



ՀԱՍՏԱՏՈՒՄ ԵՄ՝

Հայաստանի ազգային պոլիտեխնիկական համալսարանի գիտության գծով պրոռեկտոր, պրոֆեսոր Ա.Խ.Գրիգորյան *A. Kh.*

« 3 » 04 2023 թ.

ԿԱՐԾԻՔ

ԱՌԱՋԱՏԱՐ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՈՒԹՅԱՆ

Տիգրան Միերի Դավթյանի Ը.00.08 «Տնտեսության մաթեմատիկական մոդելավորում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման համար «Ներդրումային ֆոնդերի ակտիվների և պարտավորությունների կառավարման տնտեսագիտամաթեմատիկական մոդելավորումը (ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի օրինակով)» թեմայով ատենախոսության և սեղմագրի վերաբերյալ

Ատենախոսությունը քննարկվել է Հայաստանի ազգային պոլիտեխնիկական համալսարանի Ինժեներական տնտեսագիտության և կառավարման ֆակուլտետի 2023 թվականի մարտի 24-ի նիստում (արձանագրություն թիվ 8):

Նիստին մասնակցում էին՝ տնտ.գ.թ. դոցենտներ Ա.Ա. Թադևոսյանը, Լ.Վ. Չարխիֆալակյանը, Ե. Վ. Պետրոսյանը, Գ. Ա. Շուշանյանը, Ս. Ա. Մկրտչյանը, Վ. Բ. Օդաբաշյանը, Հ. Խ. Խաչատրյանը, Հ. Հ. Գրիգորյանը, Կ. Ս. Նիկոլյանը, Կ. Վ. Տուրյանը, Կ. Գ. Մկրտչյանը, Լ. Լ. Աղաջանյանը, Տ. Հ. Նասոյանը, Գ. Ն. Արևշատյանը, Գ.Ա.Շուշանյանը, Զ.Ա.Թադևոսյանը, Դ.Ա.Անդրոյանը, Ս.Ֆ.Մանուկյանը, Գ.Ս.Գրիգորյանը, Ն.Պ.Ադոնցը, Լ.Կ.Հարությունյանը, Օ.Ա.Գալստյանը, Կ.Մ.Խաչատրյանը, ափստենտներ Ա. Մ. Մովսեսյանը, Ա. Ա. Աբրահամյանը, Ա. Ս. Աքեյանը, դասախոսներ Գ. Ա. Խաչատրյանը, Հ. Վ. Գզրարյանը, Մ. Ռ. Չարխիֆալակյանը, Մ. Կ. Ղազարյանը, Խ. Ա. Շահբազյանը, Գ.Ս.Այվազյանը, Լ.Ա.Ալավերդյանը, Հ.Մ.Սաֆարյանը, Ն.Հ.Խալաթյանը, Ա.Ռ.Ավետիսյանը, Գ.Ա.Հարությունյանը, Ն.Գ.Սահակյանը, Հ.Ս.Թադևոսյանը, Ի.Է.Ավանիսյանը և Մ. Գ. Տավարացյանը:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԹԵՄԱՅԻ ԱՐԴԻԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ

Հայաստանի Հանրապետության տնտեսությունում ֆինանսավորման հիմնական աղբյուրն առևտրային բանկերի կողմից տրված վարկերն են, որոնք հաճախ ոչ բոլոր անձանց են հասանելի, ովքեր ունեն ֆինանսական միջոցների կարիք: Ներդրումային ֆոնդերն այն այլընտրանքային ֆինանսավորման աղբյուրներն են, որոնց կողմից հավաքագրված միջոցները տարբեր արժեթղթերում ներդնելով՝ հնարավոր է

տնտեսության մի մեծ հատվածին ապահովել ֆինանսական միջոցներով: Այնուամենայնիվ դրանց թիվը բավականին փոքր է, իսկ ոլորտը՝ ոչ ամբողջությամբ զարգացած:

Ոլորտում որոշակի ակտիվություն է սկսվել պարտադիր կուտակային համակարգի գործարկումից հետո, որի հետևանքով զգալի չափով ավելացել են կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ծավալը և մասնակիցների թիվը: Դրա հետ մեկտեղ ավելի մեծ անհրաժեշտություն է առաջացել ներդնելու կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման արդյունավետ համակարգ, որով էլ պայմավորված է ատենախոսության արդիականությունը:

Ատենախոսի կողմից իրականացվել է ներդրումային ֆոնդերի ակտիվների, պարտավորությունների և ռիսկերի կառավարման մոդելավորում՝ հիմնվելով ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի վրա: Ձևավորվել են տարբեր տնտեսամաթեմատիկական մոդելներ ֆոնդերի ակտիվների տեղաբաշխումն արդյունավետ իրականացնելու և իրացվելիության և տոկոսադրույքի ռիսկերը պատշաճ կառավարելու նպատակով, ինչն էլ հիմնավորում է թեմայի արդիականությունը:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՆՊԱՏԱԿԸ և ԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

Ատենախոսության հիմնական նպատակն է ՀՀ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի հիման վրա ֆոնդերի ակտիվների և պարտավորությունների, ինչպես նաև ռիսկերի կառավարման տնտեսագիտամաթեմատիկական մոդելավորման իրականացումն այնպիսի եղանակներով, որոնք հնարավորություն կտան բարձրացնել ֆոնդերի ակտիվների և պարտավորությունների, ինչպես նաև ռիսկերի կառավարման արդյունավետությունը:

Նպատակն իրագործելու համար ատենախոսի կողմից առաջ են քաշվել հետևյալ խնդիրները.

➤ ուսումնասիրել ներդրումային ֆոնդերի, այդ թվում՝ կենսաթոշակային ֆոնդերի հիմնական տեսակների, դրանց առանձնահատկությունների, դրանց կառավարման, ինչպես նաև կառավարման մոդելավորման միջազգային փորձը,

➤ ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի փաստացի կառուցվածքի հիման վրա իրականացնել «ֆիքսված համամասնությամբ պորտֆելի ապահովագրման (CPPI)» ռազմավարության արդյունավետության գնահատում՝ անհրաժեշտություն դեպքում ձևափոխելով մոդելը,

➤ ստեղծել կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների՝ առանձին պորտֆելների միջոցով կառավարման մոդել՝ հիմնվելով «կյանքի ցիկլի» մոդելի վրա,

➤ ուսումնասիրել ֆոնդերի ներդրումների ակտիվ և պասիվ կառավարման առանձնահատկությունները և գնահատել դրանց արդյունավետությունը ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի համար,

➤ ուսումնասիրել ֆոնդերի կառավարման վճարների հիմնական կառուցվածքները և իրականացնել դրանց ողջամիտ մակարդակի գնահատում,

➤ ուսումնասիրել ֆոնդերի իրացվելիության և տոկոսադրույքի ռիսկերը, դրանց բացասական հետևանքները և առաջարկել դրանց արդյունավետ կառավարման մոդելներ:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԸ ԵՎ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացություններից, գրականության ցանկից և հավելվածներից:

Ներածությունում ներկայացվել են թեմայի արդիականությունը՝ անդրադարձ կատարելով ՀՀ-ում ներդրումային ֆոնդերի շուկայի ներկա վիճակին, ատենախոսության հիմնական նպատակը ու խնդիրները, հետազոտության օբյեկտը և առարկան, հետազոտության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, գիտական նորույթ համարվող արդյունքները և դրանց տեսական և գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության **առաջին գլխում** («Կոլեկտիվ ներդրումային սխեմաները և դրանց տնտեսագիտական էությունը») հեղինակը ներկայացրել է ներդրումային ֆոնդերի հիմնական տեսակները, մասնավորապես՝ ստանդարտ, մասնագիտացված և կենսաթոշակային ֆոնդերը և դրանց հիմնական հատկանիշները, բացահայտել է ֆոնդի կառավարման էությունը՝ որպես ֆոնդի ակտիվների պորտֆելի և ռիսկերի կառավարման ամբողջություն, և գնահատել է ՀՀ պարտադիր և կամավոր կենսաթոշակային համակարգերի ներկա իրավիճակը:

Ատենախոսության **երկրորդ գլխում** («Ներդրումային ֆոնդերի ներդրումների կառավարման տնտեսագիտամաթեմատիկական մոդելավորումը») ներկայացվել են ֆոնդերի կառավարման մի շարք տնտեսամաթեմատիկական մոդելներ, մասնավորապես՝ CPPI մոդելը («Ֆիքսված համամասնությամբ պորտֆելի ապահովագրման» ռազմավարությունը), «կյանքի ցիկլի» մոդելը, պորտֆելի ակտիվ կառավարման մոդելները և դյուրացիաների համապատասխանեցման մեթոդը: Հեղինակը ձևափոխել է նշված մոդելները դրանց արդյունավետությունը բարձրացնելու նպատակով, ձևավորել է նոր մոդել ֆոնդի իրացվելիության ռիսկի կառավարման համար և անդրադարձ է կատարել ֆոնդի կառավարման վճարի հիմնական կառուցվածքներին՝ առաջարկելով իր կողմից ներկայացված վճարի «հիբրիդային» կառուցվածքը:

Ատենախոսության **երրորդ գլխում** («ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարումը») ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի ցուցանիշների հիման վրա գնահատվել է CPPI մոդելի, «կյանքի ցիկլի» մոդելի, ակտիվ կառավարման մոդելների, իրացվելիության և տոկոսադրույքի ռիսկերի կառավարման մոդելների արդյունավետությունը, և ինչպես ցույց են տվել արդյունքները՝ դրանց կիրառության միջոցով հնարավոր է ապահովել ավելի բարձր եկամտաբերություն՝ ավելի ցածր ռիսկի դիմաց:

Եզրակացություններում հեղինակն ամփոփել է հետազոտության հիմնական դրույթներն ու արդյունքները:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԳԻՏԱԿԱՆ ՆՈՐՈՒՅԹԸ ԵՎ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐԸ

Ատենախոսության հիմնական գիտական արդյունքները հետևյալն են.

➤ առաջարկվել են կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումների կառավարման համար նոր մոտեցումներ, մասնավորապես՝ CPPI ռազմավարության և «Պորտֆելի ժամանակակից տեսության» միավորումը, «կյանքի ցիկլի մոդելի» սկզբունքների վրա հիմնված առանձին պորտֆելների միջոցով կառավարումը և ակտիվ կառավարման՝ երկու առանձին ենթախնդիրների (մարտավարական կառավարում, անհատական ընտրություն) լուծման միջոցով կիրառությունը.

➤ իրականացվել է ֆոնդի կառավարման վճարի ողջամիտ մակարդակի գնահատում, և առաջարկվել է կառավարման վճարի հաշվարկման նոր կառուցվածք, որը ներառում է եկամտաբերության համար պարզևավճար.

➤ ստեղծվել է ֆոնդի իրացվելիության ռիսկի կառավարման նոր մոդել՝ ոչ գծային ծրագրման խնդրի տեսքով, որն ունակ է չեզոքացնել իրացվելիության ռիսկից բխող բացասական հետևանքները՝ հատկապես ֆոնդից մեծ արտահոսքների դեպքում.

➤ տոկոսադրույքի ռիսկի արդյունավետ կառավարման նպատակով կիրառվել է դյուրացիաների համապատասխանեցման մեթոդը, որի հիման վրա առաջարկվել է որոշակի փոփոխությունների ենթարկել ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՏԵՍԱԿԱՆ ԵՎ ԿԻՐԱՌԱԿԱՆ ՆՇԱՆԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության արդյունքներն ունեն կարևոր տեսական և կիրառական նշանակություն: Մասնավորապես, դրանք կարող են.

➤ կիրառվել ՀՀ ներդրումային և կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների կողմից ֆոնդերի ներդրումների և ռիսկերի կառավարումն ավելի արդյունավետ կազմակերպելու նպատակով,

➤ հիմք հանդիսանալ ներդրումային ֆոնդերի ոլորտը կարգավորող իրավական ակտերում առկա դրույթները վերանայելու և բարելավելու համար՝ ի շահ ֆոնդերի ներդրողների:

ԴԻՏՈՂՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՎԵՐԱԲԵՐՅԱԼ

1. Թեզի 35 էջի գծանկար 3-ում ներկայացված է կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների ծավալները ըստ երկրների: Ներկայացված տեղեկատվությունը այս տեսքով չի նպաստում հետագա վերլուծական աշխատանքին: Այսպես. «կենսաթոշակային ֆոնդ և ՀՆԱ հարաբերություն» ցուցանիշները տատանվում են 4-214% սահմաններում: Նման շեղումով մեկ խմբում ցուցանիշի դիտարկումը խոսուն չէ: Վերլուծությունը կշահեր, եթե.
ա) ցուցանիշը դիտարկվեր, նախապես երկրները բաժանելով կլաստերների՝ հետագայում ինչ որ օրինաչափություն ի հայտ բերելով կլաստերների ներսում,

բ) «Կենսաթոշակային ֆոնդ և ՀՆԱ հարաբերություն» ցուցանիշի փոխարեն դիտարկումը կատարվեր «միջին թոշակ և միջին աշխատավարձ հարաբերության» համար:

2. Էջ 129-ում աղյուսակ 8-ում (Գնահատված կենսաթոշակ) ՀՀ մի քանի տարիքային խմբերի համար, ըստ երեք սցենարի, հաշվարկված է կենսաթոշակ/վերջին աշխատավարձ հարաբերության արժեքները: Ստացված արդյունքների հիման վրա կարծիք է արտահայտվում, որը հետագայում տեղ է գտել ատենախոսության Եզրակացություններ բաժնում:

Ձևակերպումը առավել քան հեղափոխական է. «Արդյունքում հնարավոր է եղել ապահովել բավականին բարձր կենսաթոշակ՝ մի քանի անգամ գերազանցելով կյանքի ընթացքում ստացված եկամուտները» (Եզրակացություններ՝ երկրորդ կետի երկրորդ ենթակետ՝ էջ 156): Նշենք որ ըստ պաշտոնական վերջին տվյալների ամենաբարձր կենսաթոշակ ունեցող երկրում՝ Նորվեգիայում այն կազմում է 2017\$, իսկ միջին աշխատավարձը 5920\$: Այսինքն իրական լավագույն արդյունքն այսօր 0,34 է, հեղինակի հաշվարկներն առաջարկում են նվազագույնը 3 արժեք: Որքանով է հիմնավոր:

3. Ներածության՝ ատենախոսության թեմայի արդիականության և էջ 36-ում նշվում է, որ ակտիվների շարունակական աճի փաստը վկայում է, որ այն զգալի նշանակություն կունենա ՀՀ-ում որպես տնտեսության ֆինանսավորման աղբյուր: Սակայն այդ մոտ 1 մլրդ դոլարի ներդրումների գերակշիռ մասը ուղղված է պետական պարտքի և արտասահմանյան ակտիվների /համաձայն աշխատության՝ 56 տոկոս, տես էջ 108/ ձեռք բերմանը և, որոնք իրենց հերթին պետք է ֆինանսավորվեն ապագա հարկային մուտքերով կամ ներդրվել են այլ երկրների տնտեսություններում:

4. Ատենախոսության ներածությունում նշվում է, որ ֆոնդերի արդյունավետ կառավարումը ուղղակի ազդեցություն ունի հասարակության բարեկեցության վրա: Սակայն աշխատությունում բացակայում է հասարակության բարեկեցությունը չափելու որևիցե մեթոդ կամ գործիքակազմ, ինչպես նաև բացակայում է «բարեկեցություն» հասկացության սահմանումը:

5. Աշխատության գիտական նորոյթի երկրորդ կետը փաստում է, որ «իրականացվել է ֆոնդի կառավարման վճարի ողջամիտ մակարդակի գնահատում»: Սակայն չի բացահայտվում «ողջամտության» սահմանումը:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ

Կատարված դիտողությունները չեն նվազեցնում ատենախոսության արժանիքը:

Ատենախոսության սեղմագիրը համապատասխանում է հետազոտության բովանդակությանը և արտացոլում հետազոտության հիմնական դրույթներն ու արդյունքները:

Տիգրան Մհերի Դավթյանի Ը.00.08 «Տնտեսության մաթեմատիկական մոդելավորում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման համար «Ներդրումային ֆոնդերի ակտիվների և

պարտավորությունների կառավարման տնտեսագիտամաթեմատիկական մոդելավորումը («Կենսաթոշակային ֆոնդերի օրինակով») թեմայով ատենախոսությունը համապատասխանում է Հայաստանի Հանրապետությունում գիտական աստիճանաշնորհման կանոնակարգի 6-րդ և 7-րդ կետերի պահանջներին, իսկ հեղինակն արժանի է Ը.00.08 «Տնտեսության մաթեմատիկական մոդելավորում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի շնորհմանը:

Ինժեներական տնտեսագիտության

և կառավարման ֆակուլտետի դեկանի ժ/պ

տնտ.գիտ.թեկնածու, դոցենտ

Ա.Ա.Թադևոսյան

Գրախոսներ՝

տնտ.գիտ.թեկնածու, դոցենտ

Գ.Ա.Շուշանյան

տնտ.գիտ.թեկնածու, դոցենտ

Կ.Վ.Տուրյան

Ա.Ա.Թադևոսյանի, Գ.Ա.Շուշանյանի և Կ.Վ.Տուրյանի ստորագրությունները հաստատում եմ՝

ՀԱՊՀ գիտական քարտուղար,
տեխ.գիտ.թեկնածու



Ծ.Ս. Հովհաննիսյան