
**ԱԶԳԱՅԻՆ ՀԱՐՍՏՈՒԹՅԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼ ԱՑՈՒՄԸ
ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ՄԻՋՈՑՈՎ**

ՏԻԳՐԱՆ ԿԱՐԱՊԵՏՅԱՆ

Ներածություն: Հայաստանի ռազմավարական, տնտեսական, սոցիալական և բնապահպանական օրակարգը պահանջում է համակարգային լուծումներ երկրի առջև ծառայած խնդիրները լուծելու համար: Սույն հոդվածի շրջանակում քննարկվում է ներդրումային բազմահարթակ համակարգ ձևավորելու անհրաժեշտությունը, որի նպատակը համազգային տնտեսական ներուժն իրացնելու և երկրի հզորացումն ապահովելու համար հնարավորությունների հարթակ ստեղծելն է: Այս համակարգը ենթադրում է եռաստիճան մակարդակում ներդրումային ակտիվների համախմբում և նպատակային ֆոնդերի կառավարման միջոցով ներառական տնտեսական զարգացման ապահովում: Այն միտված է երկրում տնտեսական ժողովրդավարության ամրապնդմանը, սոցիալական համերաշխությանը և երկրում ստեղծվող ավելացված արժեքի արդարացի վերաբաշխմանը:

Այսպիսի համակարգի գործադրմամբ հնարավոր կլինի մեկտեղել տնտեսական, սոցիալական, բնապահպանական և մարդկային կապիտալը, ուղղորդել դրանք երկրի հզորացմանը՝ նպատակադրվելով՝

- (ա) նպաստել ազգային հարստության պահպանմանը և աճին,
- (բ) խթանել տնտեսական զարգացումը,
- (գ) բարձրացնել կառավարման արդյունավետությունը,
- (դ) կապիտալացնել տնտեսական, սոցիալական և բնապահպանական ռեսուրսները:

Ահա այս նպատակով առաջարկվում է ստեղծել բազմահարթակ (եռաստիճան) ներդրումային ֆոնդերի համակարգ, որի մասնակիցներն են լինելու՝

- Հայաստանի սուվերեն ֆոնդը,
- Համահայկական ներդրումային ֆոնդը,
- հատուկ նպատակների համար ստեղծվող և մասնագիտացված ֆոնդերը:

Այս ֆոնդերը պետք է լինեն փոխկապակցված և գործեն փոխլրացման ու մասնագիտացման սկզբունքներով: Թիրախը լինելու է մի համակարգ, որի ակտիվները էականորեն ազդելու են Հայաստանի ՀՆԱ-ի կառուցվածքի վրա՝ ապահովելով լրացուցիչ հավելած:

Հայաստանի սուվերեն ֆոնդ (Sovereign Fund of Armenia): Պատմա-

կանորեն սուվերեն ֆոնդերը¹ առավելապես ստեղծվել են այնպիսի երկրներում, որոնք ունեցել են բյուջետային ավելցուկ և նվազ պետական պարտք: Դրանք հիմնականում այն երկրներն են, որոնք հարուստ են բնական պաշարներով և կարողացել են էներգատեսուրսների թանկ գների պայմաններում խնայողություններ կատարել ու դրանք ուղղել այդպիսի ֆոնդեր: Գոյություն ունեն սուվերեն ֆոնդերի բազմաթիվ սահմանումներ, սակայն ընդհանրական ու կիրառվող սահմանումը տվել է ՏՀԶԿ-ն, ըստ որի՝ «սուվերեն ֆոնդը ակտիվների համախումբ է, որն ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն պատկանում և կառավարվում է կառավարությունների կողմից՝ ազգային նպատակներին հասնելու համար»²: Սակայն այդպիսի ֆոնդերը տնտեսական նպատակադրվածության տեսանկյունից ունեն երեք հիմնական ընդհանրություններ. (ա) կապիտալի մաքսիմալացում³, (բ) կայունության ապահովում⁴ և (գ) տնտեսական զարգացում⁵: Կան ֆոնդեր, որոնք հետապնդում են այդպիսի մի քանի նպատակներ միաժամանակ:

Հետզհետե սուվերեն ֆոնդերի ազդեցությունը միջազգային ֆինանսական շուկաներում աճում է: Այսպիսի ֆոնդերի ակտիվներն արդեն մոտենում են 8,0 տրլն ԱՄՆ դոլարի շեմին: Այս ցուցանիշում առաջնորդությունը պատկանում է Նորվեգիայի ֆոնդին, որի ակտիվները 2017 թ. տարեվերջին գերազանցել են \$1,0 տրիլիոնը: Նախկին ԽՍՀՄ երկրներից նմանատիպ ֆոնդեր ստեղծվել են Ռուսաստանում (ակտիվները՝ \$101,0 մլրդ), Ղազախստանում (ակտիվները՝ \$127,0 մլրդ), Ադրբեջանում (ակտիվները՝ \$43,0 մլրդ) և Թուրքմենստանում⁶:

Հարկ է նշել, որ սուվերեն ֆոնդերի ակտիվների ձևավորման սկզբնական միջոցները գոյանում են հիմնականում նավթի և գազի (51%-ը), ինչպես նաև հանքարդյունաբերական մյուս ապրանքների իրացումից: Իսկ ահա ֆոնդերի ակտիվները ներդրվում են հրապարակայնորեն վաճառվող բաժնետոմսերում և պարտքային գործիքներում, ինչպես նաև ենթակառուցվածքներում, այլ ֆոնդերում ու անշարժ գույքում⁷:

¹ Աշխարհի տարբեր երկրներում դրանք տարբեր անվանումներ ունեն, սակայն բովանդակային առումով նույնականացվում են միջոցների ձևավորման աղբյուրներով, ակտիվների կառավարման և ներդրումային քաղաքականությամբ:

² Adrian Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu and Juan Yermo // OECD, “Sovereign Wealth and Pension Fund Issues”, № 14, 2008, p. 4.

³ Օրինակ՝ Քուվեյթի ներդրումային գործակալությունը կամ Ավստրալիայի ապագայի ֆոնդը: Այսպիսի ֆոնդերը ներդրումներ են կատարում երկարաժամկետ նախագծերում:

⁴ Օրինակ՝ Ռուսաստանի պահուստային ֆոնդը կամ Չիլիի սոցիալ-տնտեսական կայունության ֆոնդը: Այսպիսի ֆոնդերի ակտիվները օգտագործվում են ֆիսկալ և դրամավարկային քաղաքականություններում, օգնում ազգային արժույթի փոխարժեքի կայունության պահպանմանը:

⁵ Օրինակ՝ Մինգապուրյան ՏԵՄԱՄԵԿ-ը: Այսպիսի ֆոնդերը ներդրումներ են անում ենթակառուցվածքներում, խթանում են կապիտալի շուկաները:

⁶ www.swfinstitute.org

⁷ Տե՛ս The PREQIN Sovereign Wealth Fund Review, 2018:

Անշուշտ, Հայաստանի պարագայում, որտեղ առկա են բյուջետային պակասուրդ և պետական պարտք, սուվերեն ֆոնդի ստեղծման և դրա ակտիվների գեներացման այլ տարբերակներ պետք է կիրառել: Մակայն նպատակադրության տեսանկյունից այն պետք է միտված լինի կապիտալի մաքսիմալացմանը և տնտեսության զարգացմանը: Հարկ կլինի ֆոնդը գերծ պահել ֆիսկալ և դրամավարկային քաղաքականությունների սպասարկման առաքելությունից՝ այն չհակադրելով այդ բնագավառներում քաղաքականությամբ զբաղվող պետական մարմիններին:

Հայաստանի սուվերեն ֆոնդի (ՀՄՖ) սկզբնական ակտիվների ձևավորման աղբյուր կարող են լինել «հանրային նշանակության կազմակերպությունները»: Այս կարգավիճակը պետք է սահմանվի օրենքով և ներառի հանքարդյունաբերական ու ֆինանսական կազմակերպությունները, մենաշնորհային դիրք ունեցող կազմակերպությունները, հանրային ծառայությունների ոլորտում գործունեություն իրականացնող անձինք և այն ընկերությունները, որոնց արժեթղթերը ցուցակվում են ազգային բորսայում: Այս կազմակերպություններն իրենց տարեկան հասույթից և/կամ ակտիվներից օրենքի ուժով որոշակի պարբերականությամբ մասհանումներ կկատարեն ՀՄՖ-ին՝ դրա դիմաց ստանալով ՀՄՖ-ի փայեր⁸:

Հանրային նշանակության կազմակերպությունների սոցիալական պատասխանատվության «բեռը» անհամեմատ մեծ է երկրի տնտեսական, սոցիալական, բնապահպանական և մարդկային կապիտալի վերականգնողական աճը ապահովելու հարցում: Այս կազմակերպությունների մասհանումները ստեղծելու են խնայողություններ, որոնք ուղղվելու են ազգային հարստության պահպանմանը և աճին, ինչպես նաև երկրի տնտեսական զարգացմանը: Հատկապես ընդերքօգտագործողների դեպքում ձևավորվում է մի մոդել, որի պարագայում չվերականգնվող ակտիվները (բնական պաշարները), վերածելով ֆինանսական ակտիվների, գեներացնում են միջսերնդային համերաշխության կապիտալ:

Մոտավոր հաշվարկներով ՀՄՖ-ում կուտակվող միջոցները կարող են գերազանցել տարեկան 50 մլրդ ՀՀ դրամը⁹:

Հայաստանի սուվերեն ֆոնդի (ՀՄՖ) կարգավիճակն ըստ էության լինելու է «ֆոնդերի ֆոնդ», այսինքն՝ այն ներդրումներ է կատարելու հիմնականում ներդրումային ֆոնդերում, իր ակտիվները տեղաբաշխելու է միայն կոնկրետ ներդրումային ֆոնդերի ֆինանսական գործիք-

⁸ Որպես այլընտրանքային տարբերակ կարող է դիտարկվել «նպատակային վճարների» փոխանցումը պետբյուջե, որի դեպքում ՀՄՖ-ի փայերի սեփականատեր կդառնա պետությունը:

⁹ Եթե օրինակ բանկերն իրենց ակտիվների 0,1%-ը կուտակեն ֆոնդում, ապա ֆոնդի փայերի վաճառքից մուտքերը կկազմեն տարեկան մոտ 4,5 մլրդ դրամ:

ներում: Օրենքի ուժով ՀՄՖ-ի ակտիվները ներդրվելու են հետևյալ համամասնությամբ՝

- Համահայկական ներդրումային ֆոնդում ակտիվների 50%-ը,
- նպատակային ֆոնդերում ակտիվների 30%-ը՝ այն համամասնորեն բաշխելով այդ ֆոնդերի միջև,
- պետական արժեթղթերում ակտիվների 20%-ը՝ ապահովելու համար ՀՄՖ-ի իրացվելիության բավարար մակարդակ:

ՀՄՖ-ի փայերը լինելու են շրջանառելի, ու մասնակիցներն այն կարող են օտարել ցանկացած պահի: Սակայն դրանք չեն կարող առաջարկվել հրապարակային օֆերտայի միջոցով: Իսկ ահա ՀՄՖ-ի եկամուտը բաշխվելու է իր փայատերերին՝ գործունեության 5-րդ տարեվերջից սկսած: Շահաբաժնային քաղաքականությամբ տարեկան եկամտի 30%-ը ենթակա կլինի բաշխման (payout ratio – 30%):

Համահայկական ներդրումային ֆոնդ (Pan-Armenian Investment Fund): Անցած 30 տարիներին աշխարհասփյուռ հայությանը Հայաստան պետությունը ներկայացել է որպես բարեգործության ասպարեզ՝ խարսխված բացառապես զգացմունքային հայրենասիրության վրա: Իսկ այն սակավաթիվ սփյուռքահայերը, որոնք հետապնդել են նաև գործարար նկատակներ ու շահեր, տարիների ընթացքում հիասթափվել են գործարար միջավայրում արմատացած և իրենց համար խորթ միջավայրից: Հայաստանն այդպես էլ չի կարողացել հանգամանքների բերումով կորպորատիվ տարբեր մշակույթներ ունեցող աշխարհասփյուռ հայ համայնքներին առաջարկել ինստիտուցիոնալ լուծումներ: Մեր ֆինանսական համակարգը չի ձևավորել համազգային տնտեսական ներուժը սպասարկող գործիքներ:

Այս խնդրի լուծման առաջնորդությունը պետք է վերապահել նորացված Համահայկական ներդրումային ֆոնդին: Այն պետք է համակարգային լուծումներով վերացնի այն պատնեշը, որ կառուցվել է տարիների ընթացքում, ու դրա միջոցով Սփյուռքը պետք է մասնակցի երկրի ավելացված արժեքի ստեղծմանը և օգտվի դրա պտուղներից:

Համահայկական ներդրումային ֆոնդի (ՀՄՖ) միջոցով հնարավոր կլինի կապիտալացնել ազգային հարստությունը և ձևավորել ավելացված արժեքի վերաբաշխման արդար համակարգ:

ՀՄՖ-ի սկզբնական ակտիվների ձևավորման աղբյուրը լինելու է Հայաստանի սուվերեն ֆոնդը, որի ակտիվների 50%-ը ներդրվելու է ՀՄՖ-ում: Այս «սկզբնական կապիտալը» կատարելու է արագացուցիչի (աքսելերատորի) դեր, այդ թվում՝ աշխարհասփյուռ հայությունից: Այս նպատակով ՀՄՖ-ն պետք է կիրառի բազմապիսի ֆինանսական գործիքներ՝ տարբեր ժամկետայնության ու եկամտաբերության պարտքային, ինչպես նաև բաժնային ֆինանսական գործիքներ: Այնուամենայնիվ, պարտքային գործիքներ / բաժնային գործիքներ հարաբերակցությունը չպետք է գերազանցի 100%-ը, ինչը նշանակում է, որ ՀՄՖ-ն կա-

րող է ներգրավել փոխառու միջոցներ ոչ ավելի, քան հավաքված բաժնետիրական կապիտալը:

ՀՆՖ-ի կարգավիճակը լինելու է միջակայքային հրապարակային ներդրումային ֆոնդ: Այն պետք է որդեգրի հզոր և ճկուն մարկետինգային քաղաքականություն, ձևավորի ցանցային կառույցներ աշխարհի խոշորագույն ֆինանսական կենտրոններում և այն երկրներում, որտեղ առկա է սփյուռքահայության բարձր կենտրոնացվածություն: Այդ առումով առաջարկվում է գրասենյակներ ունենալ Լոնդոնում, Փարիզում, Մոսկվայում և Լոս Անջելեսում, իսկ այնուհետև՝ այլ մայրցամաքներ ընդգրկող քաղաքներում: Տարբեր գնահատականներով՝ աշխարհասփյուռ հայությունը տնօրինում է ավելի քան 400 մլրդ ԱՄՆ դոլարի կապիտալ, և ՀՆՖ-ի նպատակն է լինելու երկարաժամկետ հեռանկարում ներգրավել այդ կապիտալի գոնե 5%-ը:

Հաշվի առնելով այս բնագավառի (ներդրումների ներգրավման) պետական կարգավորման խիստ քաղաքականությունները՝ պետք է կիրառել այնպիսի մեխանիզմներ, որ ռեգուլյատիվ ծախսերը հնարավորինս փոքր լինեն: Մասնավորապես, ձեռք բերել եվրոպական «անձնագիր»¹⁰ ու նաև օգտվել ԱՄՆ օրենսդրությամբ նախատեսված բացառություններից¹¹: Սրա շրջանակներում անխուսափելիորեն գործարկվելու է միջազգային պրակտիկայում հաճախ կիրառվող ներդրումային ֆոնդերի master-feeder կառուցվածքը¹²: Ապագայում, պետք է նկատի ունենալ ներդրումների ներգրավման համար բլոկչեյն տեխնոլոգիաների հնարավորությունները:

ՀՆՖ-ի ակտիվները ներդրվելու են հետևյալ ուղղություններով և համամասնությամբ՝

- նպատակային ֆոնդերում ակտիվների 30%-ը,
- մասնագիտացված ֆոնդերում ակտիվների 30%-ը,
- ազգային բորսայում շրջանառվող և հրապարակայնորեն վաճառվող արժեթղթերում ակտիվների 30%-ը,
- պետական արժեթղթերում ակտիվների 10%-ը՝ ապահովելու համար ՀՆՖ-ի իրացվելիության բավարար մակարդակ:

Ակտիվների տեղաբաշխման այսպիսի կառուցվածքը հնարավորություն կտա բազմազանեցնելու ներդրումները, խթանելու կապիտալի ներքին շուկան և նպատակային ֆոնդերի միջոցով իրականացնելու ռազմավարական խոշոր ծրագրեր:

ՀՆՖ-ի թողարկված բաժնային և պարտքային գործիքները լինելու են ազատ շրջանառելի ազգային բորսայում, իսկ պարտքային գործիքները՝ նպատակահարմարությունից ելնելով՝ այլ երկրների բորսանե-

¹⁰ Տե՛ս SEC, Regulation D:

¹¹ Տե՛ս The directive 2011/61/EU of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers:

¹² Feeder ֆոնդը գրանցվելու է այլ երկրում, որի ակտիվները ամբողջությամբ ներդրվելու են master ֆոնդում՝ ՀՆՖ-ում:

րում: ՀՆՖ-ի ֆինանսական գործիքների իրացվելիությունը ապահովվելու է ՀՄՖ-ի միջոցներով:

Նպատակային և մասնագիտացված ներդրումային ֆոնդեր: Անկախությունից ի վեր Հայաստանը չի կարողացել կապիտալացնել իր սեփականությունը, առ այսօր չեն տրվել գնահատականներ, թե որքան արժեն պետության տնօրինման ներքո գտնվող ակտիվները, այն ակտիվները, որոնք կարող են «առևտրայնացվել», ունեն բիզնես ներուժ և ավելացված արժեք գեներացնելու կարողություն: Ընդ որում, այդ գնահատականի համար արդյունավետություն ապահովելու նպատակով անհրաժեշտ է ներգրավել մասնավոր հատվածին՝ ստորև շարադրված մեխանիզմով:

Առաջարկվում է ստեղծել 5 նպատակային ներդրումային ֆոնդեր, որոնց կփոխանցվեն Հայաստանին պատկանող այն ակտիվները, որոնք առևտրայնացման և եկամուտներ գեներացնելու ներուժ ունեն կամ մասնավորեցման ծրագրերում են: Դրանք են՝

- գյուղատնտեսական և արդյունաբերական ներդրումային ֆոնդը,
- ենթակառուցվածքների ներդրումային ֆոնդը,
- առողջապահության ներդրումային ֆոնդը,
- բնապահպանական ներդրումային ֆոնդը,
- անշարժ գույքի ներդրումային ֆոնդը:

Նպատակային ֆոնդերի սկզբնական ակտիվների ձևավորման աղբյուրը լինելու է պետական մասնակցությամբ ընկերությունների՝ պետությանը սեփականության իրավունքով պատկանող բաժնետոմսերը/բաժնեմասերը, ինչպես նաև պետությանը պատկանող անշարժ գույքը: Այնուհետև, Հայաստանի սուվերեն ֆոնդը և Համահայկական ներդրումային ֆոնդը իրենց ակտիվների 30-ական տոկոսը կներդնեն այդ ֆոնդերում՝ ապահովելով դրամական միջոցների բավարար առկայություն: Այս հանգամանքը թույլ կտա ֆոնդերին իրագործել իրենց ներդրումային և կառավարչական ծրագրերը:

Բոլոր նպատակային ներդրումային ֆոնդերի կարգավիճակը լինելու է բաց բաժնետիրական ընկերություն: Սկզբում ֆոնդերի բաժնետոմսերի 100%-ը պատկանելու է պետությանը, այնուհետև, դրամային ներդրում կատարելուց հետո, ֆոնդերի բաժնետերեր կդառնան ՀՄՖ-ն և ՀՆՖ-ն: Ֆոնդերի բաժնետոմսերը ցուցակվելու են ազգային բորսայում՝ դառնալով ազատ շրջանառելի գործիքներ: Այնուհետև պետությունը ֆոնդերի բաժնետոմսերի 20-30%-ը երկրորդային օֆերտայի եղանակով աստիճանաբար կվաճառի ազգային բորսայում՝ ըստ էության մասնավորեցնելով այդ չափաբաժինը: Դրա շնորհիվ պետությունը կունենա մուտքեր: Առաջարկվող այս սխեմայի առավելությունն այն է, որ պետությանը պատկանող առանձին ընկերությունների բաժնետոմսերի վաճառքի/մասնավորեցման փոխարեն մասնավորեցվում են ֆոնդերի բաժնետոմսերը, որոնցում կուտակված են ոլորտային կազմակեր-

պությունները: Մասշտաբի էֆեկտի հաշվին, ինչը կարևոր հանգամանք է կապիտալի շուկայում արդար գնագոյացում ապահովելու տեսանկյունից, պետությունը կխուսափի իր ակտիվների թերագնահատման ռիսկից: Ֆոնդերի բաժնետոմսերի հնարավոր գնորդները կլինեն պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերը, ապահովագրական ընկերությունները, բանկերը, այլ կազմակերպություններ և հանրությունը: Իսկ նպատակային ֆոնդերի բաժնետոմսերի իրացվելիությունը կապահովվի ՀՆՖ-ն իր միջոցներով:

Նպատակային ֆոնդերը հնարավորություն կունենան անմիջակա-նորեն աշխատելու մասնավոր հատվածի հետ՝ կիրառելով տարբեր մեխանիզմներ, այդ թվում՝ պետություն-մասնավոր հատված համագործակցության, համատեղ գործունեության, տարբեր նախագծերում համաֆինանսավորման կամ ֆոնդերի ակտիվների ներդրման միջոցներով: Նպատակային ֆոնդերի միջոցով կֆինանսավորվեն ծրագրեր, որոնք մասնավոր հատվածը ինքնուրույնաբար և միայնակ ունակ չի լինի իրագործել:

Արդյունաբերական ներդրումային ֆոնդը կսպասարկի երկրի արդյունաբերական քաղաքականությունը: Այստեղ ներդրված պետական մասնակցությամբ ոլորտային ընկերությունների կառավարումը, ըստ էության, կհանձնվի այս ֆոնդին: Մեկտեղելով գույք և դրամական միջոցներ՝ ֆոնդը հնարավորություն կտա մասնավորապես զարգացնելու ռազմաարդյունաբերությունը՝ հիմնված բարձր տեխնոլոգիաների վրա, նպաստելու ինժեներական ներուժի զարգացմանը ամբողջական դարձնելով գիտություն – հետազոտություններ – լաբորատորիաներ – արտադրություն շղթան, թույլ կտա տեղական արդյունաբերական կազմակերպությունները համալրել ժամանակակից սարքավորումներով և տեխնոլոգիաներով:

Ենթակառուցվածքների ներդրումային ֆոնդում կկենտրոնացվեն երկրի որոշ ենթակառուցվածքներ և դրանք սպասարկող կազմակերպություններ: Այս ֆոնդի միջոցով հնարավոր կլինի իրագործել ռազմավարական ծրագրեր էներգետիկայի, տրանսպորտի և ճանապարհաշինության բնագավառներում: Այնպիսի նախագծեր, ինչպիսիք են նորատոմակայանի կառուցումը, «Հյուսիս-հարավ» ճանապարհային ծրագիրը, վերականգնվող էներգետիկայի ծրագրերը, միջմարզային (ներառյալ՝ Արցախը) կապը երկաթուղային հաղորդակցության միջոցներով համալրելը, որոնք պահանջում են զգալի ներդրումներ ու ջանքեր, կլինեն այս ֆոնդի թիրախում:

Առողջապահության ներդրումային ֆոնդը կստանձնի առողջապահական և սոցիալական ծառայություններ մատուցող պետական ընկերությունների կառավարումը: Ֆոնդի ակտիվների կառավարմամբ հնարավոր կլինի առողջապահական հիմնարկները հագեցնել ժամանակակից սարքավորումներով և տեխնոլոգիաներով, նպաստել բնա-

զավառի պետական քաղաքականության իրականացմանը:

Բնապահպանական ներդրումային ֆոնդում կկենտրոնացվեն բնազավառի որոշ ենթակառուցվածքներ և դրանք սպասարկող կազմակերպություններ: Այս ֆոնդի միջոցով հնարավոր կլինի իրականացնել բնապահպանական ծրագրեր, որոնք ունեն նաև բիզնես ուղղվածություն: Այսպես կոչված «կանաչ» ծրագրերը, որոնք կարող են համաֆինանսավորվել միջազգային դոնոր կազմակերպությունների կողմից, ամբողջությամբ կկառավարվեն այս ֆոնդի միջոցով:

Անշարժ գույքի ներդրումային ֆոնդում կներդրվի պետության սեփականությունը հանդիսացող այն անշարժ գույքը, որը նախատեսվում է օգտագործել գործարար նպատակներով կամ ենթակա է օտարման: Այնպիսի նախագծեր, ինչպիսիք են թիրախային բնակարանաշինարարական ծրագրերը, բնակֆոնդի կառավարումը կամ մասնավոր հատվածի հետ հյուրանոցային և նմանատիպ այլ բիզնես ծրագրերի իրագործումը, որոնք մեծածավալ են, կլինեն այս ֆոնդի տեսադաշտում:

Միաժամանակ, նպատակային այս ֆոնդերը միասին իրենց տարեկան եկամուտների մինչև 5%-ը պետք է ծառայեցնեն մարդկային կապիտալի զարգացմանը: Ըստ այդմ ֆոնդերը կձևավորեն նպատակային կրթական հիմնադրամ, որի ակտիվներով կֆինանսավորվեն այն անձինք, որոնք կընդունվեն աշխարհի առաջին 100 առաջնակարգ ուսումնական հաստատություններ՝ մագիստրոսական կրթություն ստանալու համար: Ընդ որում, ամբողջությամբ կֆինանսավորվեն կեցության ծախսերը և ուսման վարձավճարները՝ պայմանով, որ մագիստրոսական կոչումը ստանալուց հետո նրանք առնվազն հինգ տարի աշխատեն այս համակարգում ընդգրկված կազմակերպություններում: Այս գործիքով հնարավոր կլինի ներդրումային ֆոնդերի այս եռաստիճան համակարգը համալրել բարձրակարգ կադրերով:

Մասնագիտացված ներդրումային ֆոնդեր: Առաջարկվող համակարգը մեկտեղելու է դրամական միջոցներ և գույք, որոնց «կառավարմանը» պետք է մասնակից դարձնել նաև մասնավոր հատվածին: Այդ նպատակին է ծառայելու մասնագիտացված ներդրումային ֆոնդերում համակարգի առաջարկած ներդրումները: Պետք է հնարավորություն ընձեռել ցանկացած անձի հրապարակային և թափանցիկ մեխանիզմների միջոցով հայցելու համաֆինանսավորում ՀՆՖ-ից և/կամ նպատակային ներդրումային ֆոնդերից՝ իրենց ծրագրերն ինքնուրույն իրագործելու համար: Այս մեխանիզմի միջոցով մասնավոր ֆոնդերի կառավարիչներն իրենց կողմից ստեղծվող և կառավարվող վենչուրային, փակ փայատիրական (private equity), մասնավոր անշարժ գույքի կամ արժեթղթավորման ֆոնդերի համար հնարավորություն են ունենում ստանալու ֆինանսավորում 50/50 սկզբունքով, այսինքն՝ եթե, օրինակ, մասնավոր կառավարիչը կարողանում է ձևավորել մասնագիտացված ֆոնդ 10 մլրդ դրամի չափով, ապա ՀՆՖ-ից կարող է ստանալ նույնքան

ներդրում՝ ֆոնդի ծավալը դարձնելով 20 մլրդ դրամ: Այսպիսի մեխանիզմը լայնորեն տարածված է միջազգային պրակտիկայում, և այն հզոր ազդակ կդառնա հատկապես փոքր և միջին ձեռնարկությունների ֆինանսավորման հասանելիության ու վենչուրային նախաձեռնությունները կյանքի կոչելու համար:

Համակարգի կառավարումը: Եռաստիճան ներդրմային ֆոնդերի՝ առաջարկվող այս համակարգի կառավարումը կարևորագույն խնդիր է: Բացի այն բանից, որ անհրաժեշտ է կառավարման արդյունավետ մեխանիզմներ կիրառել, անչափ կարևոր է նաև գրագետ և պրոֆեսիոնալ մարդկային ռեսուրսներով այն համալրել:

Կարևոր է նշել, որ այս համակարգի ձևավորման համար բյուջետային որևէ հատկացում չի նախատեսվում, դեռ ավելին՝ բյուջեն զգալի տնտեսումներ կկատարի, քանի որ մի շարք պետական կամ քվազի պետական մարմիններ կարելի է լուծարել կամ օպտիմալացնել¹³: Եռաստիճան համակարգը թույլ է տալիս գեներացնել զգալի դրամական միջոցներ՝ ֆոնդերի արդյունավետ կառավարումն ապահովելու համար: Այնուամենայնիվ, ֆոնդերի կառավարման ծախսերը չպետք է գերազանցեն ակտիվների 2%-ը: Ընդ որում, կիրառելով ֆինանսական թիրախային ցուցանիշների հստակ համակարգ (KPIs), կարելի է լուծել նաև կառավարմանը պրոֆեսիոնալ անձանց ներգրավելու հարցը:

Հայաստանի սուվերեն ֆոնդի ընթացիկ կառավարումը մեծ ջանքեր և ներդրումներ չի պահանջում, ֆոնդի ակտիվները տեղաբաշխվելու են օրենքի ուժով և դրանում սահմանված համամասնություններով: Իսկ ակտիվների հավաքումը պետք է իրականացնել հարկային վարչարարության գործիքակազմով: ՀՄՖ-ն պետք է ունենա խորհուրդ, որի նախագահը ի պաշտոն է պետք է լինի երկրի վարչապետը:

Համահայկական ներդրմային ֆոնդի ընթացիկ կառավարումը պետք է մասամբ պատվիրակել օտարերկրյա որևէ հեղինակավոր ֆոնդի կառավարչի (մրցութային հիմունքներով և որոշակի ժամկետով): Արտերկրից ներդրումներ ներգրավելու համար սա կարևոր հանգամանք է: ՀՄՖ-ն պետք է ունենա խորհուրդ, որի կազմը պետք է հավասարապես բաշխվի կառավարության անդամների ու մասնավոր հատվածի միջև և հաստատվի կառավարության կողմից: Միայն ճանաչված, փորձառու և հեղինակավոր անձինք պետք է ընտրվեն խորհրդում, անձինք, որոնք բարձր կպահեն ՀՄՖ-ի հեղինակությունը արտերկրում և Հայաստանում¹⁴: Խորհուրդը պետք է ձևավորի երեք հոգանոց ներդրու-

¹³ Օրինակ՝ պետական գույքի կառավարման վարչությունը, դրան ենթակա մի շարք հիմնարկները, պետական կամ քվազի պետական հիմնադրամները կամ առևտրային կազմակերպությունները, որոնք ներկայումս կատարում են նպատակային ֆոնդերի գործառնությունները:

¹⁴ Պետք է կազմել արտերկրում ճանաչված հայերի ցուցակը, որոնք մասնագիտացված են հատկապես ֆինանսների, իրավաբանության և բանկային գործում ու նրանց հրավիրել խորհուրդ:

մային կոմիտե, որի անդամները պետք է լինեն պրոֆեսիոնալ և հեղինակավոր. նրանք են հաստատված համամասնությունների շրջանակում ընդունելու ներդրումային որոշումներ: Նրանք պետք է ստանան միջազգային պրակտիկայում տարածված համանման վարձատրություն:

Այսպիսի մոտեցում պետք է որդեգրել նաև նպատակային հինգ ֆոնդերի կառավարման հարցում: Միայն թե խորհուրդներում պետք է ներկայացված լինեն առավելապես ոլորտի մասնագետներ, իսկ ընթացիկ կառավարումը պետք է վերապահել պետության նշանակած կառավարիչներին կամ մրցութային կարգով ընտրված իրավաբանական անձանց: Հարկ է նշել, որ ՀՆՖ-ի և նպատակային հինգ ֆոնդերի կառավարիչները պետք է լինեն լիցենզավորված:

Համակարգում ներառված բոլոր ֆոնդերում պետք է կիրառվեն բնագավառում միջազգայնորեն ընդունված ստանդարտները կառավարման, ներդրումային որոշումների կայացման և կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների հարցում: Բոլոր ֆոնդերի ֆինանսական հաշվետվությունները, այդ թվում՝ միջանկյալ, պետք է հրապարակվեն, իսկ տարեկան հաշվետվությունները հաստատվեն միայն խոշոր քառյակում ընդգրկված աուդիտորների կողմից:

Մեկ այլ կարևոր խնդիր է ֆոնդերի ակտիվներում ընդգրկված ընկերությունների կառավարման հարցը: Այդ ընկերությունների կապիտալացման մակարդակն ուղղակիորեն ազդելու է ֆոնդերի ակտիվների արժեքի վրա: Ուստի բոլոր ջանքերը պետք է գործադրել, որպեսզի այդ ընկերություններում նույնպես ներդրվեն կորպորատիվ կառավարման համակարգերը: Միայն պատշաճ կորպորատիվ կառավարումը կերաշխավորի ֆոնդերի (հետևաբար՝ ներդրողների և այլ շահառուների) իրավունքների պաշտպանվածությունը, ընկերությունների թափանցիկ, հրապարակային, պատասխանատու ու հաշվետու գործելաձևը: Այդ ընկերություններում պետք է ձևավորվեն խորհուրդներ, որոնցում էական դերակատարում պետք է ունենան անկախ անդամները:

Բանալի բառեր - ներդրումային ֆոնդ, կապիտալի շուկա, կորպորատիվ կառավարում, տնտեսական ժողովրդավարություն, արժեթղթեր

ТИГРАН КАРАПЕТЯН – Капитализация национального богатства через инвестиционные фонды. – Политическая, экономическая, социальная и экологическая повестки требуют системного подхода для решения задач, стоявших перед страной. В статье ставится вопрос о создании многоступенчатой инвестиционной системы, чтобы реализовать общенациональный экономический потенциал. Предлагаемая система предусматривает аккумуляцию инвестиционных активов на трёх уровнях, чтобы, управляя целевыми инвестиционными фондами, обеспечить инклюзивный экономический рост страны. Это подразумевает укрепление экономической демократии, поддержание социальной солидарности и

справедливое перераспределение создаваемой в стране добавленной стоимости. Реализация такой системы позволит совместить социальный, экономический и человеческий капитал, сосредоточить его и способствовать:

- а) росту и сохранению национального богатства,
- б) ускорению экономического развития,
- в) повышению эффективности управления,
- г) капитализации экономических, социальных и экологических ресурсов.

Для указанных целей предлагается создать платформу, включающую в себя суверенный фонд Армении, всеармянский инвестиционный фонд и специализированные фонды.

Ключевые слова: *инвестиционный фонд, рынок капитала, корпоративное управление, экономическая демократия, ценные бумаги*

TIGRAN KARAPETYAN – *Capitalizing the National Wealth through Investment Funds.* – The political, economic, social, and environmental agenda of Armenia requires a systematic solution for the issues currently faced by the country. This paper supports the discussions of establishing the framework for a multi-layer investment vehicle, which is aimed at creating an opportunity for achieving the national goals. The proposed structure considers the accumulation of investment assets on a triple-level framework and assurance of inclusive economic development through the management of the investment funds. This approach eventually intends to encourage an economic democracy, social solidarity, and fair distribution of national wealth. It will help to put together the economic, social, environmental, and human resources, targeting to:

1. Promote the growth and preservation of national wealth;
2. Boost economic development;
3. Increase the effectiveness of governance;
4. Capitalize on economic, social, and environmental resources.

For the above-mentioned purposes, it is considered to establish a multi-pillar investment funds' platform, which includes: (a) Sovereign Fund of Armenia, (b) Pan-Armenian Investment Fund, (c) Special Purpose and Specialised Funds.

Key words: *investment fund, capital market, corporate governance, economic democracy, securities*

Ներկայացվել է՝ 20.03.2020

Գրախոսվել է՝ 08.04.2020

Ընդունվել է տպագրության՝ 25.05.2020