆոնդի անդամների և շահառուների ներկայացուցիչներին ներառելու հնարավորության ստեղծում)
- համապատասխան պլանավորման հաջորդական գործընթացների ստեղծում;

Ինչպես նշեցինք, կենսաթոշակային ֆոնդի պատասխանատվության բարձրացման արդյունավետ միջոց է կառավարչական մարմնում այդ ֆոնդի անդամների և շահառուների ներկայացուցիչների ներգրավումը: Սակայն այն պարագայում, երբ կենսաթոշակային ֆոնդի անդամները հնարավորություն ունեն մասնակցելու կառավարչական մարմնի

անդամների ընտրությանը, ուստի անհրաժեշտ է պայմաններ ստեղծել արդար և թափանցիկ ընտրություններ իրականացնելու համար: Բացի դրանից, ֆոնդի անդամներին և շահառուներին ժամանակին պետք է տրամադրվի կառավարչական մարմնի անդամների մասին ինքնակենսագրական տեղեկատվություն (տարիք, կենսաթոշակային ֆոնդում աշխատելու տարիների քանակ, որակավորումներ, աշխատանքային փորձ և այլն):

Կենսաթոշակային ֆոնդի արդյունավետ կառավարում ապահովելու համար անհրաժեշտ է սահմանել վերջինիս կառավարչական մարմնի անդամների համար նվազագույն համապատասխանության չափորոշիչներ¹³⁵: Միաժամանակ վերջիններիս համապատասխան ավտոմատ մերժման համար պատճառ կարող են հանդիսանալ նախկինում իրականացրած խաբեբայության, գողության կամ այլ քրեորեն պատժելի արարքներ կատարած լինելը, ինչպես նաև կենսաթոշակային կամ այլ ֆոնդի թերի կառավարման փորձը, ինչը հանգեցրել է նշանակալի քաղաքացիական բողոքների կամ սնանկության:

Որպեսզի կառավարման մարմինն արդյունավետորեն իրականացի իր պարտականություններն ու հանդես գա որպես կոլեկտիվ մարմին, անհրաժեշտ է, որպեսզի կառավարչական մարմնի անդամների հմտությունները լինեն հաշվեկշռված և փոխլրացնեն միմյանց: Այս նպատակով, կառավարչական մարմինը կարող է սահմանել անհրաժեշտ հմտությունների ցանկ, որի միջոցով կկարողանա բացահայտել արդեն գոյություն ունեցող թերությունները: Միաժամանակ, ինչպես կառավարչական մարմնի անդամների մասնագիտական որակավորումները, այնպես էլ անհրաժեշտ աշխատանքային փորձը պետք է կախված լինի տվյալ անդամի պարտականություններից: Ցանկալի է, որպեսզի առնվազն մի քանի անդամներ ունենան համապատասխան մասնագիտական որակավորում և աշխատանքային փորձ, այնպիսի հիմնական որոշումների կայացման համար, ինչպիսին է ներդրումային ռազմավարության մշակումը: Այնուհետև, որպես կարևորագույն նախապայման, ցանկալի է կառավարչական մարմնի բոլոր անդամներն ունենան անհրաժեշտ գիտելիքներ, որպեսզի ի վիճակի լինեն հասկանալ կենսաթոշակային ֆոնդը կառավարող մասնագետների որոշումները:

¹³⁵ Blake D., Rossi A. G., Timmermann A., Tonks I., Wermers R., Decentralized Investment Management: Evidence from the Pension Fund Industry. The Journal Of Finance • Vol. Lxviii, No. 3 • June 2013. Pages 1134-1135.

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը պետք է պարբերաբար վերանայի իր կոլեկտիվ հմտություններն ու փորձի գնահատել, թե արդյոք դրանք բավական են, թե ոչ: Անհրաժեշտության դեպքում, կառավարչական մարմնի անդամների համար պետք է կազմակերպվեն կենսաթոշակային գործերին վերաբերող դասընթացներ, որոնց դիմաց պետք է վճարի կենսաթոշակային ֆոնդը, իսկ այս նպատակին հասնելու համար կարող է պատրաստվել տարեկան պլան: Այս առումով ցանկալի է աշխատակիցների համար կազմակերպել դասընթացներ ինչպես նոր աշխատանքի ընդունվելիս, այնպես էլ ամբողջ աշխատանքային գործունեության ընթացքում: Այսպիսի դասընթացների համար աջակցություն կարող է տրամադրել նաև կենսաթոշակային ոլորտը կարգավորող և վերահսկող մարմինը: Հատկապես առավել բարդ և խորացված դասընթացները կարող են անհրաժեշտ լինել, որպեսզի կառավարչական մարմինը լիարժեքորեն հասկանա ֆինանսական գործիքներում ներդրումների բարդ էությունը¹³⁶:

Միաժամանակ որպես կարևորագույն նախապայման, կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը պետք է ձգտի ձեռք բերել խորհուրդներ համապատասխան մասնագետների կողմից և կարող է պատվիրակել իր գործառույթները կենսաթոշակային ֆոնդի ենթահանձնաժողովներին, միջին օղակի կառավարչական անձնակազմին կամ արտաքին ծառայություններ մատուցողներին: Այնպիսի գործառույթներ, ինչպիսիք են՝ ներդրումային և ֆինասավորման գործընթացներն իրականացնելու համար, կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը կարող է խորհրդատուների և այլ մասնագիտական ծառայություններ մատուցողների կարիքն ունենալ: Կառավարչական մարմինը պետք է ունենա իրավունք և կարողություն այդպիսի խորհրդականների նշանակման, գնահատման և հեռացման համար: Անհրաժեշտ է ապահովել, որպեսզի կառավարչական մարմինն որոշումներ կայացնի հիմնվելով տեղեկատվության մի քանի աղբյուրների վրա:

¹³⁶ Srinivas P. S. and Thomas S. Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies. Source: Economic and Political Weekly, Vol. 38, No. 8, Money, Banking and Finance (Feb. 22-28, 2003), pp. 716.

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմնի կարևորագույն գործառնություններից մեկը ներքին վերահսկողությունն է: Արդյունավետ ռիսկերի վրա հիմնված, ներքին վերահսկողություն ապահովելու համար անհրաժեշտ է¹³⁷.

1. Անցկացնել կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեությանն ու վերահսկողությանը մասնակցող անձանց և մարմինների կատարողականի պարբերական գնահատում, հատկապես այն դեպքերում, երբ կառավարչական մարմինը նույնպես առևտրային կազմակերպություն է:
2. Պարբերաբար վերանայել վարձատրության մեխանիզմները՝ համոզված լինելով, որ կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեության և վերահսկողության համար պատասխանատուները ստանում են բավականաչափ փոխհատուցում:
3. Պարբերաբար իրականացնել՝ կառավարչական ներքին տեղեկատվական համակարգերի, գործառնական ծրագրային ապահովման, հաշվապահության և ֆինանսական հաշվետվությունների համակարգերի վերանայում:
4. Իրականացնել հնարավոր շահերի բախման իրավիճակների բացահայտում, մոնիթորինգ, իսկ անհրաժեշտության դեպքում էլ կատարել համապատասխան ուղղումներ:
5. Մշակել մեխանիզմներ՝ գաղտնի տեղեկատվության անհարկի օգտագործողներին պատժելու համար:
6. Զարգացնել արդյունավետ ռիսկերի չափման և կառավարման համակարգ՝ ներառյալ արդյունավետ ներքին աուդիտի անցկացումը:
7. Պարբերաբար գնահատել սեփական գործունեության համապատասխանությունն ոլորտը կարգավորող իրավական նորմատիվ ակտերին:

Անհրաժեշտ է հաստատել մեխանիզմներ, որոնք հնարավորություն կտան պարբերաբար գնահատելու կենսաթոշակային ֆոնդի անձնակազմի, ինչպես նաև արտաքին ծառայություններ մատուցողների կատարողականը: Կառավարչական մարմնի համար օգտակար կլինի իրականացնել նաև սեփական գործունեության գնահատում, ինչպես նաև դիմել արտաքին որևէ կազմակերպության, իսկ անհրաժեշտության դեպքում՝ վերահսկողական հանձնաժողովին, որը կիրականացնի ներքին վերահսկողության և կառավարչական մարմնի գործունեության կատարողականի վերլուծություն և գնահատում:

¹³⁷ Kannan R., Managing Pension Funds: Issues for Reform. Source: Economic and Political Weekly, Vol. 39, No. 14/15 (Apr. 3-16, 2004), p. 1454.

Բացի կառավարչական մարմնի կատարողականի գնահատումից, անհրաժեշտ է իրականացնել նաև բոլոր անձանց և կազմակերպությունների կատարողականների գնահատում, ովքեր մասնակցում են կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարմանը¹³⁸։ Վերջինիս կատարողականն արդյունավետորեն գնահատելու համար անհրաժեշտ է սահմանել համապատասխան չափորոշիչներ, որոնցով պայմանավորված էլ պարզ կդառնա, թե որքանով են արդյունավետ աշխատել նրանք։ Կատարողականի պարբերաբար գնահատման արդյունքները պետք է ներկայացվեն հաշվետվության տեսքով՝ համապատասխան որոշումներ կայացնողներին, իսկ անհրաժեշտության դեպքում՝ կենսաթոշակային ֆոնդի վերահսկողական խորհուրդին, ինչպես նաև ոլորտը կարգավորող մարմնին և ֆոնդի անդամներին ու շահառուներին։ Սահմանված չափորոշիչները պետք է պարբերաբար վերանայվեն՝ արդյունքում ապահովելու նրանց համապատասխանությունը կենսաթոշակային ֆոնդի նպատակներին։ Միաժամանակ պետք է նշել այն իրողությունը, որ լավագույն կատարողականի համար շատ կարևոր է ապահովել համապատասխան դրամական կամ նյութական փոխհատուցում։ Ուստի այդ առումով կենսաթոշակային ֆոնդի գործունեության և վերահսկողության գծով պատասխանատու անձանց աշխատավարձի գնահատումն օպտիմալ կերպով կազմակերպելու համար, անհրաժեշտ է վարձատրության գծով հանձնաժողովի ստեղծումը։ Սակայն շատ զգույշ պետք է լինել, կապված կենսաթոշակային ֆոնդի պրոդուկտների վաճառքով զբաղվող անձնակազմի վարձատրության համակարգի ընտրության և գնահատման հետ։ Բանն այն է, որ վարձատրության հետ կապված սխալ մոտեցումները կարող են վաճառքի մասնագետներին խթանել ֆոնդի անդամներին վաճառել այնպիսի ծառայություններ, որոնց կարիքը վերջիններս չունեն։ Հատկապես սա կարող է տեղի ունենալ հաճախորդների՝ ֆինանսական հարցերի հետ կապված ցածր գիտելիքների պատճառով։ Ուստի, վաճառքով զբաղվող աշխատակիցների աշխատավարձի վրա պետք է ազդի ոչ թե վաճառված ծառայությունների քանակը կամ ծավալը, այլ մատուցված ծառայությունների որակը, որը կարող է արտահայտվել հաճախորդի պահանջմունքներին համապատասխանող ծառայությունների տրամադրմամբ։

¹³⁸ IWASAKI I. and SATO K., Private Pension Funds In Hungary: Politics, Institutions, and Performance. Source: Acta Oeconomica, Vol. 55, No. 3 (2005), pp. 295.

Կենսաթոշակային ֆոնդի արդյունավետ կառավարման ապահովման համար մեծ դեր է խաղում տեղեկատվական ներքին համակարգը, որը կառավարչական մարմնի անդամներին թույլ է տալիս ստանալու՝ ժամանակին, ճշգրիտ, ամբողջական, և հեշտ ընկալելի տեղեկատվություն: Մյուս կողմից, կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչական մարմինը պետք է ապահովի այնպիսի մասնագիտական ծառայություններ մատուցողների, ինչպիսիք են օրինակ՝ ակտուարները, ակտիվների կառավարիչները, խորհրդատուներն ու այլոք, որոնք նույնպես ժամանակին ստանան ճշգրիտ տեղեկատվություն, ինչը վերջիններիս հնարավորություն կտա առավել արդյունավետորեն իրականացնել իրենց պարտականությունները:

Ամփոփելով վերոնշյալը, փորձենք առաջարկել կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման հիմնական կանոնները (տես աղյուսակ 3.1.1-ը):

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչի կարևորագույն գործառույթներից մեկն այդ ֆոնդի ակտիվների կառավարումն է, որը պետք է իրականացվի կենսաթոշակային ֆոնդի հիմնական նպատակին համապատասխան, այն է՝ ծառայել որպես կենսաթոշակային եկամտի ապահով աղբյուր¹³⁹:

Աղյուսակ 3.1.1: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման հիմնական կանոնները¹⁴⁰

Ա	1	2
1	Ֆիդուցիար պարտականություններ	Կենսաթոշակային ֆոնդերի տնօրենների խորհրդի անդամներն ու գործադիր մարմնի ղեկավարները պետք է կատարեն բարեխղճորեն գործելու և ի շահ ընկերության ու ֆոնդի մասնակիցների գործելու պարտականությունը:
2	Տնօրենների խորհուրդը	Տնօրենների խորհուրդը պետք է բաղկացած լինի անդամների բավարար թվաքանակով, իսկ անդամների մեծ մասը պետք է լինեն անկախ տնօրեններ: Խորհուրդը պարբերաբար գումարվող նիստերի միջոցով քայլեր ձեռնարկի կոմպետենտ կառավարում իրականացնելու համար:

¹³⁹ Guidelines on Pension Fund Asset Management. Directorate for Financial and Enterprise affairs. Organization for Economic Cooperation and Development. 2006.

¹⁴⁰ Աղյուսակը կազմվել է ատենախոսի կողմից՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարմանը վերաբերող գիտական հոդվածների և ոլորտը կարգավորող միջազգային կազմակերպությունների հրատարակությունների ուսումնասիրության հիման վրա:

Աղյուսակ 3.1.1-ի շարունակությունը		
Ա	1	2
3	Գործադիր մարմնի ղեկավարները	Գործադիր մարմնի ղեկավարները պետք է տիրապետեն ոլորտին վերաբերող մասնագիտական գիտելիքներին և հմտություններին, ծանոթ լինեն իրենց պարտականությունները սահմանող իրավական դրույթներին ու պատշաճ կերպով կատարեն իրենց պարտավորությունները, ինչպես նաև հանդես գան խորհրդի առջև պարբերական հաշվետվություններով (պարբերական և տարեկան):
4	Շահերի բախում	Կենսաթոշակային ֆոնդի խորհուրդը պետք է հաստատի շահերի բախման դեպքերի կառավարման քաղաքականություն և ապահովի դրա կենսագործումը: Քաղաքականությունը պետք է ներառի շահերի հնարավոր բախում պարունակող գործարքների հաստատման կարգն ու պետք է արգելի փոխկապակցված անձանց հետ արտոնյալ գործարքների իրականացումը:
5	Վերահսկողություն	Խորհուրդը պետք է զբաղվի ներքին հսկողության արդյունավետ համակարգի ներդրման և իրականացման հարցերով: Նախ և առաջ խոսքը գնում է ռիսկերի կառավարման համակարգի ստեղծման մասին, ինչը ներառում է ռիսկերի կառավարմամբ զբաղվող համապատասխան միավորի ստեղծումն ու վերջինիս շարունակական գործունեության և արդյունավետության ապահովումը: Խորհուրդը պետք է ապահովի արդյունավետ ներքին աուդիտի անցկացումը, ինչպես նաև ստեղծի համապատասխանության ապահովման գործառույթ, որը կհետևի, որպեսզի կազմակերպության գործունեությունը համապատասխանի գործող օրենսդրական պահանջներին:
6	Արտաքին աուդիտ	Խորհուրդը պետք է ապահովի հեղինակավոր աուդիտորական կազմակերպության կողմից արտաքին աուդիտի իրականացումը, որը պետք է ներառի ինչպես ֆոնդի կառավարչի, այնպես էլ նրա կողմից կառավարվող բոլոր կենսաթոշակային ֆոնդերի աուդիտը:
7	Ակտուարական գործառույթ	Կենսաթոշակային ֆոնդի խորհուրդը պետք է կառավարման ներքո գտնվող բոլոր կենսաթոշակային ֆոնդերի համար ապահովի ակտուարի առկայությունը:
8	Պատվիրակում	Գործառույթների պատվիրակման պարագայում խորհուրդը պետք է հետևի, որպեսզի այն միմիայն դրական կերպով անդրադառնա կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարման արդյունավետության վրա և միտված լինի այդ ֆոնդի շահերի պաշտպանությանը:

Աղյուսակ 3.1.1-ի շարունակությունը		
Ա	1	2
9	Տեղեկատվություն	Բաժնետերերն ու կենսաթոշակային ֆոնդի մասնակիցները պետք է հնարավորություն ունենան տեղեկանալու ֆոնդի և դրա կառավարչի գործունեության արդյունքների մասին, որը հնարավոր է միայն, եթե Խորհուրդն ապահովի հանրությանը տեղեկատվության պատշաճ բացահայտումը: Բացահայտվող տեղեկատվությունը բացի ֆինանսականից, պետք է պարունակի նաև տեղեկատվություն կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչի մասնակիցների մասնակցության, իրականացված կառավարչական գործունեության, ռիսկերի կառավարման գործընթացների մասին:
10	Ֆինանսական կայունություն	Եթե խնդիրներ են ի հայտ գալիս կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարչի կապիտալի համարժեքության հետ կապված, ապա Խորհուրդը պետք է շտապ քայլեր ձեռնարկի ընկերության ֆինանսական կայունությունը վերակազմելու ուղղությամբ:

Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչը պարտավորվում է կենսաթոշակային ակտիվները ներդնել՝ կենսաթոշակային ֆոնդի կամ պլանի կարիքներին համապատասխան: Որպեսզի կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվները լավագույնս կառավարվեն, անհրաժեշտ է ապահովել ոլորտի բարձր մասնագիտական հմտություններ ունեցող անձանց ներգրավումը կառավարման գործընթացում կամ որպես կառավարման մարմնի անդամ կամ որպես հրավիրված արտաքին խորհրդական: Կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչը պարտավորվում է ակտիվները ներդնել ֆոնդի անդամների շահերին համապատասխան:

Կենսաթոշակային ակտիվների ներդրումային գործընթացի կառավարման համար պատասխանատու կողմերը պետք է մշակեն ներդրումային քաղաքականություն և այն ներկայացնեն գրավոր ձևով: Ներդրումային քաղաքականությունը պետք է սահմանի կենսաթոշակային ֆոնդի ֆինանսական նպատակներն ու դրանց հասնելու ուղիները: Ներդրումային նպատակները պետք է համապատասխանեն կենսաթոշակային ֆոնդի պլանավորվող պարտավորությունների հետ, ինչպես կարճաժամկետ այնպես էլ երկարաժամկետ առումներով: Կենսաթոշակային ֆոնդի կարճաժամկետ պարտավորություններից են՝ թոշակի անցած անդամների կենսաթոշակային եկամուտների վճարումը, աշխատավարձը, վարչական ծախսերն ու միջնորդավճարներն և այլն:

Ներդրումային քաղաքականությունը պետք է սահմանի ակտիվների ռազմավարական տեղաբաշխումը, այդ թվում՝ հիմնական ներդրումային խմբերից ակտիվների երկարաժամկետ համախումբը, կենսաթոշակային ֆոնդի ընդհանուր կատարողականի նպատակները, ընթացիկ վերահսկողության միջոցները: Մշակված ներդրումային քաղաքականությունը պետք է սահմանի նաև կատարողականը գնահատելու համար համապատասխան չափորոշիչներ, ինչպես նաև այդ չափորոշիչներից փաստացի արդյունքների շեղումների թույլատրելի մակարդակը:

Ներդրումային քաղաքականությունը պետք է բացահայտի արդյոք ներգրավվելու են ներքին, թե արտաքին ներդրումային գործընթացների կարգավորման գծով կառավարիչներ, միաժամանակ նախանշվի նրանց գործունեության սահմաններն ու պարտականությունները, և ըստ այդմ էլ աստիճանաբար գնահատվի դրանց կատարողականը: Այն դեպքում, երբ ակնկալվում է ակտիվների կառավարման գործառույթի պատվիրակում, ապա անհրաժեշտ է նախապատրաստել ներդրումների կառավարման պայմանագիր, որի արդյունքում համանման կերպով, ներդրումային քաղաքականությունը պետք է դիտարկի ներդրումների կառավարման և դրա հետ կապված իրականացվող գործընթացների ծախսերը՝ ներառյալ հետազոտություններին առնչվող ծախսերը, ինչպես նաև արտաքին ծառայությունների գծով մատուցողներին վարձրատրությունը:

Սովորաբար, ըստ ակտիվների տեսակների՝ ներդրումների քանակական սահմանափակումներ առաջ քաշելով, ոլորտը կարգավորող մարմինն ակնհայտորեն սահմանափակում է կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների՝ ակտիվների տեղաբաշխման հնարավոր ռազմավարությունները: Սովորաբար այսպիսի սահմանափակումները ներկայացվում են որպես տարբեր տեսակի ակտիվներում և շուկաներում ներդրումների առավելագույն թույլատրելի սահմաններ:

Բազմատեսականացման սկզբունքն ապահովելու նպատակով ակտիվների որոշակի խմբերում ներդրումների առավելագույն սահմաններ հաստատելու պարագայում, անհրաժեշտ է սահմանել գործընթաց, ըստ որի կենսաթոշակային ֆոնդերը, սահմանված առավելագույն շեմը գերազանցելու դեպքում, համապատասխան ժամկետներում կկատարեն ուղղումներ իրենց պորտֆելներում: Այսպիսի ուղեցույցները պետք է նախատեսեն շուկայում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների արժեքի ժամանակավոր

տատանման հետ կապված և սահմանված առավելագույն ժամկետային խախտումների ուղղման գործընթացը:

Եթե ըստ ակտիվների առավելագույն սահմանափակումները միտված են ապահովելու կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների բազմատեսականացումը, ապա, անհրաժեշտության դեպքում, ցանկալի է խուսափել տրված խմբի ակտիվներում ներդրումների նվազագույն սահմանները հաստատելուց: Այսպիսի սահմանափակումները ստիպում են կենսաթոշակային ֆոնդերին ներդնելու իրենց ակտիվների առանձին բաժինները հատուկ ակտիվների խմբերում՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչներին հնարավորություն չտալով հեռու մնալ այն ակտիվներից, որոնք նրանք կարող է համարեն ոչ շահութաբեր կամ նպատակահարմար իրենց պորտֆելում ընդգրկելու համար: Այսպիսի սահմանափակումները կարող են նաև արհեստականորեն գնաճի ենթարկել որոշակի տեսակի ակտիվների գները:

Կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների արդյունավետ կառավարման ապահովման համար այդ ֆոնդի կառավարչական մարմինը, ինչպես նաև ակտիվների կառավարման գործընթացում ներգրավված բոլոր կողմերը պետք է կարողանան գնահատել իրենց պորտֆելում առկա ակտիվների արժեքը՝ անկախ կենսաթոշակային ֆոնդում պահվող ներդրումների բնույթից: Ընդհանուր առմամբ, ցանկալի է հնարավորության սահմաններում օգտագործել ընթացիկ շուկայական արժեքները, այլապես արդեն պետք է կիրառել հաշվապահական ընդհանուր ստանդարտներով (չափանիշներով) սահմանվող ընդունելի արժեքի գնահատման մեթոդաբանությունը:

Ընդհանրական առումով նշենք, որ ցանկացած պարագայում, կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների գնահատման մեթոդաբանությունը պետք է ֆոնդի կառավարչական մարմնի, ինչպես նաև կենսաթոշակային ֆոնդի ներդրումների կառավարման գործընթացին մասնակցող կողմերի համար լինի թափանցիկ: Ակտիվների արժեքի գնահատման օգտագործվող մեթոդների մասին տեղեկատվությունը պետք է հասանելի լինի կենսաթոշակային ֆոնդի անդամներին և շահառուներին:

3.2 Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության գնահատումը

Գիտական շրջանակներում լայն քննարկման նյութ է այն հսկայական կորուստները, որոնք կրեցին մեծ թվով կենսաթոշակային ֆոնդեր 2008 թ.-ի ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի պատճառով: Ըստ Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության գնահատման, կենսաթոշակային ֆոնդերի կորուստներն իր անդամ երկրներում կազմել են 5.4 տրիլիոն կամ այս երկրներում 2008թ.-ին կենսաթոշակային ակտիվների արժեքի մոտ 20 տոկոսը¹⁴¹: Լատինական Ամերիկայում և Կենտրոնական Եվրոպայում կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամուտները 2008 թ.-ին բացասական են եղել:

Ցանկացած կենսաթոշակային համակարգի հիմնական նպատակն է ապահովել, որպեսզի համակարգի անդամները թոշակի անցնելիս ունենան բավականաչափ կենսաթոշակ: Մինչդեռ ավանդական սահմանված կենսաթոշակների կենսաթոշակային պլանները նախօրոք են սահմանում ցանկալի կենսաթոշակի մակարդակն ու այնուհետև ձգտում են այդ նպատակին հասնելուն, ավելի ու ավելի մեծ թվով երկրներ են անցում կատարում սահմանված վճարների կենսաթոշակային համակարգերի, որոնց պարագայում կենսաթոշակի մակարդակը նախօրոք սահմանված չէ: Սա հաճախ հանգեցնում է ոչ միայն կենսաթոշակային ֆոնդերի, այլ նաև ոլորտը կարգավորողների և հենց կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների կողմից բավականաչափ կենսաթոշակային եկամտի ապահովման երկարաժամկետ նպատակի փոխարեն կենսաթոշակային ակտիվների կարճաժամկետ կուտակման հարցն ուշադրության կենտրոնում պահելուն:

Ներդրումների կարճաժամկետ անվանական եկամուտների վրա այսպիսի կենտրոնացումը թաքցնում է այն փաստը, որ եկամուտները կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետությունը կամ կատարողականը սահմանող մի շարք գործոններից միայն մեկն են: Մյուս գործոնները ներառում են վարչական և ներդրումների կառավարման ծախսերը, կենսաթոշակային վճարների խտությունն ու մասնակիցների՝

¹⁴¹ Antolín, P., and F. Stewart. 2009. "Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis." OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions no. 36. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development.

կենսաթոշակի անցնելու տարիքի որոշման ժամանակ դրսևորած վարքը: Վերջին ժամանակներս այս գործոնները բավականին ուշադրության են արժանացել հետազոտողների և ոլորտում քաղաքականություն մշակողների կողմից: Օրինակ, երկրները մշակել են ծախսերի կրճատման մի շարք եղանակներ, որոնք ներառում են՝ միջնորդավճարների վրա սահմանափակումներ (Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրներ), կենսաթոշակային վճարների հավաքագրման կենտրոնացում (Լատվիա և Շվեդիա), համակարգին նոր միացողներին պատահականության սկզբունքով ֆոնդերի միջև բաշխող համակարգ (Չիլի և Լեհաստան) և էլեկտրոնային փաստաթղթաշրջանառություն (Էստոնիա):

Կենսաթոշակային վճարների խտությունն ևս կարևոր գործոն է, որն ազդում է մեծ ստվերային տնտեսություն ունեցող երկրներում կուտակված կենսաթոշակների վրա: Այսպես, լատինամերիկյան երկրներում կենսաթոշակային վճարների խտությունն ընդհամենը 50 տոկոս է¹⁴²: Կենսաթոշակային վճարների ցածր խտություն ունեցող անհատները կենսաթոշակի անցելիս կունենան կուտակված ակտիվների ցածր մակարդակ և հետևաբար նաև ցածր կենսաթոշակ: Կենսաթոշակի անցնելու տարիքն ևս կարևոր գործոն է, որն ազդում է կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության վրա: Քանի որ այն երկրներում, որոնք թույլ են տալիս անհատներին ավելի վաղ կենսաթոշակի անցնել, կուտակման ժամանակահատվածն ավելի կարճ է, շատ հավանական է, որ այս անհատները կստանան ավելի ցածր կենսաթոշակ: Որպես հետևանք, որոշ երկրներում կառավարությունները բարձրացրել են կենսաթոշակի անցնելու պաշտոնական տարիքը կամ խթաններ են ներկայացրել ավելի ուշ կենսաթոշակի անցնելու համար:

Թեև այս գործոնները կենսաթոշակային ֆոնդերի ընդհանուր արդյունավետության համար կարևոր են, սակայն հետազոտողների շրջանում առավել մեծ քննարկման թեմա է ներդրումների և ներդրումների կատարողականի հարցը: Զուտ կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականի գնահատման հարցը համեմատաբար նոր խնդիր է գրականության մեջ: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականի վերաբերյալ ավանդական մոտեցումը հիմնականում կենտրոնանում է կարճաժամկետ եկամտաբերության վրա: Քանի որ

¹⁴² Arenas de Mesa, Alberto, and Fabio Bertranou. 2003. *Protección Social, Pensiones y Género en Argentina, Brasil y Chile.*: International Labor Organization, Santiago de Chile.

պարտադիր կուտակային բաղադրիչի նպատակն անհատներին բավականաչափ կենսաթոշակային եկամտով ապահովելն է, եկամտաբերության ամսական կամ տարեկան ցուցանիշներն անիմաստ են, եթե դրանք չեն համեմատվում որոշակի չափանիշի կամ նպատակային ցուցանիշի հետ:

Ոլորտը կառավարող որոշ մարմիններ կարող են պակաս չափով հետաքրքրված լինել կատարողականի գնահատմամբ, քանի որ նրանք կարող են ակնկալել, որ շուկան կապահովի ակտիվների տեղաբաշխման օպտիմալ մակարդակ: Նաև որոշ կառավարություններ հավատացած են, որ սահմանված վճարներով կենսաթոշակային համակարգերում առկա մրցակցությունն օգնում է կենսաթոշակային ֆոնդերին մասնակից անհատների կենսաթոշակային ակտիվների արդյունավետ կառավարմանը: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչները կմրցակցեն ֆոնդերի համար, իսկ անհատներն էլ կընտրեն այն կենսաթոշակային ֆոնդերը, որոնք ամենից օպտիմալ կերպով կկառավարեն իրենց միջոցները: Այս մրցակցային մոդելն ենթադրում է, որ կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցներն ի վիճակի են մատնանշելու այն գործոնները, որոնք ազդում են կենսաթոշակային ֆոնդերի՝ բավարար կենսաթոշակային միջոցներ կուտակելու և տրամադրելու կարողության վրա, կարող են գնահատել կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականը՝ հիմք ընդունելով այդ գործոնները, և կարող են կայացնել որոշումներ, որոնք ապահովում են իրենց իրավիճակի համար օպտիմալ արդյունք: Սակայն պրակտիկայում այս գործոններն անմիջապես հասանելի և ընկալելի չեն հասարակ մասնակցի համար: Սովորաբար նրանց հասանելի տեղեկատվությունը սահմանափակ է, իսկ առկայության դեպքում էլ հեշտ ընկալելի չէ: Այս խնդիրը լուծելու համար որոշ երկրներ պայմաններ են ստեղծել հանրությանը տեղեկատվության ավելի մեծ ծավալ հասանելի դարձնելու համար՝ հույս ունենալով, որ վերջինս կբարելավի սպառողների կարողությունը տեղեկացված որոշումներ կայացնելու համար, սակայն այս ջանքները կարող են ապարդյուն լինել, քանի որ սպառողները սահմանափակ կարողություն ունեն համակարգերի ներքին բարդ կապերն ու բովանդակությունը հասկանալու համար: Այս խնդիրը մասնակիորեն կարող է լուծվել հանրության ֆինանսական գրագիտության մակարդակի բարձրացման ճանապարհով, սակայն պետք է հաշվի առնել, որ դա շատ ժամանակատար և ծախսատար գործընթաց է:

Սահմանված վճարներով համակարգի պարագայում, երբ բացակայում են կատարողականի գնահատման առավել երկարաժամկետ միջոցներ, կարճաժամկետ եկամուտների վրա գոյություն ունեցող շեշտադրումը մղում է կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչներին իրենց ջանքերը կենտրոնացնելու կարճաժամկետ եկամուտների մաքսիմալացման վրա: Այնուամենայնիվ, կարճաժամկետ դրական կատարողականը դեռևս չի նշանակում, որ տվյալ ֆոնդը կունենա դրական կատարողական նաև երկարաժամկետում: Ակտիվների ռազմավարական տեղաբաշխման վերաբերյալ առկա գրականությունը բազմաթիվ օրինակներ է բերում, երբ ակտիվների կարճաժամկետ տեղաբաշխումը հակադրվում է կենսաթոշակային ֆոնդի երկարաժամկետ նպատակներին: Ընդհանուր առմամբ ոչ մի երաշխիք չկա, որ կարճաժամկետում մրցակցությունը կհանգեցնի երկարաժամկետում ակտիվների օպտիմալ տեղաբաշխմանը¹⁴³: Մյուս կողմից էլ կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականի վերաբերյալ վարչական կարգավորումները, ինչպիսին է օրինակ եկամտաբերության նվազագույն մակարդակի սահմանումը, կարող է ստեղծել մրցակցային միջավայրում ձեռք բերված հավասարակշռված պորտֆելի տեղաբաշխման լրացուցիչ խաթարում:

Տարբեր երկրների կառավարությունները միայն մասնակիորեն են անդրադարձել կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային կատարողականի խնդրին: Որպեսզի բարձրացնեն կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակից անհատների պատասխանատվությունը սեփական կենսաթոշակային եկամուտների համար, որոշ կառավարություններ հիմքեր են ստեղծել բազմազան ներդրումային հնարավորությունների համար՝ ստեղծելով ակտիվների տեղաբաշխման տարբերվող մոտեցումներով կենսաթոշակային ֆոնդեր, որոնք նախատեսված են տարբեր ռիսկայնությամբ և եկամտաբերության արդյունք ստեղծելու համար: Այս մոտեցման հիմքում ընկած ենթադրությունն այն է, որ մասնակիցները կկարողանան գնահատել իրենց իրավիճակն ու ընտրել իրենց երկարաժամկետ նպատակներին և ռիսկին հակվածությանը համապատասխանող լավագույն ֆոնդը: Այնուամենայնիվ, այս գործողություններին զուգահեռ միջոցներ չեն ձեռնարկվել մասնակիցներին ներկայացնելու ուղղորդող ռազմավարություններ, որոնք վերջիններս կկարողանան օգտագործել իրենց իրավիճակին լավագույնս համապատասխանող կենսաթոշակային ֆոնդի ընտրության համար, ինչի

¹⁴³ Campbell John Y., and Luis Viceira. 2002. Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors. Oxford: Oxford University Press.

պատճառով մեծ է հավանականությունը, որ մարդիկ կկատարեն ոչ օպտիմալ ընտրություն¹⁴⁴:

Այս պայմաններում թերևս լավագույն մոտեցումը կլինի մոդելավորել մի շարք կենսաթոշակային ֆոնդեր, որոնք կօգտագործվեն որպես ուղենիշներ և վերջիններիս ստացած արդյունքների հետ արդեն հնարավոր կլինի համեմատել կենսաթոշակային ֆոնդերի փաստացի կատարողականը: Սրա շնորհիվ կենսաթոշակային ֆոնդերի միջև մրցակցության հիմք կդառնա մոդելավորված համակարգի ցուցանիշները գերազանցելը՝ կարճաժամկետ եկամտաբերության ցուցանիշների փոխարեն: Ակտիվների տեղաբաշխումը կախված կլինի ոչ միայն տարիքից, բայց նաև այլ պարամետրերից, ներառյալ՝ կենսաթոշակային վճարների մակարդակը, վճարների խտությունը, այլ սոցիալական ապահովության ծրագրերից եկամուտները, եկամուտների բնութագրիչները, դիսկի նկատմամբ վերաբերմունքն ու այս գործոնների ու ակտիվների եկամուտների միջև կորելացիաները: Սա իրենից ներկայացնում է լուրջ մարտահրավեր ոլորտը կարգավորող մարմնի համար, ըստ որի վերջինս պետք է հիմնի կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականը մոդելավորող մեխանիզմներ, որոնք հիմնված կլինեն տարբեր անհատների տարբերվող բնութագրիչների վրա (ներդրումային որոշումներ) և ուղենիշ են հանդիսանալու, որոնց համեմատությամբ էլ հնարավոր կլինի գնահատել կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների կատարողականը: Այս մոտեցման պարագայում կառավարությունները ստիպված կլինեն կենսաթոշակային ֆոնդերի երկարաժամկետ ռազմավարությունների սահմանման ավելի շատ պատասխանատվություն ստանձնել: Այս մոտեցման բովանդակությունն այն է, որ չսահմանելով ներդրումային ռազմավարությունների ուղեցույցներ, կառավարությունները մասնակիցներին թողնում են անորոշ իրավիճակում, ինչն ի վերջո բացասական կերպով է ազդում ընդհանուր կատարողականի վրա, որն էլ կարող է իր բացասական ազդեցությունն ունենալ երկարաժամկետում կուտակային կենսաթոշակային համակարգի կենսունակության վրա:

Վերոնշյալ մոտեցման պարագայում կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականի բարելավման և պորտֆելների տեղաբաշխման անարդյունավետությունների պատճառով

¹⁴⁴ Benartzi, Shlomo and Richard Thaler. 2007. "Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior." *Journal of Economic Perspectives*. Volume 21, number 3: 81-104. Summer 2007.

կենսաթոշակային միջոցների կորուստի ռիսկերի կրճատման հարցում շուկայի և պետության դերերի ավելի լավ հավասարակշռություն գտնելու փորձ է արվում: Ուստի, տարբեր երկրների կառավարություններն ու կենսաթոշակների ոլորտը կարգավորողները պետք է ավելի ակտիվ դեր ստանձնեն աշխատողների տարբեր կատեգորիաների համար կենսաթոշակային ֆոնդերի երկարաժամկետ նպատակների գնահատման և առաջադրման, ինչպես նաև ուղենշային պորտֆելիների սահմանման հարցում, որոնք կարող են օգտագործվել ֆոնդերի կառուցմանն աջակցելու, ֆոնդերի միջև ընտրության գործընթացը հեշտացնելու և առավել իմաստալից գնահատում իրականացնելու համար: Թեև այս մոտեցումը տարբեր երկրների կառավարությունների համար սահմանում է պատասխանատվության ավելի բարձր մակարդակ, սակայն մյուս կողմից էլ նույն կառավարություններին շնորհում է կենսաթոշակային ֆոնդերի գործունեության վերահսկման առավել արդյունավետ գործիքով:

Մեծ թվով տարատեսակ կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնումը դեռ բավարար չէ կուտակային կենսաթոշակային խնայողությունների ողջ պոտենցիալն օգտագործելու համար, որովհետև անհատների մեծ մասն ի վիճակի չեն լիարժեքորեն հասկանալ և պատկերացնել ակտիվների երկարաժամկետ ներդրման բովանդակությունը, ինչը կախված է այնպիսի տարաբնույթ պարամետրերից, ինչպիսիք են տարիքը, մարդկային կապիտալի ռիսկը, եկամտի այլ աղբյուրներն ու ռիսկից խուսափումը: Բացի այդ անհրաժեշտ է հաշվի առնել նաև այդ կենսաթոշակային պլանների ծախսատարությունը: Այս տեսանկյունից, կոլեկտիվ կենսաթոշակային պլաններն որոշ երկրներում հավասարակշռված այլընտրանք են հանդիսանում: Այս համատեքստում, նշանակալի ձեռքբերումներ կարող են տեղի ունենալ, եթե անհատներին տրամադրվի համապատասխան ուղենիշներ, որոնք վերջիններիս հնարավորություն կընձեռնի գնահատելու իրենց առաջարկվող կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականը: Այսպես օրինակ, պարտադիր կոլեկտիվ կենսաթոշակային պլանների պարագայում, ներդրումները չեն հիմնվում անհատների ֆինանսական գրագիտության վրա, այլ ներդրումային մասնագետների մասնագիտական գիտելիքների:

Այսպիսով, կարող ենք պնդել, որ անհատների համար օպտիմալ ակնկալվող կենսաթոշակներ ապահովող ուղենիշների սահմանումը կենսաթոշակային ոլորտը վերահսկող մարմնի պարտականություններից է: Կենսաթոշակային ֆոնդերը պետք է

մրցակցեն միանման ռիսկային կառուցվածքի շրջանակներում՝ հիմնվելով այս ուղենիշների վրա: Որոշ չափով այդ ուղենիշները կախված կլինեն առկա ֆինանսական գործիքներից, այնուամենայնիվ, անկախ ֆինանսական շուկաների զարգացման մակարդակից, այս ուղենիշները պետք է հաշվի առնեն հետևյալ գործոնները¹⁴⁵

- Կենսաթոշակային եկամտի այլ աղբյուրների առկայությունը՝ ներառյալ բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի առաջին հիմնասյան տրամադրած միջոցները,
- անհատների տարիք,
- կենսաթոշակային վճարների տեմպը,
- կենսաթոշակի թիրախային մակարդակը (վերջին աշխատավարձի նկատմամբ տոկոսային արտահայտությամբ),
- եկամտի և ներդրումների եկամտաբերության միջև կորելացիաների մատրիցը,
- աշխատողների տարբեր խմբերի համար կենսաթոշակային վճարների խտությունը,
- կենսաթոշակի վճարման փուլում կենսաթոշակի վճարման եղանակը,
- ոլորտը կարգավորող մարմնի՝ ռիսկից խուսափելու պարամետրը:

Այսպիսով, քանի որ դժվար է գնահատել, թե կարճաժամկետում կենսաթոշակային ֆոնդերի դրսևորած արդյունքներն որքան հավանականությամբ կհանգեցնեն կենսաթոշակային ֆոնդերի առջև ծառացած երկարաժամկետ նպատակների իրագործմանը, կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականի գնահատման համար անհրաժեշտ է ձեռնարկել սկզբունքայնորեն այլ մոտեցում: Կենսաթոշակային ֆոնդերի կարգավորման և բավականաչափ կենսաթոշակային եկամտի ապահովման երկարաժամկետ նպատակի զուգակցման լավագույն եղանակն ուղենիշների կամ հենանշային պորտֆելների կիրառումն է: Վերջիններս կառուցվում են թիրախային կենսաթոշակային եկամտի մատակարարման համար՝ ամենամեծ հավանականության և ռիսկի նվազագույն մակարդակի պարամետրերի շրջանակներում:

Այս ուղենշային պորտֆելների կառուցման համար անկախ (երկրի կառավարությունից և կենսաթոշակային ֆոնդերը կառավարող կազմակերպություններից) մարմնի կողմից պետք է սահմանվեն կենսաթոշակային ֆոնդերի համար թիրախային

¹⁴⁵ Hinz Richard P., Evaluating the Financial Performance of Pension Funds. World Bank Publications, 2010. 279 pages.

նպատակներ: Այս թիրախային նպատակները սովորաբար արտահայտվում են որպես վերջին աշխատավարձից տոկոս: Միջին վիճակագրական անհատի համար այսպիսի թիրախային նպատակը սովորաբար կազմում է 50-70%¹⁴⁶: Հիմք ընդունելով այս թիրախային մակարդակն ու ֆոնդին կատարվող կենսաթոշակային վճարների մակարդակը, ֆոնդի առջև կարող են սահմանվել եկամտաբերության թիրախային ցուցանիշներ: Ինչից հետո կարելի է սահմանել ուղենշային պորտֆել, որը կունենա նվազագույն ռիսկի պայմաններում ցանկալի արդյունքին հասնելու առավելագույն հավանականություն և հիմնված կլինի պրոյեկտվող եկամտաբերության ցուցանիշների վրա: Այս ուղենշային պորտֆելը պետք է ունենա ցածր ծախսեր, ենթադրի բավականաչափ դիվերսիֆիկացիայի մակարդակ և հիմնված լինի ներդրումների պասիվ ինդեքսի վրա: Որպես այլընտրանք, Վիցիերան ընդգծում է, որ ուղենիշը կարող է կազմված լինել ոչ ռիսկային ակտիվներից, որն ի վիճակի կլինի գեներացնելու թիրախային նպատակը համապատասխան ներդրումային ժամանակահատվածում¹⁴⁷, իսկ կենսաթոշակային ֆոնդերի կատարողականը կչափվի այս ուղենշային պորտֆելների կատարողականի հետ համեմատելով:

Ինչպես կենսաթոշակային համակարգի թիրախային նպատակների դեպքում, այնպես էլ ուղենշային պորտֆելի պարագայում անհրաժեշտ է անկախ մարմնի առկայություն: Այպես, որպես օրինակ, երկրի կառավարությունը միտված է օգտագործելու կենսաթոշակային ֆոնդերը պետական պարտքի ֆինանսավորման համար կամ տարբեր պետական սոցիալական ծրագրերի աջակցության համար, որոնք ունեն ցածր եկամտաբերություն: Եթե ուղենիշները կառուցվեն կառավարության կողմից, շատ հավանական է, որ վերջիններս ապագայի համար կապահովեն ցածր կենսաթոշակներ, թեև մյուս կողմից առկա է այն ռիսկը, որ մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների առջև կարող են սահմանավել շատ պահանջկոտ ուղենիշներ:

Ուղենշային պորտֆելի կշիռները պետք է սահմանվեն ոլորտի մասնագետների կողմից և պարբերական վերանայումներից հետո ճշգրտվեն: Երկարաժամկետ ուղենշային պորտֆելի կառուցման ժամանակ անկախություն ապահովելու համար պետք է մշտապես

¹⁴⁶ Stewart, Fiona, Proving Incentives for Long-Term Investment by Pension Funds -- The Use of Outcome-Based Benchmarks (May 1, 2014). World Bank Policy Research Working Paper No. 6885. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2439992>

¹⁴⁷ Rudolph, H., Hinz, R., Antolin, P., Yermo, J., (2010) 'Evaluating Financial Performance of Pension Funds', World Bank Publication.

գործի բարձր մակարդակի հանձնաժողով, որի անդամները պետք է ներկայացնեն կենսաթոշակային համակարգի մասնակիցների երկարաժամկետ շահերը: Անկախության ապահովման համար, այս հանձնաժողովի անդամները կարող են առաջադրվեն կառավարության և հաստատվել երկրի օրենսդիր մարմնի կողմից:

Այսպիսով, ամփոփելով կարող ենք նշել, որ ուղենշային պորտֆելների որդեգրումը կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետության գնահատման առաջադեմ և արդյունավետ եղանակ է, սակայն առկա են որոշ դժվարություններ, որոնք կապված են ակտիվների եկամտաբերության սահմանման, եկամտաբերության մոդելավորման հետ: Բացի այդ, նախկինում դիտված եկամտաբերության մակարդակներն ապագա և երկարաժամկետ կանխատեսումների համար այնքան էլ լավ աղբյուր չեն: Բացի այդ մոդելի համար կարևորագույն տարր են աշխատավարձի կանխատեսվող մակարդակները, ինչպես նաև կենսաթոշակային վճարների թիվը, որը կախված է աշխատաշուկայից, և վերջիններս էական նշանակություն ունեն կենսաթոշակային խնայողությունների արդյունքի վրա: Իսկ մոդելը կենսաթոշակային համակարգի միջին վիճակագրական մասնակցի հիման վրա կառուցելը ռիսկեր է առաջացնում, որ բնակչության այն անդամները, ովքեր հեռու են այս միջին վիճակագրական պրոֆիլից, կարող են չհասնել կենսաթոշակի իրենց թիրախավորված արդյունքին:

3.3 ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերն որպես ներդրումների կազմավորման աղբյուր

Թերևս առանձնակի հետաքրքրություն է ներկայացնում ՀՀ կենսաթոշակային համակարգի կուտակային բաղադրիչի ազդեցությունն երկրի տնտեսական համակարգում, այն է՝ ինչպե՞ս են ակնկալվող դրամական հոսքերը ներգրավվելու և ներդրվելու երկրի տնտեսության մեջ: Ինչպես արդեն նշել ենք, պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային բաղադրիչի մասնակիցները պարտավորվում են կատարել վճարումներ անհատական կենսաթոշակային հաշիվներին: Վճարի չափը հաշվարկվում է որպես մասնակցի աշխատավարձի որոշակի տոկոս և կուտակվում է (ներդրումներից ստացված եկամտի հետ միասին) մասնակցի ողջ աշխատանքային կարիերայի ընթացքում: Հասնելով կենսաթոշակային տարիքի, ի լրումն 0 և 1 բաղադրիչներից ստացվող կենսաթոշակի, մասնակիցը կկարողանա ստանալ իր կուտակածը:

Այսպիսով, 2-րդ բաղադրիչի շնորհիվ ՀՀ ֆինանսական համակարգն ականատես է դառնում զգալի դրամական ներհոսքի: Հայաստանում պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային ակտիվների կառավարումը վստահվել է երկու կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների՝ «Ամունդի-Ակբա Ասեթ Մենեջմենթ» և «Ցե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ընկերություններին, որոնք համաձայն «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենքի պահանջների, առաջարկում են հետևյալ երեք տեսակի պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային ֆոնդերը.

1. Հավասարակշռված ֆոնդ, որի համաձայն այդ ֆոնդի ակտիվներում բաժնային արժեթղթերի և դրանց հեջավորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ գործիքների տեսակարար կշիռը չի կարող գերազանցել 50 տոկոսը:
2. Պահպանողական ֆոնդ, ըստ որի կանոնների՝ ֆոնդի ակտիվներում բաժնային արժեթղթերի և դրանց հեջավորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ գործիքների տեսակարար կշիռը չի կարող գերազանցել 25 տոկոսը:

3. Կայուն եկամտային ֆոնդ, ըստ որի կանոնների՝ ֆոնդի ակտիվները չեն կարող ներդրվել բաժնային արժեթղթերում և դրանց վրա հիմնված ածանցյալ գործիքներում:

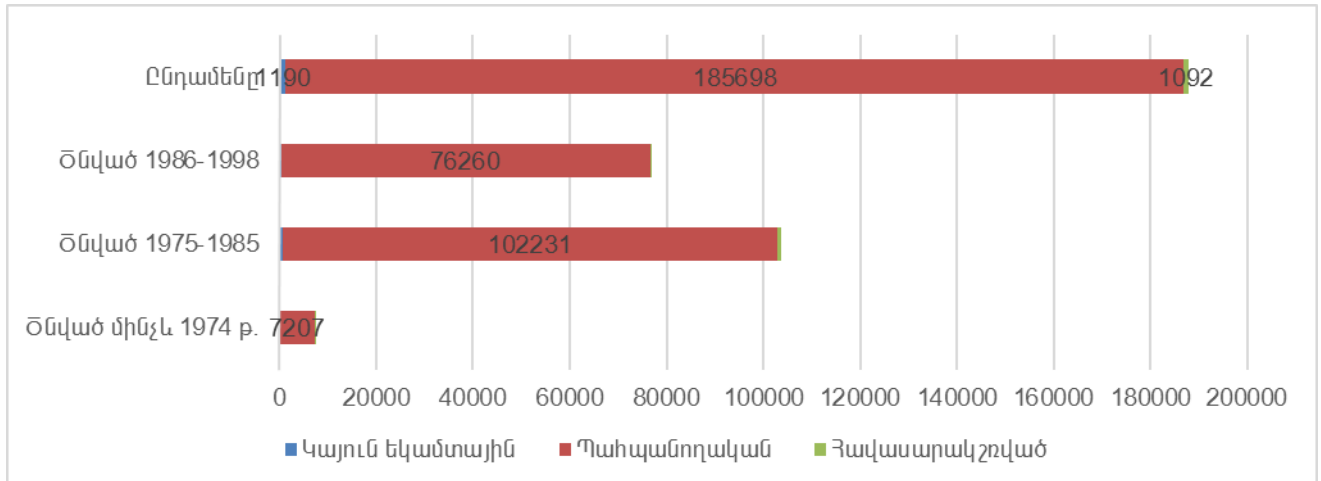
Կուտակային բաղադրիչի դրամական հոսքերի վրա ազդում են երեք հիմնական գործոններ.

- բաղադրիչին վճարումներ կատարողների թվաքանակը,
- միջին ամսական աշխատավարձը,
- կուտակային բաղադրիչին աշխատավարձից կատարվող անհատական վճարումների տոկոսադրույքը:

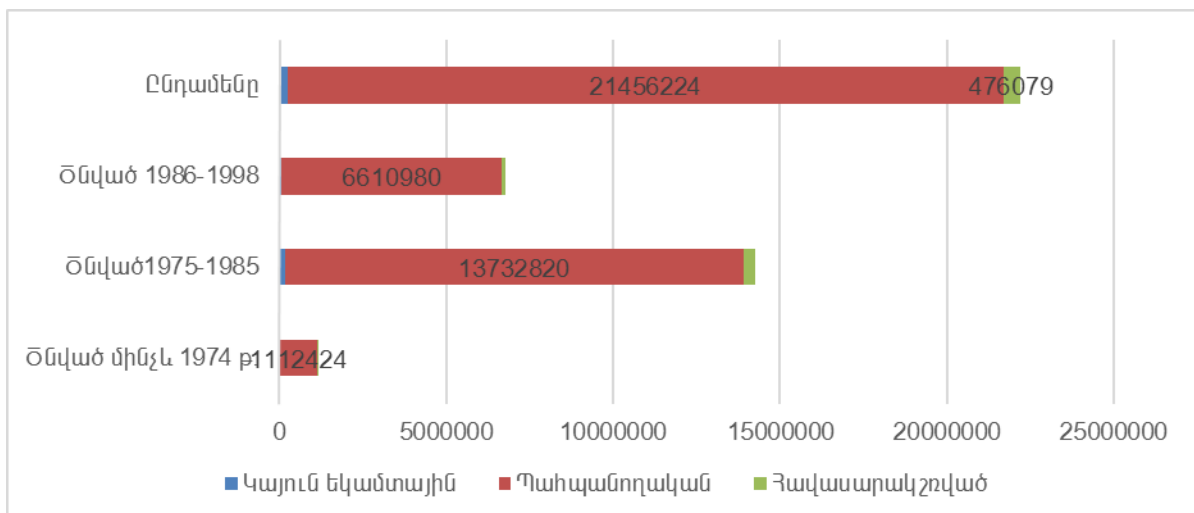
Ըստ ՀՀ Կենտրոնական բանկի տվյալների, 30.09.2015 դրությամբ պարտադիր կուտակային բաղադրիչների մասնակիցների թվաքանակը հասնում էր 187,980-ի (տե՛ս գծապատկեր 3.2.1), որից 88,729-ն արական սեռի են, իսկ 99,251-ը՝ իգական. սա այն դեպքում, երբ, ըստ ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության տվյալների, 2014թ.-ին վարձու աշխատողների միջին տարեկան թիվը կազմել է 632,900 մարդ: Նշենք, որ 1974 թվականի հունվարի 1-ին և դրանից հետո ծնվածները կուտակային բաղադրիչին մասնակցում են պարտադիրության սկզբունքով: Այս շեմը սահմանվել է հաշվի առնելով կենսաթոշակային բարեփոխումների թիրախային ցուցանիշներն ու դրանց հնարավորինս շուտ հասնելու նպատակադրումը: Մասնավորապես խոսքը գնում է շուրջ 45-50 տոկոս փոխհատուցման գործակցի մասին, ըստ որի կենսաթոշակի չափը պետք է կազմի նույնպես աշխատավարձի շուրջ 45-50 տոկոսը: Պարտադիր կուտակային բաղադրիչի մասնակիցների գերակշիռ մասը՝ 55.2 տոկոսը կազմում են 1975-1985 թվականներին ծնվածները, մեծությամբ հաջորդ խումբը 1986-1998 թվականներին ծնվածներն են՝ 40.9 տոկոս, իսկ մինչև 1975 թվականը ծնվածների տեսակարար կշիռ կազմում է 3.9 տոկոս: Ավելին, նրանց 98.8 տոկոսը հանդիսանում են պահպանողական ֆոնդի (ֆոնդերի) անդամներ, իսկ կայուն եկամտային և հավասարակշռված ֆոնդերի անդամների թիվը համապատասխանաբար չի գերազանցում կուտակային բաղադրիչի մասնակիցների թվի 1 տոկոսը:

Կրկին, Ըստ ՀՀ Կենտրոնական բանկի տվյալների, 30.09.2015 դրությամբ պարտադիր կուտակային բաղադրիչների մասնակիցների փայերի ընդհանուր քանակն

կազմել է 22,189,650 փայ (տե՛ս գծապատկեր 3.2.2), որի գերակշիռ մասը՝ 64.2 տոկոս, կազմում են 1975-1985 թվականներին ծնվածների փայերը, 30.2 տոկոսը՝ 1986-1998 թվականներին ծնվածներինը, իսկ 5.3 տոկոսը՝ մինչև 1974 թ. ծնվածներինը: Փայերի 96.7 տոկոսը հանդիսանում են պահպանողական ֆոնդի (ֆոնդերի) փայեր, 2.2 տոկոսը՝ հավասարակշռված, իսկ 1.2 տոկոսը՝ կայուն եկամտային ֆոնդերի փայեր:



Գծապատկեր 3.2.1: ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների թվաքանակն ըստ տարիքային տարանջատման (30.09.2015) (մարդ)¹⁴⁸

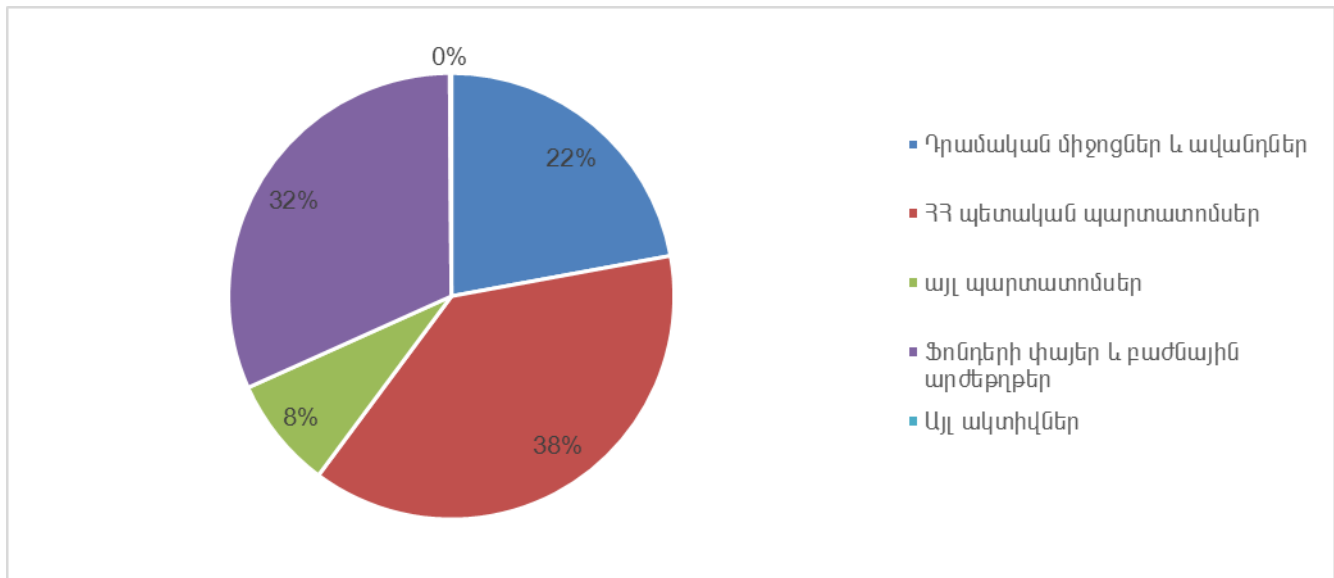


Գծապատկեր 3.2.2: Կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների փայերի քանակն ըստ տարիքային տարանջատման (30.09.2015) (հատ)¹⁴⁹

¹⁴⁸ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, տվյալների աղբյուր՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշներ», 30.09.2015, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

30.09.2015թ. դրությամբ ՀՀ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի զուտ ակտիվների ընդհանուր արժեքը կազմել է մոտ 24 մլրդ ՀՀ դրամ, 1 փայի միջին հաշվարկային արժեքը՝ 1083 դրամ (տե՛ս աղյուսակ 3.2.1): Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի զուտ ակտիվների մոտ 96 տոկոսը բաժին են ընկնում պահպանողական ֆոնդերին, իսկ հավասարակշռված և կայուն եկամտային ֆոնդերին՝ համապատասխանաբար մոտ 2.5 և 1.5 տոկոս:

Հավասարակշռված ֆոնդերում հիմնական ներդրումային գործիք են հանդիսանում ՀՀ պետական պարտատոմսերը (38%), որին մեծությամբ հաջորդում են ֆոնդերի փայերն ու բաժնային արժեթղթերը (32%), այնուհետև հաջորդում են դրամական միջոցներն ու ավանդները (22%), իսկ մնացած մասը կազմում են այլ պարտատոմսերը (8%) (տե՛ս գծապատկեր 3.2.3):



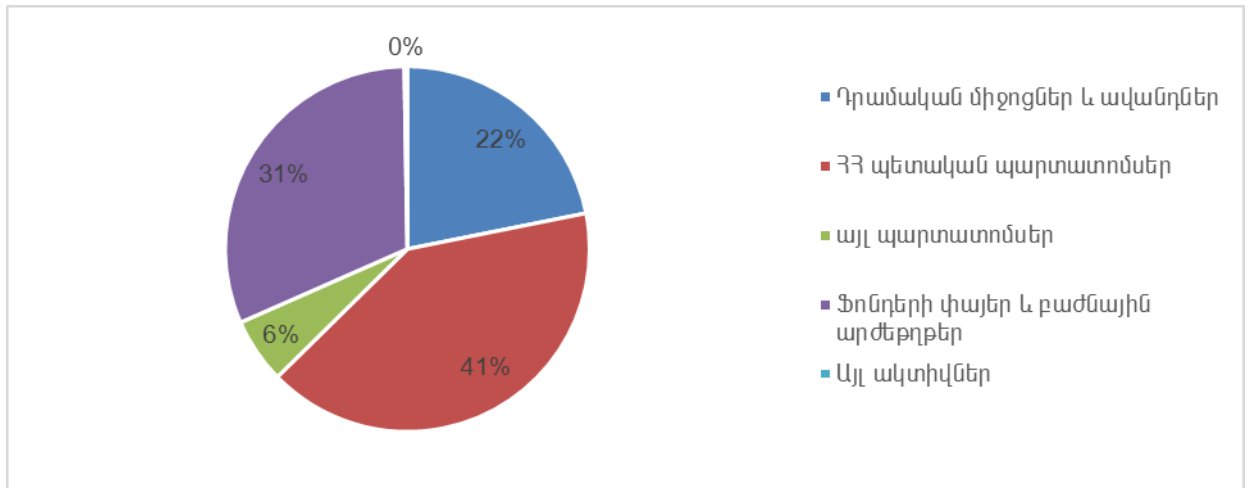
Գծապատկեր 3.2.3: ՀՀ հավասարակշռված ֆոնդերի կառուցվածքը (30.09.2015)¹⁵⁰

Պահպանողական ֆոնդերում հիմնական ներդրումային գործիք են հանդիսանում ՀՀ պետական պարտատոմսերը (41%), որին մեծությամբ հաջորդում են ֆոնդերի փայերն ու բաժնային արժեթղթերը (31%), այնուհետև հաջորդում են դրամական միջոցներն ու

¹⁴⁹ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, տվյալների աղբյուր՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշներ», 30.09.2015, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

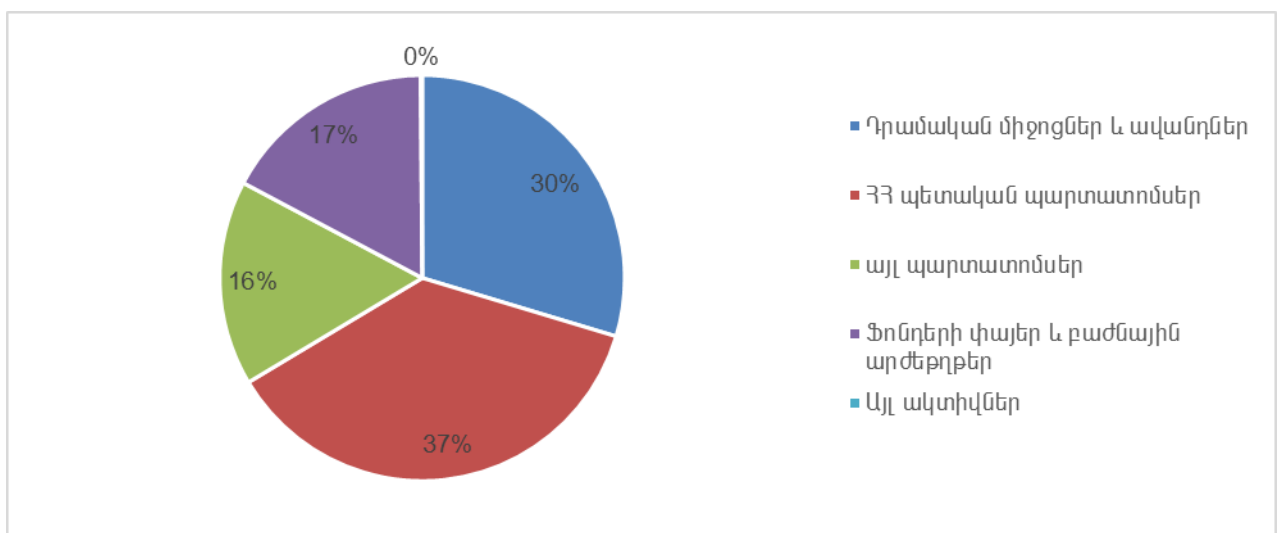
¹⁵⁰ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, տվյալների աղբյուր՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշներ», 30.09.2015, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

ավանդները (22%), իսկ մնացած մասը կազմում են այլ պարտատոմսերը (6%) (տե՛ս գծապատկեր 3.2.4):



Գծապատկեր 3.2.4: ՀՀ պահպանողական ֆոնդերի կառուցվածքը (30.09.2015)¹⁵¹

Կայուն եկամտային ֆոնդերում հիմնական ներդրումային գործիք են հանդիսանում ՀՀ պետական պարտատոմսերը (37%), որին մեծությամբ հաջորդում են դրամական միջոցներն ու ավանդները (30%), այնուհետև հաջորդում են ֆոնդերի փայերն ու բաժնային արժեթղթերը (17%), իսկ մնացած մասը կազմում են այլ պարտատոմսերը (16%) (տե՛ս գծապատկեր 3.2.5):



Գծապատկեր 3.2.5: ՀՀ կայուն եկամտային ֆոնդեր (30.09.2015)¹⁵²

¹⁵¹ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, տվյալների աղբյուր՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշներ», 30.09.2015, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

Փորձենք կանխատեսել, թե, այլ հավասար պայմաններում, պարտադիր կուտակային բաղադրիչի մասնակիցների ներկա քանակի, միջին ամսական անվանական ախատավարձի (181,412 դրամ¹⁵³), կենսաթոշակային ֆոնդերի միջինում 6.5% եկամտաբերության և 10% կուտակային հատկացման դրույքաչափի պայմաններում որքան կկազմեն կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ներհոսքը (տե՛ս աղյուսակ 3.2.2): Այսպիսով, ինչպես տեսնում ենք աղյուսակ 3.2.2-ից, մոտակա 10 տարիների ընթացքում, վերոնշյալ պայմանների պարագայում, կուտակային ֆոնդերի ակտիվների ծավալը կարող է հասնել մոտ 700 մլրդ դրամի: Ցուցանիշի վրա դրական կերպով կարող են ազդել մի շարք գործոններ, մասնավորապես՝ պարտադիր կուտակային բաղադրիչի մասնակիցների թվի աճը, միջին ամսական անվանական աշխատավարձի մակարդակի և կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերության բարձրացումը կարող են հանգեցնել ավելի մեծ ծավալի կուտակային խնայողությունների:

Փորձենք հասկանալ ՀՀ ֆինանսական համակարգի ներկայիս կառուցվածքն ու ակնկալվող կենսաթոշակային ակտիվները ներգրավելու վերջինիս կարողությունը:

Սկսենք ՀՀ տնտեսության մեջ բանկային համակարգի հարաբերական դերը դիտարկելուց: Այսպես, ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 3.2.6-ից, վերջին 5-6 տարիների ընթացքում ՀՀ բանկային համակարգի ակտիվներ / ՀՆԱ հարաբերակցությունն աճել է արագ տեմպերով, 2014 թ.-ին հասնելով 70.3%-ի, իսկ 31.10.2015 դրությամբ ՀՀ առևտրային բանկերի ընդհանուր ակտիվների ծավալը կազմել է 3,263 մլրդ ՀՀ դրամ¹⁵⁴: Բանկային համակարգի ակտիվների աճի բարձր մակարդակն այնքան էլ դրական չի կարող համարվել կենսաթոշակային պարտադիր կուտակային բաղադրիչի ակտիվների ներգրավման տեսանկյունից, քանի որ, կարող ենք ենթադրել, որ ցանկացած նոր

¹⁵² Ըստ հեղինակի հաշվարկների, տվյալների աղբյուր՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշներ», 30.09.2015, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

¹⁵³ Տես՝ Միջին ամսական անվանական աշխատավարձը, դրամ / 2015, ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայություն, <http://www.armstat.am/am/?nid=126&id=08001>:

¹⁵⁴ «ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական հաշվեկշռային ցուցանիշները», Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>

դրամական հոսք այնքան էլ հեշտությամբ չի կլանվի բանկերի կողմից և ներդրվի ՀՀ տնտեսության մեջ:

Աղյուսակ 3.2.1: Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշները (30.09.2015) ¹⁵⁵

Ֆոնդեր	Հավասարակշռված	Պահպանողական	Կայուն եկամտային	(ՀՀ դրամ)
Զուտ ակտիվների արժեք	605,598,751	23,086,722,390	346,779,486	24,039,100,627
Դրամական միջոցներ և ավանդներ	134,096,701	5,053,798,943	102,966,865	5,290,862,509
Պարտատոմսեր, այլ թվում	280,238,007	10,765,206,846	184,523,121	11,229,967,973
ՀՀ պետական պարտատոմսեր	231,034,704	9,432,991,077	127,726,433	9,791,752,214
այլ պարտատոմսեր	49,203,302	1,332,215,769	56,796,688	1,438,215,759
Ֆոնդերի փայեր և բաժնային արժեթղթեր ¹⁵⁶	191,710,623	7,241,444,968	59,449,239	7,492,604,830
Այլ ակտիվներ	713,410	61,296,243	409,999	62,419,652
Ընդամենն ակտիվներ	606,758,740	23,121,747,000	347,349,223	24,075,854,963
Ընդամենը պարտավորություններ	1,159,989	35,024,610	569,737	36,754,336
Փայի հաշվարկային արժեք	1,071	1,064	1,074	X
Ֆոնդերի եկամտաբերություն տարեսկզբից % ¹⁵⁷	2.41%	3.44%	4.74%	X
Ֆոնդերի եկամտաբերություն ստեղծման պահից % ¹⁵⁸	7.08%	6.43%	7.36%	X

¹⁵⁵ Ըստ հեղինակի հաշվարկների, տվյալների աղբյուր՝ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշներ», 30.09.2015, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

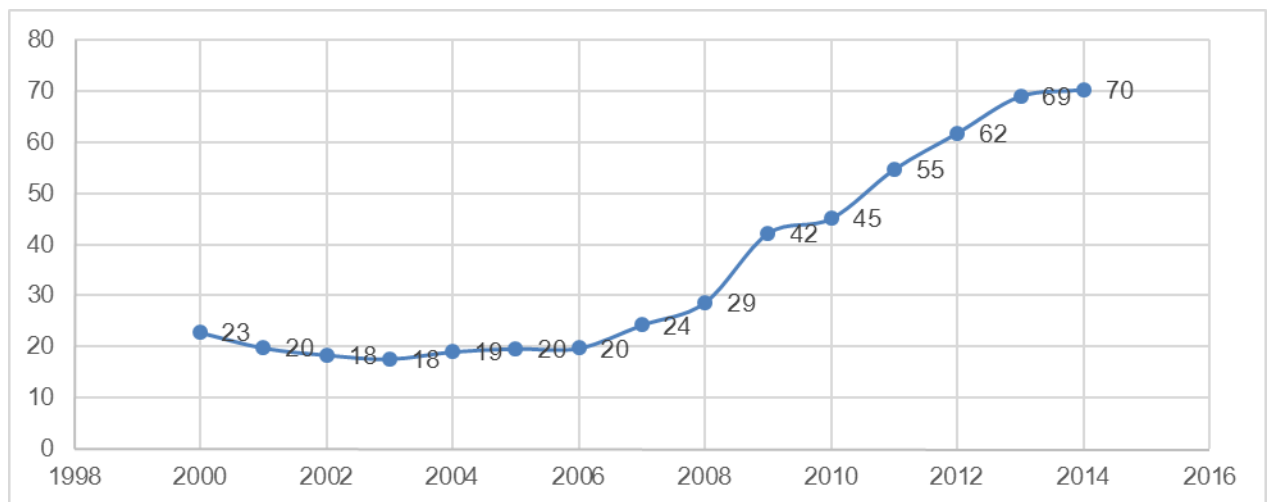
¹⁵⁶ Բաժնային արժեթղթերը ներառում են բաժնետոմսեր, փայամասնակցություններ ինդեքսային և այլ ֆոնդերում, ինչպես նաև այլ փայամասնակցություններ:

¹⁵⁷ Եկամտաբերությունն արտահայտված է հաշվետու ամսվա վերջին և նախորդ ամիսների վերջին օրերի, հաշվետու տարեսկզբի և ֆոնդերի ստեղծման պահի դրությամբ և հաշվարկված է ՀՀ ԿԲ Խորհրդի կողմից 06/03/2012-ին հաստատված «Կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների եկամտաբերության հաշվարկի մեթոդաբանությունը և եկամտաբերության մասին տեղեկատվության ներկայացման չափանիշները» կանոնակարգ 10/17-ի պահանջներին համապատասխան:

¹⁵⁸ Նույն ինչպես 157-ում:

Աղյուսակ 3.2.2: Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի դրամական ներհոսքի փաստացի և ակնկալվող ծավալները՝ ըստ 2015-2020 թթ. (դրամ)¹⁵⁹

Ցուցանիշ	2015 ¹⁶⁰	2016	2017	2018	2019	2020
տարեկան զուտ ներհոսք	34,269,648,955	40,922,193,312	40,922,193,312	40,922,193,312	40,922,193,312	40,922,193,312
կուտակային արժեք	34,269,648,955	77,419,369,449	123,373,821,775	172,315,313,503	224,438,002,192	279,948,665,647
Ցուցանիշ	2021	2022	2023	2024	2025	2026
տարեկան զուտ ներհոսք	40,922,193,312	40,922,193,312	40,922,193,312	40,922,193,312	40,922,193,312	40,922,193,312
կուտակային արժեք	339,067,522,226	402,029,104,483	469,083,189,586	540,495,790,221	616,550,209,897	697,548,166,853



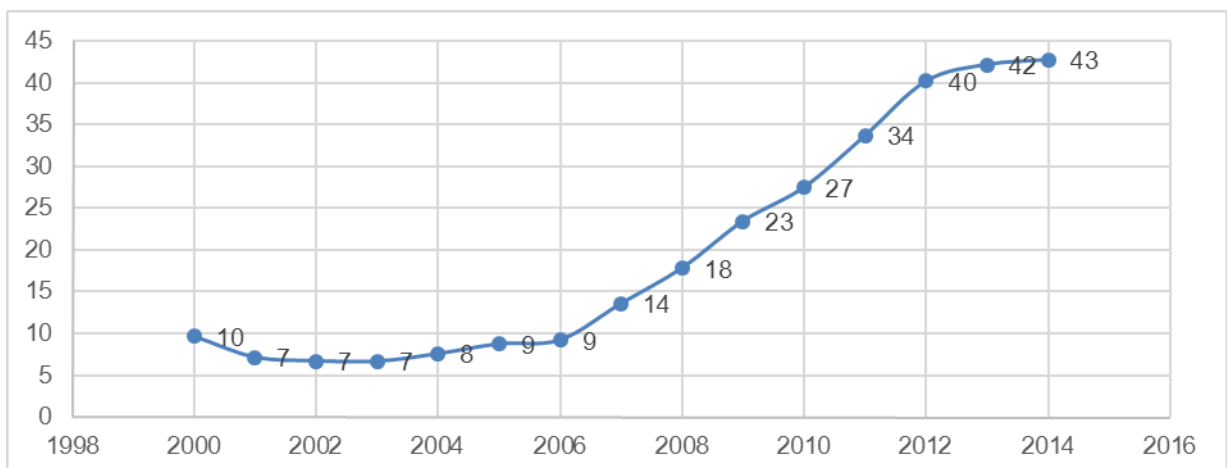
Գծապատկեր 3.2.6: ՀՀ բանկային համակարգի ակտիվներ / ՀՆԱ հարաբերակցությունը՝ ըստ 2000-2014 թթ. ¹⁶¹

¹⁵⁹ Աղյուսակը կազմվել է ըստ հեղինակի հաշվարկների:

¹⁶⁰ «Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական ցուցանիշներ», 30.09.2015, Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ

¹⁶¹ Տվյալների աղբյուր՝ «Բանկային համակարգի ակտիվներ / ՀՆԱ», Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

Գծապատկերներ 3.2.6 և 3.2.7-ից տեղեկանում ենք, որ թեև ՀՀ բանկային համակարգի ակտիվներ / ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 70.3%, ապա բանկային համակարգի վարկեր / ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 43%: Վերոնշյալ ցուցանիշի այսպիսի ցածր մակարդակի պատճառն այն է, որ բանկերը նախընտրում են իրենց միջոցների մեծ մասը բարձր իրացվելիություն ունեցող ապահով գործիքներում պահել, թեև դրանք 3-ից 4 անգամ ավելի քիչ եկամտաբերություն են ապահովում, քան ավանդական վարկավորումը (10.31.2015թ. դրությամբ ՀՀ բանկային համակարգի բարձր իրացվելի ակտիվներ / ընդհանուր ակտիվներ հարաբերակցությունը կազմել է 27.8%): Թերևս կարող ենք ասել, որ այսօր առկա է բանկային համակարգի զարգացմանը նպաստող միջոցների բավարար մատակարարում. համակարգը բնութագրվում է իրացվելիության բարձր մակարդակով՝ շնորհիվ բանկերի զգուշավոր ընտրության: Կարելի է եզրակացնել, որ ՀՀ բանկերը խուսափում են ձեռքի տակ եղած միջոցները տրամադրել վարկերի տեսքով:



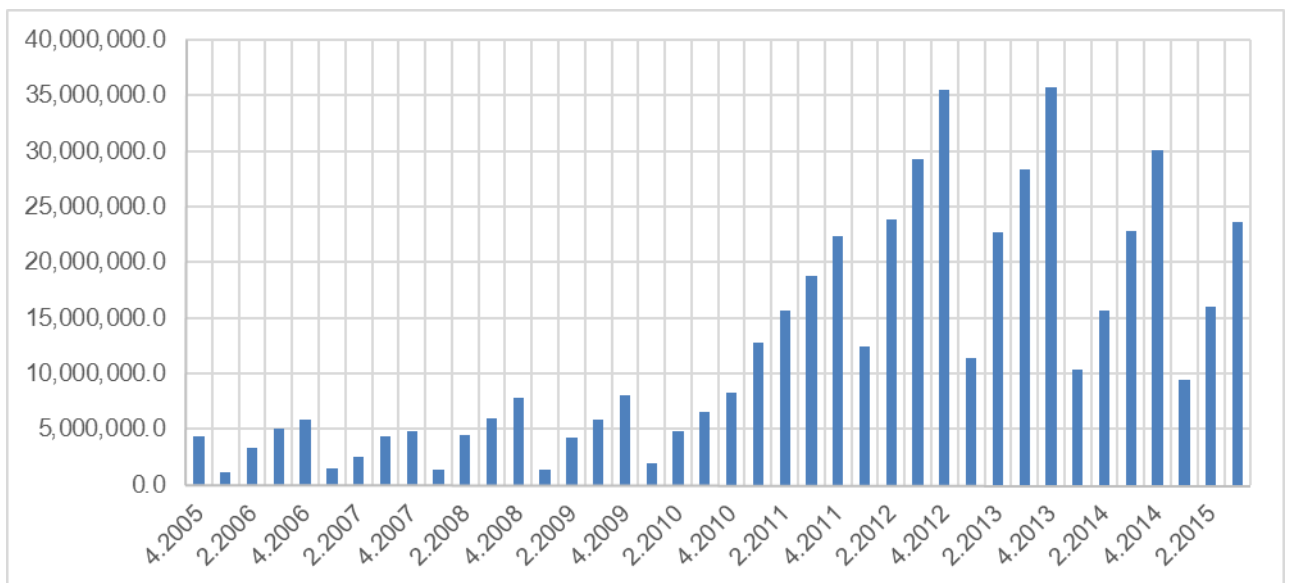
Գծապատկեր 3.2.7: ՀՀ բանկային համակարգի վարկեր / ՀՆԱ՝ ըստ 2000-2014 թթ.¹⁶²

Վերոնշյալ դինամիկան կարող է փոխվել առավել երկարաժամկետ ավանդների ներհոսքի դեպքում, որի դեպքում բանկերը կունենան ակտիվներ/պարտավորությունների ավելի լավ համապատասխանում և առավել նախաձեռնողական կլինեն ավանդական վարկավորման գործընթացներում ներգրավվելու առումով: Սակայն, մյուս կողմից, եթե խնդրի պատճառը բանկերի անկարողությունն է վարել վարկավորման վերլուծություն կամ դիսկի դիմել, ապա կարելի է կանխատեսել, որ պարտադիր կուտակային բաղադրիչի միջոցների ներհոսքը միայն կսաստկացնեն արդեն հագեցած կարճաժամկետ ավանդների

¹⁶² Տվյալների աղբյուր՝ «Բանկային համակարգի վարկեր / ՀՆԱ», Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

շուկան: Հնարավոր է, որ պարտադիր կուտակային բաղադրիչից ստացվող դրամական հոսքերը մեծացնեն արդեն միջոցներով ծանրաբեռնված բանկային համակարգի իրացվելիությունը, որի պարագայում ՀՀ Կենտրոնական բանկն ու Ֆինանսների նախարարությունը ստիպված կլինեն կլանել այդ միջոցները՝ օգտագործելով ԿԲ պարտատոմսերն ու գանձապետական արժեթղթեր:

30.09.2015թ. դրությամբ ՀՀ ապահովագրական ընկերությունների ընդհանուր ակտիվների ծավալը կազմել է մոտ 40 մլրդ 423 միլիոն ՀՀ դրամ, ինչը կազմում է 2014թ. շուկայական գներով համախառն ներքին արդյունքի մոտ 0.83%-ը: Առկա է եղել 603,713 հատ գործող ապահովագրական պայմանագիր: 2015 թ. առաջին 3 եռամսյակների ընթացքում հավաքագրված միջին ամսական ապահովագրավճարների ծավալը կազմում է 5 մլրդ 449 մլն ՀՀ դրամ, ինչն ևս հանդիսանում է զգալի դրամական համակարգի կլանման համար (տե՛ս գծապատկեր 3.2.8):



Գծապատկեր 3.2.8: ՀՀ ապահովագրական ընկերությունների հավաքագրած ապահովագրավճարներն եռամսյակային կտրվածքով՝ ըստ 2005-2015 թթ. (հազար դրամ)¹⁶³

31.10.2015թ. դրությամբ ՀՀ վարկային կազմակերպությունների ընդհանուր ակտիվների ծավալը կազմել է 287,46 մլրդ ՀՀ դրամ, ինչը կազմում է 2014թ. շուկայական

¹⁶³ Տվյալների աղբյուր՝ «Ապահովագրական ընկերությունների հիմնական գործունեության ցուցանիշները», Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:

գներով համախառն ներքին արդյունքի մոտ 6 տոկոսը, իսկ ներդրումային ընկերությունների ընդհանուր ակտիվների ծավալը կազմել է 28,803 մլրդ ՀՀ դրամ, որն էլ իր հերթին կազմում է 2014թ. շուկայական գներով համախառն ներքին արդյունքի մոտ 0.6 տոկոսը:

2015թ. Նոյեմբերի վերջի դրությամբ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում ցուցակված է եղել 16 թողարկողի 26 դասի արժեթուղթ, այդ թվում՝ 11 բաժնետոմս (10 թողարկողի) և 13 պարտատոմս (7 թողարկողի)¹⁶⁴: 2015թ. Նոյեմբերի 30-ի դրությամբ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի ընդհանուր շուկայական կապիտալիզացիան կազմել է Դ103,770,514,694¹⁶⁵, որը կազմում է 2014թ. շուկայական գներով համախառն ներքին արդյունքի մոտ 2.14%-ը, ինչն ընդգծում է ՀՀ ֆոնդային բորսայի թույլ առնչությունը ՀՀ տնտեսության և ֆինանսական համակարգի հետ:

Այս պայմաններում հիմնական հիմնախնդիրը հետևյալն է՝ ինչպե՞ս կենսաթոշակային ֆոնդերի միջոցները հասանելի դարձնել ՀՀ հասարակության ավելի լայն շրջանակների համար, այլ ոչ թե դիտարկել որպես պետական պարտատոմսերի ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր: Թերևս, ըստ մեզ, լուծումը պետություն-մասնավոր հատված արդյունավետ համագործակցության ապահովումն է՝ իհարկե ներդնելով և ապահովելով ռիսկերի կառավարման արդյունավետ համակարգ: Այդպիսի համագործակցության հաջող օրինակ է Հայաստանի փոքր և միջին ձեռնարկատիրության զարգացման ազգային կենտրոնը, որի գործունեությունն ուղղված է պետական կառույցների և ՓՄՁ-ների միջև կապի հաստատմանը, ՓՄՁ-ների համար ֆինանսական ռեսուրսների հասանելիության և բիզնեսի զարգացման ծառայությունների մատչելիության ապահովմանն ու այլ նմապատիպ միջոցառումների իրականացմանը: Մասնավորապես խոսքը գնում է համապատասխան վարկային միությունների կամ վենչուրային հիմնադրամների ստեղծման մասին, որոնք կմասնագիտանան թիրախային ոլորտներում գործող կազմակերպությունների ֆինանսավորման մեջ և պետական երաշխիքների առկայության պարագայում ձեռք կբերեն համապատասխան վարկունակություն

¹⁶⁴ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա-ի տեղեկագիր, Նոյեմբեր 2015: <https://nasdaqomx.am/am/bulletins.htm>:

¹⁶⁵ Շուկայի ընդհանուր կապիտալիզացիան հաշվարկված է ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում 30.11.2015թ.-ի դրությամբ ցուցակված հասարակ անվանական բաժնետոմսերի համար, որոնցով ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայում երկկողմանի անընդհատ աճուրդի միջոցով երբևէ կնքվել են գործարքներ:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից ֆինանսավորվելու համար: Պետական երաշխիքների և ֆինանսական նորարարական գործիքների համադրմամբ տնտեսության գերակա ոլորտներում գործող, ինչպես նաև ենթակառուցվածքների բարելավմամբ զբաղվող կազմակերպությունները կկարողանան գրավիչ դառնալ կենսաթոշակային ֆոնդերի համար, և հնարավորություն կստանան օգտվելու երկարաժամկետ և մատչելի ֆինանսական միջոցներից:

Եզրակացություններ

ՀՀ բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի բարեփոխումների անհրաժեշտությունը պայմանավորող գործոնների շարքում կարևոր դեր է խաղում բնակչության ծերացումը: Վերջինիս վրա ազդում են այնպիսի իրողություններ, ինչպիսիք են երկրում ծնելիության մակարդակի անկումը, կյանքի սպասվող միջին տևողության ավելացումն, ինչպես նաև աշխատունակ տարիքի բնակչության ակտիվ արտահոսքը: Բացի բնակչության ծերացումից, բաշխողական կենսաթոշակային համակարգի կայունության վրա իրենց հերթին ազդում են պետական բյուջեի սոցիալական հատվածի ծախսերի մեծացումը, ինչպես նաև անձի կողմից կատարվող պարտադիր սոցիալական վճարների և նրան վճարվող կենսաթոշակի միջև ուղղակի կապի բացակայությունը: Միաժամանակ, ըստ ՀՀ-ում սոցիալական, քաղաքական և տնտեսական հիմնախնդիրներին վերաբերող տնային տնտեսությունների հարցումների արդյունքների վերլուծության, կամավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի կայացմանը, ի թիվս այլ գործոնների, խոչընդոտում է բնակչության առկա խնայողությունների ցածր մակարդակը: Վերջինիս պատճառներից կարելի է համարել բնակչության եկամուտների ընկալվող մակարդակի ցածր լինելը, պարտքերի առկայությունը, ինչպես նաև ապագայի անորոշությունը:

Նախնական բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգը հետո՝ դեպի բաշխողական համակարգի հակադարձելու որոշման հիմքում ընկած ամենաուժեղ գործոններից մեկը հարկաբյուջետային իրավիճակն է: Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների փորձի ուսումնասիրությունից հիմնական եզրահանգումն այն է, որ բարեփոխումների առաջնահերթությունների վերաբերյալ թույլ քաղաքական փոխհամաձայնությունն ու պետական հարկաբյուջետային խիստ կանոնների բացակայությունը թուլացնում են բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի կայացման հնարավորությունները:

Թեև սահմանված վճարների կենսաթոշակային պլանները վերացնում են սահմանված եկամտաբերությամբ պլանի՝ ակտիվների սեփականության և ռիսկ կրելու հետ կապված անորոշության մեծ մասը, այնուամենայնիվ դրանք ունի երեք լուրջ թերություն,

որոնք կապված են կենսաթոշակային ֆոնդերի անդամների տեղեկացվածության ցածր մակարդակի, ոլորտի մասնակիցների հակամետ շահերի և երկարակեցության հետ կապված ռիսկի ողջ բեռը միայնակ կրելու հանգամանքների հետ:

Ընդհանուր առմամբ կարող ենք նշել, որ կենսաթոշակային համակարգը ցանկացած երկրի սոցիալական ապահովության կարևորագույն տարրերից է: Բազմաստիճան կենսաթոշակային համակարգի շրջանակներում կենսաթոշակային ֆոնդերը ներգործում են երկրի տնտեսական զարգացման վրա մի շարք ուղիներով, այսպես՝ կենսաթոշակային ֆոնդերն արժեթղթերի շուկայի վրա ներգործում են իրացվելիության ավելացման, կորպորատիվ կառավարման, նորամուծությունների և գործարքային ծախսերի կրճատման ճանապարհով:

Կենսաթոշակային ֆոնդերը, մասնակցելով կազմակերպությունների կառավարման գործադիր մարմնի նշանակմանը, հետագայում նպաստում են այդ կազմակերպությունների գործունեության բարելավմանը՝ անմիջական վերահսկողություն իրականացնելով տվյալ կազմակերպության գործունեության նկատմամբ, ինչպես նաև դրսևորում են սոցիալական ակտիվություն, որով թիրախավորում են ոչ շոշափելի նպատակներ, ինչպիսիք են համայնքում կյանքի որակը կամ արդարության հաստատումը:

Կենսաթոշակային ֆոնդերն ի վիճակի են հայրենական կազմակերպություններին և երկրի կառավարությանն ապահովել երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսներով, ողջ համակարգին հաղորդել կայունություն և ռիսկերը բազմատեսականացնելու նպատակով ներդրումներ կատարել լայնածավալ ու բազմատեսակ ակտիվներում: Սա պայմանավորված է խնայողությունների երկարաժամկետ բնույթով, ակտիվների արդյունավետ կառավարման կարողությամբ և առկա կապիտալի խոշոր չափերով:

Կենսաթոշակային ֆոնդերն երկրի կապիտալի շուկայի և ընդհանուր առմամբ տնտեսական գործընթացների զարգացման վրա առավելագույնս դրական կերպով ազդում են այն պարագայում, երբ վերջիններիս առաջարկած կապիտալը հասանելի է հնարավորինս առավելագույն թվով շահագրգիռ կողմերի: Միայն այդ դեպքում է հնարավորություն ստեղծվում, որպեսզի նորամուծություններ իրականացնողներն ու ձեռնարկատերերի տաղանդը համատեղվեն ֆինանսական հնարավորությունների հետ: Միևնույն ժամանակ այն անձանց, ովքեր չունեն կայուն եկամտի աղբյուր և կարող են

ժամանակ առ ժամանակ մնալ առանց աշխատանքի, կուտակային բաղադրիչ ներգրավելու ուղին վերջիններիս աջակցելն է, որպեսզի նրանք կարողանան ունենալ ավելի կայուն և բարձր եկամուտներ, ինչն երկարաժամկետ և լուրջ աշխատանք պահանջող գործընթաց է:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի կողմից իրենց անդամներից գանձվող բարձր վճարներն ու կատարված ծախսերի հետ կապված խնդիրը կարելի է լուծել, իչպես շուկայի ազատականացման միջոցով, որի հետևանքով կենսաթոշակային ֆոնդերի վրա ուժեղանում է մրցակցային ճնշումը, այնպես էլ վարչական ծախսերի կրճատման ճանապարհով՝ կենտրոնացնելով կենսաթոշակային ֆոնդերին կատարվող վճարները, հաշվապահական հաշվառման և հաշվետվությունների տրամադրման համակարգերը:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարումն ենթադրում է այդ ֆոնդի գործառնական և վերահսկողական պատասխանատվության գոտիների հստակ սահմանում և առանձնացում: Վերջիններիս համար հիմնական նպատակներն են ֆոնդի մասնակիցների իրավունքների ու շահերի պաշտպանությունն և եկամուտների անվտանգ աղբյուրի ապահովումը՝ ֆոնդին կենսաթոշակային վճարումներ կատարած անձանց ժամանակին և բավարար չափով կենսաթոշակային եկամուտ վճարելու համար: Կենսաթոշակային ֆոնդերի արդյունավետ կառավարման հիմնարար սկզբունքներն են՝ թափանցիկությունը, հաշվետվողականությունը, արդարությունն ու պատասխանատվությունը:

Ընդհանուր առմամբ ոչ մի երաշխիք չկա, որ կարճաժամկետում մրցակցությունը կհանգեցնի երկարաժամկետում ակտիվների օպտիմալ տեղաբաշխմանը: Մեծ թվով տարատեսակ կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնումը դեռ բավարար չէ կուտակային կենսաթոշակային խնայողությունների ողջ պոտենցիալն օգտագործելու համար, որովհետև անհատների մեծ մասն ի վիճակի չեն լիարժեքորեն հասկանալ և պատկերացնել ակտիվների երկարաժամկետ ներդրման բովանդակությունը: Այս պայմաններում թերևս լավագույն մոտեցումն է մի շարք կենսաթոշակային ֆոնդերի մոդելավորումը, որոնք կօգտագործվեն որպես ուղենիշներ և վերջիններիս ստացած արդյունքների հետ արդեն հնարավոր կլինի համեմատել կենսաթոշակային ֆոնդերի փաստացի կատարողականը:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Ապահովագրության եվ ապահովագրական գործունեության մասին», ընդունված 09.04.2007:
2. Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Կուտակային կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:
3. Հայաստանի Հանրապետության օրենքը «Պետական կենսաթոշակների մասին», ընդունված 22.12.2010:
4. Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ: Էլեկտրոնային ռեսուրս, այցելած փետրվար 2016թ. <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>:
5. «Ժողովրդագրական մարտահրավերները Հայաստանի Հանրապետությունում» գիտաժողովի նյութերի ժողովածու. 2015. <http://unfpa.am/publications-demographic-conference-materials>:
6. «Ծերացում» 2015. Էլեկտրոնային ռեսուրսը կանչվել է նոյեմբերի 28. <http://unfpa.am/aging>:
7. Հայաստանի Հանրապետության 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 թվականի պետական բյուջեի կատարման ծախսերի վերաբերյալ հաշվետվություններ, Հայաստանի Հանրապետության Ֆինանսների նախարարություն, <http://www.mfe.am/>:
8. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք: Հայաստանի հանրապետության ազգային վիճակագրական ծառայություն: Երևան, 2015:
9. ՀՀ բնակչության ծերացման վերաբերյալ հետազոտության արդյունքների վերլուծություն; Երևան, 2009: Իրագործող կազմակերպություններ՝ ՀՀ Աշխատանքի և սոցիալական հարցերի նախարարություն, Աշխատանքի և սոցիալական հետազոտությունների ազգային ինստիտուտ, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն:

10. Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014 թվականի հունվար-դեկտեմբերին: Հայաստանի Հանրապետության ազգային վիճակագրական ծառայություն, <http://armstat.am/>:
11. ՀՀ աշխատանքի և սոցիալական հարցերի նախարարության 2015 թվականի գործունեության հաշվետվություն:
12. «ՀՀ բնակչության ծերացման վերաբերյալ հետազոտության արդյունքների վերլուծություն, 2008. » 2015. Accessed December 1. <http://unfpa.am/aging-survey>:
13. Միջին ամսական անվանական աշխատավարձը, դրամ / 2015, ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայություն, <http://www.armstat.am/am/?nid=126&id=08001>:
14. ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա-ի տեղեկագիր, Նոյեմբեր 2015: <https://nasdaqomx.am/am/bulletins.htm>:
15. «Ֆինանսական գիտելիքը կուտակային կենսաթոշակային համակարգում», ԱՄՆ ՄԶԳ Կենսաթոշակային և աշխատանքի շուկայի բարեփոխումների ծրագիր: էջ 6, http://www.epension.am/_vfs/116:
16. Աթոյան Կորյուն, Բնակչության միգրացիայի կարգավորման գերակայությունները Հայաստանի Հանրապետությունում: Մենագրություն; ՀՊՏՀ - Երևան: Տնտեսագետ, 2015. - 304 էջ:
17. Բադանյան Լ.Հ., Ֆինանսներ, դրամաշրջանառություն և վարկ: Դասագիրք տնտեսագիտական մասնագիտությունների ուսանողների համար / Գլխ. խմբ.՝ Լ.Հ. Բադանյան; Հայաստանի տնտեսագիտական համալսարան. - Երևան: ՄՈԱ ՍՊԸ, 2010. - 586 էջ:
18. Բայադյան Ա.Հ., Ֆինանսական վերլուծություն: Ուսումնական ձեռնարկ. - Երևան: Լիմուշ, 2008. - 293 էջ:
19. Գեգենհայմեր Գարի, Կիապպե Ռոզա, Միքայելյան Ստեղա: Կորպորատիվ կառավարման ուղեցույց կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչների համար: Կենսաթոշակային և աշխատանքային շուկայի բարեփոխումների ծրագիր: Երևան, 2012:
20. Գոռթնի Զեյնա Դ., Ստրոուպ Ռիչարդ Լ., Սթուդենմունդի Ա.Հ., Սոբելի Ռասել Ս., Տնտեսագիտություն: Մասնավոր և հասարակական ընտրություն; [Գլխ. խմբ.՝ Գ.

- Կիրակոսյան; Թարգմ.՝ Ն. Մարտիրոսյան և ուրիշ.] - 8-րդ հրատ. - Երևան: [Տնտեսագետ], 2003. - 1152 էջ:
21. Մանուկյան Գ.Մ., Սոցիալական կանխատեսման հիմունքներ: Դասախոսություններ; Խմբ.՝ Ն. Շահնազարյան; ՀՊՏՀ. - Երևան: Տնտեսագետ, 2006. - 53 էջ:
 22. Մարկոսյան Ա., Հախվերդյան Դ., Կորպորատիվ կառավարում. Ակնկալիքներ և իրականություն. - Երևան: Տիգրան Մեծ, 2003. - 416 էջ:
 23. Մարկոսյան Ա., Սաֆարյան Ռ., Շուկայական տնտեսության հիմունքները; Խմբ. Դ. Հախվերդյան. - Երևան: Տիգրան Մեծ, 2002. - 479 էջ:
 24. Մելքումյան Մ., Ձեռնարկատիրական գործունեության կազմակերպում: Ուսումնական ձեռնարկ; Խմբ.՝ Մ. Մելքումյան; ՀՊՏՀ, Միկրոէկոն. և ձեռնարկատիր. գործուն. կազմակերպման ամբիոն. - Երևան: Զանգակ, 2014. - 512 էջ:
 25. Մելքումյան Մ., Թումասյան Զ., Գրիգորյան Գ., Տոնոյան Մ., Մարության Վ., Միկրոէկոնոմիկայի հիմունքներ; ՀՊՏՀ. - Երևան: Ա. հ., 2014. - 216 էջ:
 26. Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկա: Ուսումնական ձեռնարկ տնտեսագիտական մասնագիտությունների ուսանողների համար; ՀՊՏՀ. - Երևան: Զանգակ-97, 2009. - 336 էջ:
 27. Սալնազարյան Ա.Բ., Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործառնությունների իրականացումը և արդյունավետությունը; Գիտ. խմբ.՝ Ա. Մարկոսյան. - Երևան: Մակմիլան-Արմենիա, 2002. - 320 էջ:
 28. Սուվարյան Յու.Մ., Միրզոյան Վ.Ա., Հանրային կառավարման հիմնախնդիրներ; Հայ. պետ. տնտ. համալս., կառավ. ամբիոն. - Երևան: ՎՄՎ-Պրինտ, 2013, 331 էջ:
 29. Սուվարյան Յու.Մ., Մենեջմենթ: Դասագիրք բուհերի տնտեսագիտական մասնագիտությունների ուսանողների համար Յու. Մ. Սուվարյանի ընդհ. խմբ.; ՀՊՏՀ. - 3-րդ լրաց., բարեփոխ. հրատ. - Երևան: Տնտեսագետ, 2009. - 608 էջ:
 30. Федеральный закон от 30.11.2009 г. N 307-ФЗ «О бюджете Пенсионного фонда Российской Федерации на 2010 год и на плановый период 2011 и 2012 годов».
 31. Абрамов А. Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития в 2-х томах. — М.: Издательский дом "Дело", 2014. — С. 544.

- 32.Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. — М.: Экономика, 2010. С. 103.
- 33.Aaron H. J. (1966). The social insurance paradox, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 32, 371-374.
- 34.Ahuja, Rajeev. 2003. "Old-Age Income Security for the Poor." *Economic and Political Weekly* 38 (37): 3873-75.
- 35.Ambachtsheer, Keith. 2007. "Why We Need a Pension Revolution." *Financial Analysts Journal* 63 (1): 21-25.
- 36.Antolín, P., and F. Stewart. 2009. "Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis." *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions* no. 36. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development.
- 37.Arenas de Mesa, Alberto, and Fabio Bertranou. 2003. *Protección Social, Pensiones y Género en Argentina, Brasil y Chile.*: International Labor Organization, Santiago de Chile.
- 38.Bank of France, *Corporate Governance at Credit Institutions and Investment Firms* (2005).
- 39.Barr, Nicholas. 2012. *Economics of the Welfare State*. Fifth Edition. Also available as: eBook.
- 40.Beck, Thorsten, and Ross Levine. 2004. "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence." *Journal of Banking & Finance* 28 (3): 423-42.
41. Beetsma, Roel M. W. J., and Alessandro Buccioli. 2015. "Risk Reallocation In Defined-Contribution Funded Pension Systems." *Macroeconomic Dynamics* 19 (01): 22-57.
- 42.Benartzi, Shlomo and Richard Thaler.2007. "Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior." *Journal of Economic Perspectives*. Volume 21, number 3: 81-104. Summer 2007.
- 43.Blake D. (2009). *NDSC v FDC: Pros, Cons and Replication, Non-Financial Defined Contribution Pension Systems*, Pensions Institute, Working Paper 09-13, <http://www.pensionsinstitute.org/workingpapers/wp0913.pdf>.
- 44.Blake, David. 2006. *Wiley: Pension Economics - David Blake*. John Wiley & Sons Ltd.

<http://eu.wiley.com/WileyCDA/WileyTitle/productCd-0470058447.html>.

45. Blake, David, Andrew Cairns, and Kevin Dowd. 2009. "Designing a Defined-Contribution Plan: What to Learn from Aircraft Designers." *Financial Analysts Journal* 65 (1): 37–42.
46. Blake D., Rossi A. G., Timmermann A., Tonks I., Wermers R., Decentralized Investment Management: Evidence from the Pension Fund Industry. *The Journal Of Finance* • Vol. Lxviii, No. 3 • June 2013. Pages 1134-1135.
47. Bielawska K., Chłoń-Domińczak A., Stańko D. (2015). Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis: Causes, effects and recommendations for fiscal rules, research grant number UMO-2012/05/B/HS4/04206 from National Science Centre in Poland.
48. Bodie, Zvi. 1990. "Pensions as Retirement Income Insurance." *Journal of Economic Literature* 28 (1): 28–49.
49. Broeders, Dirk, and An Chen. 2013. "Pension Benefit Security: A Comparison of Solvency Requirements, a Pension Guarantee Fund, and Sponsor Support." *Journal of Risk and Insurance* 80 (2): 239–72.
50. Brunner, Gregory, Richard Hinz, and Roberto Rocha. 2008. Risk-Based Supervision Of Pension Funds: A Review Of International Experience And Preliminary Assessment Of The First Outcomes. Policy Research Working Papers. The World Bank. <http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-4491>.
51. Catalán, Mario. 2004. "Pension Funds and Corporate Governance in Developing Countries: What Do We Know and What Do We Need to Know?" *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 197–232.
52. Caucasus Research Resource Centers. 2013. "Caucasus Barometer." CRRC-Armenia. <http://www.crrc.am/caucasusbarometer/documentation?lang=en>.
53. Campbell John Y., and Luis Viceira. 2002. *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Oxford: Oxford University Press.
54. Cheikhrouhou, Hela, Emanuel Salinas, Sophie Sirtaine, Dimitri Vittas, W. Britt Gwinner, and John Pollner. 2007. *Structured Finance in Latin America*. Directions in

- Development - Finance. The World Bank.
<http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/978-0-8213-7139-8>.
55. Clark, Gordon L. 2004. "Pension Fund Governance: Expertise and Organizational Form." *Journal of Pension Economics and Finance* 3 (02): 233–53.
 56. Conard, Alfred F. 1988. "Beyond Managerialism: Investor Capitalism." *University of Michigan Journal of Law Reform* 22: 117.
 57. Corpataux, José, Olivier Crevoisier, and Thierry Theurillat. 2009. "The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds." *Economic Geography* 85 (3): 313–34.
 58. Davis, E. Philip. 1995. *Pension Funds: Retirement-Income Security, and Capital Markets: An International Perspective*. Oxford: New York: Oxford University Press.
 59. Davis, E. Philip, and Yu-Wei Hu. 2008. "Does Funding of Pensions Stimulate Economic Growth?" *Journal of Pension Economics and Finance* 7 (02): 221–49.
 60. Disney, R. 2002. "Retirement, Pension Costs and Tax Policy in Europe." Reykjavik, Iceland: Presented at Retirement Policy.
 61. Emms, Paul, and Steven Haberman. 2008. "Income Drawdown Schemes for a Defined-Contribution Pension Plan." *The Journal of Risk and Insurance* 75 (3): 739–61.
 62. Franzel, Joshua, and M. Nicolas Firzli. 2015. "Infrastructure Investment | Icma.org." *Infrastructure Investment. Harnessing Long-Term Capital for Local Development*. October 21. http://icma.org/en/Article/105231/Infrastructure_Investment.
 63. G-10, Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies (September 2005); Economic and Financial Efficiency: The Importance of Pension Plans (Remarks by David Dodge, Governor of the Bank of Canada, to l'Association des MBA du Québec (AMBAQ), Montréal, Quebec, 9 November 2005).
 64. Gaftoniuc, Daniela. 2010. "Pension Funds Investments in Hedge Funds-a Necessary Regulation." *Information Management*, 72–75.
 65. Giannetti, Mariassunta, and Luc Laeven. 2009. "Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance: Evidence from a Natural Experiment." *The Review of*

- Financial Studies 22 (10): 4091–4127.
66. Guiso, Luigi, Tullio Jappelli, and Mario Padula. 2013. "Pension Wealth Uncertainty." *Journal of Risk and Insurance* 80 (4): 1057–85.
67. "Guidelines for the Supervisory Assessment of Pension Funds". International Organization of Pension Supervisors. December 2008.
68. Guidelines on Pension Fund Asset Management. Directorate for Financial and Enterprise affairs. Organization for Economic Cooperation and Development. 2006.
69. Hebb, Tessa. 2006. "The Economic Inefficiency of Secrecy: Pension Fund Investors' Corporate Transparency Concerns." *Journal of Business Ethics* 63 (4): 385–405.
70. Hering, Martin, and Michael Kpessa. 2008. "The Integration of Occupational Pension Policies: Lessons for Canada." *Canadian Public Policy / Analyse de Politiques* 34 (November): 137–53.
71. Holzmann, Robert. 1998. "On Economic Benefits and Fiscal Requirements of Moving from Unfunded to Funded Pensions."
72. Hinz P. Evaluating the Financial Performance of Pension Funds. Richard. World Bank Publications, 2010. 279 pages.
73. Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets. Directions in Development - Finance. 2009. The World Bank. <http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/978-0-8213-7732-1>.
74. Holzmann, Robert, and Richard Hinz. 2005. Old-Age Income Support in the 21st Century. The World Bank.
75. Holzmann, Robert, and Edward Palmer. 2006. "Pension Reform: Issues and Prospects for Non-Financial Defined Contribution (NDC) Schemes." Washington, DC: World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6983>.
76. Hüpkes E. Insolvency – why a special regime for banks? Current Developments In Monetary And Financial Law, VOL. 3. International Monetary Fund, Washington DC, 2003.
77. IOPS Guidelines for Supervisory Intervention, Enforcement and Sanctions, November 2009.

78. IOPS Guidelines for the Supervisory Assessment of Pension Funds, December 2008.
79. IOPS guidelines for supervisory intervention, enforcement and sanctions. International Organization of Pension Supervisors. November 2009.
80. IOPS Toolkit risk-based supervision. Introduction to risk-based supervision. International Organisation of Pension Supervisors. May 2012.
81. IOPS Principles of Private Pension Supervision. International Organization of Pension Supervisors. 2006.
82. Ísleifsson, Ólafur. 2011. "Icelandic Public Pensions: Why Time Is Running out." *Icelandic Review of Politics & Administration* 7 (2): 471–96.
83. IWASAKI, I., and K. SATO. 2005. "Private Pension Funds In Hungary: Politics, Institutions, and Performance." *Acta Oeconomica* 55 (3): 287–315.
84. James, E. 1998. Pension Reform: An Efficiency–equity Tradeoff? In Nancy Birdsall, Carol Graham, and Richard Sabot (eds), *Beyond Tradeoff*. Washington, DC: Brookings Institution Press. Cited in Orszag and Stiglitz (1999).
85. Kannan, R. 2004. "Managing Pension Funds: Issues for Reform." *Economic and Political Weekly* 39 (14/15): 1454–55.
86. Müller, Heinz, and David Schiess. 2014. "Optimal Design of the Attribution of Pension Fund Performance to Employees." *Journal of Risk and Insurance* 81 (2): 431–68.
87. Munnell, Aicia H. 2004. "Population Aging: It's Not Just the Baby Boom | Center for Retirement Research." <http://crr.bc.edu/briefs/population-aging-its-not-just-the-baby-boom/>.
88. Musalem, Alberto R., and Pablo Lopez Murphy. 2004. Pension Funds and National Saving. Policy Research Working Papers. The World Bank. <http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-3410>.
89. Novak, Ales. 2004. "Pension System Reform in Slovenia." *Europe-Asia Studies* 56 (2): 279–92.
90. OECD Guidelines for Pension Fund Governance. Directorate for Financial and Enterprise affairs. Organization for Economic Cooperation and Development. 2008.

91. OECD/ IOPS, Good Practices For Pension Funds' Risk Management Systems (January 2011).
92. OECD Guidelines for the Protection of Rights of Members and Beneficiaries in Occupational Pension Plans. Organization for Economic Cooperation and Development. 2003.
93. OECD/ IOPS Guidelines on the Licensing of Pension Entities. Organization for Economic Cooperation and Development. 2008.
94. Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. June 2010.
95. Fremond O. and Capaul M., The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessments, Work Bank Policy Research Working Paper 2858, June 2002, available at www.worldbank.org.
96. Palacio, Robert J., and Alberto R. Musalem. 2003. "Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies - Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, May 2003." 30225. The World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/2003/05/5184659/public-pension-fund-management-governance-accountability-investment-policies-proceedings-second-public-pension-fund-management-conference-may-2003>.
97. "Principples of Private Pension Supervision". International Organization of Pension Supervisors. November 2010. <http://www.iopsweb.org/principlesandguidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>.
98. Raddatz, Claudio, and Sergio L. Schmukler. 2008. Pension Funds And Capital Market Development. Policy Research Working Papers. The World Bank. <http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-4787>.
99. Ramet, Sabrina P. (1998). Eastern Europe: politics, culture, and society since 1939. Indiana University Press.
100. Rajan, R, and Luigi Zingales. 2003. "Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity."
101. Randle, Tony, and Heinz P. Rudolph. 2014. "Pension Risk and Risk-Based

- Supervision in Defined Contribution Pension Funds.” WPS6813. The World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/2014/03/19288694/pension-risk-risk-based-supervision-defined-contribution-pension-funds>.
102. Ryan, Lori Verstegen, and Bryan Dennis. 2003. “The Ethical Undercurrents of Pension Fund Management: Establishing a Research Agenda.” *Business Ethics Quarterly* 13 (3): 315–35.
 103. Rudolph, H., Hinz, R., Antolin, P., Yermo, J., (2010) ‘Evaluating Financial Performance of Pension Funds’, World Bank Publication.
 104. Srinivas, P. S., and Susan Thomas. 2003. “Institutional Mechanisms in Pension Fund Management: Lessons from Three Indian Case Studies.” *Economic and Political Weekly* 38 (8): 706–17.
 105. Stewart, F. and J. Yermo (2008), "Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD publishing.
 106. Stewart, Fiona, Proving Incentives for Long-Term Investment by Pension Funds -- The Use of Outcome-Based Benchmarks (May 1, 2014). World Bank Policy Research Working Paper No. 6885. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2439992>
 107. Siegel J. (2008). *Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long Term Financial Strategies*, 4th ed., The McGraw Hill.
 108. Tonks, Ian. 2005. “Performance Persistence of Pension-Fund Managers.” *The Journal of Business* 78 (5): 1917–42.
 109. Torre, Augusto de la, and Sergio L. Schmukler. 2007. *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*. World Bank Publications.
 110. Trainor Jr. J.W. (2005), Within-horizon Exposure to Loss for Dollar Cost Averaging and Lump Sum Investing, *Financial Services Review*, Vol. 14: 319-330.
 111. Turner, Adair. 2006. “Pensions, Risks, and Capital Markets.” *The Journal of Risk and Insurance* 73 (4): 559–74.
 112. United Nations Conference on Trade and Development, *Corporate Governance in the Wake of the Financial Crisis: Selected International Views* (2010).

113. Vittas, Dimitri. 1995. "Sequencing Social Security, Pension, and Insurance Reform." WPS1551. The World Bank.
114. Walker, Eduardo, and Fernando Lefort. 2000. "Pension Reform And Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?" SSRN Scholarly Paper ID 239531. Rochester, NY: Social Science Research Network. <http://papers.ssrn.com/abstract=239531>.
115. Wesbroom, K. and Reay, T. (2005) Hybrid Pension Plans: UK and International Experience, Research Report 271, Department for Work and Pensions, Leeds. As cited by Blake, David in "Pension Economics", John Wiley & Sons Ltd.
116. "World Population Prospects: The 2015 Revision, Key Findings and Advance Tables." 2015. Working Paper ESA/P/WP.241. United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division.
117. Yermo, Juan. 2005. "The Contribution of Pension Funds to Capital Market Development in Chile." Oxford University and OECD. <http://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-2414>.
118. Zandberg, Eelco, and Laura Spierdijk. 2013. "Funding of Pensions and Economic Growth: Are They Really Related?" *Journal of Pension Economics and Finance* 12 (02): 151–67.