

**ՀՀ ԳԻՏՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԱԶԳԱՅԻՆ ԱԿԱԴԵՄԻԱՅԻ Մ.ՔՈԹԱՆՅԱՆԻ ԱՆՎԱՆ
ՏՆՏԵՍԱԳԻՏՈՒԹՅԱՆ ԻՆՍՏԻՏՈՒՏ**

Քնարիկ Ավագի Այվազյան

**«Հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման
առանձնահատկությունները Հայաստանի Հանրապետությունում»**

Ա տ Ե ն ա խ ո ս ու թ յ ու ն

**Ը. 00.03 – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտություններով
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի համար**

**Գիտական ղեկավար՝
տնտ. գիտ. դոկտոր, պրոֆեսոր
Սամսոն Դավոյան**

ԵՐԵՎԱՆ – 2016

Բ Ո Վ Ա Ն Դ Ա Կ ՈՒԹ Յ ՈՒ Ն

Ներածություն.....	3
Գլուխ 1. ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԷՎՈԼՅՈՒՑԻԱՆ ԵՎ ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ	11
1.1 Հիփոթեքի ծագումը, հիփոթեքային վարկերի զարգացման հիմնական մոտեցումները և առանձնահատկություններ.....	11
1.2 Հիփոթեքային վարկավորման համակարգի ֆինանսական ապահովվածության մեխանիզմների անհրաժեշտությունը և հիփոթեքային վարկի շուկայի կառուցվածքը...	24
1.3 Բնակչինարարության ֆինանսավորման կառուցվածքային փոփոխությունները և հիփոթեքային ճգնաժամի առաջացման պատճառները.....	38
Գլուխ 2. ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄԱՆ ԴԵՐԸ ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԳՈՐԾՈՒՄ, ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ՀԱՎԱՍԱՐԱԿՇՈՒԹՅԱՆ ՄՈԴԵԼ	53
2.1 Արժեթղթավորման առանձնահատկությունները, իրականացման խթանները և դերը գլոբալ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամում.....	53
2.2 Հիփոթեքային վարկավորման ներդրման փորձը և արժեթղթավորումը զարգացած և անցումային տնտեսությամբ երկրներում.....	74
2.3 Արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդել.....	84
Գլուխ 3. ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ԼՈՒԾՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ	95
3.1 Հիփոթեքի վարկավորման համակարգի ձևավորման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում	95
3.2 Հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության գնահատումը Հայաստանի Հանրապետությունում.. ..	108
3.3 Արժեթղթավորման ազդեցությունը ՀՀ բանկային գործունեության վրա, քանակական գնահատականներ	126
Եզրակացություններ.....	134
Օգտագործված գրականության և տեղեկատվության աղբյուրների ցանկ.....	142
Հավելված.....	154

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հեղափոխության թեմայի արդիականությունը: Պլանային համակարգից ժառանգություն ստացած նախկին վարչարարությունը, տնտեսական փոխհարաբերությունների և ենթակառուցների անգործունակ համակարգերը, գլոբալ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի բացասական հետևանքների շուտափույթ հաղթահարումը ավելի են կարևորում կայուն տնտեսական աճի ապահովումը, մրցունակ տնտեսության ձևավորումը և քաղաքացիների բարեկեցության մակարդակի բարձրացումը:

Անցումային տնտեսություններում արդյունավետ պետական միջամտությունը պետք է դրսևորվի ոչ այնքան և ոչ միայն պետական բյուջեից սոցիալական պաշտպանվածությանն ուղղված ոլորտներին կատարված հատկացումներով, այլև տնտեսական օրգանիզմին շուկայական ենթակառուցվածքների ու ինստիտուտների «փոխպատվաստմամբ», ինչը կնպաստի տնտեսությունում «երկար փողերի» ձևավորմանը: Այդպիսին է փորձը ապահովագրական, կենսաթոշակային և հիփոթեքային վարկավորման ինստիտուտների արդյունավետ գործառնման պարագայում:

Առավել հաջողված վերափոխումային գործընթացներ իրականացրած երկրների փորձը վկայում է, որ «տնտեսական ինստիտուտները» հնարավոր են դարձրել շուկաների զարգացումը, կամ տեխնոլոգիաների բարելավումը կամ ներմուծումը, իսկ «քաղաքական ինստիտուտները» ուժեղացրել են սեփականության ինստիտուտների երաշխիքները և պայմանագրերի իրականացման պարտադրանքի մեխանիզմները¹:

Հիփոթեքի մեխանիզմի գործադրումը պակաս կարևոր չէ սոցիալական առաջընթացի առումով: Դրան միտված պետական քաղաքականության առարկան է բնակարանային շուկայի կայացումը, բնակարանային տարածքների ձեռքբերման հասանելիության շեմի բարձրացումը՝ հասարակության տարբեր շերտերի համար: Սա պայմանավորված է խնդրի ռազմավարական նշանակությամբ՝ ՀՀ սոցիալ-ժողովրդագրական իրավիճակի բարելավման պահանջներով:

¹Աղբյուրը՝ North D. C., “Economic Performance through Time”, Lecture to the memory of Alfred Nobel, December 9, 1993, <http://nobelprize.org/economics/laureates/1993/north-lecture.html>.

Հայտնի է, որ սպառողական բարիքների շարքում բնակարանը առավել կապիտալատարն է, ուստի անհրաժեշտ է գործադրել առանձնահատուկ մեխանիզմներ, որոնք թույլ կտան հաղթահարել բնակչության լայն շերտերի՝ խնայողությունների ոչ բավարար մակարդակով պայմանավորված արգելքը:

Մյուս կողմից, հանրապետությունում բնակարանային շուկայի ընդլայնման հեռանկարները պետք է ելնեն իրատեսական այն գնահատականներից, որոնցով որոշվում են տվյալ բնակավայրում, տվյալ տիպի, վարկավորման այս կամ այն պայմաններով բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության չափերը բնակչության տարբեր շերտերի վճարունակ պահանջարկի պայմաններում: Հիփոթեքային պորտֆելի պարունակությունը դեռևս չի գերազանցում 200 մլրդ դրամը², մինչդեռ վարկերի նկատմամբ պահանջարկը բավականին մեծ է՝ տնային տնտեսություններից յուրաքանչյուր երկրորդը ցանկություն ունի օգտվել հիփոթեքային վարկավորումից³:

Կարևորելով հիփոթեքային վարկերի շուկայի զարգացման անհրաժեշտությունը, մեր կողմից ընդգծվել է բնակարանային շինարարության, սոցիալական, ֆինանսական միջնորդ ինստիտուտների զարգացման, հիփոթեքային ֆինանսավորման կայուն և գործունակ մեխանիզմների ստեղծման խնդիրների լուծումը:

Երկրի ընդհանուր տնտեսության զարգացման տեսանկյունից հիփոթեքային վարկերի շուկայի զարգացումը հնարավորություն կտա պետության կողմից ոչ բավարար բնակարանային շինարարության իրականացման ծավալների պայմաններում բարելավել բնակչության լայն շրջանակների բնակարանային պայմանները՝ նպաստելով անշարժ գույքի շուկայի զարգացմանը, շինարարության և շինանյութերի արտադրության ծավալների ընդլայնմանը, ինչի արդյունք կհանդիսանան բարձր տնտեսական աճը և նոր աշխատատեղերի ստեղծումը:

ՀՀ Կենտրոնական բանկի (այսուհետ՝ ԿԲ) խնդիրների տեսանկյունից, ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկերի շուկայի զարգացումը և ընդլայնումը կնպաստի ՀՀ ֆինանսական շուկայի զարգացմանը՝ նպաստելով տնտեսությունում երկար փողերի ձևավորմանը և արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը: ՀՀ ֆինանսական շուկայի թույլ զարգացվածության, ինչպես նաև ֆինանսական սահմանափակ գործիքների

² Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Տեղեկագիր», 2014 Դեկտեմբեր, էջ 95, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tex_XII_14.pdf:

³ Աղբյուրը՝ «Վերլուծություն-Հաշվետվություն: Հայաստանում վարկավորման պահանջարկի ուսումնասիրում», Երևան, «Ահարոն-Պարադիգմա», Փետրվար – մարտ 2004թ, էջ 13:

առկայության մասին են վկայում ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական միջնորդության համեմատաբար ցածր մակարդակը (2014թ-ին ընդհանուր վարկերի հարաբերությունը ՀՆԱ-ին կազմել է 45.3%, իսկ տնտեսությունից ներգրավված միջոցները ավանդների տեսքով ՀՆԱ-ի մեջ կազմել են 35%)⁴, բանկերում իրացվելիության բավական մեծ մակարդակը (2014թ.-ի ընթացքում բանկային համակարգի իրացվելիության նորմատիվները շուրջ 2 անգամ գերազանցել են դրանց նվազագույն պահանջները, իսկ կապիտալի համարժեքության նորմատիվը գերազանցել է նվազագույն պահանջը 4.1 տոկոսային կետերով)⁵:

Հիփոթեքային ֆինանսավորման կայուն և գործունակ մեխանիզմների արդյունավետ գործունեությունը մեծապես կախված է ինստիտուցիոնալ կառույցների զարգացման մակարդակից, որն ընդգրկում է անշարժ գույքի շրջանառության գրանցման համակարգը, անշարժ գույքի պրոֆեսիոնալ գնահատման և ապահովագրական ընկերությունները, ինչպես նաև հիփոթեքային վարկերի գործունեությունը երկրորդային շուկաներում կազմակերպող ինստիտուտներ և մի շարք այլ տարրեր:

Սույն խնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ է զարգացնել և ունենալ պետական միջամտությունից զերծ շուկայական խթանիչ ինքնակարգավորվող մեխանիզմներ, նպաստավոր օրենսդրական և ենթաօրենսդրական դաշտ, կարգավորված իրավատնտեսական հարաբերություններ, ինչպես նաև իրականացնել սոցիալական արդարության ու ապահովության բարձրացմանն ուղղված ծրագրեր:

Նշված հիմնախնդիրների ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը և կարևորությունն էլ պայմանավորել են ատենախոսության թեմայի ընտրությունը, աշխատանքի կառուցվածքը, առաջ քաշված խնդիրների հետազոտման խորությունը: Իսկ ատենախոսության թեմայի **արդիականությունն ու հրապրապությունը** մեծապես պայմանավորված են երիտասարդ ընտանիքների շրջանակներում հիփոթեքային վարկի հասանելիության մակարդակի բարձրացման անհրաժեշտությամբ: Վերջինս թույլ կտա լուծելու ՀՀ տնտեսության համար լուրջ մարտահրավեր հանդիսացող այնպիսի սոցիալ-դեմոգրաֆիկական խնդիրներ, ինչպիսիք են արտագաղթի

⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Ֆինանսական Կայունության հաշվետվություն», 2014, էջ 34, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_15.pdf:

⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Տեղեկագիր», 2014 Դեկտեմբեր, էջ 105, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tex_XII_14.pdf:

արագացող տեմպերը, «ուղեղների արտահոսքը» և տարեց տարի կրճատվող ծնելիության մակարդակը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրների լուծումն է, և եկամուտների ցածր մակարդակ ունեցող այնպիսի երկրի համար, ինչպիսին Հայաստանն է հիփոթեքային վարկերի հասանելիության բարձրացման ուղիների մշակումը: Նշված նպատակի իրագործման համար ատենախոսության մեջ առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- ուսումնասիրել հիփոթեքային վարկի շուկայի տեսական, մեթոդական, կազմակերպական և օրենսդրաիրավական հիմքերը, փոխառու կապիտալի շուկայում հիփոթեքային վարկերի դերն ու նշանակությունը,

- հետազոտել բնակարանային շինարարության ֆինանսավորման կառուցվածքային փոփոխությունները, հիփոթեքային վարկավորման միջազգային փորձը, և բացահայտել հիփոթեքային ճգնաժամի առաջացման պատճառները և դրանում արժեթղթավորման դերը,

- բացահայտել արժեթղթավորման արդյունավետ մեխանիզմների դերն ու նշանակությունը զարգացած և անցումային երկրների ֆինանսական համակարգերում,

- գնահատել արժեթղթավորման հնարավոր ազդեցությունները ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական ցուցանիշների վրա և արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը ՀՀ տնտեսության համար,

- բացահայտել հիփոթեքային վարկավորման համակարգի ձևավորման և հետագա զարգացման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, գնահատել հիփոթեքային վարկավորման հասանելիությունը ՀՀ-ում՝ վերջինիս բարելավման ուղղությամբ առաջադրելով արդյունավետ ուղիներ,

- կառուցել արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդել, բացահայտել շուկայի մասնակիցների փոխգործունեության մեխանիզմները, ինչպես նաև արժեթղթավորման համակարգի ներդրման արդյունավետությունը ապացուցելու համար գնահատել արժեթղթավորման պարագայում առաջացող իրացվելիության օգուտները և վերջինիս ազդեցությունը վարկավորման ծավալների հետագա աճի և տոկոսադրույքների նվազման վրա:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը հանրապետության հիփոթեքային վարկերի շուկան է՝ բանկային համակարգի և փոխառու կապիտալի մյուս շուկաների հետ փոխհարաբերությունների համալիրով, ինչպես նաև արժեթղթավորման համակարգը, իսկ ուսումնասիրության առարկան՝ հիփոթեքային վարկերի շուկայի ֆինանսական, կազմակերպական և օրենսդրական հիմքերն ու դրանց կատարելագործման հիմնահարցերը, արժեթղթավորման իրագործման գործընթացներում ծագող խնդիրները, հիփոթեքային վարկերի հիմքով արժեթղթերի թողարկման մեխանիզմներն ու մեթոդները՝ անցումային շրջանի առանձնահատկությունների և արտերկրյա փորձի համատեքստում:

Հետազոտության տեսամեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը: Աշխատանքի համար տեսական մեթոդական հիմք են ծառայել ՀՀ-ում և այլ երկրներում մշակված և ընդունված օրենսդրական և ենթօրենսդրական ակտերը, ուսումնասիրության խնդիրներին առնչվող ինչպես օտարերկրյա, այնպես էլ հայրենական գիտական աշխատանքները: Օգտագործվել է միջազգային փորձում հիփոթեքային վարկի երկրորդային շուկայի մոդելավորման վերաբերյալ, ինչպես նաև արժեթղթավորմանն առնչվող գրականություն: Աշխատությունում հետազոտության և մոդելավորման համար կիրառվել են օպտիմալացման, էկոնոմետրիկական, գործոնային, սխեմատիկ, համեմատական վերլուծությունների մեթոդներ:

Ուսումնասիրության համար որպես տեղեկատվական բազա են ծառայել ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ Ֆինանսների նախարարության, ՀՀ Կենտրոնական բանկի, ինչպես նաև մի շարք միջազգային կազմակերպությունների՝ Համաշխարհային բանկի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Միջազգային ֆինանսական կորպորացիայի և մի շարք այլ կազմակերպությունների պաշտոնական տեղեկատվական նյութերը և հետազոտությունների արդյունքները: Օգտագործվել են այլ երկրների վիճակագրական ծառայությունների և կենտրոնական բանկերի պաշտոնական էլեկտրոնային կայքերը:

Տնտեսաչափական մոդելավորումն իրականացվել է EViews 7 և Matlab R2010a ծրագրային փաթեթների միջոցով:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը: Իրականացված ուսումնասիրությունների և վերլուծության ընթացքում ձեռք են բերվել գիտական նորույթ պարունակող ներքոհիշյալ արդյունքները:

- Գնահատվել է հիփոթեքային վարկավորման հասանելիությունը ՀՀ-ում՝ վարկավորման տարբեր պայմանների (վարկավորման ժամկետներ, տոկոսադրույք և վարկի կանխավճար) և ձեռք բերվող անշարժ գույքի տարբեր պարամետրերի (բնակմակերես, 1 քառ. մետր գին) հիման վրա, որի հիման վրա կառուցվել է հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության կորերի փունջ:

- Գնահատվել է ակտիվների արժեթղթավորման հնարավոր ազդեցությունները ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական ցուցանիշների վրա, ինչպես նաև արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը:

- Առաջարկվել է ՀՀ հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման ուղղությամբ անհրաժեշտ միջոցառումների համալիր (հիփոթեքային պարտատոմսերի բորսայական գնանշում, արտարժույթային ռիսկի զսպման համար հեջավորման գործիքների ներդրում, միջազգային վարկանշավորումը, պոտենցիալ ռիսկերից խուսափելու նպատակով վերաֆինանսավորված հիփոթեքային վարկերի հետգնման պահուստի ձևավորումը, հակացիկլիկ քաղաքականության իրականացումը և այլն):

- Մշակվել և կառուցվել է հաջորդական սերունդների մոդել (Overlapping generation model), որտեղ առաջին անգամ ներմուծվել են ներկայացուցչական բանկ և հիփոթեքային երկրորդային շուկայի օպերատոր (արժեթղթավորող կազմակերպություն), որը հիմնավորում է ակտիվների արժեթղթավորման արդյունավետությունը:

Հետազոտության տեսական նշանակությունը: Հետազոտությունում մշակված արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդելը հնարավորություն է տալիս ոչ միայն լրացնել արժեթղթավորման ոլորտում գոյություն ունեցող տեսությունները, այլ նաև գնահատել երկրորդային շուկայում օպերատորի առկայության արդյունավետությունը: Մասնավորապես, արժեթղթավորման համակարգի արդյունավետ ներդրումը կնպաստի տնտեսությունում «երկար փողերի» ձևավորմանը, հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության բարձրացմանը և հասարակության բարեկեցության աճին: Կմեծանա հիփոթեքային վարկերի և առաջարկը՝ ստեղծված լրացուցիչ իրացվելիության, վարկավորման ծավալների աճի և տոկոսադրույքների նվազման հետևանքով, և թե պահանջարկը՝ արտադրական հնարավորությունների ընդլայնման և աշխատավարձերի աճի արդյունքում:

Հիփոթեքային վարկերի հասանելիության կորերի կառուցված փունջը հնարավորություն է տալիս որոշել, թե բնակչության ներկայիս եկամուտների պայմաններում հիփոթեքային վարկերի հասանելիության ցանկալի մակարդակի ապահովման համար հիփոթեքային վարկերի ինչպիսի պայմաններ (տոկոսադրույք, վարկավորման ժամկետ և պահանջվող կանխավճար) պետք է ապահովել: Հետազոտությունում գնահատվել է նաև ՀՀ բանկային համակարգի արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակ և վերլուծվել է արժեթղթավորման ազդեցությունը բանկային համակարգի ակտիվների և պասիվների կառավարման գործընթացում:

Արենախոսության արդյունքների գործնական նշանակությունը: Ստացված գիտական արդյունքները, կատարված վերլուծությունները և մշակված առաջարկություններն ու մոտեցումները կարող են օգտագործվել ինչպես ՀՀ Կենտրոնական բանկի ու ՀՀ Ֆինանսների, էկոնոմիկայի նախարարության, այնպես էլ ՀՀ Ազգային ժողովի, գործադիր իշխանության այլ մարմինների՝ պետական տնտեսական քաղաքականության և հայեցակարգերի մշակման ժամանակ, այնպես էլ հանրապետության առևտրային բանկերի, վարկային կազմակերպությունների, հայրենական այլ հետազոտողների, մասնագետների և ԲՈՒՀ-երի ուսանողների կողմից:

Հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման արդյունքում կմեծանա Հայաստանի Հանրապետության հիփոթեքային վարկավորման հասանելիությունը հասարակության լայն շրջանակների համար: Արժեթղթավորմամբ կնվազեցվեն ռիսկերը, իրացվելիության բարելավման արդյունքում ավելցուկային ֆինանսական միջոցները կուղղորդվեն դեպի նոր ֆինանսական ներդրումներ: Ֆինանսական համակարգը կհամալրվի ֆինանսական նոր գործիքով, որը կամուրջ կստեղծի բանկային համակարգի և ֆինանսական շուկայի միջև: Արդյունքում կաշխուժանա Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկան, կաճի դեպի տնտեսության շինարարության ճյուղը ֆինանսական հոսքերի ծավալը՝ համեմատաբար խթանելով նաև հարակից ճյուղերի զարգացմանը:

Հեղազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Աշխատանքի արդյունքները քննարկվել են ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան տնտեսագիտական ինստիտուտում, Երևանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի Գյումրու մասնաճյուղում անցկացված գիտաժողովի շրջանակներում, ինչպես նաև ՀՀ Կենտրոնական բանկի աշխատակիցների հետ:

Ատենախոսության մեջ ներկայացված հիմնական մոտեցումները և հետազոտության արդյունքները հրապարակված են գիտական վեց հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացությունից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածից: Ատենախոսությունը շարադրված է 153 էջի վրա (առանց հավելվածի):

ԳԼՈՒԽ 1: ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԷՎՈԼՅՈՒՑԻԱՆ ԵՎ ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

1.1 Հիփոթեքի ծագումը, հիփոթեքային վարկերի զարգացման հիմնական մոտեցումները և առանձնահատկությունները

«Հիփոթեք» անվանումը առաջին անգամ ի հայտ է եկել Հին Հունաստանում մ.թ.ա.7-6 թթ. դարերում և կապված է եղել պարտապանի՝ վարկատուի նկատմամբ ունեցած որոշակի հողային կալվածքների նկատմամբ պատասխանատվության ապահովման հետ: Մ.թ.ա. 612 թ. աթենացի տիրակալ Դրակոնտը հաստատեց կարգ, համաձայն որի խիստ պատժելի էին մասնավոր սեփականության և դրա շարժական մասի նկատմամբ ոտնձգությունները: Տիրակալին և նրա հետնորդներին պատմության մեջ վերագրվեց «Դրակոնյան օրենքներ» արտահայտությունը:

Մ.թ.ա. 594 թ. Սոլոնը՝ «Յոթ իմաստուններից մեկը», իրականացրեց բարեփոխում, համաձայն որի յուրաքանչյուր անձ իրավունք ուներ իր հայեցողությամբ կտակելու իր սեփականություն հանդիսացող գույքը⁶:

Սկզբնական շրջանում Աթենքում որպես գրավ հանդիսանում էր պարտատիրոջ անձը, ով, պարտքը չվճարելու դեպքում, մատնվում էր ստրկության: Անձնական պատասխանատվությունը փոխարինելով գույքայինով՝ Սոլոնը առաջարկեց պարտատիրոջ կալվածքի վրա կանգնեցնել սյուն, որի վրա գրված կլինի, որ այս հողը ծառայում է որպես որոշակի գումարի դիմաց պահանջի ապահովության միջոց: Այդ սյունը ստացավ «*hypotetheca*» (սյուն, հենասյուն) անվանումը, որի վրա նշում էին հողի սեփականատիրոջ բոլոր պարտքերը⁷:

Հողը հեշտ շրջանառվող ապրանք էր, սակայն գոյություն ուներ որոշակի ռիսկ ինչպես գնորդի, այնպես էլ վարկատուի համար, քանի որ տվյալ սեփականությունը կարող էր ազատված չլինել պարտքերից և գրավադրված լինել: Հիփոթեքը արգելում էր գույքի անցումը այլ սեփականատիրոջ, քանի որ պարտքային պարտավորությունների ապահովածությունը ոչ թե պարտատիրոջ անձի, այլ իր ունեցվածքի արժեքի մեջ էր: Ժամանակի ընթացքում «Հիփոթեք» բառը սկսեց օգտագործվել որպես գրավ: Ավելի ուշ այս նպատակով հայտնվեցին հատուկ հիփոթեքային գրքեր: Հիփոթեքի սկզբնական ձևի կիրառման շնորհիվ Հին Հունաստանում ապահովվեց հրապարակայնություն, որը թույլ տվեց յուրաքանչյուր շահագրգիռ անձի տեղեկատվություն ստանալ տվյալ հողի արժեքի վերաբերյալ: Դեռ այն ժամանակ հիփոթեքով հողի սեփականության իրավունքի կամ այլ անշարժ գույքի ձեռք բերման համար բավարար չէր գնորդի և վաճառողի միջև եղած

⁶Աղբյուրը՝ Балабанов И.Т., “Экономика недвижимости”, Питер, СПб, 2002, стр. 28.

⁷Աղբյուրը՝ Ужegov А.Н., “Квартира в кредит.: ипотечная сделка”, Питер, СПб, 2001, стр.7.

համաձայնությունը, այլ պահանջվում էր հատուկ պաշտոնական մատչելի տեղեկատվություն, որը թույլ կտար նաև երրորդ անձանց համոզել, որ գոյության ունի այդպիսի իրավունք:

Հին Հռոմում հիփոթեքային իրավունքը չունեի այնպիսի երկու անհրաժեշտ հատկանիշներ, ինչպիսիք էին «մասնագիտացումը» և «հրապարակայնությունը», որի պատճառով էլ չէր երաշխավորվում վարկատուի հուսալի ապահովվածությունը: Չնայած սրան՝ հռոմեացիները ընդլայնեցին հիփոթեքի իրավաբանական դաշտը: Այն տարածվում էր պարտապանի ամբողջ գույքի վրա: Մի կողմից այն զրկում էր պարտատիրոջը հաստատուն ապահովումից, քանի որ հուսալիության համար անհրաժեշտ էր, որ այն տարածվեր որոշակի գույքի վրա, իսկ մյուս կողմից՝ անկախ պայմանագրից, հռոմեական օրենքը որոշ անձանց տալիս էր հիփոթեքային իրավունք: Սա այսպես կոչված օրինական հիփոթեքն էր՝ «գաղտնի» կամ «անձայն»: Հիփոթեքային պայմանագրի կնքման ժամանակ վարկատուն չէր կարող համոզված լինել, որ, այդ իսկ գույքով ապահովված չէ մեկ այլ պարտատիրոջ պահանջ, որը կարող էր մրցակցել իր հիփոթեքային իրավունքի հետ և ունենալ առավելություն⁸:

Հետզհետե հիփոթեքը մտնում է միջնադարյան եվրոպական օրենսդրություն: Գերմանիայում այն ի հայտ եկավ ոչ շուտ, քան 14-րդ դարում: Առաջին հիփոթեքային բանկերը բացվեցին 18-րդ դարում Գերմանիայում՝ առաջին բանկը հիմնվել է 1770թ.-ին Սիլեզիայում, որը պետական բանկ էր և ֆինանսական օգնություն էր ցուցաբերում խոշոր կալվածատիրական տնտեսություններին: Միջոցներ ներգրավելու համար բանկը թողարկում էր նաև գրավաթղթեր (հիփոթեքային արժեթղթի տեսակ): 19-րդ դարում հիփոթեքային բանկերը վարկավորում էին միայն փոքր կալվածքներ, իսկ հետագայում նաև գյուղացիական խոշոր տնտեսություններ⁹:

16-րդ դարի վերջից Ֆրանսիայում գործում էր «անձայն» հիփոթեքը: Երկրում գործունեություն էր ծավալում խոշորագույն հողային բանկը (Կրեդի Ֆոնսյե դե Ֆրանս) իր մասնաճյուղով՝ Ձեռնարկատերերի գրասենյակ (Կոնտուառ դեզ Անտերպոնենե), որոնք վարկեր են տրամադրում հողատերերին և շինարարական կազմակերպություններին բնակարանային և արդյունաբերական շինարարության իրականացման համար: Հիփոթեքային գործառնությունները սահմանափակվել են

⁸Աղբյուրը՝ Рябенко И.Л., “Ипотечное кредитование”, Учебное пособие, Москва, 2001, стр. 5.

⁹Աղբյուրը՝ Рубцов Б.Б., “Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов”, Рынок ценных бумаг, 2001, № 6, стр. 75.

հիմնականում խոշոր շինարարական կազմակերպություններին և հողագործներին բնակարանային և արդյունաբերական շինարարության համար հատկացվող միջնաժամկետ և երկարաժամկետ (3-20 տարի) հիփոթեքային վարկերի տրամադրմամբ¹⁰:

Պրուսիայում հիփոթեքային համակարգը վերջնականորեն գործադրվել է 1783-1872 թթ. կանոնադրությամբ, Ավստրիայում՝ 1811թ.-ի քաղաքացիական օրենսգրքով և 1871թ.-ի կանոնադրությամբ:

ԱՄՆ-ում 1916թ.-ին 12 շրջաններում ստեղծվեցին դաշնային հողային բանկեր, որոնք երկարաժամկետ վարկեր էին տրամադրում ֆերմերներին՝ հողերի գրավադրման դիմաց:

Կանադայում հիփոթեքային բանկերը հանդիսանում են վարկային ինստիտուտների ավանդական տեսակ: Այդ բանկերը հիմնականում զբաղվում էին անշարժ գույքի գրավադրմամբ վարկերի տրամադրմամբ, որոնք ներդրումներ էին իրականացնում երկարաժամկետ պետական և կորպորատիվ արժեթղթերում: Սկզբնական շրջանում բանկային գործունեության օբյեկտ էր հանդիսանում հողի գրավադրմամբ վարկավորումը, իսկ հետագայում՝ բնակարանային շինարարության վարկավորումը:

18-19-րդ դարերում մի շարք երկրների հիփոթեքային օրենսդրության համաձայն պահանջագրի ընդհանուր գումարը որոշվում էր դրա հրապարակայնությամբ, մեծությամբ (գրված հիփոթեքային գրքում) և գումարի նկատմամբ հաշվարկված տոկոսներով, բայց այն պայմանով, որ այս ամենը գրված լիներ գրանցամատյաններում:

Մեր օրերում «հիփոթեք» ասելով հասկանում ենք անշարժ գույքի գրավադրմամբ երկարաժամկետ վարկի ստացում: Ընդ որում, հիփոթեքը գրավի այնպիսի տարատեսակ է, որի ժամանակ գրավի առարկան ոչ թե անցնում է վարկատուին, այլ մնում է վարկառուի մոտ: Տարբեր երկրներում հիփոթեքն ունի իր դերը և նշանակությունը, և յուրաքանչյուր երկրում այս ոլորտում գործում է տվյալ երկրին հատուկ օրենսդրություն՝ ելնելով երկրների իրավական համակարգերի յուրահատկություններից և մասնավորապես, հողային օրենսդրություններից:

¹⁰Աղբյուրը՝ Рубцов Б.Б., “Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов”, Рынок ценных бумаг, 2001, № 6, стр. 76.

Հարկավոր է առանձնացնել անգլոսաքսոնյան ընդհանուր օրենսդրության երկրները (Մեծ Բրիտանիա, ԱՄՆ) և մայրցամաքային իրավունքի երկրները (Արևմտյան Եվրոպայի երկրներ, բացի Դանիայից, որտեղ գործում է խառը համակարգ):

Մայրցամաքային իրավունքի երկրներում դասական հիփոթեքի էությունը կայանում է նրանում, որ գրավի սեփականատեր հանդիսացող գրավատուի կողմից ստեղծվում է գրավի ածանցյալ իրավունք և այդ իրավունքն օտարվում է հոգուտ գրավառուի՝ հավաստվելով նոտարական և/կամ պետական գրանցում պահանջող հիփոթեքի գրավոր պայմանագրով: Հիփոթեքի այս ձևի թերությունը կայանում է նրանում, որ գրավառուի կողմից իր իրավունքների իրացումը բավականին բարդ է: Իրավահարաբերությունների այս տարբերակն ավելի շատ ուղղված է գրավատուի շահերի պաշտպանությանը, որը մնում է որպես գրավադրված գույքի սեփականատեր ընդհուպ մինչև չկատարված պարտավորության մարման նպատակով գույքի բռնագանձման (վաճառքի) պահը (սովորաբար դատարանի որոշման հիման վրա):

Անգլոսաքսոնյան ընդհանուր իրավունքի երկրներում գերակշռում է անշարժ գույքի գրավադրման այլ տարբերակ՝ այսպես կոչված գրավագիրը (mortgage (մորգիջ)-գրավագիր): Մորգիջի իրավաբանական էությունը կայանում է նրանում, որ մորգիջի գրավոր պայմանագրի հիման վրա գրավադրված ունեցվածքի սեփականության գրավագիրը գրավատուից անցնում է գրավառուին՝ մինչև գրավի գործողության ժամկետի ավարտը: Փաստորեն տեղի է ունենում գրավի առարկայի նկատմամբ սեփականության իրավունքի տարանջատում. գրավառուին է անցնում տնօրինման իրավունքը՝ սեփականության «գրավագիր» իրավունքի տեսքով, իսկ տիրապետման և օգտագործման իրավունքները մնում են գրավատուին: Այս դեպքում, եթե գրավատուն չի կատարում իր հիմնական պարտավորությունները, գրավառուի մոտ խնդիրներ չեն առաջանում գրավի իր իրավունքներն իրացնելիս, քանի որ գրավի պայմանագրի կնքման պահից գրավառուն դառնում է այդ գույքի սեփականատեր: Այսինքն՝ հիփոթեքի այս տարբերակն ավելի շատ ուղղված է գրավառուների շահերի պաշտպանությանը¹¹:

Այսպիսով, տարբեր երկրների օրենսդրություններում «հիփոթեք» տերմինն օգտագործվում է երեք իրավական կատեգորիաները մատնանշելու նպատակով¹².

¹¹Աղբյուրը՝ Рябенко И.Л., “Ипотечные кредитование”, Учебное пособие, Москва, 2001, стр. 6.

¹²Աղբյուրը՝ Цылина Г.А., “Ипотека: жилье в кредит”, Москва, 2001, стр. 18.

- վարկի ստացման նպատակով անշարժ գույքի գրավադրում,
- գրավագիր,
- վարկային կազմակերպությունների կողմից անշարժ գույքի գրավով տրվող

հիփոթեքային վարկեր:

Փաստորեն պատմականորեն հիփոթեքը ձևավորվել է որպես փոխառուի պարտավորությունների ապահովման առավել հուսալի միջոց: Ժամանակակից «հիփոթեք» տերմինը նշանակում է փոխառուի որևէ պարտավորության՝ անշարժ գույքով ապահովման միջոց: Հիփոթեքի միջոցով ապահովվող պարտավորության առավել տարածված տեսակն է վարկը: Անշարժ գույքի գրավով ապահովված վարկը կոչվում է հիփոթեքային վարկ: Փոխառուի կողմից պարտքի չմարման կամ այլ պարտավորությունների չկատարման դեպքում գրավադրված անշարժ գույքը օգտագործվում է փոխառուի պահանջների բավարարման համար, կամ փոխառուի սեփականությանն անցնելու միջոցով, կամ դրա իրացման և դրանից ստացված միջոցների հաշվին պարտավորության մարման միջոցով: Ի շնորհիվ անշարժ գույքի՝ հողին կապված լինելու առանձնահատկության, հիփոթեքը մի կողմից հանդիսանում է պարտավորության ապահովման հուսալի միջոց, իսկ մյուս կողմից պարտադիր չէ, որ այն գտնվի վարկատուի մոտ:

Հիփոթեքը, որպես ապահովման միջոց, առավել հաճախ կիրառվում է բանկային վարկավորման մեջ: Բնակարանների հիփոթեքային վարկավորումը հանդիսանում է բանկային գործունեության հիմնական ոլորտներից մեկը: Գոյություն ունի հիփոթեքային վարկերի և դրանց նկատմամբ առաջարկի և պահանջարկի ձևավորման շուկայի սահմանման մի քանի մոտեցումներ: «Հիփոթեքային վարկեր» տերմինի նեղ իմաստով սահմանման ժամանակ, հիփոթեքային վարկավորումը դիտվում է որպես սպառողական վարկավորման տարատեսակ: Լայն իմաստով հիփոթեքային վարկավորումը դիտվում է որպես մի ամբողջական մեխանիզմ, որը թույլ է տալիս ոչ միայն համատեղել փոխառուների և փոխատուների շահերը, այլ նաև ներառում է ներդրողներին, անշարժ գույքի գործակալներին, շինարարական ընկերություններին, ապահովագրողներին և շուկայի այլ սուբյեկտներին: Փաստորեն երկրորդ դեպքում խոսքը գնում է իրենից բազմագործոն մոդել ներկայացնող հիփոթեքային վարկավորման համակարգի մասին, որը ներառում է և՛ հիփոթեքային վարկերի տրամադրման բուն գործընթացը, և՛

կապիտալի շուկայից ֆինանսական միջոցների ներգրավման մեխանիզմները, և՛ անշարժ գույքի շուկայի գործառնությունները:

Չնայած հիփոթեքային վարկավորման համակարգի երկրորդ՝ առավել լայն սահմանման առկայությանը և հիփոթեքային վարկավորման մնացած հատվածների կարևորությանը, այնուամենայնիվ, դրա հիմքում ընկած են անմիջական վարկային հարաբերությունները: Այդ իսկ պատճառով ավելի ճիշտ կլինի հիփոթեքային վարկավորումը դիտարկել որպես մի քանի շուկաներում ձևավորվող հարաբերությունների համակարգ՝ կապված հիփոթեքային ակտիվների տրամադրման, սպասարկման, վաճառքի և արժեթղթավորման հետ:

Հիփոթեքային վարկի առանձնահատկությունները

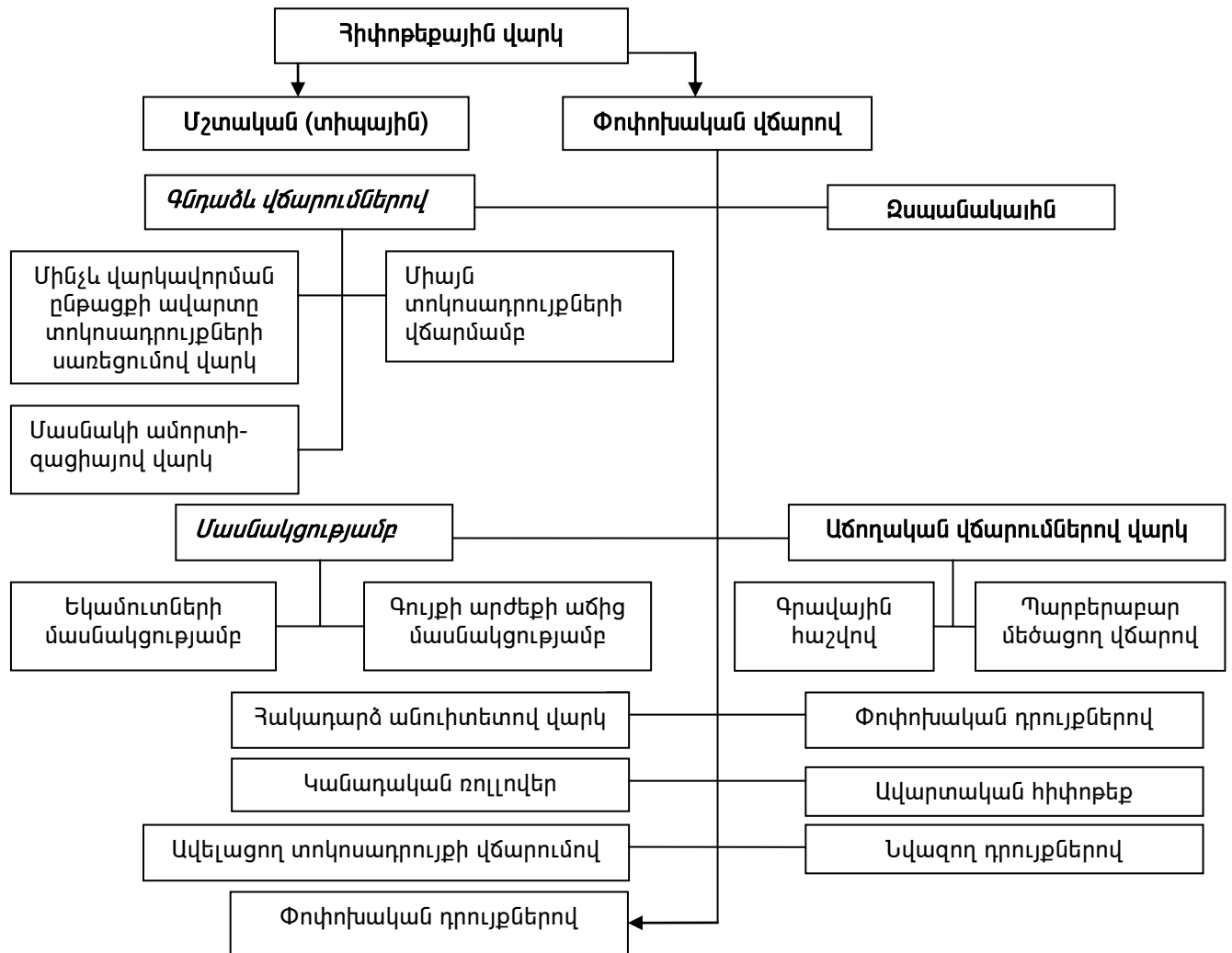
Որպես երկարաժամկետ ֆինանսավորման աղբյուր՝ հիփոթեքը լայն տարածում է ստացել զարգացած շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրներում: Նման գործարքի դեպքում գույքի սեփականատերը վարկ է ստանում վարկատուից՝ որպես պարտքի վերադարձի ապահովման միջոց գրավադրելով իր գույքը, և վարկը ժամանակին չմարելու կամ մասամբ մարելու դեպքում վարկատուն իրավունք ունի գրավ հանդիսացող գույքի արժեքից պարտավորության չափով փոխհատուցել իր կողմից կրած վնասները: Տրամադրվող վարկը բնականաբար ավելի փոքր է գույքի գնահատման արժեքից: Օրինակ՝ ԱՄՆ-ում արգելվում է վարկ տրամադրել գույքի գնահատված արժեքի 100%-ից ավել (առավել մանրամասն տե՛ս Հավելված 1, աղյուսակ 1): Գրավի տարածված օբյեկտներ են հանդիսանում բնակարանները (ԱՄՆ-ում գրավաթղթերի շուրջ 3/4-ը)¹³, ֆերմաները, հողը, ձեռնարկությունները և գույքի այլ տեսակները: Հիփոթեքային վարկեր տրամադրվում են առևտրային բանկերի, հիփոթեքային բանկերի և տարբեր դատա-խնայողական ասոցիացիաների կողմից:

Միջազգային պրակտիկայում գոյություն ունեցող հիփոթեքային վարկերի տեսակները ներկայացված են ստորև (գծանկար 1):

Գծանկար 1 Հիփոթեքային վարկերի տեսակները¹⁴

¹³Աղբյուրը՝ Довдиенко И.В., Черняк В.З., “Ипотека: Управление: Организация: Оценка”, Юпити-Дана, Москва, 2005, стр. 28.

¹⁴Աղբյուրը՝ Черняк А.В., “Ипотечное кредитование”, Учебное пособие, Международный университет, Москва, 2000, стр. 35.



Հիփոթեքային վարկի ամենատարածված տեսակը դա *մշտական հիփոթեքային վարկն է*: Փոխառուն, գրավառուից ստանալով որոշակի գումար, պարտավորությունը մարում է հավասարաչափ վճարումների ձևով՝ սովորաբար ամեն ամիս: Ուստի նման վարկերը դասվում են ինքնաամորտիզացվող վարկերի շարքը¹⁵:

Մշտական հիփոթեքային վարկը (այլ կերպ ասած անուիտետային ինքնաամորտիզացվող) ունի հետևյալ առանձնահատկությունը: Վարկառուն ամենամսյա վճարումները կատարելիս ելնում է հետևյալ պայմաններից՝ վարկի տոկոսը մնում է անփոփոխ և վճարումների մակարդակը մնում է նույնը (տոկոս/վարկ հարաբերակցությունն է փոփոխական): Ժամկետի վերջին պարտքը ամբողջությամբ մարված պետք է լինի:

Ժամանակակից պրակտիկայում կիրառվում են փոփոխվող վճարումներով վարկերը, որի դեպքում հիմնական գումարը և դրա նկատմամբ հաշվարկված

¹⁵Աղբյուրը՝ Цылина Г.А., “Ипотека: жилье в кредит”, Экономика, Москва, 2001, стр. 150.

տոկոսագումարները վճարվում են տարբեր հաճախականությամբ: Այս վարկերի թվին են դասվում *գնդաձև վճարումներով վարկերը*¹⁶, որոնք ենթադրում են վարկի ողջ գումարի կամ վարկի գումարի մեծ մասի միաժամանակյա միանվագ (գնդաձև) վճարումներ վարկի գործածման ժամկետի վերջում: Այս վարկի տարատեսակները երեքն են.

1. Մինչև վարկավորման ընթացքի ավարտը տոկոսադրույքների սառեցումով վարկ, որի դեպքում չի նախատեսվում վճարել ոչ միայն հիմնական գումարը, այլև հաշվարկված տոկոսագումարները: Սակայն վարկերի ժամկետի վերջում վճարվում է վարկի ողջ գումարը և հաշվարկված լրացուցիչ բարդ տոկոսները: Նման վարկերի օգտագործումը բավականին սահմանափակ է: Այս վարկերից հիմնականում օգտվում են հողի առք ու վաճառքով զբաղվող սպեկուլյանտները, որոնք կանխատեսում են վարկի մարման ժամկետի վերջում հողը վաճառել այնպիսի գնով, որը թույլ կտա մարել և՛ հիմնական գումարը, և՛ դրա նկատմամբ հաշվարկված տոկոսավճարները՝ ապահովելով լրացուցիչ շահույթ:

2. Միայն տոկոսադրույքների վճարումով վարկեր, այսինքն՝ տվյալ դեպքում նախատեսվում է վարկի ամբողջ ժամկետի ընթացքում միայն տոկոսների վճարում, իսկ ժամկետի ավարտին վարկի հիմնական գումարի մարում գնդային մեթոդով:

3. Մասնակի ամորտիզացիա՝ զուգորդված գնդային վճարումներով, այս վարկերը նախատեսում են վարկի հիմնական գումարի մասնակի մարումներ մինչև վարկավորման ժամկետի ավարտը: Այս տարատեսակը հիմնականում կիրառում են նոր շինարարության և հողի հետազոտման նպատակով ֆինանսավորման ժամանակ:

Զսպանակային վարկերը ենթադրում են պարբերաբար հավասար վճարումներ՝ ի հաշիվ հիմնական պարտքի մարման, օրինակ՝ առաջին 4 տարիների ընթացքում նախատեսվում է միայն տոկոսների վճարում, իսկ հետագա 3 տարիներին վճարվում է ինչպես տոկոսագումարը, այնպես էլ հիմնական գումարը:

Զսպանակային (կամ հստակեցված ծավալներով իրականացման) վարկատեսակի ժամանակ հաշվի են առնվում հետևյալ առանձնահատկությունները.

- վարկի հիմնական գումարի մարմանն ուղղված մշտական ֆիքսված վճարումներ,

¹⁶ Աղբյուրը՝ Фридман Дж., Ордуэй Н., “Анализ и оценка приносящей доход недвижимости”, Дело, Москва, 1997, стр. 67.

- վարկի մնացորդային գումարի հիման վրա տոկոսադրույքների վճարում:

Տարբերակումներից մեկը մի քանի տարի միայն տոկոսադրույքների մարումն է, և դրանից հետո մնացյալ տոկոսների և վարկի հիմնական գումարի մարմանն ուղղված գումարների վճարումները:

*Մասնակցությամբ վարկերը*¹⁷ օգտագործվում են եկամտաբեր անշարժ գույքի ֆինանսավորման ժամանակ: Այս վարկը նման է ինքնաամորտիզացվող վարկին, որտեղ վարկատուն, բացի վարկային պարտավորությունից բխող վճարների ստացումից, պարբերաբար կարող է ստանալ միջոցներ օրինակ գրավ հանդիսացող անշարժ գույքի վերագնահատման արդյունքում գնի բարձրացումից: Վարկատուի մասնակցությունը կարող է տարբեր լինել. հատուցում ռենտայի բարձրացումից, մաքուր գործառնական եկամուտի բարձրացումից (եկամուտների մասնակցությամբ վարկ), կապիտալի աճից կամ անշարժ գույքի իրացումից (գույքի արժեքի աճից մասնակցությամբ վարկեր):

Մասնակցությամբ վարկն իրենից ներկայացնում է մի համակարգ, որտեղ վարկատուն ուղղակիորեն մասնակցում է ներդրմանը, միաժամանակ ստանալով և՛ վարկի գծով վճարումներ, և՛ միջոցներ սեփականություն հանդիսացող գույքի գնի աճից: Այս պարագայում, երբ վարկը ֆինանսավորվում է միանգամից ներդրողի կողմից, ապա վարկատուն ստանում է միայն համաձայնեցված մասնաբաժին տվյալ սեփականության գործող շուկայական արժեքի չափով (կամ էլ չի ստանում գույքի գնի անկման հետևանքով): Նման վարկատեսակի առավելությունն այն է, որ այս պարագայում վարկառուն հնարավորություն ունի վարկ ստանալ առավել ցածր տոկոսադրույքով՝ կապված, թե ինչպիսին է գույքի շուկայական գնի բարձրացման հավանականությունը:

Նման կարգի հիփոթեքային վարկերը պոտենցիալ վարկատուների համար գրավիչ են հետևյալ պատճառներով.

- հնարավորություն է տալիս նույնիսկ արժեզրկման բարձր տեմպերի առկայության պարագայում պահպանել սեփական շահերը,

¹⁷Աղբյուրը՝ Фридман Дж., Ордуэй Н., "Анализ и оценка приносящей доход недвижимости", Дело, Москва, 1997, стр. 73.

- վարկային տոկոսադրույքի նվազեցումը կարող է բերել վճարումների հաճախականությունների կրճատմանը, որը իր հերթին նվազեցնում է պարտավորությունների չկատարման ռիսկը:

Անշարժ գույքից եկամուտի մի մասը, որը նախատեսում է ստանալ վարկատուն, ունի մեծ ռիսկայնություն: Նման տեսակի ռիսկերի մակարդակների նվազեցման համար վարկատուները, պայմանագրերում ներառում են այնպիսի դրույթներ, որոնք թույլ են տալիս հաճախակիորեն ստուգել սեփականության շուկայական արժեքը:

Վարկառուի համար այս վարկային համակարգը շահավետ է հետևյալ պարագայում, երբ.

- վարկի գծով վճարումները համեմատաբար ավելի փոքր են,
- վարկի գծով վճարումների ցածր հաճախականությունը հնարավորություն է տալիս ազատ դրամական միջոցները ներդնելու այլ ներդրումային ծրագրերում և դրանով իսկ ապահովել լրացուցիչ կապիտալ հետագա վճարումների համար:

Աճողական վճարումներով (graduated payment mortgage, GPM կամ Jeep) *վարկերի* ժամանակ, հաշվի է առնվում այն հանգամանքը, որ հաճախորդի մոտ հավանական է աճեն եկամուտները, ինչը հնարավորություն կտա ավելի մեծ գումարներ հատկացնել վարկի մարմանը: Այս վարկի հիմնական առանձնահատկություններն են.

- նվազագույն կանխավճարը,
- որոշակի փուլից սկսած սկիզբ են առնվում հավասարաչափ վճարումները:

Նման տեսակի վարկի մարմանն ուղղված վճարումներն աճում են որոշակի հավասարաչափ ժամանակահատվածում, և վերջնական վճարման գումարը հաշվարկվում է՝ ելնելով վարկի գծով պարտավորությունների մնացորդային մակարդակից: Վճարումների այս համակարգը բերում է նրան, որ վարկի գործածության սկզբնական տարիներին ընթացիկ ծախսերը կարող են ավելի քիչ լինեն, քան այն գումարը, որը անհրաժեշտ է տոկոսագումար վճարելու համար: Այս պատճառով էլ հիմնական գումարի մեծությունը մի առ ժամանակ ավելանում է, իսկ հետո պակասում: Պարտքը ամբողջությամբ մարվում է վերջին վճարման կատարմամբ:

Այս տեսակը նպատակահարմար է այն վարկառուների համար, որոնք իրենց տնտեսական գործունեության սկզբնական ժամանակահատվածում հիմնականում կարիք են ունենում ազատ դրամական միջոցների:

Սա հիփոթեքի բավականին լայն կիրառություն ունեցող տեսակ է և կարելի է առանձնացնել դրա հետևյալ տարատեսակները.

- Ֆիքսված տոկոսադրույքով փոփոխուն վճարները կառուցվում են այնպես, որ սկզբնական վճարները ավելի փոքր են, քան հաստատուն վճարներով հիփոթեքի ժամանակ: Ընդ որում՝ սովորաբար առաջին 3-5 տարիների ընթացքում վարկերը ունենում են բացասական ամորտիզացիա, որը հետագայում մարվում է մայր գումարի գծով վճարների աստիճանական ավելացման միջոցով:

- Գրավային հաշվով հիփոթեքը, որը լրացուցիչ ապահովմամբ օժտված աճող վճարներով հիփոթեքային վարկի տեսակ է¹⁸: Սկզբնական վճարի մի մասը կամ այլ ֆինանսական ակտիվ (օրինակ՝ տարբեր հաշիվներ) տեղադրվում է հատուկ գրավային հաշվի վրա, որը մի քանի տարիների ընթացքում հանդիսանում է ամենամսյա վճարների լրացման աղբյուր: Այս կերպով փոխլրացվող սկզբնական վճարները աստիճանաբար աճում են և ինչ-որ պահից սկսած գերազանցում են ստանդարտ հիփոթեքի գծով վճարներին:

*Հեղադարձ անուիտետով վարկի*¹⁹ ժամանակ կատարվում է գնդաձև վճարումներով հիփոթեքի հակադարձ գործընթացը՝ վերջում վճարումները լինում են նվազագույն կամ առհասարակ բացակայում են:

Փոփոխական դրույքներով վարկերը հիմնականում «կապված» են մակրոտնտեսական ցուցանիշների՝ գնաճ, արժույթի փոխարժեք և այլ ցուցանիշների հետ, որոնք թույլ են տալիս վարկի դիմաց վճարել փոփոխական տոկոսադրույքով: Տոկոսադրույքի տատանումները սահմանափակվում են նվազագույն և առավելագույն սահմանաչափերով: Տոկոսադրույքի փոփոխությունը ազդում է նաև վարկավորման ժամկետի վրա: Որպեսզի դրույքի փոփոխությունները չլինեն կտրուկ, նախատեսվում է ճշգրտման թույլատրելի սահման, օրինակ (ոչ ավել, քան 20%): Պայմանավորվում են նաև ճշգրտման նվազագույն չափի վերաբերյալ: Հիփոթեքի այս տեսակը ֆինանսական շուկայում տեղի ունեցող փոփոխությունների նկատմամբ կարող է ադապտացվել: Նույնիսկ կայուն տնտեսություն ունեցող երկրներում վարկի տրամադրումը կապված է

¹⁸Աղբյուրը՝ Փրիդման Ժ., Օրդույ Ն., «Анализ и оценка приносящей доход недвижимости», Дело, Москва, 1997, стр. 67.

¹⁹ Աղբյուրը՝ Розенберг Ժ. М., «Инвестиции. Терминологический словарь», ИНФРА, Москва, 1997, стр. 158.

որոշակի ռիսկերի հետ, այդ թվում նաև ֆինանսական շուկայում տոկոսադրույքի փոփոխման ռիսկերի հետ: Այս վարկին հատուկ են հետևյալ բնութագրերը.

- Տոկոսները փոփոխվում են ելնելով տվյալ պահին երկրի ֆինանսական շուկայի իրավիճակից, կամ կանոնակարգվում են վարկային պայմանագրում մատնանշված ինդեքսներին համապատասխան, օրինակ՝ պետական արժեթղթերի ինդեքս:

- Կարող են նույնիսկ սահմանվել վարկառուի կողմից վճարվելիք տոկոսադրույքների առավելագույն և նվազագույն սահմանաչափեր:

- Կարող են սահմանվել առավելագույն սահմանման մակարդակներ՝ հաշվի առնելով նախորդ ժամանակահատվածի տվյալները:

Նման ռիսկերից որոշակի չափով կարող են ապահովագրվել, եթե վարկերը տրամադրվեն տոկոսադրույքի պարբերաբար վերանայումներով (կամ Կանադական ուղղվերա): Այս պայմաններով վարկերի տրամադրման ժամանակ փոխառուն և վարկատուն յուրաքանչյուր 3-5 տարին մեկ անգամ վերանայում են տոկոսադրույքի փոփոխման հնարավորությունները: Այս վարկի տարատեսակներից է *պայմանավորվածությամբ տոկոսադրույքով վարկերը*, որը տարբերվում է նրանով, որ բացի պարբերաբար վճարումներից, նախապես որոշվում է նաև սահմանային տոկոսադրույքի չափը: Այս ձևով, երկարաժամկետ պարտքային պարտավորությունների ընթացքում կատարվում է միջնաժամկետ ֆինանսավորում՝ ստեղծելով հնարավորություն ադապտացվելու ֆինանսական շուկայի փոփոխություններին: Փոխատվության այս տեսակը շատ տարածված է Կանադայում և Անգլիայում, որը ենթադրում է պայմանավորվածության ձեռքբերում տոկոսադրույքների առավելագույն սահմանաչափի վերաբերյալ:

Ավարտական հիփոթեքը ունի մի քանի տարատեսակներ և հանդիսանում է երկրորդային ֆինանսավորման մասնավոր դեպք: Վարկավորման այս տեսակի առանձնահատկությունը կայանում է նրանում, որ արդեն վարկավորված անշարժ գույքով տրամադրվում է երկրորդ վարկը, որն ուղղվում է առաջին վարկի մարմանը: Նման վարկի դրույքաչափերը անհամեմատ ավելի բարձր են, քան առաջին վարկի դրույքաչափերը:

Ավելացող տոկոսադրույքի վճարումով վարկերի ժամանակ տոկոսադրույքը վերաբերում է հիմնական գումարին, իսկ արդյունքը բաժանվում է մարման ժամանակահատվածների թվի վրա, որպեսզի պարզ լինի հերթական մուծման գումարի

մեծությունը: Այս դեպքում ենթադրվում է վարկի վաղաժամկետ մարման հնարավորություն: Պարբերաբար մեծացող վճարներով հիփոթեքի ժամանակ, համաձայն կազմած գրաֆիկի յուրաքանչյուր 3-5 տարին մեկ ավելացվում են կատարվող վճարների մեծությունը:

Նվազող դրույքաչափով կամ զեղչատոկոսով հիփոթեք (buydown): Սա իրենից ներկայացնում է զեղչատոկոսի դիմաց համեմատաբար ցածր տոկոսադրույքով տրվող հիփոթեք: Սովորաբար զեղչատոկոսը սահմանվում է այն վարկերի համար, որոնք կարող են ժամկետից շուտ մարվել՝ կապված այն հանգամանքի հետ, որ վարկի ամորտիզացիան տեղի է ունենում ավելի կարճ ժամանակահատվածում և, հետևաբար, տոկոսների գծով վճարները ամբողջ ժամկետով վարկավորման համեմատ կլինեն ավելի փոքր՝ նվազեցնելով վարկատուի եկամուտները: Սովորաբար զեղչատոկոսը դա նախնական վճար է, որը վարկատուն կարող է հանել վարկի գումարից: Փաստորեն, վարկառուն փաստացիորեն ստանում է վարակային պայմանագրում նշված գումարից զեղչատոկոսի չափով ավելի փոքր գումար, սակայն բոլոր հետագա վճարները՝ ինչպես մայր գումարի, այնպես էլ տոկոսների մարման գծով, իրականացվում են՝ ելնելով վարկի ողջ (պայմանագրային) գումարի մեծությունից: Հատկանշական է, որ, երբեմն կիրառվում է նաև (buydown)-ի հակառակ (buyup) հիփոթեքային մեխանիզմը:

Հիփոթեքային վարկի տարատեսակ է նաև գրավի վերագրավադրմամբ վարկը, որի պայմաններում ներառվում է դրույթ, ինչը հնարավորություն է տալիս վարկի ապահովություն հանդիսացող գույքն օտարել նախքան վարկային պարտավորությունների ավարտը կամ վարկի գումարի մարումը: Այս պարագայում վարկերի գծով պարտավորությունները փոխանցվում են գույքի նոր սեփականատիրոջը:

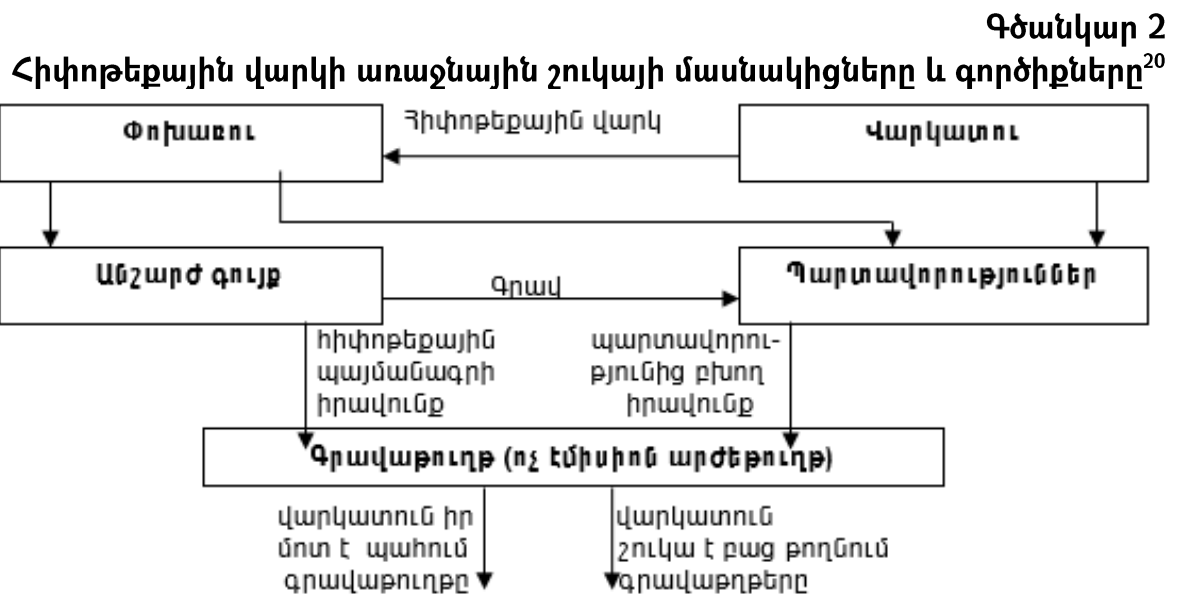
Այսպիսով, հիփոթեքային վարկավորման բազմաթիվ բարդ համակարգերի առկայությունը պայմանավորված է այն վարկառուների համար ավելի գրավիչ, իսկ վարկատուների համար քիչ ռիսկային պայմանների ապահովմամբ:

Իսկ ՀՀ-ում առավել լայն տարածում է ստացել ֆիքսված տոկոսադրույքով մշտական հիփոթեքային վարկը կամ այլ կերպ ասած՝ հավասարաչափ վճարումներով անուփոփոխային ինքնաամորտիզացվող հիփոթեքային վարկը:

1.2 Հիփոթեքային վարկավորման համակարգի ֆինանսական ապահովվածության մեխանիզմների անհրաժեշտությունը և հիփոթեքային վարկի շուկայի կառուցվածքը

Հիփոթեքային վարկի շուկան ունի երկմակարդակ բնույթ, որը և թույլ է տալիս այն պայմանականորեն բաժանել հիփոթեքային վարկի առաջնային և երկրորդային շուկաների:

Հիփոթեքային վարկի առաջնային շուկան հիփոթեքային վարկի շուկայի մի մասն է, որտեղ փոխառուն և վարկատուն միմյանց հետ մտնում են պայմանագրային փոխհարաբերությունների մեջ, և որպես պարտավորությունների կատարման ապահովման միջոց է հանդիսանում վարկառուի սեփականություն հանդիսացող անշարժ գույքը: Առաջնային շուկայի գործունեությունը սխեմատիկորեն պատկերված է գծանկար 2-ում:



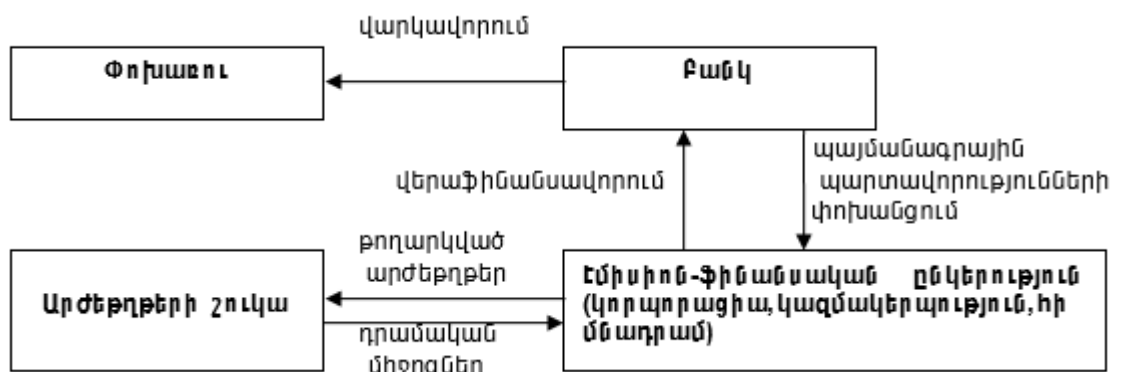
Հիփոթեքային վարկերի նկատմամբ աճող պահանջարկին և հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացմանը զուգընթաց բանկային գործունեության կարևորագույն խնդիրներից է հանդիսանում նոր ֆինանսական միջոցների հայթայթումը, որով և հնարավոր կլինի տրամադրել երկարաժամկետ հիփոթեքային վարկեր: Այս խնդիրը լուծվում է հիփոթեքային վարկի երկրորդային շուկայի միջոցով: Այն իրենից ներկայացնում է հիփոթեքային վարկի շուկայի բաղկացուցիչ մաս, որտեղ կատարվում է

²⁰Աղբյուրը՝ Смирнов В.В., “Менеджер по ипотечным операциям”, Аудитор, Москва, 1999, стр. 42.

հիփոթեքային վարկի պորտֆելի ակտիվացում՝ ի հաշիվ վարկային պարտավորությունների և հիփոթեքի պայմանագրային իրավունքների փոխակերպման՝ եկամտաբեր արժեթղթերով: Այս խնդրի իրականացման համար էլ կազմակերպվում է հիփոթեքային վարկի երկրորդային շուկայի գործունեությունը:

Հիփոթեքային վարկի երկրորդային շուկան հանդիսանում է կապող օղակ առաջնային շուկայում վարկատուների և երկրորդային շուկայի ներդրողների միջև: Այն ապահովում է դրամական միջոցների կուտակում և ֆինանսական միջոցների ուղղում (արժեթղթերի թողարկում և տեղաբաշխում ֆոնդային բորսայում) նոր հիփոթեքային վարկերի տրամադրման նպատակով: Երկրորդային շուկայի գործունեությունը սխեմատիկորեն պատկերված է գծանկար 3-ում:

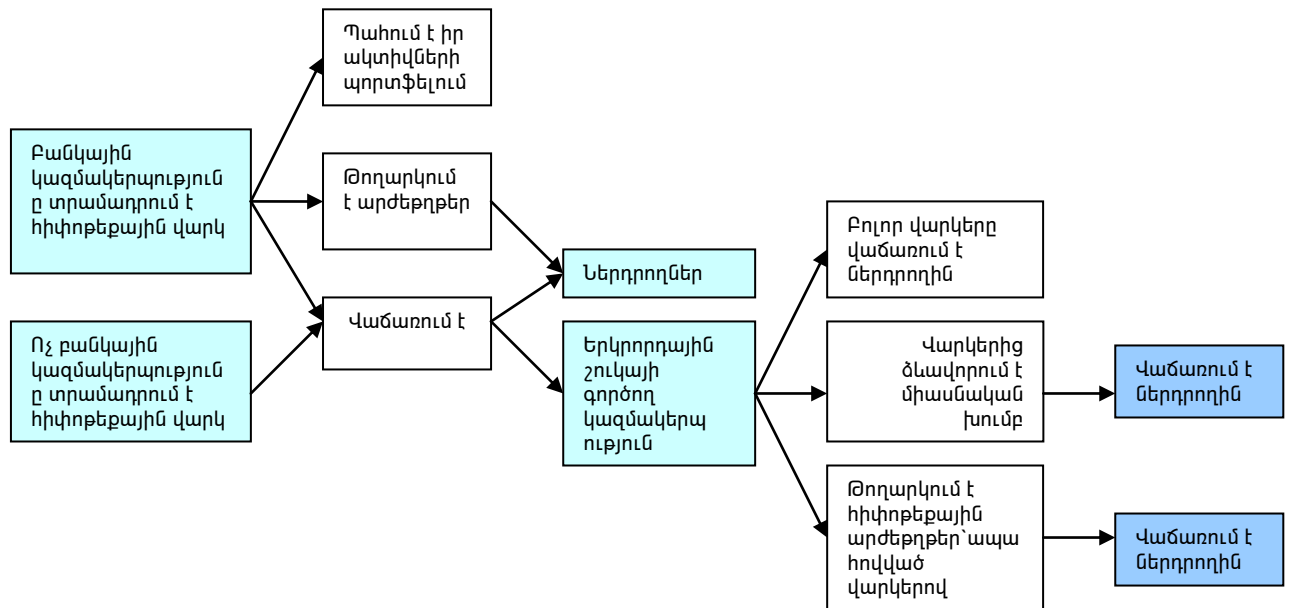
Գծանկար 3
Հիփոթեքային վարկի երկրորդային շուկայի մասնակիցները և գործիքները



Ընդհանուր առմամբ, հիփոթեքային վարկերի շուկայի գործունեությունը կարելի է ներկայացնել գծանկար 4-ի միջոցով:

Գծանկար 4
Հիփոթեքային վարկերի շուկայի գործունեությունը²¹

²¹Աղբյուրը՝ Балабанов И.Т., “Экономика недвижимости”, Питер, С.Пб, 2000, стр. 172.



Շուկայի գործունեությունը սկսվում է բանկի (վարկատու) կողմից հիփոթեքային վարկի տրամադրմամբ, որից հետո հնարավոր է մի քանի տարբերակներ.

1. վարկը պահել ակտիվներում (հաշվեկշռում),
2. վաճառել այն հիփոթեքային շուկայի երկրորդային օպերատորին կամ այլ ներդրողներին,

3. թողարկել պարտատոմսեր՝ ապահովված այդ վարկով (վարկի գրավով):

Վարկի վաճառքից և պարտատոմսերի տեղաբաշխումից ստացված միջոցները բանկը (վարկատուն) օգտագործում է նոր վարկեր տրամադրելու համար:

Երկրորդային շուկայի օպերատորը իր հերթին կարող է.

1. վաճառել գնված վարկերը այլ ներդրողներին,
2. գնված վարկերից ձևավորել վարկերի խումբ (pool) և միասնական խմբով վաճառել այլ ներդրողներին,

3. գնված վարկերից ձևավորել վարկերի խումբ և դրանց հիման վրա թողարկել պարտատոմսեր:

Հիփոթեքային վարկավորման համակարգի ստեղծման ժամանակ հիմնական դժվարություններից մեկը, ինչպես արդեն ներկայացվեց վերևում, հանդիսանում է անհրաժեշտ ռեսուրսների հավաքագրումը:

Համաշխարհային բանկային պրակտիկայում մշակվել են հիփոթեքային վարկավորման համար անհրաժեշտ ռեսուրսների գոյացման մի քանի արդյունավետ մեխանիզմներ:

Վարկային միջոցների հավաքագրման մեխանիզմների բազմազանությունը պայմանավորված է առաջին հերթին տարբեր երկրների ֆինանսավարկային համակարգերի առանձնահատկություններով, երկրորդ հերթին՝ հիփոթեքային գործընթացներ իրականացնող վարկային ինստիտուտների հնարավորությունները կանխորոշող իրավական բազայով, ինչպես նաև այն մասնակիցների գործունեությամբ, որոնք գործում են անշարժ գույքի և արժեթղթերի շուկաներում:

Վերոնշյալ մեխանիզմները հիմնականում երեքն են և միմյանցից տարբերվում են հիփոթեքային վարկավորման համար ռեսուրսների ձևավորման սկզբունքներով.

- ավանդային մեխանիզմ (խնայողությունների համակարգ),
- միամակարդակ մոդել, երբ բանկը ինքնուրույն է վերաֆինանսավորում հիփոթեքային վարկերը՝ հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկման ճանապարհով,
- կոլեկտիվ երաշխավորություն ունեցող (գրավագրերի փուլով ապահովված) հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկման միջոցով վերաֆինանսավորման մոդել:

Ավանդային մեխանիզմ (խնայողությունների համակարգ)

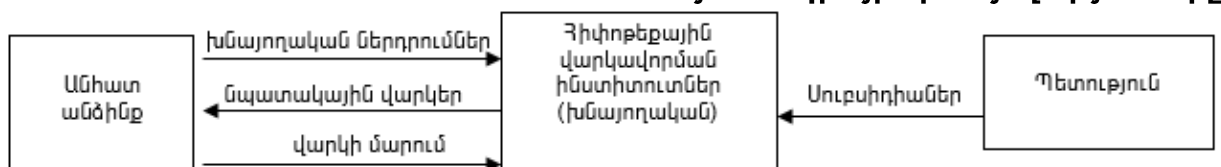
Առանցքային առանձնահատկությունը հանդիսանում է գործունեության սկզբունքը: Այս սկզբունքի համաձայն վարկային ռեսուրսների ընդհանուր պորտֆելը ոչ թե փոխառվում է կապիտալի շուկայից, այլ նպատակաուղղված կերպով ձևավորվում է ապագա փոխառուների խնայողությունների ներգրավմամբ՝ ավանդային կուտակման սկզբունքի հիման վրա:

Շինարարական խնայողությունների համակարգի համար ռեսուրսների աղբյուր են հանդիսանում քաղաքացիների ավանդները, բնակարանային փոխառությունների օգտագործման դիմաց փոխառուների վճարները, ինչպես նաև պետական սուբսիդիաները (օրինակ Ֆրանսիայում, Գերմանիայում, Չեխիայում, Սլովակիայում, Ղազախստանում) որը վճարվում է համաձայն շինարարական խնայողությունների մասին պայմանագրի՝ այն պայմանով, որ ավանդատուն որոշակի ժամանակահատվածում իր հաշվին մուտքագրի որոշակի գումար:

Պայմանագրային խնայողությունների դասական ձևը շինարարական խնայողական դրամարկերն են: Բնակարանային վարկ կարող է ստանալ միայն շինդրամարկի մասնակիցը, որը որոշակի ժամանակահատվածի ընթացքում իրականացրել է պայմանագրով սահմանված գումարների ներդրում իր ավանդային հաշվին: Տոկոսադրույքները (ինչպես ավանդի, այնպես էլ վարկի գծով) ֆիքսված են

պայմանագրի գործողության ողջ ժամկետի ընթացքում: Շինխնայողական դրամարկղերը հնարավորություն ունեն վարկեր տրամադրել շուկայականից ցածր տոկոսադրույքով, քանի որ իրենք էլ միջոցները ներգրավում են շուկայականից ցածր տոկոսադրույքներով: Դա տեղի է ունենում այն պատճառով, որ շինխնայողական դրամարկղերի ավանդատուները և վարկատուները միևնույն մարդիկ են: Ավանդի ցածր տոկոսադրույքը ինչ-որ առումով վճար է ցածր տոկոսադրույքով վարկ ստանալու իրավունքի համար: Այսպիսով՝ համագործակցությունը բաժանվում է երկու ժամանակաշրջանի՝ կուտակման և վարկավորման: Սկզբում ավանդատուն կնքում է պայմանագիր, համաձայն որի իր վրա պարտավորություն է վերցնում որոշակի ժամանակահատվածի ընթացքում որոշակի գումարներ մուտքագրել իր ավանդային հաշվին, խնայել դրանք՝ ստանալով շուկայականից ցածր տոկոսադրույքով վարկ: Ամենամյա ներդրումների գումարը և կուտակման ժամկետը ընտրվում է ապագա փոխառուի կողմից՝ կախված իր հնարավորություններից և ապագա պահանջների մեծությունից: Դրամարկղը իր հերթին իր վրա պարտավորություն է վերցնում կուտակման ժամանակահատվածի ավարտից հետո ավանդատուին տրամադրել ցածր տոկոսադրույքով հիփոթեքային վարկ: Սխեմատիկորեն վերոնշյալ գործընթացը կարելի է պատկերել գծանկար 5-ի միջոցով:

Գծանկար 5
Պայմանագրային խնայողությունները



Այս մոդելը հայտնի է որպես դասական մոդել և հիմք է հանդիսանում շատ երկրների համար սեփական բնակարանային շինարարական խնայողությունների համակարգի ձևավորման համար:

Պայմանագրային խնայողությունների տարբերակը կիրառվում է ինչպես Եվրոպական (Չեխիայում այս մոդելի միջոցով վարկավորումը իրականացվել է 1993թ-ից, իսկ այժմ գործում են շուրջ 6 շինխնայդրամարկղներ, Սլովակիան Կենտրոնական Եվրոպայի առաջին հանրապետությունն էր, որը 1992թ-ից կիրառեց բնակարանային շինարարության խնայողական համակարգի դասական մոդելը և այսօր երկրում գործում են 3 շին-խնայդրամարկղներ, Հունգարիա, Լեհաստան, Ռումինիա, Հունգարիա,

Գերմանիա, Դանիա, Լյուքսեմբուրգ, Ավստրիա, Հունաստան, Բելգիա, Ֆինլանդիա և այլն), այնպես և այլ երկրներում (Հնդկաստան, Չինաստան, Բալթյան երկրներ, Ռուսաստան և այլն):

Ղազախստանում ևս քաղաքացիների բնակարանային պայմանների բարելավման համար պետության կողմից հիմնվել է «Ղազախստանի բնակարանային շինարարության խնայողական բանկը»: Այստեղ պետությունը բնակարանային շինարարության ծրագրի շրջանակներում քաղաքացիներին տրամադրում է սուբսիդիաներ²²: Եվ քաղաքացիներից պահանջվում է կնքել պայմանագիր 3 և ավել տարի ժամկետով, իսկ հետո բնակարանային շինարարության խնայքանկից ստանալ «էժան» վարկային ռեսուրսներ, որը թույլ կտա գնել, կառուցել, կամ էլ վերանորոգել բնակարան: Տրամադրվող վարկերի և ներգրավվող ավանդների տոկոսադրույքների առավելագույն տարբերությունը կազմում է 3 տոկոսային կետ:

Բնակարանային խնայողությունների պայմանագրերի այլ մոդելներ են գործում Ֆրանսիայում և Մեծ Բրիտանիայում:

Ֆրանսիայում գոյություն ունեցող բնակարանային խնայողությունների համակարգը թույլ է տալիս կուտակել որոշակի մեծության գումար և այնուհետև ստանալ արտոնյալ բնակարանային վարկ կուտակված գումարի 150% չափով: Յուրաքանչյուր տարի նպատակային ներդրումների գումարը ավելացվում է պետության կողմից պարգևավճարներով և/կամ վարկը տրամադրվում է շուկայականից 4-5 տոկոս ցածր դրույքով: Ընդ որում՝ վարկերի մարման ժամկետը 3 -20 տարի է:

Մեծ Բրիտանիայում դեռ անցած հազարամյակից գործում է շինարարական ընկերությունների համակարգը: Նրանց աշխատանքի մեխանիզմը մի քիչ նման է գերմանական ընկերությունների գործունեությանը, սակայն բնակարանային վարկ ստանալու համար պարտադիր չէ լինել շինարարական ընկերության ներդրող: Վերջին տարիների Միացյալ Թագավորության բանկային օրենսդրության օրինականացման արդյունքում շինարարական ընկերությունների գործունեությունը շատ է մոտեցել առևտրային բանկերի գործունեությանը:

Հիփոթեքային արժեթղթերի (միամակարդակ) համակարգ

²² Աղբյուր՝ “Жилищное Строительство Казахстана” еженедельная газета N 41, <http://www.azk.kz/modules/wfsection/>.

Հիփոթեքային արժեթղթերը (հիփոթեքային պարտատոմսեր) երկարաժամկետ արժեթղթեր են, որոնք իրենցից ներկայացնում են հիփոթեքային վարկային ինստիտուտների պարտավորություններ՝ ապահովված այդ ինստիտուտներում գրավադրված անշարժ գույքով: Հիփոթեքային արժեթղթերի համակարգին բնորոշ է հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկողի, վարկատուի, հիփոթեքային արժեթղթերի և հիփոթեքային վարկերի սպասարկման գծով կառավարող ընկերության միավորումը մեկ անձում (հիփոթեքային բանկ): Տվյալ համակարգի արդյունավետությունը կախված է դրա կառուցման և գործունեության հետևյալ հիմնական սկզբունքների պահպանումից.

1. Լիցենզավորում: Հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկման համար անհրաժեշտ է համապատասխան լիցենզիայի առկայություն: Լիցենզիա ստացողին ներկայացվում են որոշակի պահանջներ, ինչպիսիք են բանկի սեփական կապիտալի բավարար մակարդակը, կանոնադրական կապիտալի ձևավորման աղբյուրների հուսալիությունը և այլն:

2. Ապահովվածության սկզբունք: Հիփոթեքային ինստիտուտի կողմից թողարկված բոլոր հիփոթեքային արժեթղթերի ծավալը չպետք է գերազանցի հիփոթեքային ինստիտուտի կողմից տրամադրված անշարժ գույքի գրավով ապահովված վարկերի ընդհանուր գումարը: Հիփոթեքային արժեթղթերի մարումը և դրանց գծով տոկոսների վճարումը իրականացվում է հիփոթեքային վարկի մարումից բանկի ստացած միջոցների հաշվին: Հիփոթեքային արժեթղթերը ունեն երկակի ապահովություն. վարկի գծով փոխառուի դրամական պարտավորության տեսքով և գրավադրված անշարժ գույքի տեսքով: Հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկողը ստեղծում է նաև որոշակի պահուստային ֆոնդ, որից մարվում են հիփոթեքային արժեթղթերի գծով վճարումները այն դեպքում, եթե փոխառուն չի իրականացնում վարկի գծով իր պարտավորությունները:

3. Ապահովվածության սահման: Գրավադրված անշարժ գույքի միայն 60-70%-ը կարող է օգտագործվել հիփոթեքային արժեթղթերի ապահովման համար, քանի որ հիփոթեքային արժեթղթերը թողարկող բանկի կողմից տրված հիփոթեքային վարկերի չափը կազմում է գրավադրված անշարժ գույքի 60-70%-ը:

4. Ապահովման միջոցների ռեզիստոր: Հիփոթեքային արժեթղթերի ապահովման միջոց հանդիսացող բոլոր ակտիվները պետք է ներառվեն հատուկ ռեզիստորում, որում պետք է նշվեն գրավադրված օբյեկտի բնութագրիչները, վարկի անվանական գումարը,

տոկոսադրույքը, մայր գումարի գծով վճարումները, գրավի արժեքը, գրավի օբյեկտի օգտագործման ուղղությունները:

5. Հիփոթեքային արժեթղթերի սեփականատերերի նախապատվության իրավունքը: Բանկի սնանկացման դեպքում հիփոթեքային արժեթղթերի սեփականատերերը ունեն բանկի պարտավորությունների գծով փոխհատուցման առաջնային իրավունք:

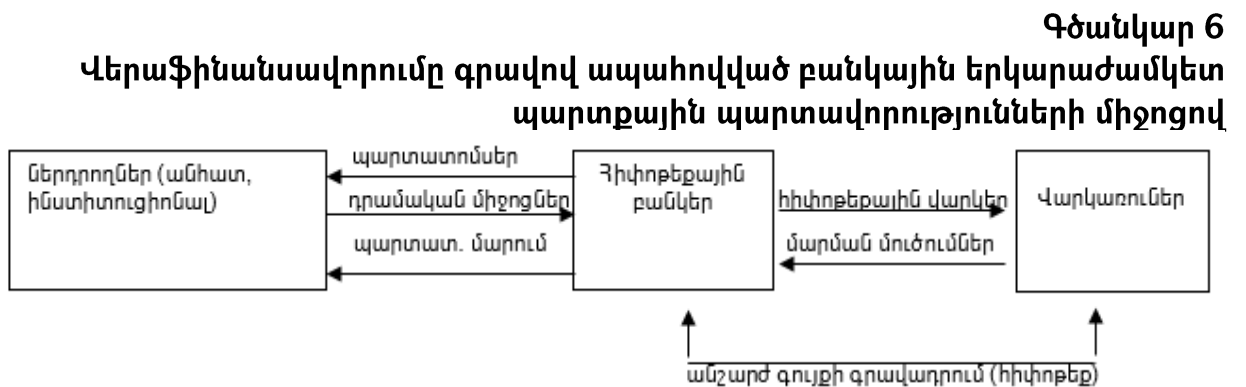
6. Հիփոթեքային վարկավորման և հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկման հետ կապված ակտիվները և պարտավորությունները պետք է խստորեն տարանջատվեն բանկի այլ գործառնություններից: Որպես կանոն, օրենսդրությամբ էականորեն սահմանափակվում են հիփոթեքային բանկերի թույլատրվող գործառնությունների տեսակների քանակը. բացառվում են բարձր ռիսկայնություն ունեցող գործառնությունները:

7. Վերահսկողություն: Համաշխարհային բանկային պրակտիկայում հիփոթեքային վարկային ինստիտուտների գործունեության նկատմամբ իրականացվում է խիստ վերահսկողություն (թեև վերջին տարիների այն էականորեն թուլացել էր): Վերահսկվում է բանկի հաշվեկշիռը, շահութաբերությունը, սեփական կապիտալի մակարդակը, բանկային օրենսդրությամբ ռիսկերի նվազեցման նպատակով սահմանված բանկի գործունեության նորմատիվների իրականացումը, տոկոսադրույքային քաղաքականությունը, ներքին և արտաքին աուդիտը: Վերահսկողության առանձնահատուկ օբյեկտ է հանդիսանում ծածկման սկզբունքի պահպանումը: Դրա նպատակով վերահսկողություն իրականացնող մարմնի կողմից յուրաքանչյուր բանկի համար նշանակվում է վստահված անձ (ֆիդուցիար), որը վերահսկող մարմնին պարբերաբար տեղեկացնում է ծածկման սկզբունքի պահպանման մասին: Ֆիդուցիարը վերահսկում է ապահովման բավարարությունը և ապահովման ռեզիստորում մուտքագրվող տեղեկատվության արժանահավատությունը: Նա նաև հիփոթեքային արժեթղթերին տալիս է ապահովվածության վերաբերյալ սերտիֆիկատներ: Նրան իրավունք է վերապահված ստուգել հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկման հետ կապված բանկի բոլոր փաստաթղթերը: Սովորաբար վերահսկվում է հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկման և բանկի սեփական կապիտալի հարաբերակցությունը:

Հիփոթեքային բանկերի գործունեության վերահսկողությունը մեծ չափով ապահովում է հիփոթեքային վարկային ինստիտուտների համակարգի կայունությունը: Վերահսկողության արդյունավետությունը ապահովվում է հիփոթեքային ինստիտուտների և վերահսկողական մարմինների միջև փոխգործունեությամբ:

Հիփոթեքային արժեթղթերի միջոցով հիփոթեքային վարկավորման ռեսուրսների ներգրավման արդյունավետության ապահովման համար անհրաժեշտ է հիփոթեքային արժեթղթերի երկրորդային շուկայի առկայություն, որը կապահովի տվյալ արժեթղթերի բարձր իրացվելիությունը և հասանելիությունը ներդրողների համար:

Ձևավորման և գործունեության կարևորագույն սկզբունքների պահպանման դեպքում հիփոթեքային արժեթղթերի համակարգը հանդիսանում է բավականին վստահելի: Վերոնշյալ մեխանիզմի գործընթացը սխեմատիկորեն կարելի է պատկերել գծանկար 6-ի միջոցով:



Այսպիսի համակարգեր գերիշխում էին Դանիայում, Շվեդիայում, Կանադայում, Գերմանիայում, Ավստրիայում, Հոլանդիայում, Մեծ Բրիտանիայում և Ֆինլանդիայում: Ֆրանսիայում և Իսպանիայում այդ համակարգը իրականացվում է պետական մենաշնորհային հիփոթեքային բանկերի միջոցով:

Այսպես, Գերմանիայում հիփոթեքային բանկերն առաջին անգամ ստեղծվել են 18-րդ դարում (Ռուսաստանի հետ միաժամանակ): Դա պետական բանկ է, որը ֆինանսական օգնություն է ցուցաբերել խոշոր կալվածատիրական տնտեսություններին: Միջոցների ներգրավման համար բանկը թողարկել է գրավաթղթեր (հիփոթեքային արժեթղթերի ենթատեսակ):

Կանադայում հիփոթեքային բանկերը վարկավորման ինստիտուտի ավանդական ձև են հանդիսանում: Դրանք հիմնականում զբաղվում են անշարժ գույքի գործարքների վարկավորմամբ, ինչպես նաև պետության և կորպորատիվ արժեթղթերում

երկարաժամկետ ներդրումներով: Սկզբնական շրջանում դրանց գործունեության օբյեկտ է հանդիսացել հողի գրավով ապահովված գյուղատնտեսության վարկավորումը, հետագայում նաև բնակարանային շինարարության վարկավորումը:

Դանիայում հիփոթեքային վարկավորման պարտավորությունները ապահովագրվում են 100 տոկոսով, որի հետևանքով Դանիային է պատկանում Եվրոպայում շրջանառության մեջ գտնվող հիփոթեքային արժեթղթերի գերակշիռ մասը:

Մեծ Բրիտանիայում հիփոթեքային բանկերի կազմավորման գործընթացը շինարարական միություններին փոխարինող դեր է ստանձնել: Խոշորագույն շինարարական միությունները (օրինակ՝ Abbey National) վերափոխվել են հիփոթեքային բանկերի: Եվ սկսած 1890-ական թվականներից տրամադրված վարկավորման ծավալներով հիփոթեքային բանկերը սկսել են գերիշխող դիրք գրավել շինարարական միությունների նկատմամբ:

Արգենտինայում հիփոթեքային վարկավորման արդյունավետ համակարգի ներդրումը իրականացվել է Համաշխարհային բանկի աջակցությամբ: Արգենտինայի կառավարությունը Համաշխարհային բանկից ներգրաված վարկային միջոցներով արժեթղթերի համար երաշխիքային ֆոնդ է ստեղծել և այդ արժեթղթերը թողարկվել են նախագծին մասնակցող բանկերը:

Ֆինանսավորում կոլեկտիվ ապահովություն ունեցող (գրավագրերի փուլով ապահովված) արժեթղթերի թողարկման միջոցով

Այս մեթոդն առաջին անգամ կիրառվել է ԱՄՆ-ում, որտեղ էլ այն այժմ գերակշռում է: Գրավագրերի փուլով ապահովված արժեթղթերի թողարկման միջոցով հիփոթեքային վարկերի վերաֆինանսավորման գործընթացը ԱՄՆ-ում ստացել է արժեթղթավորում (սեկյուրիտիզացիա) անվանումը: Որպես կանոն, արժեթղթավորման մեխանիզմը ենթադրում է հիփոթեքային վարկատուի և արժեթղթեր թողարկողի գործառույթների տարանջատում: Այսպիսի տարանջատումը առաջնային հիփոթեքային վարկատուին հնարավորություն է տալիս իր հաշվեկշռից երկարաժամկետ հիփոթեքային վարկերի դուրսգրման և դրանք իրացվելի ակտիվների փոխակերպման միջոցով բարելավել իր ֆինանսական ցուցանիշները, նվազեցնել հիփոթեքային վարկավորման գործընթացում առաջացող ռիսկերը, ավելացնել վարկային գործառնությունների ծավալները: Արժեթղթավորման են ենթակա միանման հիփոթեքային վարկերը, որոնք ունեն որոշակի ստանդարտ բնութագրիչներ (ամենից հաճախ բնակարանային վարկերը):

Առաջնային վարկատուին իրեն պատկանող պարտավորությունները վաճառում է հատուկ մասնագիտացված կազմակերպությանը, որը զբաղվում է կոլեկտիվ ապահովություն ունեցող հիփոթեքային ֆինանսական գործիքների թողարկման միջոցով հիփոթեքային վարկավորման համար անհրաժեշտ ռեսուրսների հավաքագրմամբ:

Տվյալ մեխանիզմը ենթադրում է հատուկ գործակալությունների՝ երկրորդային շուկայի օպերատորների առկայություն, որոնց հիմնական գործառույթը հիփոթեքային վարկերի գնումն է, ստանդարտ որակական բնութագրիչների հիման վրա դրանց միավորումը փուլերում և դրանց հիման վրա հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկումը: Վարկային ռեսուրսների հիմնական ներհոսքը տեղի է ունենում այս նպատակով հատուկ ձևավորված գրավագրերով ապահովված արժեթղթերի երկրորդային շուկայից:

Գործակալությունները, առևտրային բանկերից գնելով որոշակի քանակությամբ հիփոթեքային վարկեր (գրավագրեր), դրանք միավորում են փուլերում և յուրաքանչյուրի հիման վրա թողարկվում է նոր արժեթուղթ (որոնցից առավել տարածվածն է հիփոթեքով ապահովված արժեթուղթը (mortgage backed securities MBS)): MBS-ների գծով վճարումների աղբյուր են հանդիսանում հիփոթեքային վարկերի գծով փոխառուների վճարումները: Սակայն - MBS-ն դա գործակալության արժեթուղթն է, և դրա գծով վճարումները երաշխավորված են ոչ միայն անշարժ գույքի գրավով, այլ նաև տվյալ գործակալության ակտիվներով: Գործակալությունները MBS-ները իրացնում են ֆոնդային շուկայում և հետագայում հանդես են գալիս որպես միջնորդներ՝ արժեթուղթը գնած ներդրողներին փոխանցելով բանկից ստացվող վճարները՝ նախապես նվազեցնելով իրենց հասանելիք մարժան:

Արժեթղթերի հուսալիության մեծացման նպատակով հիփոթեքային վարկերի մարման գծով վճարների հոսքերը կարգավորող ինստիտուտների կողմից ստեղծվում են հատուկ պահուստային ֆոնդեր: Բացի այդ, պրակտիկայում կիրառվում է նաև ապահովագրական ընկերությունների ներգրավումը արժեթղթավորման գործընթաց, որոնք փոխառուի կողմից իր պարտավորությունների չկատարման դեպքում իրականացնում են ներդրողների հանդեպ ունեցած պարտավորությունների պատշաճ կատարումը: Նման ձևով ներդրողներին հնարավորություն է տրվում խուսափել վճարումների ուշացումից՝ կապված գրավի առարկայի իրացման հետ: Երկրների մեծամասնությունում պետությունը իր ակտիվ մասնակցությունն է ունենում արժեթղթավորման գործընթացի կազմակերպման գործում՝ ի դեմս խոշոր պետական և

կիսապետական կազմակերպությունների, որոնք գործում են հիփոթեքային վարկերի երկրորդային շուկայում:

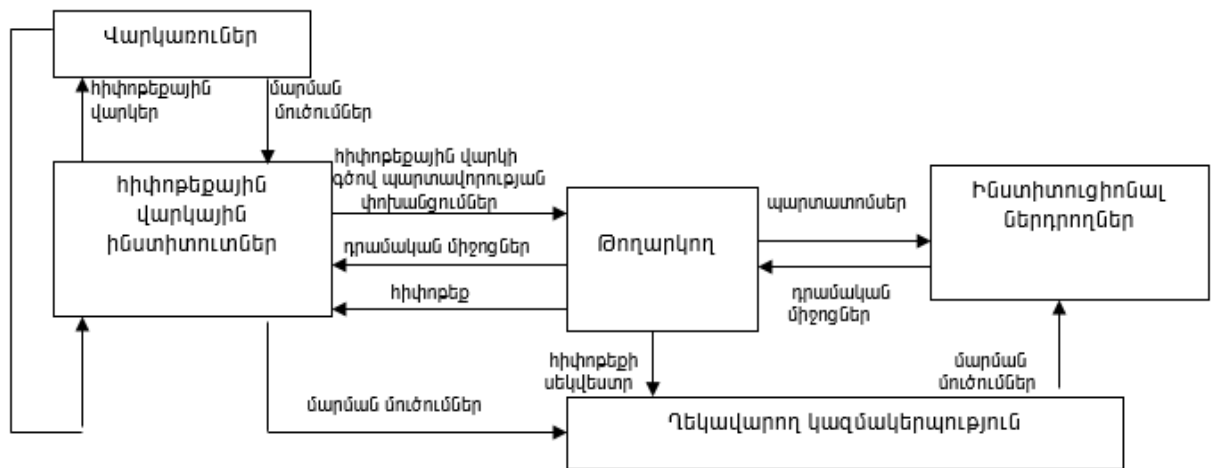
Վերջին տասնամյակում արժեթղթավորման մեխանիզմը համաշխարհային պրակտիկայում գնալով ավելի լայն տարածում է գտել: Շատերի կարծիքով արժեթղթավորումը հանդիսանում է հիփոթեքային վարկային ինստիտուտների ակտիվների կառավարման առավել արդյունավետ մեթոդը: Սակայն այստեղ գոյություն ունեն որոշակի օբյեկտիվ սահմանափակումներ: Այսպես, օրինակ՝ վերաֆինանսավորման տվյալ մեխանիզմի կիրառումը անհնար է ոչ ստանդարտ հիփոթեքային վարկերի դեպքում:

Տոկոսադրույքը, որով արժեթղթավորում իրականացնող մասնագիտացված գործակալությունները գնում են հիփոթեքային վարկերը, կախված է գործակալության արժեթղթերի այն տոկոսադրույքից, որ դեպքում այն նպատակահարմար է համարվում ներդրողների կողմից: Մասնավորապես ԱՄՆ-ում, պատճառը որով ներդրողները համաձայնում են MBS-ների ցածր տոկոսադրույքների հետ, կայանում է ոչ միան նրանում, որ այդ արժեթղթերը ապահովված են գրավագրերի փուլով, այլ նաև նրանում, որ այդ արժեթղթերը այնպիսի գործակալությունների (Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae)²³ պարտավորություններ են, որոնց հետևում կանգնած է պետությունը: Սա հնարավորություն է տալիս հիփոթեքային գործակալությունների արժեթղթերը դիտարկել որպես գործնականում ոչ ռիսկային և թույլ է տալիս դրանցում ներդրումներ իրականացնել ամենապահպանողական ներդրողներին՝ ինչպիսիք են կենսաթոշակային հիմնադրամները և, հետևաբար, ապահովում է շուկայի առավել էժան ռեսուրսների ներհոսքը դեպի հիփոթեքային վարկեր: Վերոնշյալ մեխանիզմի գործունեությունը սխեմատիկորեն կարելի է պատկերել գծանկար 7-ի միջոցով:

Գծանկար 7

Վերաֆինանսավորումը խմբային ապահովվածություն ունեցող հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկման միջոցով արժեթղթերի թողարկման միջոցով

23 Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) - ֆեդերալ ազգային հիփոթեքային ասոցիացիա, Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) - Բնակարանային վարկավորման կորպորացիա, Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) - Կառավարման ազգային հիփոթեքային ասոցիացիա:



Բացի ԱՄՆ-ից, հիփոթեքների երկրորդային շուկայի զարգացման մոդելը լայն կիրառություն է գտել, Կոլումբիայում (տրամադրվում են պետական երաշխիքներ), Մալազիայում, Ղազախստանում (գործում է բանկերի հիփոթեքային վարկերի գնման և արժեթղթավորման համակարգ) և այլ երկրներում:

Հարկ է նշել, որ վերոնշյալ մեխանիզմները միմյանց փոխբացառող չեն և կարող են կիրառվել համատեղ: Յուրաքանչյուր մեխանիզմ ունի ինչպես իր առավելությունները այնպես էլ թերությունները:

Այսպես՝ ավանդային մեխանիզմի, կամ որ նույնն է գերմանական մոդելի առավելություններն են.

- մոդելի ներդրումը չի պահանջում մեծ ծախսեր պետության կողմից,
- կարող է կիրառվել այլ համակարգերի հետ համատեղ,
- ստացվելիք վարկի տոկոսադրույքի ռիսկը բացակայում է, հնարավորություն է ընձեռնում բանկին ավանդների կուտակման ընթացքում փոխգործակցություն հաստատել և ավելի լավ ճանաչել իր ապագա վարկառուներին,

թերություններն են.

- պահանջվում է բանկերի նկատմամբ վստահության բարձր մակարդակ բնակչության կողմից,
- հանգեցնում է շահութաբերության մակարդակի անկման (Չինաստան, Հնդկաստան, Ռուսաստան, Ղազախստան):

Իսկ ինչ վերաբերում է այն մեխանիզմներին, որոնց հիմքում ընկած է արժեթղթավորումը, կամ որ նույնն է անգլո-ամերիկյան մոդելը, ապա այս մոդելի առավելություններն են.

- բանկերը երկրորդային շուկայի զարգացվածության հաշվին հնարավորություն ունեն ստեղծել երկարաժամկետ դրամական միջոցներ,

- վարկերի վաճառքը բանկերի կողմից երկրորդային շուկայի օպերատորներին նվազեցնում է միջոցների վերադարձելիության ռիսկը, նպաստում է արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը, թույլ է տալիս նոր ներդրողներ ներգրավել,

- նվազեցնում է բանկերի ռիսկը միջոցների ներգրավման և տեղաբաշխման ժամկետների անհամապատասխանության տեսանկյունից,

թերություններն են.

- գործում է միայն արժեթղթերի զարգացած երկրորդային շուկայում,

- պետությունը գերակշիռ և ուղղակի մասնակցություն ունի շուկայում, որն իր մեջ պարունակում է համակարգային մեծ ռիսկեր, ներդրման հետ կապված բարդություններ և ինստիտուցիոնալ ներդրողների պահանջ:

Այսպես, ներկայումս համաշխարհային պրակտիկայում չկա մեկ միասնական մոտեցում, թե հիփոթեքային վարկավորման վերոնշված մեխանիզմներից, որն է առավել արդյունավետ: Ուստի, յուրաքանչյուր երկիր հիփոթեքային վարկավորման շուկայի զարգացման այս կամ այն տարբերակը ընտրելիս հաշվի է առնում իրեն հատուկ առանձնահատկությունները՝ մակրոտնտեսական իրավիճակը, ֆինանսական համակարգի կառուցվածքը, վերջինիս զարգացվածության աստիճանը, կարգավորումը, հարկային քաղաքականությունը, սուբսիդիաների ծրագրերը և անշարժ գույքի շուկայի զարգացվածության մակարդակը:

Այսօր Հայաստանում որպես հիփոթեքային երկրորդային շուկայի օպերատոր հիմնադրվել և գործում է Ազգային հիփոթեքային ընկերությունը, որի առաքելությունն է վերաֆինանսավորել առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից որոշակի պայմաններով տրամադրված հիփոթեքային վարկերը՝ հասանելի դարձնելով այն բնակարանային պայմանները բարելավել ցանկացող և միջին եկամուտ ունեցող տնտեսավարող սուբյեկտներին: Հիմնադրման պահից վերաֆինանսավորվող վարկերը ունեցել են դինամիկ աճ, այսպես 2009-ին վերաֆինանսավորվել են 336 վարկ՝ 2,4 մլրդ դրամ ծավալով, 2010-ին՝ 975 վարկ՝ 7,3 մլրդ դրամ ծավալով, 2011 -ին՝ 1009 վարկ՝ կրկին 7,4 մլրդ դրամ ծավալով, 2012-ին՝ 950 վարկ՝ 7.9 մլրդ դրամ ծավալով, 2013-ին՝ 1078 վարկ՝ 9.8 մլրդ դրամ ծավալով, իսկ 2014-ին՝ 1009 վարկ 8.7

մլրդ դրամ ծավալով²⁴: 2014 թվականի վերջի դրությամբ Ազգային հիփոթեքային ընկերության կողմից վերաֆինանսավորված վարկերի 79.5%-ը կամ 33.6 մլրդ դրամը բաժին է ընկել բնակարանների ձեռքբերման վարկերին: Վերաֆինանսավորված վարկերի ավելի քան 77%-ը տրամադրվել է Երևանում: Վերոնշյալ ծրագրով տրամադրվող հիփոթեքային վարկավորման պայմաններն են. պահանջվող կանխավճարի մեծություն՝ առնվազն 30%, տոկոսադրույք՝ 12.5 -14, վարկավորման ժամկետ՝ առնվազն 10 տարի: Ներկայումս վերաֆինանսավորումն իրականացվում է ինչպես սեփական, այնպես էլ հիփոթեքային շուկայի զարգացման ծրագրի շրջանակներում ՀՀ Կառավարությունից ներգրավված միջոցների հաշվին: Բացի այդ, առաջիկա տարիների ընթացքում Ազգային հիփոթեքային ընկերության կողմից նախատեսվում է իրականացնել հիփոթեքային վարկերով ապահովված պարտատոմսերի թողարկում: Այն ուղղված է լինելու ինչպես հիփոթեքային, այնպես էլ արժեթղթերի շուկաների զարգացմանը՝ նպատակ ունենալով ընդլայնել հիփոթեքային վարկավորման հասանելիությունը: Առաջիկայում կընտրվի թողարկման մոդելը, որից հետո կիրականացվի թողարկումը: Ազգային հիփոթեքային ընկերության հեռանկարային նպատակն է համակցել բնակարանային վերաֆինանսավորումը և կապիտալի շուկան՝ հիփոթեքային արժեթղթերի միջոցով²⁵:

1.3 Բնակչինարարության ֆինանսավորման կառուցվածքային փոփոխությունները և հիփոթեքային ճգնաժամի առաջացման պատճառները

Ժամանակակից տնտեսություններում բնակարանային շինարարությունը զբաղեցնում է կարևորագույն տեղ: Եվ որպես բնակարանային խնդրի լուծման հիմնական տարբերակ համարվում է հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացումը, որը որոշ երկրներում հանդիսացել է նաև տնտեսական քաղաքականության կարևորագույն բաղկացուցիչ տարր (օրինակ՝ ԱՄՆ-ում «Ռուզվելտի Նոր կուրս», Չիլիում՝ «Պինոչետի ռեֆորմներ», Գերմանիայում՝ «Էրիսարդի ետպատերազմյան ռեֆորմները») :

²⁴ Աղբյուրը՝ Ազգային հիփոթեքային ընկերության պաշտոնական կայք. <http://www.nmc.am/pages.php?al=statisticaldata>:

²⁵ Ազգային հիփոթեքային ընկերությունը 2011 թվականի նոյեմբերից մինչև օրս իրականացրել է պարտատոմսերի շուրջ 12 թողարկում՝ միջինում 933 մլն դրամ ծավալով:

Ընդ որում, բնակարանային շինարարությանը, բնակարանային շուկային և դրա ֆինանսավորման համակարգին տրված առաջնությունը նշանակալի ազդեցություն է ունեցել ֆինանսական շուկայի, մակրոտնտեսական կայունության և դրամավարկային քաղաքականության վրա:

Վերջին մի քանի տասնամյակների ընթացքում մի շարք երկրների բնակարանային շուկաները ենթարկվել են նշանակալի փոփոխությունների, այսինքն՝ բնակարանային շինարարության ֆինանսավորման ավանդական մեթոդները՝ հիմնված մասնագիտացված ավանդային միջնորդների կամ կառավարության ծրագրերի վրա փոխարինվել են շուկայի վրա հիմնված (market-based) ֆինանսավորման եղանակներով:

Անդրադառնալով բնակարանային ֆինանսավորման համակարգում տեղ գտած կառուցվածքային փոփոխություններին, ներկայացնենք դրանցից կարևորագույնները.

- *Արժեթղթավորում.* գործընթաց, որի ժամանակ առանձին հիփոթեքային վարկերի համախմբությունը հանդիսանում է հատուկ տեսակի պարտատոմսերի՝ հիփոթեքի վրա հիմնված արժեթղթերի ապահովության միջոց (collateral): Մինչ արժեթղթավորումը, հիփոթեքային վարկերի գերակշիռ մասը տրամադրվում էր տեղի ավանդային ինստիտուտների կողմից և համապատասխանաբար ֆինանսավորվում էր այդ ինստիտուտների կողմից ներգրավված միջոցների հաշվին: Իսկ արժեթղթավորման առկայության դեպքում, հիփոթեքային վարկերի ֆինանսավորումը իրականացվում է այնպիսի ինստիտուցիոնալ ներդրողների կողմից, ինչպիսիք են կենսաթոշակային և ապահովագրական ընկերությունները, որոնք գնում են MBS-ները:

- ✓ Արժեթղթավորման արդյունքում բնակարանային շուկայի ֆինանսավորումը ինտեգրվում է կապիտալի շուկային: Եվ վերջին տասնամյակների ընթացքում կապիտալի շուկաների գլոբիլազացման արդյունքում, բնակարանային շինարարության ֆինանսավորումը իրականացվել է միջազգային ներդրողներից ներգրավված միջոցների հաշվին: Այսպիսով, մակրոտնտեսական կայունությունը և զարգացած կապիտալի շուկան անհրաժեշտ պայմաններ են հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման համար:

- ✓ Արժեթղթավորման արդյունքում հիփոթեքային վարկավորման գործընթացը տրոհվում է մի քանի ենթագործընթացների, որոնք իրականացվում են առանձին մասնագիտացված ինստիտուտների կողմից: Այսպես, նախկինում, երբ հիփոթեք տրամադրող կազմակերպությունը, որը և՛ տրամադրում էր հիփոթեք, և՛

սպասարկում էր այն, և՛ պահում իր պորտֆելում, այժմ այս գործընթացը կարող է իրականացվել 3 տարբեր մասնագիտացված կազմակերպությունների կողմից: Եվ այն երկրներում, որտեղ արժեթղթավորումը լայն տարածում է գտել, հիփոթեքային վարկը վարկառուների համար քիչ ծախսատար է դարձել, ի հաշիվ այն բանի, որ արժեթղթավորման գործընթացում շուկայի մասնակիցների միջև տեղի է ունենում ռիսկերի բաժանում: Ընդ որում, դեռևս 1933 թվականին բանկային օրենքով, որը առավելապես հայտնի է Գլասի և Ստիգալի օրենք²⁶, ենթադրվում էր առանձնացնել բանկերի առևտրային գործունեությունը ներդրումային գործունեությունից, որն ուղղված էր ֆինանսական համակարգի առողջացմանը: Սակայն վերոհիշյալ օրենքը չեղարկվեց 1999 թվականին ԱՄՆ Կոնգրեսի կողմից ընդունված Գրամ-Լիչ-Բլայլի օրենքով²⁷, որով վերացվեցին բանկերի և ներդրումային ընկերությունների վրա դրված սահմանափակումները և թույլատրվեց միավորել բանկերի, ներդրումային և ապահովագրական ընկերությունների գործունեությունները:

- Հիփոթեքային վարկի շուկայի հաջորդ կարևորագույն փոփոխությունը կապված է հիփոթեքային վարկերի բնույթի հետ: Կարևորագույն տարբերությունը, որը գոյություն ունի երկրների միջև պայմանավորված է հիփոթեքային վարկերի կառուցվածքի փոփոխություններով: Որոշ երկրներում (օրինակ ԱՄՆ) մեծ տեսակարար կշիռ են կազմում ֆիքսված տոկոսադրույքով երկարաժամկետ հիփոթեքային վարկերը, մինչդեռ այլ երկրներում՝ լողացող տոկոսադրույքով հիփոթեքային վարկերը²⁸ (տե՛ս գծանկար 8): Այս վարկերի միջև հիմնական տարբերությունը կայանում է նրանում, որ վարկատուները և վարկառուները կլանում են շուկայական տոկոսադրույքների փոփոխության հետ կապված ռիսկերը:

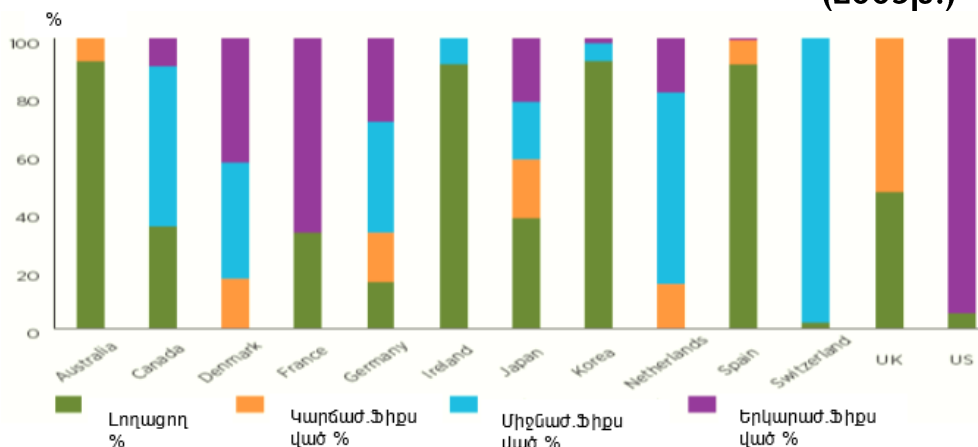
²⁶Աղբյուրը՝ Federal Reserve Bank of New York, “Banking Act of 1933”, N 1248, June 22, 1933, https://ilsr.org/wp-content/uploads/files/glass-steagall_0.pdf.

²⁷Աղբյուրը՝ Public Law 106–102, 106th Congress. NOV. 12, 1999, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/html/PLAW-106publ102.htm>.

²⁸Լողացող տոկոսադրույքով հիփոթեքային վարկավորման պայմանները՝ ըստ զարգացած երկրների, տե՛ս Հավելված 1, աղյուսակ 2:

Գծանկար 8

Հիփոթեքային վարկի պորտֆելը՝ ըստ տրամադրված տոկոսադրույքների (2009թ.)²⁹



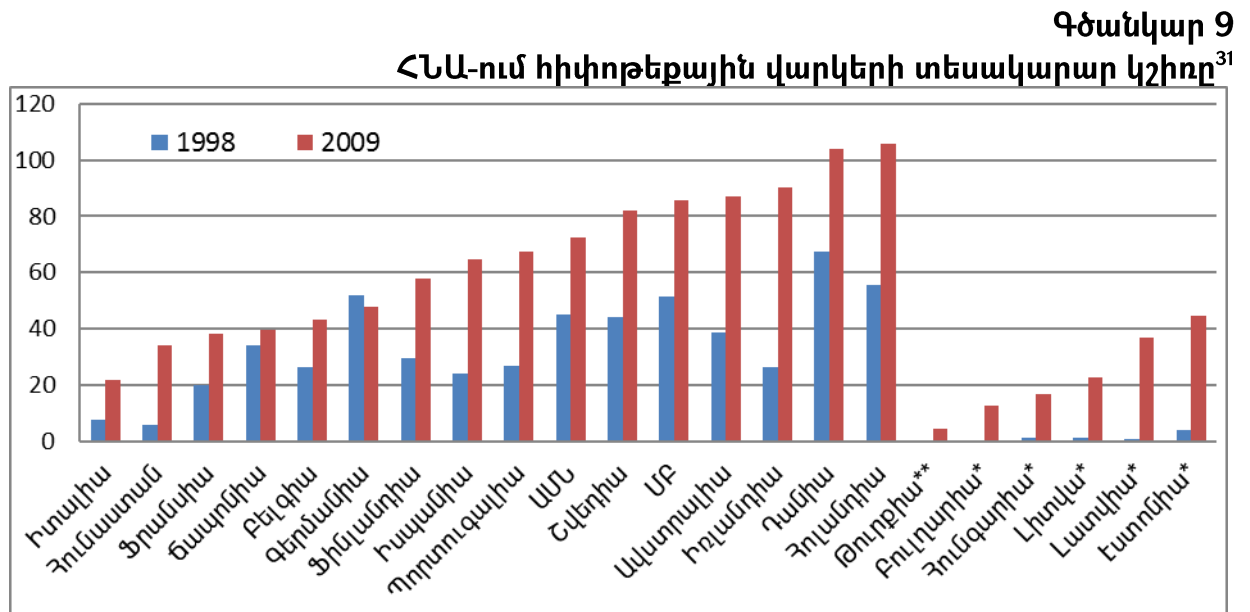
Կարգավորվող տոկոսադրույքով հիփոթեքի պարագայում վարկառուների կողմից կատարվող վճարումները ճշգրտվում են շուկայական տոկոսադրույքների փոփոխմանը զուգընթաց, իսկ ֆիքսված տոկոսադրույքով հիփոթեքային վարկերի պարագայում վարկատուները կրում են չճշգրտվող տոկոսադրույքների հետ կապված ծախսերը:

- Երրորդ կարևոր փոփոխությունը կապված է տնային տնտեսությունների համախառն սպառման վարքագիծը հարթ պահելու աճող հնարավորությունների հետ, որը կապված է հարստության էֆեկտի հետ:

Այսպիսով, մի կողմից քաղաքաբնակեցման օրըստօրե աճող տեմպերը, իսկ մյուս կողմից բնակարանային շինարարության համար անհրաժեշտ ֆինանսական ռեսուրսների սահմանափակությունը, հիմք հանդիսացան հիփոթեքային վարկերի տարածման և դրանց նկատմամբ պահանջարկի աննախադեպ աճի համար: Հիփոթեքային վարկերի ծավալների հարաբերությունը երկրների ՀՆԱ-ում տատանվում

²⁹Աղբյուրը՝ Lea M., “International Comparison of Mortgage Product Offerings”, Research Institute for Housing America, September 2010, p. 18.

է 1%-ից³⁰ (տե՛ս ԱՊՀ երկրներ, հավելված 1, աղյուսակ 3) մինչև 100% և ավելին (Դանիա, Հոլանդիա տե՛ս գծանկար 9):



Արդյունքում, մի շարք երկրներում բնակարանը հանդիսացավ տնային տնտեսությունների համար որպես հիմնական ակտիվ, իսկ հիփոթեքը՝ պարտավորությունների գերակշռող տարր:

Գոյություն ունի համընդհանուր կարծիք, համաձայն որի ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացումը հիմնականում պայմանավորվել է վարկավորման ծավալների աննախադեպ աճով և անշարժ գույքի շուկայում ձևավորված «փուչիկներով»: Դեռևս 2006թ.-ի կեսերից այսպես կոչված «փուչիկների» առաջացման մասին էին վկայում տարբեր պարտքային գործիքների սպրեդի (գծանկար 10) և անշարժ գույքի գների՝ ռենտային եկամուտների և կառուցապատման ծախսերի (գծանկար 11) նկատմամբ աննախադեպ աճերը:

³⁰ Աղբյուրը՝ European Bank for Reconstruction and Development, “Transition Report 2005 Business in transition”, 2005, <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR05.pdf>.

³¹ Աղբյուրը՝ IMF, “Global Financial Stability Report”, April 2011, p. 134, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/text.pdf>.

** Թուրքիայի ցուցանիշը 2002թ.-ին է: * ներկայացված են 1999 թվականի ցուցանիշները:

Գծանկար 10

Սվոփի³², TED-ի³³, LIBOR-OIS-ի³⁴ սպրեդի պատմական շարքը (2 հունվար 2007-20 հոկտեմբեր 2008)³⁵



Գծանկար 11

Անշարժ գույքի իրական գներ, իրական ռենտա և կառուցապատման իրական ծախսեր (1987-2008)³⁶

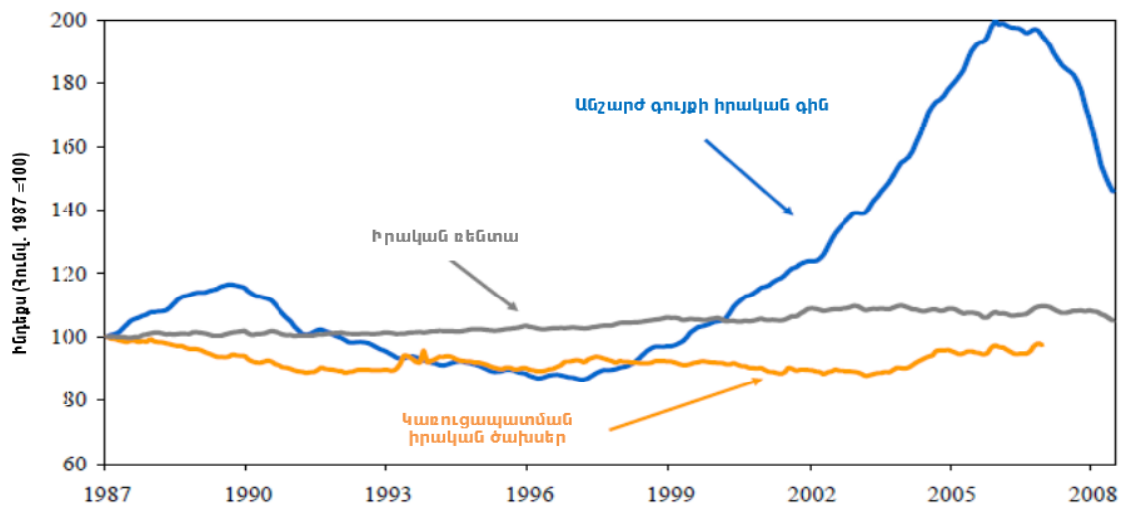
³² Սվոփի սպրեդը իրենից ներկայացնում է այն ծախսը, որը կառաջանա, երբ ԱՄՆ 2 տարի ժամկետայնությամբ ֆիքսված տոկոսադրույքի վճարը, փոխակերպվի նույն ժամկետայնությամբ լողացող տոկոսադրույքի վճարի:

³³ Իրենից ներկայացնում է ԱՄՆ 3 ամիս ժամկետայնությամբ միջբանկային փոխառությունների և պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքի տարբերությունը:

³⁴ Իրենից ներկայացնում է Լոնդոնի միջբանկային շուկայի տոկոսադրույքի և օվերնայթ ինդեքսի սվոփի տարբերությունը:

³⁵ Աղբյուր՝ Sabry F., Okongwu C., “Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets”, American Securitization Forum, June 17, 2009, p. 89, http://www.americansecuritization.com/uploadedfiles/asf_nera_report.pdf.

³⁶ Աղբյուր՝ Sabry F., Okongwu C., “Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets”, American Securitization Forum, June 17, 2009, p. 75, http://www.americansecuritization.com/uploadedfiles/asf_nera_report.pdf.



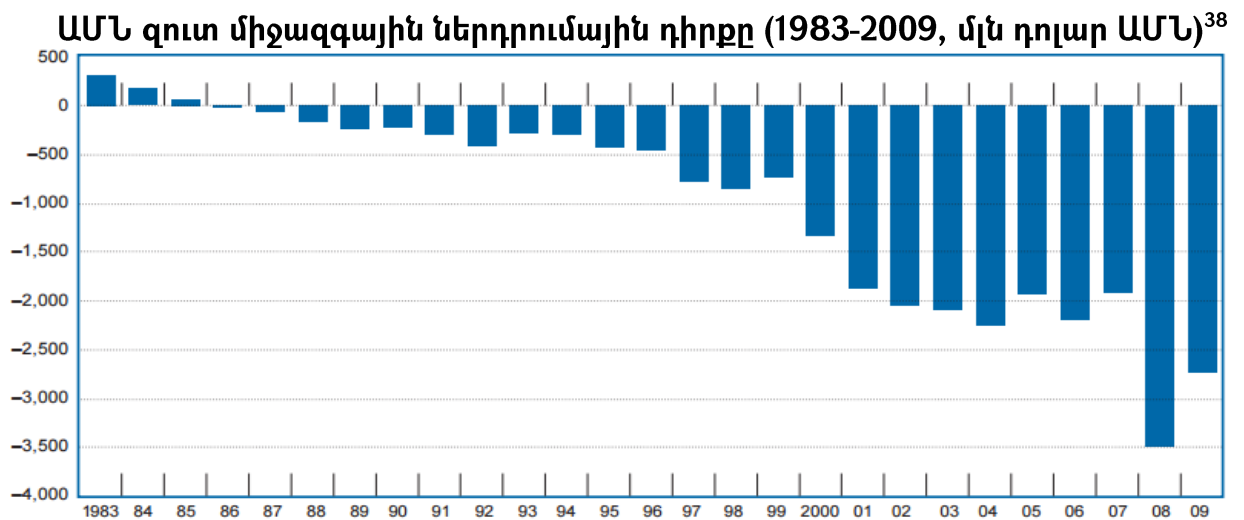
Նմանատիպ «փուլիկների» առաջացման համար գոյություն ունի միմյանցից տարբերվող երկու տեսակետներ.

Առաջին - դա պայմանավորված է կապիտալի շուկայում սխալ գնագոյացման (mispricing) հետ, որը իր ազդեցությունն է ունեցել ռիսկ պրեմիայի ցածր մակարդակի ձևավորման վրա՝ բարձրացնելով ռիսկային ակտիվների գները: Սխալ գնագոյացման միակ բացատրությունը դա գլոբալ անհավասարակշռությունն է, որն առաջացավ նոր կապիտալիստական հասարակարգերի արագընթաց աճի արդյունքում (Չինաստան, Հնդկաստան և Արևելյան Եվրոպայի երկրներ): Մի կողմից սպառման կողմնորոշում ունեցող ազգությունների՝ ԱՄՆ, Արևմտյան Եվրոպա, Ավստրալիա և այլուր, մյուս կողմից արագ տնտեսական աճ արձանագրող և ներդրումների, խնայողությունների բարձր հակվածություն ունեցող ազգությունների առկայությունը հանգեցրին երկրորդ տիպի երկրներից կապիտալի արտահոսքի դեպի առաջին տիպի երկրների ակտիվներ՝ պատճառ հանդիսանալով ավելցուկային իրացվելիության, ցածր տատանողականությունների և ցածր սպրեդի ձևավորման:

1990-ականների վերջին, երբ արտասահմանյան մեծածավալ կապիտալը սկսեց հոսել ԱՄՆ (տե՛ս գծանկար 12)՝ հետագայում բարձրացնելով արժեթղթերի գները և խթանելով վարկավորման աճը, ազգային արժույթը ստանձնեց այսպես կոչված «բումերանգային արժույթի» դեր³⁷:

Գծանկար 12

³⁷Աղբյուրը՝ Дункан Р., “Кризис доллара: причины, последствия и пути выхода”, Изд. Дом, Евро, Москва, 2008, стр. 56.



Այսպես, ԱՄՆ-ը ներմուծում է ավելի, քան արտահանում է, որի համար վճարում է թղթադրամներով, որոնք հետագայում հետ է ստանում դոլարով գնահատված իր ակտիվներում ներդրումների տեսքով: Եվ որքան մեծանում էր ԱՄՆ ընթացիկ հաշվի պակասուրդը, այնքան ավելի մեծ էր դառնում դոլարային այն զանգվածը, որը ֆինանսական հաշվի ավելցուկի միջոցով վերադառնում էր ԱՄՆ: Արդյունքում՝ կապիտալի մեծ ծավալները հանգեցրին տնտեսական «փուլիկների» ստեղծման՝ հանգեցնելով ֆինանսական համակարգի սնանկացման, դեֆլյացիայի և տնտեսական անկման³⁹:

ԱՄՆ արտասահմանյան մեծածավալ կապիտալի ներհոսքը նպաստավոր պայմաններ ստեղծեց վարկավորման ծավալների ընդլայնման համար՝ առաջացնելով անշարժ գույքի գների աճ և վարկերի հաշվին ֆինանսավորվող ընթացիկ սպառում:

Միայն 1985-2007թթ. ժամանակահատվածում տնային տնտեսություններին տրամադրած վարկերի պաշարային ցուցանիշը ավելացել է 500%-ով՝ 2007թ. վերջի դրությամբ կազմելով 14.4 տրլն ԱՄՆ դոլար, ընդ որում՝ անշարժ գույքի գրավով տրված վարկերը կազմել են 10.5 տրլն ԱՄՆ դոլար (73%), իսկ սպառողական վարկերը՝ 2.5 տրլն ԱՄՆ դոլար (18%)⁴⁰: Համեմատության համար նշենք, որ այդ նույն ժամանակահատվածում ԱՄՆ ՀՆԱ-ն ավելացել էր ընդամենը 227%-ով՝ 2007թ. կազմելով 13.8 տրլն ԱՄՆ դոլար: Այս ամենի արդյունքում անշարժ գույքի գները կտրուկ

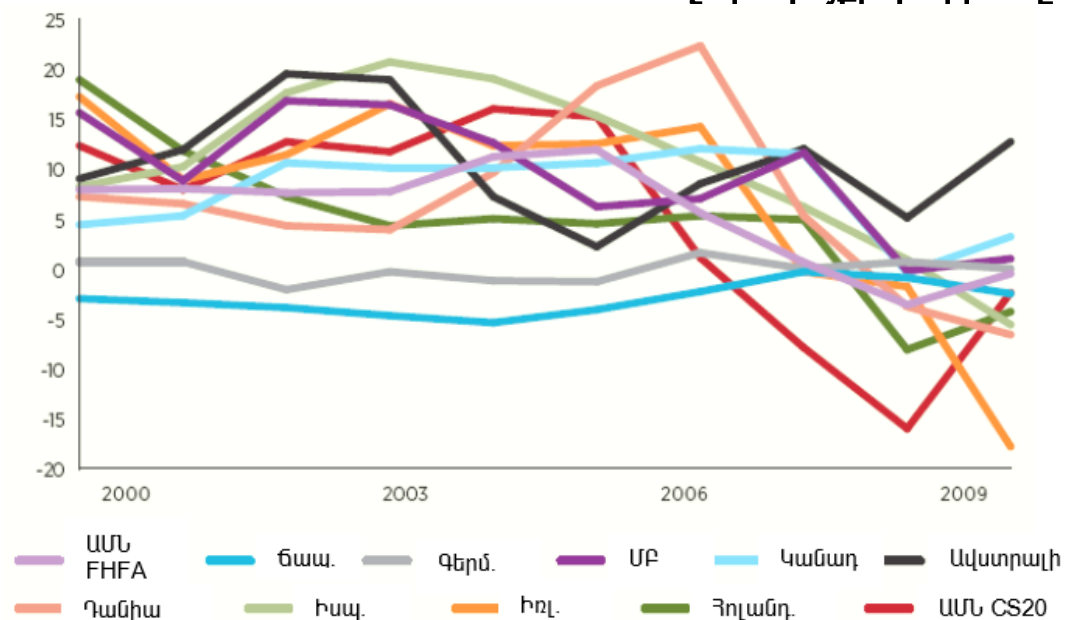
³⁸ Աղբյուրը՝ Nguyen E.L., “The International Investment Position of the United States at Yearend 2009”, July 2010, p.9, https://www.bea.gov/scb/pdf/2010/07%20July/0710_iip.pdf.

³⁹ Աղբյուրը՝ Багратян Г. А., “Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы”, Учебно-методическое пособие, Издательство РАУ, Ереван, 2013, стр. 210.

⁴⁰ Աղբյուրը՝ FED: Flow of Funds Accounts of the United States: Households and Nonprofit Organizations (F. 100) 1985-1994, 1995-2004, 2005-2007.

աճ արձանագրվեց ինչպես ԱՄՆ-ում այնպես էլ մի շարք այլ երկրներում (տես գծանկար 13):

Գծանկար 13
Անշարժ գույքի գների աճը⁴¹



Մասնավորապես, 1997-2006թթ. ԱՄՆ-ում անշարժ գույքի գները աճեցին 124%-ով, Իռլանդիայում՝ 253%-ով, Մեծ Բրիտանիայում՝ 194%-ով, Իսպանիայում՝ 180%-ով:

Եվ քանի դեռ անշարժ գույքի գները բարձրանում էին, ԱՄՆ-ում սպառման սահմանային նորմը շարունակում էր մնալ բավականին բարձր: 2005-ից ի վեր, ամերիկացիների տնօրինվող եկամտի 99.5%-ը ծախսվում էր սպառողական կամ վարկերի տոկոսադրույքների վճարման նպատակով: Հարկ է նաև նշել, որ 1992-2007թթ. ընթացքում նրանց խնայողությունների տեսակարար կշիռը 7.46%-ից կրճատվեց մինչև 0.39%՝ և սա այն պարագայում, երբ այդ նույն ժամանակահատվածում

⁴¹Աղբյուրը՝ Lea M., “International Comparison of Mortgage Product Offerings”, Research Institute for Housing America, September 2010, p. 13.

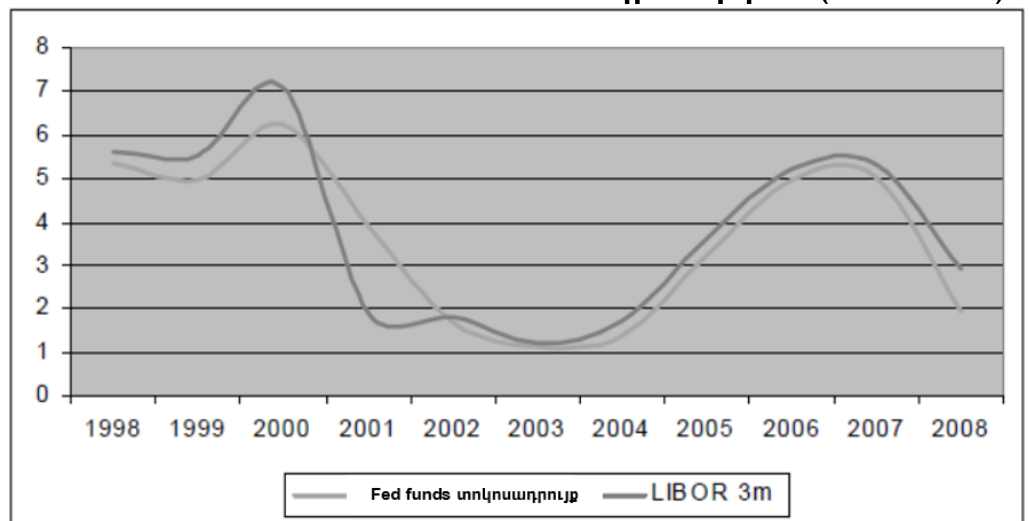
ԱՄՆ տնային տնտեսությունների համախառն տնօրինվող եկամուտն ավելացել էր ավելի քան 2 անգամ:

Այսպիսով՝ 2000-2007թթ. ընթացքում ԱՄՆ սպառողների շրջանում տիրում էր կատարյալ սպառողական «բում», այսինքն՝ ԱՄՆ սպառողները խթանում էին տնտեսական աճը ԱՄՆ-ում և ողջ աշխարհում՝ իրենց կողմից ներկայացվող պահանջարկի միջոցով, որը ֆինանսավորվում էր իրենց եկամուտները մի քանի անգամ գերազանցող վարկերով: Իսկ գործող վարկերի ծավալների աճը մեծ վտանգ էր ներկայացնում ֆինանսական համակարգի համար, որը ցանկացած պահի կարող էր պայթել չվճարումների առաջին իսկ ալիքի առաջացման դեպքում:

ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի կողմից իրականացվող խիստ դրամավարկային քաղաքականությունը և LIBOR-ի բարձրացումը 2005-2007թթ. (գծանկար 14)՝ ուղեկցվելով գնաճով և գործազրկության մակարդակի բարձրացմամբ,

Գծանկար 14

ԱՄՆ ԴՊՀ-ի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և եռամսյա LIBOR-ի դինամիկան (1998-2008)⁴²



ստեղծեց արդեն իսկ կանխատեսված ֆինանսական ճգնաժամի առաջին ալիքը՝ հիփոթեքային ճգնաժամը, որը հետագայում տարածվեց ոչ միայն ԱՄՆ տնտեսության, այլև ողջ աշխարհի վրա:

ԱՄՆ-ում անվճարունակ դարձած վարկառուների մի մասը փորձեց վերաֆինանսավորել իրենց վարկերը՝ վերանայելով վճարման ժամկետները կամ այլ պայմաններ: Վերոնշյալ վարկառուների քանակի ավելացմանը զուգահեռ, ավելի էր

⁴² Աղբյուրը՝ FRS: Federal Funds Overnight Rate Dynamics 1998-2008, LIBOR Rates History: Historical LIBOR Rate Information 1998-2008.

դժվարանում վարկերի վերաֆինանսավորումը, ավելանում էր գրավադրված անշարժ գույքի հրապարակային վաճառքի ծավալը՝ այդպիսով մեծացնելով անշարժ գույքի առաջարկի ու պահանջարկի միջև ճեղքվածը և նպաստելով դրանց գների էլ ավելի անկմանը:

Մասնավորապես, եթե 2005թ. երրորդ եռամսյակում ոչ ստանդարտ վարկերի 10.8%-ը համարվում էր չաշխատող, և 3.3%-ը գտնվում հրապարակային վաճառքի փուլում, ապա 2008թ. երկրորդ եռամսյակում այդ ցուցանիշները կազմում էին՝ համապատասխանաբար 18.7% և 11.8%: Միայն 2006թ. գործող շենքերի առքուվաճառքի գործարքների ծավալները կրճատվեցին 8%-ով, իսկ նորակառույցներինը՝ 18%-ով, իսկ 2005-07թթ. ժամանակահատվածում անշարժ գույք գները նվազեցին ավելի քան 5%-ով, գործող շենքերի առքուվաճառքի գործարքների ծավալները՝ ավելի քան 20%-ով, նորակառույցներինը՝ 40%-ով, իսկ անշարժ գույքի գրավով տրված վարկերի վերաֆինանսավորման ծավալներն աճեցին 30%-ով⁴³:

Ըստ «փուլիկների» առաջացման երկրորդ տեսակետի՝ դրանց առաջացումը նախորդ տասնամյակում Դաշնային պահուստային համակարգի (Federal Reserve System) (ինչպես նաև որոշ այլ ԿԲ-եր) կողմից թույլ տված սխալների հետևանք է եղել: Մասնավորապես, ԴՊՀ-ի որոշումը պահել տոկոսադրույքները ցածր մակարդակում երկար ժամանակահատվածում (1%-ից ցածր մինչ 2004թ), հիմք հանդիսացավ փուլիկների առաջացման և՛ վարկային, և՛ անշարժ գույքի շուկաներում: Այլ կերպ, արհեստականորեն տոկոսադրույքների (Fed funds) ցածր մակարդակի նպատակադրումը, առևտրային բանկերին մղեց էժան ֆինանսական միջոցների ներգրավման, և հետևաբար, ցածր տոկոսադրույքով վարկերի տրամադրման: Հաջորդ սխալը, որը թույլ է տվել ԴՊՀ-ն և այլ կարգավորող մարմիններ, դա հիփոթեքային շուկայում ոչ ստանդարտ (sub-prime) վարկառուների⁴⁴ նկատմամբ հսկողության թուլացումն է եղել:

Եվ այստեղ ուշագրավ է այն փաստը, որ 2006թ. ոչ ստանդարտ վարկերի տեսակարար կշիռն անշարժ գույքի վարկային ընդհանուր պորտֆելում կազմել է 20%

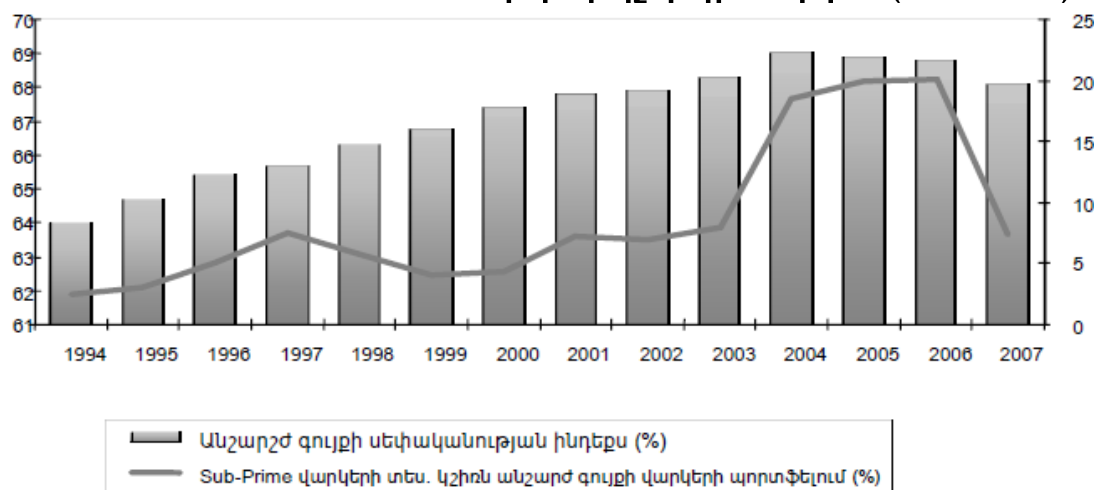
⁴³ Աղբյուրը՝ Joint Center for Housing Studies of Harvard University, "The State of the Nation's Housing", 2008.

⁴⁴ Վարկեր որոնք տրամադրվում են առանց կանխավճարի, առանց վարկառուի եկամուտները փաստող տեղեկատվության, առանց ակտիվների և աշխատանքի առկայության, միայն տոկոսավճարների վճարմամբ, բացասական ամորտիզացիայով և այլն:

2003թ. 8%-ի դիմաց (գծանկար 15), ընդ որում՝ միայն տոկոսադրույքի վճարումով (interest-only mortgage) վարկերի տեսակարար կշիռը 2003թ. 2%-ից 2005թ.-ին հասել է 20%-ի:

Գծանկար 15

ԱՄՆ անշարժ գույքի սեփականության համաթվի⁴⁵ և ոչ ստանդարտ վարկերի տեսակարար կշռի դինամիկան (1994-2007)⁴⁶



Ոչ ստանդարտ վարկերի ծավալների նման աճը, թերևս, կարելի է բացատրել ֆինանսական շուկայում մասնավոր ֆինանսական ընկերությունների կողմից թողարկվող հիփոթեքային պարտատոմսերի ծավալների մեծացմամբ: Հիփոթեքային պարտատոմսերի և հիփոթեքային վարկերի հետ կապված ֆինանսական այլ ածանցյալ գործիքների միջոցով իրականացվող արժեթղթավորումը նվազեցրեցին այն վարկերի ֆինանսավորման ծախսերը, որոնք չէին համապատասխանում Ֆենի Մի (Fannie Mae)-ի և Ֆրեդի Մակ (Freddie Mac)-ի սահմանած չափանիշներին, որոնք արժեթղթավորում էին միայն բարձր որակի վարկերը:

⁴⁵Անշարժ գույքի սեփականության համաթիվը (Homeownership rate) հաշվարկվում է որպես սեփականության իրավունքով ձեռք բերված անշարժ գույքի միավորների հարաբերություն անշարժ գույքի միավորների (units) ընդհանուր մեծությանը:

⁴⁶ Աղբյուրը՝ Joint Center for Housing Studies of Harvard University, "The State of the Nation's Housing", 2008, pp. 38-39, <http://www.jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard.edu/files/son2008.pdf>.

Ոչ ստանդարտ վարկերը խիստ մեծ վտանգ էին ներկայացնում ԱՄՆ ֆինանսական համակարգի համար, քանի որ մակրոտնտեսական առաջին իսկ ցնցումների ժամանակ անվճարունակ էին դառնալու հենց այս վարկառուները՝ պայմանավորված հետևյալ երեք գործոնների առկայությամբ.

- *Անշարժ գույքի գների անկում.* այսպես եթե գրավադրված բնակարանի շուկայական գինն այնքան է նվազում, որ ավելի ցածր է լինում, քան վարկային պարտավորությունների ծավալն է, ապա սպառողի կողմից ռացիոնալ կլինի չվճարել վարկը: Ավելին, նման վարքագիծը դառնում է լիովին իրատեսական, եթե խոսքը վերաբերում է ոչ ստանդարտ վարկառուներին, որոնց վարկային պատմությունը արդեն վատ է կամ կասկածելի: ԱՄՆ տնտեսական հետազոտությունների ազգային բյուրոյի (NBER) ուսումնասիրություններից մեկում⁴⁷ կազմվել է էկոնոմետրիկ մոդել, որտեղ որպես մոդելի արդյունքային ցուցանիշ հանդես է եկել վարկը չվճարելու որոշումը, իսկ մուտքային պարամետրերից մեկը՝ անշարժ գույքի գների նվազման գործոնը: Մոդելի լուծումը ցույց է տվել, որ 30-ամյա ժամկետով, ֆիքսված տոկոսով հիփոթեքային վարկի դեպքում գրավ դրված անշարժ գույքի գնի 20% նվազումը վարկառուի մոտ առաջացնում է վարկը չվճարելու 15.4% հավանականություն:

- *Անշարժ գույքի գների փոփոխության նկատմամբ առկա սպասումներ.* երբ սպասվում է անշարժ գույքի գների աճ, վարկառուի կողմից վարկի չվճարման հավանականությունը նվազում է, քանի որ վարկառուն ապագայում սպասում է եկամուտ ստանալ իր ակտիվի շուկայական գնի բարձրացումից, և հակառակը:

- *Իրացվելիության հետ կապված խնդիրներ.* ի տարբերություն ստանդարտ (prime) վարկառուների, ոչ ստանդարտ վարկառուները ունեն չվճարման ավելի բարձր ռիսկ, քանի որ վերջիններիս եկամուտները ունեն նվազման ավելի մեծ հավանականություն: Իսկ ոչ ստանդարտ վարկերի աճի պարագայում դժվար չէր կանխատեսել, որ չվճարումների առաջին իսկ ալիքը ազդելու է նախ ֆինանսական համակարգի և այդ վարկերով ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մեջ ներդրումներ կատարած անձանց, իսկ այնուհետև ամբողջ տնտեսության վրա:

⁴⁷Աղբյուրը՝ Bajari P., Sean Chu. Ch., Park M., “An empirical model of subprime defaults from 2000 to 2007”, NBER working papers series, #14625, Dec., 2008, p.31, <http://www.nber.org/papers/w14625.pdf>.

Այսպիսով՝ անշարժ գույքի գների անկումը ոչ միայն իրացվելիության խնդիրներ առաջացրեց բանկային համակարգում, այլ և իր հերթին նվազեցրեց այդ վարկերի հիման վրա թողարկված հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկայական արժեքը՝ ֆինանսական դժվարին կացության մեջ դնելով այդ արժեթղթերի ներդրողներին և առաջին հերթին ներդրումային բանկերին:

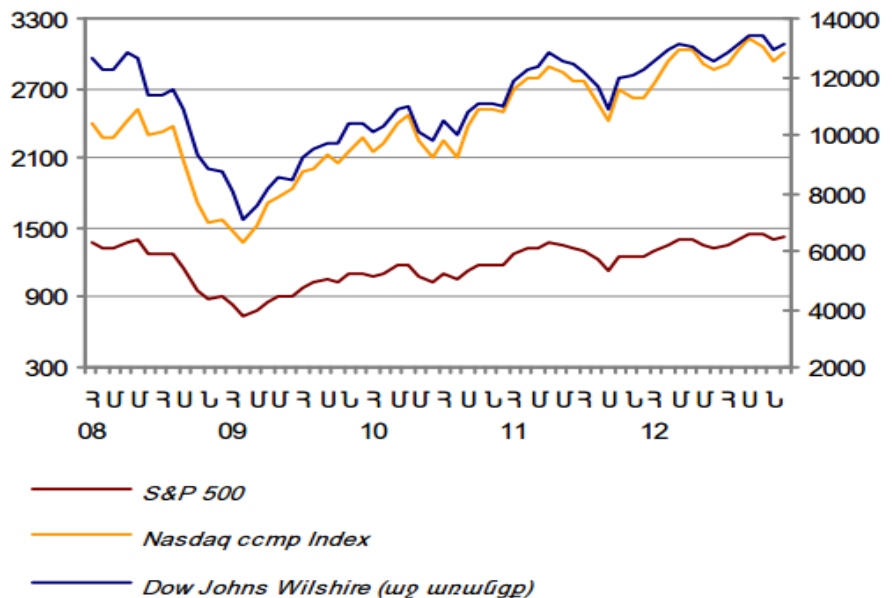
Ճգնաժամի առաջին զոհը դարձավ ԱՄՆ-ի «Նյու Սենթրի Ֆայնենշլ (New Century Financial)» կորպորացիան, որը մասնագիտացած չէ հիփոթեքային վարկերի տրամադրման գործում. այն սնանկ ճանաչվեց 2007թ. ապրիլի 16-ին: 2008թ. ապրիլին «Ջի Փի Մորգան (JP Morgan)»-ը գնեց ԱՄՆ ներդրումային խոշոր բանկերից մեկը՝ «Bear Stearns»-ը, 2008թ. սեպտեմբերին լուծարվեց ամերիկյան ներդրումային խոշոր ընկերություններից մեկը՝ «Լիման Բրադերս (Lehman Brothers)»-ը, երբ ԴՊՀ-ը հրաժարվեց ֆինանսական աջակցություն ցուցաբերել վերջինիս: Նույն ամսին ֆինանսական և ապահովագրական ծառայություններ մատուցող ևս մեկ խոշոր կազմակերպություն՝ «Մերի Լինչ (Merrill Lynch)»-ը, վաճառվեց «Ամերիկայի Բանկ (Bank of America)»-ին, պետականացվեց խոշորագույն ապահովագրական ընկերությունը՝ «AIG» (80%-ով)⁴⁸: 2008թ. սեպտեմբեր-նոյեմբերին Իսպանիայում, Ֆրանսիայում, Հոլանդիայում, Գերմանիայում և մի շարք այլ երկրներում մշակվեցին ֆինանսական հաստատությունների պետականացման և (կամ) ֆինանսական աջակցության տրամադրման բազմաթիվ նախագծեր (փրկության ծրագրեր), որոնց մեծությունը տատանվում էր 100-500 մլրդ եվրոյի սահմաններում:

2008թ. ընթացքում անկում ապրեցին նաև ֆոնդային բորսաները: Ինչպես երևում է գծանկար 16-ից, շուկայական բոլոր ինդեքսները 2008-2009թթ. ընթացքում՝ կտրուկ անկում են ապրել:

Գծանկար 16
Ջարգացած և զարգացող երկրների բորսայական ինդեքսների դինամիկան (2008-2012)⁴⁹

⁴⁸ Աղբյուրը՝ Sabry F., Okongwu C., “Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets”, American Securitization Forum, June 17, 2009, p. 65, http://www.americansecuritization.com/uploadedfiles/asf_nera_report.pdf.

⁴⁹ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Ֆինանսական Կայունության հաշվետվություն», 2012, էջ 14, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_12.pdf:



Ըստ ԱՄՀ (Արժույթի Միջազգային Հիմնադրամ) գնահատականների՝ 2007-2009 թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի արդյունքում աշխարհում ավելի քան 30 մլն աշխատատեղ է կրճատվել: Որոշ տարածաշրջաններում, հատկապես զարգացող երկրներում, զբաղվածության վերականգնման միտումների հետ մեկտեղ, համաշխարհային զբաղվածության մինչճգնաժամային մակարդակին հասնելու համար պետք է վերականգնել 22 մլն աշխատատեղ: Պետական խթանող քաղաքականությունների կիրառման սահմանափակումները և զարգացած երկրներում կառուցվածքային ու երկարաժամկետ գործազրկության կշիռների աճը հաշվի առնելու դեպքում զբաղվածության մակարդակի արագ վերականգնումն առավել դիսկային է դառնում: Մի շարք զարգացող երկրներում աշխատանքի շուկան սկսել է վերականգնվել դեռևս 2009 թ. երկրորդ կեսից և 2010 թ. վերջին հասել մինչճգնաժամային մակարդակին:

Հետճգնաժամային տարիներին ֆինանսական շուկայի անկայունության պայմաններում, հիմնական երկրների (ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Եվրոգոտի, Ռուսաստանի Դաշնություն) արժույթները դրսևորել են տատանողական վարքագիծ: Զարգացած երկրներում իրականացված քանակական ընդլայնման քաղաքականության արդյունքում արագացել են դեպի զարգացող երկրներ կապիտալի ներհոսքի աճի տեմպերը՝ կազմելով ՀՆԱ-ի 4%-ը, որը զիջում է նախաճգնաժամային 6% մակարդակին⁵⁰: Կապիտալի ներհոսքի վերականգնումը մասամբ պայմանավորված է ներդրողների

⁵⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Ֆինանսական Կայունության հաշվետվություն», 2011, էջ 14, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_10_1.pdf:

կողմից որոշումների հիմքում ընկած կառուցվածքային գործոններով: Ներդրողների համար առավել գերադասելի են զարգացող երկրների ակտիվները՝ տոկոսադրույքների տարբերությունների և փոխարժեքների արժևորման (զարգացող երկրներում) սպասումների ներքո հնարավոր սպեկուլյատիվ շահույթ ստանալու ակնկալիքով: Ըստ էության, կապիտալի ներհոսք ստացող երկրների համար դրական գործընթաց է, սակայն կապիտալի կայուն ներհոսքի պահպանումը, կարող է դժվարություններ առաջացնել ներքին ֆինանսական հաստատությունների կողմից դրանք կլանելու տեսանկյունից՝ ստեղծելով ակտիվների գների և վարկավորման աննախադեպ աճի վտանգ և տնտեսության գերտաքացում: Այս իսկ պատճառով մի շարք զարգացող երկրներ ազգային արժույթների արժևորման ճնշումները մեղմելու հետևանքով հաճախակիացել են արտարժույթային շուկաներում միջամտությունները, իսկ որոշ դեպքերում նաև սահմանվել է վերահսկողություն կապիտալի հոսքերի նկատմամբ (օրինակ՝ Թաիլանդ):

Այսպիսով, կարելի է եզրակացնել, որ չնայած համաշխարհային տնտեսության աստիճանական վերականգմանը, այնուամենայնիվ կան բազմաթիվ ռիսկեր, մասնավորապես տնտեսական աճի անհամաչափության, զբաղվածության վերականգնման, կապիտալի հոսքերի ու գների կայունության տեսանկյունից: Ֆինանսական շուկաները շարունակում են կախված լինել պետական խթանիչ ծրագրերից, ինչը մեծացնում է տատանողականությունների պահպանման հավանականությունը: Համաշխարհային ֆինանսական համակարգը դեռևս ոչ կայուն է և մի շարք խնդիրներ շարունակում են մնալ չլուծված: Բանկերի հաշվեկշիռների վերակազմավորումը դեռևս չի ավարտվել, վարկային ռիսկի տեսանկյունից շարունակում է անհանգստացնել մասնավոր հատվածի պարտքի բեռի բարձր մակարդակը: Փոխառու միջոցների տեսակարար կշիռը պահպանվում է բարձր մակարդակի վրա: Տնտեսական ակտիվության վերականգնման շարունակականության համար կարևոր են պետական պարտքի, բյուջեի պակասուրդի հետ կապված խնդիրների լուծումը, հակաճգնաժամային խթանիչ միջոցառումների՝ ժամանակին ու արդյունավետ դադարեցման ծրագրումը, արդյունաբերական նշանակության հումքային ապրանքների գների կայունությունը: Արդիական են միջազգային մասշտաբով վերահսկողական ոլորտի բարեփոխումները՝ Բազել 3-ի⁵¹ շուտափույթ ներդրումը, ինչը

⁵¹Տե՛ս հավելված 1, ներդիր 1:

կնպաստի ֆինանսական համակարգի կայունացմանը: Բազել 3-ի նպատակն է՝ բանկերի կապիտալի և իրացվելիության նկատմամբ ավելի խիստ պահանջներ սահմանելու միջոցով ապահովել համընդհանուր ֆինանսական համակարգի կայունությունը: Վերջինս իրենից ներկայացնում է կապիտալի, իրացվելիության և բանկային վերահսկողության այլ ոլորտներին առնչվող՝ միջազգայնորեն ընդունված պահանջներում փոփոխություններ կատարելու առաջարկների ամբողջություն:

ԳԼՈՒԽ 2: ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄԱՆ ԴԵՐԸ ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԳՈՐԾՈՒՄ, ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ՀԱՎԱՍԱՐԱԿՇՈՒԹՅԱՆ ՄՈԴԵԼ

2.1 Արժեթղթավորման առանձնահատկությունները, իրականացման խթանները և դերը ֆինանսատնտեսական ճգնաժամում

Այն միջավայրը, որտեղ բանկերը գործունեություն են ծավալում զգալիորեն փոփոխվել է վերջին 4 տասնամյակների ընթացքում: Քննարկման կարևորությունը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ այս փոփոխությունները ոչ միայն ազդեցություն են ունեցել ֆինանսական միջնորդության բնույթի և վարքագծի, այլ նաև դրանց կարգավորման կառուցվածքի վրա: Այսպես, եթե նախկինում ամբողջ բանկային համակարգը հիմնված էր ավանդատուների, բանկերի և պետական մարմնի միջև կնքված պայմանագրերի վրա, ապա իրավիճակը կտրուկ փոխվեց, երբ վերացվեց տոկոսադրույքների վերին առաստաղը, սահմանվեց կապիտալի նկատմամբ նվազագույն պահանջներ և պարտադիր համարվեց ավանդների ապահովագրությունը: Արդյունքում՝ սահմանափակվեցին ավանդային ինստիտուտների առավելությունները:

Մի կողմից վերոնշյալը, իսկ մյուս կողմից 1980-ականներին տոկոսադրույքների տատանողականությունը մեծացրին կապիտալի և պարտադիր պահուստավորման հետ կապված ծախսերը՝ ստիպելով բանկերին փնտրել ֆինանսական միջոցների ներգրավման այլ աղբյուրներ: Այնուհետև, շատ բանկերի կողմից իրականացվող քաղաքականությունը՝ հնարավորինս շուտ հետ գնել ներդրված կապիտալը, ստիպեց

բանկերից շատերին զբաղվել առավել բարձր եկամտաբերություն ունեցող գործունեությամբ: Երրորդ, գնալով մեծանում էր վատորակ ակտիվների ծավալը և սրվում իրացվելիության անհրաժեշտությունը: Եվ չորրորդ, աճող մրցակցությունը ինչպես բանկերի, այնպես էլ ավանդային և ոչ ավանդային ինստիտուտների միջև պակաս շահեկան էր դարձնում ավանդային ինստիտուտների գործունեությունը, որին նաև ավելանում էր կարգավորող ինստիտուտների կողմից ներկայացվող պահանջները և սահմանափակումները⁵²:

Այս բոլոր գործոնների առկայությունը բանկերին ստիպեց փնտրել ֆինանսական միջոցների ներգրավման ավելի էժան միջոցներ՝ զբաղվելով այլընտրանքային ֆինանսական գործունեությամբ: Այսպիսով, վարկերի վաճառքը և արժեթղթավորումը վերափոխեցին ավանդական բանկային գործունեությունը:

Ըստ տնտեսագիտության տեսության, արժեթղթավորումը ստեղծում է արդյունք՝ կրճատելով ֆինանսական միջնորդության հետ կապված ծախսերը, մեծացնելով ռիսկերի բաժանման և դիվերսիֆիկացիայի հնարավորությունները (նման եզրակացության եկել են տնտեսագետներ Հեսը և Սմիթը⁵³, Բանիերը և Հանսելը⁵⁴, Հովմանը և Նիցկան⁵⁵): Արժեթղթավորման արդյունքում ստեղծվում է լրացուցիչ իրացվելիություն, քանի որ ոչ իրացվելի ակտիվները փոխարինվում են շուկայում շրջանառելի արժեթղթերով: Մոնետիզացնելով ակտիվները՝ այն թույլ է տալիս կրճատել վարկատուների զգայունությունը ֆինանսական միջոցների ներգրավման արտաքին աղբյուրներից և նվազեցնել վերջիններիս ռիսկերը:

Որպես արժեթղթավորման սկիզբ կարելի է համարել 1970-ականները: Ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրումն ի սկզբանե կոչված էր ապահովելու բնակարանային ապահովվածության կարիք ունեցող տնտեսավարող սուբյեկտներին մատչելի հիփոթեքային վարկերով՝ հասանելի դարձնելով այն ազգաբնակչության լայն շրջանակների համար: Սկզբնական շրջանում հիփոթեքային վարկերը հիմնականում

⁵²Աղբյուրը՝ Cumming Ch., “The economics of Securitisation”, Quarterly Review, FRBNY, Autumn 1987, pp. 11-23, http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1987v12/v12n3article2.pdf.

⁵³ Աղբյուրը՝ Hess. A.C. and Clifford W., Smith Jr., “Elements of Mortgage Securitization”, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 1, 1988, pp. 331-346.

⁵⁴ Աղբյուրը՝ Bannier Ch.E. and Hansel D., “Determinants of Banks’ Engagement in Loan Securitization”, Working Paper, August 28, 2007, pp. 5-30, <http://d-nb.info/990178641/34/>.

⁵⁵ Աղբյուրը՝ Hoffmann M. and Nitschka Th., “Securitization of Mortgage Debt, Asset Prices and International Risk Sharing”, Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich Working Paper Series, Working Paper No. 376, October 2008, pp. 1-47.

տրամադրվում էին խնայողական կազմակերպությունների (thrifts) կողմից, որոնք և հիմնականում ֆինանսավորվում էին նրանց կողմից ներգրաված ավանդների հաշվին, իսկ տրամադրած վարկերն էլ մինչև վերջնաժամկետը պահվում էին հաշվեկշիռներում: Արդյունքում, բնակարանների աճող պահանջարկը զսպվում էր հիփոթեքային վարկերի սահմանափակ առաջարկով: Սկզբնական շրջանում հիփոթեքային վարկի շուկան եղել է շատ տարբերակված՝ ամբողջ տարածաշրջանում տարբեր են եղել և՛ հիփոթեքային վարկի տոկոսադրույքները, և՛ դրանց հասանելիությունը⁵⁶:

Տոկոսադրույքների հետ կապված փոփոխությունները զգալի ազդեցություն են ունեցել ինչպես հիփոթեքային վարկերի առաջարկի, այնպես էլ խնայողական կազմակերպությունների ֆինանսական պայմանների վրա⁵⁷: Երբ շուկայական տոկոսադրույքները կտրուկ աճեցին, և ձևավորվեց ավանդների տոկոսադրույքների վերին սահմանից ավելի բարձր տոկոսադրույքներ, ավանդային կազմակերպությունները կորցրին իրենց պոտենցիալ ավանդատուներից շատերին և, հետևաբար, կրճատվեց հիփոթեքային վարկերի ծավալները⁵⁸: Ավելին, կարճաժամկետ ավանդների և երկարաժամկետ հիփոթեքային վարկերի տոկոսադրույքների ժամկետային անհամապատասխանությունը՝ ֆիքսված տոկոսադրույքների պայմաններում, ունեցան սահմանափակող բնույթ. մի կողմից սահմանափակվեց վարկերի տրամադրման միջոցները, մյուս կողմից վարկատուները բախվեցին բացասական արբիտրաժի ռիսկին: Արդյունքում, պետական հովանավորչական քաղաքականության ներքո իրականացվեցին լայնածավալ աշխատանքներ հիփոթեքային երկրորդային շուկայի ստեղծման և զարգացման ուղղությամբ:

Արժեթղթավորումը ստեղծման, իսկ պահից՝ 1970-ականներից, ունեցել է լայն տարածում և դինամիկ աճ: Մինչ 2007-ի կտրուկ անկումը MBS-ի (mortgage backed securities -հիփոթեքով ապահովված արժեթղթեր) թողարկման ծավալները աճել են 678%-ով՝ 1990-ի 259 միլիարդ ԱՄՆ դոլարից մինչև 2006-ի՝ 2018 միլիարդ ԱՄՆ դոլարը: Իսկ 2007-ի վերջին շրջանառության մեջ գտնվող MBS-ը ծավալը գերազանցել է

⁵⁶Աղբյուրը՝ Ranieri L.S., “The Origins of Securitization, Sources of its Growth, and its Future Potential,” in A Primer on Securitization, eds. Kendall L.T and Fishman M. J. (Cambridge, MA: The MIT Press, 1996), pp.2-31.

⁵⁷Աղբյուրը՝ Ranieri L.S., “The Origins of Securitization, Sources of its Growth, and its Future Potential,” in A Primer on Securitization, eds. Kendall L.T and Fishman M. J. (Cambridge, MA: The MIT Press, 1996), pp.2-31.

⁵⁸Աղբյուրը՝ Ranieri L.S., “The Origins of Securitization, Sources of its Growth, and its Future Potential,” in A Primer on Securitization, eds. Kendall L.T and Fishman M. J. (Cambridge, MA: The MIT Press, 1996), pp.2-31.

7 տրիլիոն ԱՄՆ դոլարը, իսկ ABS-ի (asset backed securities -ակտիվով ապահովված արժեթղթեր) ծավալը 2.5 տրիլիոն ԱՄՆ դոլարը⁵⁹:

Արժեթղթավորման հասկացությունը և կազմակերպման առանձնահատկությունները: Ակտիվների արժեթղթավորման սահմանումները բազմազան են: Յուրաքանչյուր երկիր հաշվի առնելով իր ներքին ֆինանսական շուկայի առանձնահատկությունները, ինքնուրույն է սահմանում արժեթղթավորման հասկացությունը:

Արժեթղթավորումը կառուցվածքային ֆինանսավորման ձև է, որտեղ ֆինանսական ակտիվների խումբը, ինչպիսիք են ավտովարկերը, բնակարանային կամ առևտրային հիփոթեքները, կորպորատիվ վարկերը, ռոյալթիները, լիզինգները, խնդրահարույց դեբիտորական պարտքերը և պայմանագրով ապահովված գործառնական եկամուտները փոխանցվում են «հատուկ նշանակության միջնորդին» (Special Purpose Vehicle (SPV)) որն այնուհետև արժեթուղթ է թողարկում՝ ապահովված միայն փոխանցված ակտիվներով (գրավով) և այդ ակտիվներից առաջացած վճարումներով: Այլ կերպ ասած, արժեթղթավորումը, պարտատոմսերի կամ այլ արժեթղթերի թողարկմամբ, եկամտաբեր ակտիվների ֆինանսավորումը կամ վերաֆինանսավորումն է՝ տալով նրանց առևտրային բնույթ⁶⁰:

Ըստ մեկ այլ սահմանման «արժեթղթավորումը շուկայում շրջանառելի արժեթղթերի (marketable securities) թողարկումն է, որն ապահովված է ոչ միայն մասնավոր ընկերության կամ պետական հատվածի կողմից դրանք վճարելու կարողությամբ, այլ նաև կոնկրետ ակտիվներից ակնկալվող կանխիկի հոսքերով»: Մասնավորապես, ակտիվների արժեթղթավորումը մի գործընթաց է, երբ ոչ առևտրային արժեթղթերը (non-traded securities), ինչպիսիք են ոչ նյութական ակտիվների օգտագործումից ստացված ռոյալթիները, փոխարկվում են առևտրային արժեթղթերի (tradable securities), որոնք կոչվում են ակտիվով ապահովված արժեթղթեր կամ ABS՝ իրենց ֆինանսական հոսքերի վերափաթեթավորմամբ:

Արժեթղթավորումը զարգացել է 3 փուլով՝

⁵⁹ Աղբյուրը՝ Sabry F., Okongwu C., “Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets”, American Securitization Forum, June 17, 2009, p. 16, http://www.americansecuritization.com/uploadedfiles/asf_nera_report.pdf.

⁶⁰ Աղբյուրը՝ «Ակտիվների արժեթղթավորումը Եվրոպայում», Հ. 7-րդ., AEPLAC, Երևան 2006, էջ 16:

- վարկերի խմբավորումը և միջանցիկ արժեթղթերի (pass-through) թողարկումը (սկսվել է 1970-ական թթ. ԱՄՆ-ում),

- դրամական հոսքերի և վարկային ռիսկերի տարբերակում՝ տարբեր ներդրողների համար նախատեսված տրանշների՝ CDO-ի (collateralized debt obligations) միջոցով,

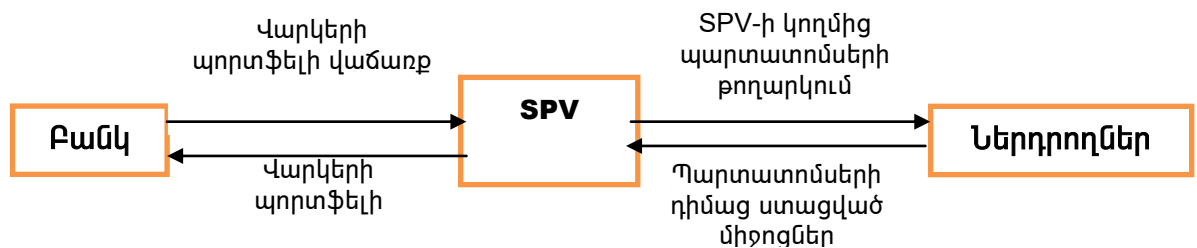
- նորարարություններ արժեթղթավորման մեջ, սինթետիկ (synthetic՝ առանց ֆինանսավորման) արժեթղթավորման տարատեսակների շրջանառություն:

Արժեթղթավորման կարևորագույն մասը դա վարկային ռիսկի փոխանցումն է հատուկ նպատակով ստեղծված ընկերությանը (SPV), որը իրականացվում է 2 եղանակով՝

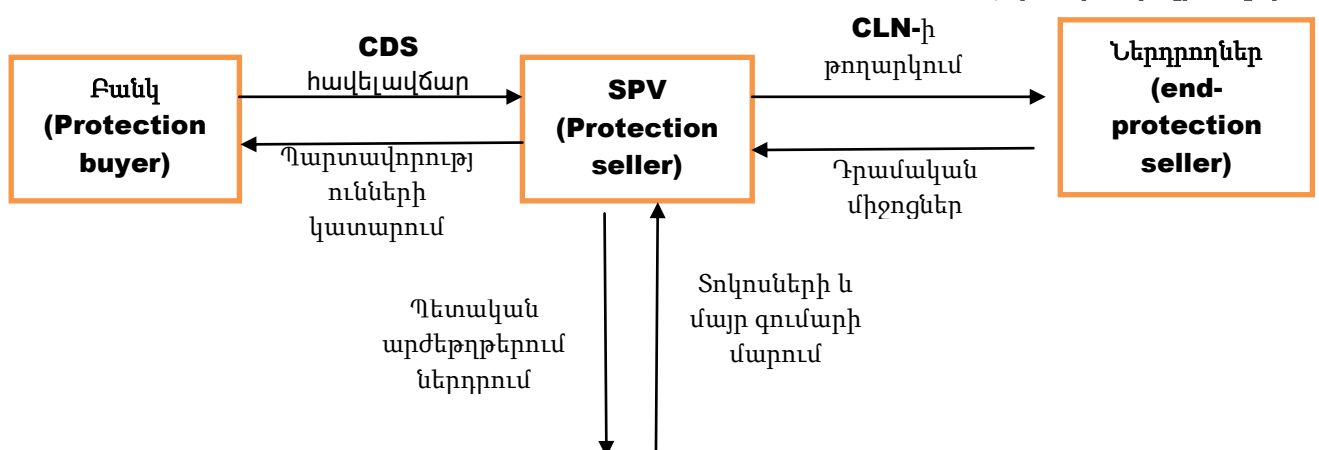
1. ֆինանսավորվող (funded) արժեթղթավորում, որը ենթադրում է հիմքում ընկած ակտիվների փոխանցում SPV-ին, որն էլ թողարկում է արժեթղթեր՝ ապահովված այդ ակտիվներից ստացվելիք դրամական հոսքերով (գծանկար 17),

2. սինթետիկ արժեթղթավորում (unfunded), որի ժամանակ CDS-ները (Credit default swap) օգտագործվում են SPV-ին փոխանցելու համար միայն վարկային ռիսկը (գծանկար 18):

Գծանկար 17
Ֆինանսավորվող արժեթղթավորում



Գծանկար 18
«Սինթետիկ» արժեթղթավորում



**Բարձր ռեյթինգ ունեցող
արժեթղթեր**

Ֆինանսական ինստիտուտները լինում է իր պորտֆելի մի մասը SPV-ին: SPV-ն թողարկում է արժեթղթերը, որոնք օգտագործվում են ֆինանսավորելու համար ակտիվների ձեռքբերումը: «True sale» գործարքի հիմնական բնութագրիչներից է այն, որ նախաձեռնողը փոխանցում է բոլոր պարտավորությունները, իսկ վարկանշային գործակալությունները գնահատում են արժեթղթավորվող վարկերի պորտֆելը նախաձեռնողի վճարունակությունից անկախ:

Նման տարանջատման առավելությունը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ արժեթղթավորումը համարվում է ապահովված փոխառության տեսակ, վարկային ռիսկը հիմնված է ակտիվների խմբի որակի վրա և ոչ թե սկզբնավորողի վարկանիշի վրա: Ակտիվների խմբի վարկային ռիսկը սովորաբար ավելի ցածր է, քան նախաձեռնողինը, որը հնարավորություն է ընձեռնում ներգրավել էժան ֆինանսական միջոցներ:

«Իրական վաճառք (True sale)» արժեթղթավորումը իր հերթին լինում է «քոնդուիթ (conduit)» գործարքներ և «սթենդըլոն (standalone)» գործարքներ:

«Քոնդուիթ» գործարքի դեպքում գնորդը տարբեր նախաձեռնողներից գնում են ակտիվները և արժեթղթավորում դրանք՝ կապիտալի շուկայում կարճաժամկետ շրջանառելի գործիքներ (commercial papers) թողարկելով⁶¹:

«Սթենդըլոն» գործարքի դեպքում, գնորդը միայն գնում է ակտիվները և միասնական արժեթղթավորման գործարքով թողարկում է երկարաժամկետ արժեթղթեր՝ գործարքը ամբողջությամբ ծածկելու նպատակով: Ներդրողները պաշտպանված են գնորդի անվճարունակության ռիսկից. գնորդը գրավադրում է իր ամբողջ ակտիվները արժեթղթերի հավատարմագրային կառավարիչի մոտ, որը կառավարում է ակտիվները հոգուտ ներդրողների:

Ֆինանսավորվող արժեթղթավորման հիմնական առավելություններից են՝ կապիտալի պահանջի նվազեցումը, ֆինանսավորման ծախսերի նվազեցումը, ռիսկերի դիվերսիֆիկացումը: Մյուս կողմից թերություններն են՝ բանկի և իր հաճախորդի միջև

⁶¹Commercial paper- կարճաժամկետ հաստատուն եկամտով արժեթղթեր են, որոնց տոկոսադրույքը արտահայտվում է թողարկման գնի զեղչով:

հարաբերությունների վատացումը, որը սակայն լուծվում է սինթետիկ արժեթղթավորման ժամանակ:

«Սինթետիկ» արժեթղթավորման դեպքում ընկերությունը SPV-ին նախապես վճարվող ապահովագրավճարի դիմաց փոխանցում է ակտիվների հետ կապված կորստի ռիսկը: «Սինթետիկ» և «իրական վաճառք» արժեթղթավորման հիմնական տարբերությունը կայանում է նրանում, որ նախաձեռնողը թողարկողին չի վաճառում ակտիվներ, փոխարենը, կնքում է վարկային դեֆոլտ սվոփ (CDS-Credit default swap) գործարք: Այս դեպքում նախաձեռնողը ակտիվների կորստի ռիսկը փոխանցվում է թողարկողին, միևնույն ժամանակ պարտավորվելով հաստատագրված գումար վճարել թողարկողին:

Ընդհանուր առմամբ արժեթղթավորումը դրական ազդեցություն ունի ամբողջ տնտեսության վրա՝ միավորելով ֆինանսական և կապիտալի շուկաները. փոխարկելով ֆինանսական ակտիվները կապիտալի շուկայի ապրանքների, դրանով իսկ մեծացնելով կապիտալի շուկան: Արժեթղթավորման արդյունքում ոչ առևտրային ակտիվների փոխարկումը առևտրային ակտիվների հնարավորություն է տալիս ստեղծելու «երկար փողեր»՝ դարձնելով վարկերն առավել էժան և մատչելի:

Արժեթղթավորման կարող են ենթարկվել այն ակտիվները, որոնք ունեն կանխատեսելի դրամական հոսքեր, պարտականությունների չկատարման և դեֆոլտի կայուն ցածր մակարդակ, մարման ժամանակ ընդհանուր մայր գումարի հետքերում (ամորտիզացիա), ժողովրդագրական և աշխարհագրական տեսանկյունից տարբեր պարտապաններ և բարձր իրացվելիություն ունեցող գրավ:

Սկզբունքորեն, կանխատեսելի ապագա հոսքերի գծով յուրաքանչյուր ակտիվ կամ իրավունք կարող են արժեթղթավորվել այն առումով, որ կարող են արդյունավետ փոխանցվել SPV-ին «իրական վաճառք (true sale)»-ի միջոցով (կամ այն առումով, որ նախաձեռնողը ճանաչվում է սնանկ):

Այնուամենայնիվ, հարկ է նշել, որ բազմաթիվ երկրներում արժեթղթավորման շուկան պատմականորեն սկսել է զարգանալ հիփոթեքով ապահովված արժեթղթերի (MBS) միջոցով:

Գոյություն ունի բավականին հարուստ գրականություն, որում բացատրվում է արժեթղթավորման խթանները: Հայտնի տնտեսագետներ Բերգերը և Աբելը լավագույն ձևով ամփոփում են տարբեր հիփոթեզներ, որոնք բացատրում և արդարացնում են

արժեթղթավորումը, և դրանցից որոշները առնչվում են ֆինանսական միջնորդության տեսությանը⁶²:

Ստորև ներկայացնում ենք արժեթղթավորման իրականացման առավել լայն տարածում ստացած հիփոթեզները:

Մի շարք վերլուծություններում որպես արժեթղթավորման հիմնական խթաններ հանդիսանում են *կարգավորվող ծախսերը* (regulatory tax burden) և ներգրավվող միջոցների դիմաց կատարվող ծախսերի առկայությունը: Այսպես, պարտադիր պահուստների հետ կապված ծախսերը, կապիտալի համարժեքության նորմատիվի պահպանումը և ավանդների ապահովագրության հետ կապված ծախսերը ավանդային կազմակերպություններին ոչ շահեկան վիճակի մեջ են դնում՝ ի համեմատ ոչ ավանդայինների: Իսկապես, ավանդային կազմակերպությունները երաշխավորում են ավանդների ապահովվածությունը և ունեն մշտական հնարավորություն օգտվելու կարգավորող կառույցի կողմից տրամադրվող բաց պատուհանի հնարավորություններից, որը վերջիններիս հնարավորություն է տալիս ներգրավել առավել ցածր տոկոսադրույքներով միջոցներ: Նույնիսկ այս պարագայում, երբ ռիսկայնությունը բավականին ցածր է, և բանկի կողմից տրամադրվել են ցածր ռիսկայնության վարկեր, շատ ավանդային կազմակերպություններ երբեմն կարող են չփոխհատուցել իրենց կողմից կատարած կարգավորվող ծախսերը: Իսկ արժեթղթավորման պարագայում բանկերը կարող են խուսափել վերոնշյալ ծախսերից, քանի որ ակտիվների վաճառքը ազատվում է պարտադիր պահուստավորման պահանջից և ավանդների պարտադիր երաշխավորումից: Փոքր հաշվեկշիռը ևս հնարավորություն է տալիս կրճատելու կապիտալին ներկայացվող պահանջները (նման եզրահանգման են եկել իրենց աշխատություններում տնտեսագետներ Պավելը և Ֆիլիսը⁶³, Ջեյմսը⁶⁴, Ավերին և Բերգերը)⁶⁵:

⁶² Աղբյուրը՝ Berger A. N. & Udell G.F., "Securitization, risk, and the liquidity problem in banking", Finance and Economics Discussion Series 181, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.) 1991, pp. 67-78.

⁶³ Աղբյուրը՝ Pavel C., and Phillis D., "Why commercial banks sell loans: An empirical analysis", Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives 14, 1987, pp. 67-78.

⁶⁴ Աղբյուրը՝ Rosenthal J.A., Ocampo J.M., "Securitization of credit : inside the new technology of finance", New York, Wiley, 1988, pp. 143-178.

⁶⁵ Աղբյուրը՝ Avery R. B. & Berger A. N., "Loan commitments and bank risk exposure", Journal of Banking & Finance, Elsevier, vol. 15(1), February, 1991, pp. 173-192.

Պետք է նշել, որ կարգավորող ծախսերի հիփոթեզը արժեթղթավորման խթաններից միակը չէ: Ասվածի վառ ապացույցն այն է, որ արժեթղթավորումը լայն տարածում է ստացել նաև ոչ ավանդային կազմակերպությունների կողմից, որոնք ազատված են կարգավորող կառույցի կողմից ներկայացված վերոնշյալ պահանջներից:

Նմանապես, Գրինբաումը և Թակորը⁶⁶ ևս անդրադառնում են կարգավորվող ծախսերի և տեղեկատվության հասանելիության խնդիրներին: Նրանք գտնում են, որ *ասիմետրիկ ինֆորմացիայի* (սահմանափակ ինֆորմացիայի հնարավորություն) պարագայում աճող կարգավորվող ծախսերը խթանում են արժեթղթավորումը: Եթե բացակայում են կարգավորող ծախսերը և փոխառուի կողմից կատարվող վճարումների հետ կապված տեղեկատվությունը հասանելի է շահագրգիռ կողմերին, ապա բանկերը որևէ խթան չունեն ակտիվների վաճառքի և արժեթղթավորման: Երբ ինֆորմացիան ասիմետրիկ է, միայն փոխառուներն են տեղյակ իրենց ներդրումային նախագծի հնարավոր հաջողությունների կամ ձախողումների մասին, կարգավորող ծախսերի բացակայության պարագայում ներգրավվող միջոցների նկատմամբ նախապատվությունը կախված կլինի ավանդների ներգրավման և արժեթղթավորման հետ կապված ծախսերի վերջնահաշվարկից: Այսպես, բանկը կնախընտրի արժեթղթավորումը լավորակ ակտիվների առկայության պարագայում և ավանդների ներգրավումը՝ վատորակ ակտիվների դեպքում: Եթե գոյություն ունի ասիմետրիկ ինֆորմացիա և կարգավորման ծախսեր, ապա արժեթղթավորել ակտիվները թե ոչ կախված է միայն կարգավորող կառույցի կողմից ներկայացված պահանջներից: Եթե կարգավորման ծախսերը և կապիտալի պահանջվող նվազագույն մակարդակը բավականին ցածր են, ապա ավանդների միջոցով ֆինանսավորումը նախընտրելի կլինի՝ անկախ վարկառուների որակից: Ամփոփելով, կարելի է եզրակացնել, որ բանկերը կգնան արժեթղթավորման, երբ կարգավորման զուտ ծախսերը զգալիորեն բարձր կլինեն:

Ըստ *ապահովվածության* (collateralisation) հիփոթեզի, ֆինանսական կազմակերպությունները կգնան արժեթղթավորման, երբ նույնիսկ բացակայեն կարգավորման ծախսերը: Համաձայն այս հիփոթեզի, նույնիսկ ոչ ֆինանսական

⁶⁶ Աղբյուրը՝ Greenbaum S. I., Thakor A.V., “Bank funding modes: Securitization versus deposits”, Journal of Banking & Finance, Volume 11, Issuer 3, September 1987, pp. 379-401, <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/thakor/Website%20Papers/Bank%20Funding%20Modes%20Securitization%20vs%20Deposits.pdf>.

ինստիտուտներից շատերն են թողարկում գրավով ապահովված պարտավորություններ՝ որպես միջոցների ներգրավման հիմնական աղբյուր: Եվ քանի որ այս ինստիտուտները շատ ավելի ռիսկային են, քան բանկերը, դրանք ստիպված են առաջարկել ավելի բարձր տոկոսադրույքներ: Այստեղ և՛ վարկերի վաճառքի, և՛ ապահովված պարտքի հետ կապված վճարումները կատարվում են միևնույն կերպ: Ընդ որում, վճարումների հիերարխիան դեֆոլտի պարագայում նախ սկսվում է ապահովված պարտավորություններից այնուհետև հաջորդաբար հասնում մինչև չապահովված պարտավորություններին: Եվ սա բանկերին հնարավորություն կտա թողարկել պարտքային ապահովվածություն ունեցող պարտավորություններ, ավանդների ներգրավման փոխարեն և ֆինանսավորել նոր վարկեր: Եթե բանկերը սահմանափակվեն ավանդների ներգրավմամբ, ապա բաց կթողնեն իրենց՝ նոր վարկեր տրամադրելու հնարավորությունը՝ ի հաշիվ ծախսատար ավանդների ներգրավման: Այսպիսով, արժեթղթավորումը հնարավորություն է տալիս բանկերին մեծացնելու ցածր ռիսկայնության վարկերը, որոնք կլինեն ոչ շահութաբեր, եթե սահմանափակվեն միայն միջոցների ներգրավման ավանդային եղանակով: Բարձր ռիսկայնություն ունեցող բանկերը ավելի հակված են դիմելու արժեթղթավորման (նման եզրահանգման են եկել նաև տնտեսագետներ Բենվենիստը և Բերգերը⁶⁷, Ստալզը և Ջոնսոնը⁶⁸):

Չնայած այս հիփոթեզը իր բացատրության մեջ չի ներառում կարգավորման տարրեր, այնուամենայնիվ՝ այն ենթադրում է, որ բանկերը կգնան արժեթղթավորման, եթե ներգրավում են *ֆիքսված տոկոսադրույքով ավանդներ*: Այսպես, կազմակերպությունների հնարավորությունները՝ թողարկելու ապահովված պարտավորություններ, ապագայում կազդի նրանց ներդրումային քաղաքականության վրա: Համաձայն վերոնշյալ հիփոթեզի բանկերը ֆիքսված դրույքով ավանդների առկայության պարագայում հակված են գնալ ավելի ռիսկային վարկավորման: Այստեղ սկսում է աճել «բարոյական վնասի» ռիսկը՝ պայմանավորված այն հանգամանքով, որ ավանդների եկամտաբերությունը չի կարող արագորեն և ամբողջությամբ արձագանքել

⁶⁷ Աղբյուրը՝ Benveniste L. M. & Berger A. N., "Substituting loan insurance for intermediation: the private and social benefits of standby letters of credit", Research Papers in Banking and Financial Economics 92, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.) 1986, pp. 55-79.

⁶⁸ Աղբյուրը՝ Stulz R., and Johnson H., "An analysis of secured debt", Journal of Financial Economics 14, 1985, pp. 501-521, http://219.219.114.96/cufe/upload_files/file/20140522/3_20140522_53%20An%20Analysis%20of%20Secured%20Debt.pdf.

նոր տրամադրած վարկերի սահմանային ռիսկին և, հետևաբար, բանկի ամբողջ ռիսկին:⁶⁹ Եվ սա այն պատճառով, որ ավանդների տոկոսադրույքը մնում է ֆիքսված՝ առաջարկվող ռիսկային ակտիվների տեսանկյունից: Խնդիրը հնարավոր է լուծել ցածր ռիսկայնություն ունեցող վարկերը տեղափոխելով արտահաշվեկշիռ, իսկ բարձր ռիսկայնություն ունեցող ակտիվները պահելով հաշվեկշռում՝ արժեթղթավորման նպատակով:

Շուկայի կարգ ու կանոնի հիփոթեզի (market discipline hypotes) համաձայն, առավել հուսալի բանկերը ավելի հակված են գնալ արժեթղթավորման, քան ոչ հուսալի բանկերը, և որ ոչ հուսալի բանկերը կարող են առավել հուսալի դառնալ արժեթղթավորման միջոցով: Այսպես, առավել հուսալի բանկերում ցածր ռիսկային ակտիվների առկայությունը հնարավորություն է տալիս թողարկել պարտատոմսեր՝ պահելով իրենց «լավ համբավը»: Եվ վերոնշյալը խթան է հանդիսանում հուսալի բանկերի համար ընդլայնելու արժեթղթավորման ծավալները: Այստեղ արժեթղթավորումը լավացնում է շուկայի կարգ ու կանոնը (նման եզրահանգման իրենց աշխատություններում են եկել տնտեսագետներ Բենվենիստը և Բերգերը⁷⁰, Կոպենհավեր և Սթովեր⁷¹, Բուտ և Թակոր⁷²):

Համեմատական առավելությունների հիփոթեզի համաձայն արժեթղթավորումը լայն տարածում է ստացել որոշակի ոլորտներում բանկերի համեմատական առավելությունների շնորհիվ: Դրանք են ավանդներ ներգրավելը, վարկեր տրամադրելը և սպասարկումը: Այս փոխկապակցված ֆունկցիաների տարանջատումը և մասնագիտացումը որևէ կոնկրետ ոլորտում նպաստել է արժեթղթավորման ծավալների մեծացմանը:

Դիվերսիֆիկացման հիփոթեզի համաձայն բանկերը վաճառում են վարկերը, որպեսզի գնեն կամ սկզբնավորեն այլ վարկեր իրենց պորտֆելում, ինչը մեծացնում է դիվերսիֆիկացիայի մակարդակը: Արժեթղթավորումը օգնում է դիվերսիֆիկացնել

⁶⁹Աղբյուրը՝ Stewart M., “Determinants of Corporate Borrowing”, Journal of Financial Economics, vol. 5, issue 2, 1977, pages 147-175, <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Myers%201977.pdf>.

⁷⁰ Աղբյուրը՝ Benveniste L. M. & Berger A. N., “An empirical analysis if standby letters of credit”, Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago, 1986, pp. 387-412.

⁷¹ Աղբյուրը՝ [Kopenhagen G.D., Stover R.D., “Standby letters of credit and large bank capital: An empirical analysis”, Journal of Banking & Finance, Volume 15, Issuer 2, April 1991, pp. 315-327.](#)

⁷² Աղբյուրը՝ Boot A.W.A., Thakor A.V., “Off-balance sheet liabilities, deposit insurance and capital regulation”, Journal of Banking & Finance, Volume 15, Issuer 4-5, September 1991, pp. 825-846.

վարկային պորտֆելը՝ կրճատելով բազմաթիվ ռիսկեր: Համաձայն Պավելի և Ֆիլիսի կողմից կատարված էմպիրիկ հետազոտության արդյունքների, որոնք փորձել էին բացահայտել բանկերի կողմից վարկերի վաճառքի հիմնական շարժառիթները, պարզվել է, որ համեմատական առավելությունների հիփոթեզ ոչ միայն հիմնական, այլ նաև լայն տարածում ստացած գործոնն է համարվում արժեթղթավորման համար: Արժեթղթավորման տեսանկյունից հաջորդ կարևոր գործոնը դա վարկային պորտֆելի դիվերսիֆիկացիայի խնդիրն է եղել⁷³:

Այսպիսով, վարկերի վաճառքը շարունակում է համարվել բանկային գործունեության կարևոր բաղկացուցիչ, նույնիսկ կարգավորվող ծախսերի առկայության պարագայում (նման եզրահանգման եկել են տնտեսագետներ Պեննաչին⁷⁴, Պավելը և Ֆիլիսը⁷⁵ իրենց աշխատություններում):

Ամփոփելով կարող ենք եզրակացնել, որ արժեթղթավորումը համարվում է նորարարական ֆինասական գործիք, որը կրճատում է ֆինանսական միջոցների ներգրավման հետ կապված ծախսերը, արդյունավետորեն բաշխում է ռիսկերը ներդրողների միջև և կրճատում ինֆորմացիոն ասիմետրիկությունը⁷⁶: Ստորև համառոտակիորեն ներկայացնենք նաև արժեթղթավորման խթանների վերաբերյալ հիմնական տեսական և էմպիրիկ հետազոտության արդյունքները:

Գրինբաուն և Թակորը⁷⁷ կարևորում են արժեթղթավորման դերը ասիմետրիկ ինֆորմացիայի կրճատման գործում: Այսպես, ինֆորմացիոն ասիմետրիկության խնդիրներն առաջանում են, քանի որ բանկերը տիրապետում են առավել մեծ ինֆորմացիայի, քան ավանդատուները կամ այլ ներդրողներ, ուստի արժեթղթավորումը լուծում է այս կարգի խնդիրներ՝ բանկերին տալով ակտիվների որակի բարձրացման

⁷³Աղբյուրը՝ Pavel, C. and Phillis D., “Why commercial banks sell loans: An empirical analysis,” FRB Chicago, Economic Perspectives, May/June 1987, p.6.

⁷⁴ Աղբյուրը՝ Pennacchi G. G., “Loan sales and the cost of bank capital”, Journal of Finance 32, 1988, 375-396.

⁷⁵ Աղբյուրը՝ Pavel C. and Phillis D., “Why commercial banks sell loans: An empirical analysis”, FRB Chicago, Economic Perspectives, May/June 1987, pp. 3-14.

⁷⁶Աղբյուրը՝ Fabozzi, F.J. and Kothari V., “Securitization: The Tool of Financial Transformation”, Yale ICF Working Paper No. 07-07, 2007, pp. 7-13. Gorton G. and Souleles N. S., “Special Purpose Vehicles and Securitization”, NBER Working Paper, March 2005, pp. 2, 77, <http://www.nber.org/papers/w11190.pdf>.

⁷⁷ Աղբյուրը՝ Greenbaum S. I., Thakor A.V., “Bank funding modes: Securitization versus deposits”, Journal of Banking & Finance, Volume 11, Issuer 3, September 1987, pp. 379-401, <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/thakor/Website%20Papers/Bank%20Funding%20Modes%20Securitization%20vs%20Deposits.pdf>.

ուղղված հետևողական քաղաքականության իրականացման հնարավորություն: Արդյունքում բանկերը՝ ավանդների պարտադիր ապահովագրության բացակայության պայմաններում կնախընտրեն ֆինանսական միջոցներ ներգրավել արժեթղթավորման ճանապարհով՝ վաճառելով լավորակ ակտիվները, իսկ պորտֆելում թողնելով վատորակ ակտիվները:

Շվարցը⁷⁸ իր աշխատությունում անդրադառնում է այն հարցին, թե ինչու է արժեթղթավորումը հնարավորություն տալիս ֆինանսական միջոցներ ներգրավել ավելի ցածր տոկոսադրույքով, քան կապիտալի համալրումն ու փոխառությունների ներգրավումն է: Ընդ որում՝ պարտքային միջոցների ծախսատարությունը մեծապես կախված է տվյալ կազմակերպության վարկանիշից՝ հիմնված վարկերի որակի վրա: Եվ ֆինանսական միջոցների ներգրավումը առավել ծախսատար է ցածր վարկանիշ ունեցող կազմակերպությունների համար, քանի որ նրանք կամ պետք է լավացնեն ակտիվների որակը, կամ էլ բարձրացնեն առաջարկվող պարտատոմսերի տոկոսադրույքը: Իսկ արժեթղթավորումը հնարավորություն է տալիս կազմակերպություններին ակտիվները փոխանցել SPV-ին, որն էլ իր հերթին թողարկում է պարտատոմսեր, որոնց վարկանիշը հիմնված է դրա հիմքում ընկած ակտիվների որակի վրա⁷⁹: Իսկ ցածր վարկանիշ ունեցող կազմակերպությունները պետք է նախապատվություն տան արժեթղթավորմանը միայն այն դեպքում, երբ արժեթղթավորման զուտ ծախսերը փոքր կլինեն ֆինանսական միջոցների ներգրավման այլընտրանքային աղբյուրների ծախսերից⁸⁰:

Հիլը⁸¹ քննարկում է արժեթղթավորումից ստացվող օգուտները՝ հիմնված Մոդիլիանի Միլերի⁸² աշխատության վրա: Վերջիններս հաստատում են, որ կազմակերպության կապիտալի կառուցվածքը որևէ ազդեցություն չունի դրա գնի վրա և

⁷⁸ Աղբյուրը՝ Schwarcz S.L., "The Alchemy of Asset Securitization", Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 1:133, 1994, pp. 133-154, http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship.

⁷⁹ Աղբյուրը՝ Fabozzi F.J. and Kothari V., "Securitization: The Tool of Financial Transformation", Yale ICF Working Paper No. 07-07, 2007, pp. 8-9, <file:///C:/Users/Rob/Desktop/SSRN-id997079.pdf>.

⁸⁰ Աղբյուրը՝ Schwarcz S.L., "The Alchemy of Asset Securitization", Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 1:133, 1994, pp. 133-154, http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship.

⁸¹ Աղբյուրը՝ Hill C.A., "Securitization: a low-cost sweetener for lemons", Wash. ULQ 74, 1996, pp. 1061-1120, http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1630&context=law_lawreview.

⁸² Աղբյուրը՝ Modigliani F. and Miller M., "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review 48, 1958, pp. 261-297, <https://www.aeaweb.org/aer/top20/48.3.261-297.pdf>.

կատարյալ մրցակցային շուկաներում արժեթղթավորման անհրաժեշտություն չի զգացվում: Այնուամենայնիվ, Հիլը առանձնացնում է արժեթղթավորումից ստացվող երկու հիմնական օգուտներ՝ նախ արժեթղթավորումը կրճատում է ինֆորմացիոն ծախսերը գնորդների և ներդրողների համար՝ մեղմելով “լեմոն” խնդիրը⁸³: Այսպես, արժեթղթավորման գործընթացի արդյունքում ստանդարտացվում են տեղեկատվության ստացման և հրապարակման բոլոր գործընթացները, որի արդյունքում կրճատվում է բանկի կողմից ներդրողներին արժեթղթերի որակի հետ կապված տեղեկատվության տրամադրման ծախսերը: Այսինքն, կազմակերպությունները, որոնք տուժել են ինֆորմացիոն ասիմետրիկության պատճառով, շահում են արժեթղթավորումից: Եվ երկրորդ, արժեթղթավորումը կարող է կրճատել նաև կազմակերպությունների կարգավորող ծախսերը՝ թույլ տալով մասնագիտանալ արժեթղթավորման գործընթացի շղթայի որևէ կոնկրետ օղակում: Արժեթղթավորումը նաև հնարավորություն է տալիս կրճատելու կարգավորող ծախսերը՝ պահպանելով կապիտալի համարժեքության նորմատիվը:

Ըստ Գորտոնի և Սուլեյսի⁸⁴ արժեթղթավորման հիմնական խթանը դա սնանկացման հետ կապված ծախսերի կրճատումն է: Արժեթղթավորման ժամանակ, քանի որ վարկերը վաճառվում են SPV-ին, ուստի վարկային պորտֆելում կրճատվում են ակտիվները, կրճատվում են նաև սնանկության հետ կապված պոտենցիալ ծախսերը: Վերոնշյալը հեղինակների կողմից նաև ապացուցվել է էմպիրիկորեն:

Ամփոփելով, կարող ենք նախաձեռնողի համար առանձնացնել արժեթղթավորումից հետևյալ հնարավոր օգուտները.

- Հաշվեկշռի բարելավված կառուցվածք. ակտիվների դուրսգրումը հաշվեկշռից կարող է բարելավել մի շարք ֆինանսական գործակիցներ: Մասնավորապես, բանկերը դիմում են արժեթղթավորման կապիտալի համարժեքության համապատասխան նորմատիվի ապահովման նպատակով: Արժեթղթավորման արդյունքում ստացված լրացուցիչ իրացվելիությունը կարող է ֆինանսական աղբյուր հանդիսանալ այլ ներդրումային նախագծերի իրականացման

⁸³ Աղբյուրը՝ Akerlof's G.A., “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, The Quarterly Journal of Economics, Vol.84, No. 3, August 1970, pp. 488-500, <http://www.eco.uc3m.es/docencia/microii-phd/G%20Akerlof.pdf>.

⁸⁴ Աղբյուրը՝ Gorton G. and Souleles N. S., “Special Purpose Vehicles and Securitization”, NBER Working Paper, March 2005, pp. 2, <http://www.nber.org/papers/w11190.pdf>.

համար: Արժեթղթավորման տնտեսական օգուտները առավել ակնհայտ կլինեն, երբ սահմանափակվի փոխառությունների արտաքին աղբյուրները կամ արտաքին և ներքին ֆինանսական ծախքերի միջև տարբերությունները զգալի դառնա:

- Արդյունավետ ֆինանսավորման աղբյուր. կազմակերպությանը հնարավորություն է ընձեռնում սեփական կապիտալ համալրելու փոխարեն միջոցներ ներգրավել պարտատոմսերի թողարկումից:

- Ռիսկերի ավելի լավ կառավարում. արժեթղթավորումը, դիվերսիֆիկացնելով ֆինանսավորման աղբյուրները, նվազեցնում է ֆինանսավորման հետ կապված ռիսկերը:

Արժեթղթավորումը ներդրողներին հնարավորություն է տալիս ներդրում կատարելու վերաբերյալ իրենց որոշումները կայացնել անկախ նախաձեռնողի վարկարժանությունից և փոխարենը ուշադրություն դարձնելով SPV-ի կողմից տրամադրված պաշտպանության աստիճանի, ինչպես նաև արժեթղթավորված ակտիվների մայր գումարը և տոկոսավճարները մարելու կարողության վրա: Արժեթղթավորումը թույլ է տալիս ստեղծել ֆինանսական ակտիվների նոր խմբեր, որոնք համապատասխանում են տարբեր ռիսկայնության աստիճան նախընտրող ներդրողների նախասիրություններին:

Ինչ վերաբերում է ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացման գործում արժեթղթավորման ունեցած դերին, ապա այն լայն քննարկումների առարկա է դարձել մի շարք տնտեսագետների կողմից, որը առավել մանրամասն ներկայացված է ստորև:

Նախ՝ համառոտ ներկայացնենք ճգնաժամի առաջացման պատճառները և փորձենք խոսել դրանում արժեթղթավորման ունեցած դերից: Առաջին - անշարժ գույքի իրական գների շարունակական աճը, դրանց շեղումը ռենտայից և շինարարության վրա կատարված ծախսերից սկսած 1990 թվականից, որոնք անշարժ գույքի շուկայում ստեղծեցին փուչիկներ և պայթեցին 2006-ի կեսերից: Իսկ այնուհետև անշարժ գույքի գների անկումը արգելեց փոխառուներին իրականացնել վերաֆինանսավորում և մեծացրեց դեֆոլտի ռիսկը (Միզեն⁸⁵ և Գերարդի⁸⁶): Երկրորդ-քննադատության են

⁸⁵ Աղբյուրը՝ Mizen P., “The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 90(5), September/October 2008, pp. 531-567, <https://m.research.stlouisfed.org/publications/review/08/09/Mizen.pdf>.

⁸⁶ Աղբյուրը՝ Gerardi K., Shapiro A.H., and Willen P.S., “Subprime Outcomes: Risky Mortgages, Homeownership Experiences, and Foreclosures”, Federal Reserve Bank of Boston Working Paper No. 07-15, May 4, 2008, pp. 1-62, <https://www.bostonfed.org/economic/wp/wp2007/wp0715.pdf>.

ենթարկվում վարկանշային գործակալությունները՝ գնային ռիսկի ոչ ճիշտ գնահատման համար (Քալմորիս⁸⁷): Երրորդ-նորամուծությունների արդյունքում կարգավորման ծախսողումները (Բերնթ և Բրուներմեր⁸⁸): Չորրորդ- լներեջը մեծացրեց ծախսերը և ստեղծեց զսպանակ, որտեղ ակտիվների գները շարունակում էին անկում ապրել (Գրինլի⁸⁹): Հինգերորդ-հաշվապահության անկատարելիությունը և անկիրառելիությունը նմանատիպ իրավիճակներում (Գորթոն և Բրուներմեր⁹⁰):

Բաժանենք այս պատճառները, ըստ արժեթղթավորման ունեցած դերի: Օրինակ՝ արժեթղթավորմանն են վերագրվում «բարոյական ռիսկը», անթափանցիկության և շուկերի փոխանցման շղթայի հետ կապված խնդիրները:

Արժեթղթավորման ազդեցությունը խթանների վրա: Գրականության մեջ գոյություն ունի հակասական կարծիք արժեթղթավորման խթանների վրա վերջինիս ունեցած ազդեցության վերաբերյալ: Ըստ Հուլի⁹¹ գործակալությունների ունեցած խնդիրները նախաձեռնող-բաշխում մոդելում (originate to distribute) իր նպաստումն է ունեցել ճգնաժամին, քանի որ նախաձեռնողների և ներդրողների հետաքրքրությունները միմյանցից խիստ տարբերվել են: Այնուամենայնիվ, հեղինակը կարևորում է արժեթղթավորման դերը, որպես օգտակար գործիքի, և միևնույն ժամանակ նշում, որ այն նպաստել է բնակարանային շուկայում պղպջակների առաջացմանը:

Հելուիգը իր աշխատությունում⁹² քննարկում է այն իրավիճակը, երբ նախաձեռնողը արժեթղթավորման պարագայում իր մոտ է պահում առանց վարկանիշի տրանշները (equity tranche), որը բնականաբար նվազեցնում է պորտֆելի եկամուտների կրճատման հավանականությունը և, հետևաբար բարոյական ռիսկից վնասները: Հաշվի առնելով

⁸⁷ Աղբյուրը՝ Calomiris Ch.W., “The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next”, Working Paper, October 2, 2008, <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2008/arc/pdf/CWC.pdf>.

⁸⁸ Աղբյուրը՝ Antje B. and Gupta A., “Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate to Distribute Model of Bank Credit”, Working Paper, October 24, 2008, http://www.carnegie-rochester.rochester.edu/nov08-pdfs/berndt_gupta.pdf.

⁸⁹ Աղբյուրը՝ Greenlaw D., Hatzius J., Kashyap A.K, Song Shin H., “Leveraged Losses- Lessons from the Mortgage Market Meltdown”, U.S. Monetary Policy Forum Report No. 2, Rosenberg Institute, Brandeis International Business School and Initiative on Global Markets, University of Chicago Graduate School of Business, 2008, https://research.chicagobooth.edu/igm/docs/USMPF_FINAL_Print.pdf.

⁹⁰ Աղբյուրը՝ Gorton G. B, “The Panic of 2007”, NBER Working Paper No. 14358, September 2008, p. 77.

⁹¹ Աղբյուրը՝ Hull J. C., “Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?”, Journal of Credit Risk, Vol. 5, No. 2, 2009, pp. 3-18.

⁹² Աղբյուրը՝ Hellwig M., “Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis”, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2008/43, November 2008, https://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2008_43online.pdf.

այն հանգամանքը, որ սովորաբար արժեթղթավորման պարագայում նախաձեռնողները իրենց մոտ չեն պահում առանց վարկանիշի տրանշներ, ուստի բարոյական ռիսկը կարելի համարել որպես ճգնաժամին նպաստող հիմնական գործոն:

Չնայած Աշքրավտի⁹³ ենթադրությունները չեն ապացուցվել էմպիրիկորեն, սակայն հեղինակը մատնանշում է ճգնաժամին նպաստող արժեթղթավորման ստորև բերվող գործոնները. առաջարկվող հիփոթեքային վարկի որոշ տեսակների բարդ կառուցվածքը, վարկային վարկանիշը, ակտիվների կառավարիչների անտարբեր վերաբերմունքը և վարկանիշներում սխալները:

Ըստ Միանի և Սաֆի⁹⁴ արժեթղթավորումը նախաձեռնողների համար ստեղծել էր բարոյական ռիսկ՝ նպաստելով ճգնաժամի առաջացմանը, քանի որ հաճախորդների վարկային պատմության վատացմանը զուգընթաց շարունակաբար աճել էր հիփոթեքային վարկերի առաջարկը:

Շվարցը⁹⁵ բարոյական վնասի ռիսկի գործոնը համարում էր շատ թույլ և ավելի հակված է, այն բանին, որ ճգնաժամի առաջացումը հիմնականում վարկավորման ստանդարտների թուլացման արդյունք է եղել՝ պայմանավորված բանկերի գերիրացվելիությամբ: Մի կողմից բարձր մրցակցությունը, մյուս կողմից անշարժ գույքի գների աճի սպասումները, ընդլայնել էին առաջարկվող հիփոթեքային վարկերի ծավալները:

Արժեթղթավորման ազդեցությունը վարկավորման ստանդարտների վրա: Գիտական որոշ վերլուծությունների արդյունքում պարզվել է, որ արժեթղթավորումը հանգեցրել է վարկավորման ստանդարտների թուլացմանը՝ նպաստելով ճգնաժամի առաջացմանը: Մասնավորապես, Դել Արիսիամ Իգանը և Լիվենը⁹⁶ վերլուծության արդյունքում պարզվել է, որ վարկավորման ստանդարտները թուլացել են

⁹³ Աղբյուրը՝ Ashcraft A. B. and Schuermann T., “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 318, March 2008, http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf.

⁹⁴ Աղբյուրը՝ Atif M., and Sufi A., “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the Mortgage Default Crisis”, Initiative on Global Markets The University of Chicago, Graduate School of Business, Working Paper No. 15, May 2008, <http://research.chicagobooth.edu/igm/research/papers/15MianConsequences.pdf>.

⁹⁵ Աղբյուրը՝ Schwarcz S.L., “The Future of Securitization”, Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 223, November 2008, http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1158&context=duke_fs.

⁹⁶ Աղբյուրը՝ Dell’Ariccia G., Igan D., and Laeven L., “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market”, IMF Working Paper 08/106, April 2008, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08106.pdf>.

արժեթղթավորման աճին զուգընթաց: Քոմսիսենգֆետը, Մրֆին և Փենինգթոն Քրոսը⁹⁷ դիտարկել են ոչ ստանդարտ հիփոթեքային վարկի պահանջարկի վրա ազդող այնպիսի գործոններ ինչպիսիք են անշարժ գույքի գները, գործազրկությունը, միջին եկամուտը, վարկային սքորը, գալով այն եզրակացության, որ վերոնշյալ անկախ փոփոխականները չեն բացատրում վարկավորման ծավալների աճը 2000-2007թթ-ին: Արդյունքում, վարկավորման նման աճը կարող է բացատրվել կամ փոխառուների նախասիրությունների փոփոխություններով, կամ էլ վարկավորման ստանդարտների թուլացմամբ:

Անդերսոնը, Կապոզան և Վան Օրդերը⁹⁸ հանգել են այն եզրակացության, որ տեխնիկական առաջընթացը հիփոթեքային վարկերի սկզբնավորման գործընթացում և ավտոմատացված համակարգի ներդրումը հանգեցրել են վարկավորման պայմանների մեղմացմանը: Վերլուծության արդյունքում դիտարկվող ժամանակահատվածը բաժանվել է երկու մասի. 1970-90 ականների վերջ, երբ վարկավորման ստանդարտները՝ LTV (վարկի և գրավի հարաբերակցություն (loan to value)) գործակիցը ակնհայտ «տեսանելի» էր, և 2000թ-ից ի վեր՝ երբ արժեթղթավորումը ստեղծեց բարոյական վնասի ռիսկ վարկատուների համար, որտեղ անմիջականորեն «տեսանելի» չէր վարկավորման բնութագրերը՝ վարկային սքորը և LTV-ն:

Քննարկումները այն հարցի շուրջ, թե արժեթղթավորումը ինչպես է ազդել վարկավորման ստանդարտների վրա լայն քննարկումների առարկա է դարձել: Որոշ ակադեմիկոսներ՝ Քեյս⁹⁹, Դեյանկը և Վան Հեմերթը¹⁰⁰, Պուրնանդամը¹⁰¹ ավելի քան վստահ են, որ Նախաձեռնող-Բաշխող մոդելն է հանդիսացել ճգնաժամի առաջացման

⁹⁷ Աղբյուրը՝ Souphala Ch., Murphy T., and Pennington-Cross A., “Product Innovation & Mortgage Selection in the Subprime Era”, Working Paper, October 2008.

⁹⁸ Աղբյուրը՝ Charles A., Capozza D., and Van Order R., “Deconstructing the Subprime Debacle Using New Indices of Underwriting Quality and Economic Conditions: A First Look”, Working Paper, July 2008, <http://cybercemetery.unt.edu/archive/fcic/20110310195647/http://c0181567.cdn1.cloudfiles.rackspacecloud.com/2008-07-00%20Anderson,%20Capozza%20and%20Van%20Order.pdf>.

⁹⁹ Աղբյուրը՝ Keys. B.J., Mukherjee T.K., Seru A., and Vig V., “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans 2001-2006”, Working Paper, January 2008, pp. 18-42, <http://www.afi.es/EO/materiales.htm>.

¹⁰⁰ Աղբյուրը՝ Demyanyk Y. and Van Hemert O., “Understanding the Subprime Mortgage Crisis”, Working Paper, February 29, 2008, https://server1.tepper.cmu.edu/Seminars/docs/van-HemertSubprime_20080229.pdf.

¹⁰¹ Աղբյուրը՝ Amiyatosh P., “Originate-to-Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis”, FDIC Center for Financial Research Working Paper No. 2010-08, August 9, 2010, https://www.fdic.gov/bank/analytical/CFR/2010/wp2010/CFR_WP_2010_08.pdf.

հիմնական պատճառ: Ավելին, նրանք գտնում են, որ արժեթղթավորումը հանգեցրել է վարկավորման պայմանների մեղմացմանը: Իսկ Գորթոնը¹⁰², Բհարդուայը¹⁰³ այն կարծիքին են, որ ճգնաժամի համար վարկավորման ստանդարտների մեղմացումը շատ պարզագույն բացատրություն է, և որ պետք է հաշվի առնել նաև ոչ բարենպաստ մակրոտնտեսական իրավիճակի առկայությունը և թափանցիկության բացակայությունը:

Ինֆորմացիոն ասիմետրիկությունը և թափանցիկությունը: Ըստ Գորթոնի¹⁰⁴ արժեթղթավորման գործընթացում տեղի է ունենում ռիսկերի բաժանում, որը տեսանելի չէ: Եվ երբ գործընթացի մասնակիցներից մեկը տիրապետում է ավելի շատ տեղեկատվության, քան մյուսները, ապա դա օգտագործում է ի նպաստ իրեն: Ոչ բավարար թափանցիկության պարագայում համակարգային ռիսկի բաժանումը տեսանելի չէ շուկայի մասնակիցների համար (Շվարց¹⁰⁵, Հուլ¹⁰⁶, Հելուիգ¹⁰⁷): Այսպես, մի կազմակերպության մոտ ֆինանսական միջոցների հետ կապված խնդիրները տարածվում են մյուսների վրա՝ «լեմոն» խնդրի միջոցով, որտեղ ասիմետրիկ ինֆորմացիայի պարագայում պոտենցիալ ներդրողը պետք է զգուշանա, որպեսզի վաճառողը չվաճառի ցածրորակ ակտիվներ: Լութսկինան և Սթրահան¹⁰⁸ հետաքրքրաշարժ վերլուծությունն են իրականացրել՝ պարզելու ներդրողների տեղեկացվածության դերը անշարժ գույքի փուչիկների առաջացման և ճգնաժամի գործում: Արդյունքում պարզվել է, որ տեղեկացված ներդրողների տեսակարար կշիռը զգալի նվազել է վերջին 15 տարվա ընթացքում, և որ ոչ տեղեկացված ներդրողներն են գերակշռել անշարժ գույքի շուկայում վերջին ժամանակահատվածում:

Արժեթղթավորման դերը ռիսկերի բաժանման և «վարակի» տարածման գործում: Արժեթղթավորման դրական հետևանքը դա ռիսկերի վերաբաշխումն ու

¹⁰² Աղբյուրը՝ Gorton G. B., “The Panic of 2007”, NBER Working Paper No. 14358, September 2008, p. 77.

¹⁰³ Աղբյուրը՝ Bhardwaj G. and Sengupta R., “Did Prepayments Sustain the Subprime Market?”, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2008-039A, October 2008, pp. 2-22, http://web-docs.stern.nyu.edu/salomon/docs/crisis/Bhardwaj_Sengupta-2.pdf.

¹⁰⁴ Աղբյուրը՝ Gorton G. B., “The Subprime Panic”, Yale ICF Working Paper No. 08-25, September 30, 2008.

¹⁰⁵ Աղբյուրը՝ Schwarcz S.L., “The Future of Securitization”, Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 223, November 2008, http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1158&context=duke_fs.

¹⁰⁶ Աղբյուրը՝ Hull J. C., “Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?”, Journal of Credit Risk, Vol. 5, No. 2, 2009, pp. 3-18.

¹⁰⁷ Աղբյուրը՝ Hellwig M., “Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis”, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2008/43, November 2008, https://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2008_43online.pdf.

¹⁰⁸ Աղբյուրը՝ Loutskina E. and Strahan Ph. E., “Informed and Uninformed Investment in Housing: The Downside of Diversification”, Working Paper, August 2008.

դիվերսիֆիկացումն է¹⁰⁹: Մի շարք տնտեսագետներ այն կարծիքին են, որ ճգնաժամի հիմնական նպաստող գործոնը դա «վարակի»՝ շուկերի տեղափոխումը մի հատվածից մեկ այլ հատված առկայությունն է: Եվ «վարակի (contagion)», առկայությունը ոչ թե նվազեցնում է ռիսկերը, այլ այն բաշխում շուկայի մյուս մասնակիցների միջև: Ըստ Բրուններմիերի¹¹⁰, վերոնշյալը բնութագրվում է որպես «տարածման ազդեցություն (spillover effect)»:

Ըստ Գալեգաթի¹¹¹ արժեթղթավորման արդյունքում ստեղծված ազատությունը շահեկան է, երբ մակրոտնտեսական իրավիճակը բարենպաստ է:

Բանիերը և Հանսելը¹¹² վերլուծել են, թե մակրոտնտեսական, որ գործոններն են ազդում արժեթղթավորման իրականացման կամ շարունակման վրա: Արդյունքում պարզ է դարձել, որ վարկերի արժեթղթավորումը կաճի բանկերի չափերի մեծացմանը և վարկային ռիսկի աճին զուգընթաց և կնվազի բանկերի իրացվելիության մակարդակի աճի պարագայում: Իսկ ինչ վերաբերում է մակրոմակարդակում արժեթղթավորման՝ ռիսկերի վերաբաշխման ունեցած դերին, ապա ըստ Հոլմանի և Նիթչկայի¹¹³ այն երկրները, որտեղ արժեթղթավորման մակարդակը բավականին բարձր է, սպառումը բավականին տատանողական է, և պայմանավորված բիզնես ցիկլի իդիոսինխրատիկ շուկերով, որը 20-30 տոկոսային կետ ավելի փոքր է քան այն երկրներում, որտեղ բացակայում են հիփոթեքային երկրորդային շուկան: Համաձայն միջազգային մակարդակով ռիսկերի բաժանման արժեթղթավորման գործընթացին՝ ներքին շուկայի անշարժ գույքի խնդիրները դարձան համաշխարհային խնդիր: Արդյունքում, արժեթղթավորումը օգնեց բաժանել ճգնաժամի վնասները միջազգայնորեն:

¹¹⁰ Աղբյուրը՝ Brunnermeier M., “Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch”, Forthcoming in the Journal of Economic Perspectives, May 19, 2008, http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch_WP.

¹¹¹ Աղբյուրը՝ Mauro G., Greenwald B., Richiardi M.G., and Stiglitz J.E., “The Asymmetric Effect of Diffusion Processes: Risk Sharing and Contagion”, Global Economy Journal, Vol. 8, Iss. 3, Art. 2, Berkeley Electronic Press, 2008, pp. 1-20, https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2008_Asymmetric_Effect_Diffusion.pdf.

¹¹² Աղբյուրը՝ Bannier Ch.E. and Hansel D., “Determinants of Banks’ Engagement in Loan Securitization”, Working Paper, August 28, 2007, <http://d-nb.info/990178641/34/>.

¹¹³ Աղբյուրը՝ Hoffmann M. and Nitschka Th., “Securitization of Mortgage Debt, Asset Prices and International Risk Sharing”, Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich Working Paper Series, Working Paper No. 376, October 2008.

Ըստ Բեն Բեռնանկեի¹¹⁴, ճգնաժամի ամենահավանական պատճառը դա բնակարանաշինության ցիկլի անկման փուլն էր, որը ուղեկցվեց «վատորակ (subprime)» վարկերի աճով՝ հանգեցնելով զգալի ֆինանսական կորուստների և ներդրողների վստահության անկման: Այսպես, վարկավորման «բումը» ուղեկցվեց վարկավորման ստանդարտների համատարած խախտումներով, ներդրողների և ռեյտինգավորող կազմակերպությունների կողմից վարկային ռիսկերի թերագնահատմանը և աճող բարդ վարկավորման գործիքների ներմուծմամբ, որոնք ապահովում էին ցածր փոխհատուցում ստանձնած ռիսկի դիմաց: Ֆինանսական կազմակերպությունները տեսնելով, որ իրենց կապիտալը աստիճանաբար փոքրանում է կորուստների և դուրսգրումների պատճառով, որոշեցին հաշվեկշիռները համալրել վարկային նոր բարդ գործիքով և ցածր իրացվելիություն ունեցող այլ ակտիվներով, որոնց արժեքը անորոշ էր: Աճող վարկային ռիսկը և ինտենսիվ կերպով ռիսկից խուսափումը հանգեցրին վարկավորման աննախադեպ ծավալների աճի և ակտիվների արժեթղթավորման: Արդյունքում, հեջավորված համակարգային ռիսկերը, ակտիվների արժեզրկումը և վարկավորման պայմանների խստացումը հանգեցրին սպառողների և գործարարների վստահության անկման և համաշխարհային տնտեսական ակտիվության դանդաղման: Եվ վնասը ահռելի էր՝ ՀՆԱ-ի, աշխատատեղերի և հարստության կորստի տեսքով:

Ըստ Ռոբերտ Սամուելսոնի¹¹⁵ ճգնաժամի հիմնական պատճառը հանդիսանում էր չափից առավել վստահությունը: Այսպես, մտածելով որ աշխարհը դարձել է քիչ ռիսկային, մարդիկ հակված էին ավելի շատ ռիսկեր ստանձնել, որի արդյունքում ներդրումային բանկերը և տնային տնտեսությունները մեծացրեցին իրենց պարտքերը: Արդյունքում, քանի որ վարկառուների վճարունակության հետ կապված սպասումները դրական էին, բանկերը թուլացրին վարկավորման պայմանները, իսկ կարգավորվող կառույցները դարձան ավելի պասիվ՝ պայմանավորված այն հանգամանքով, որ շուկաները կայուն էին և ինքնակարգավորվող:

Իսկ ինչ վերաբերում է 1999 թվականին Գլասի և Ստիգալի օրենքի չեղարկմանը և ֆինանսատնտեսական ճգնաժամում վերջինիս դերին, ապա այն ունեցել է փոքր ազդեցություն: Մասնավորապես, դեֆոլտի ենթարկված և ճգնաժամի տարածմանը նպաստած խոշորագույն բանկերից միայն մի քանիսն էին զբաղվում և՛ առևտրային, և՛

¹¹⁴ Աղբյուրը՝ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

¹¹⁵ Աղբյուրը՝ http://www.realclearpolitics.com/articles/2012/03/19/causes_of_the_crisis_113521.html

ներդրումային գործունեությամբ: Տարածված է կարծիք, համաձայն որի Գլասի և Ստիգալի օրենքի չեղարկումը ոչ թե հանդիսանում է ճգնաժամի պատճառ, այլ ճգնաժամը խորացնող գործոն: Օրենքի չեղարկումը նպաստեց 2000-ականների կեսերից ձևավորվող վարկավորման «փուլիկների» էլ ավելի մեծացմանը, իսկ բանկային գործունեությունը դարձրեց բարդ¹¹⁶:

2.2 Հիփոթեքային վարկավորման ներդրման փորձը և արժեթղթավորումը զարգացած և անցումային տնտեսությամբ երկրներում

Հիփոթեքային վարկավորման ոլորտում առաջատար երկրների կողմից կիրառվող մոտեցումների, վարկավորման համակարգերի ուսումնասիրությունը հնարավորություն է ընձեռնում բացահայտելու նշված ոլորտում գոյություն ունեցող հիմնական միտումները: Սակայն ՀՀ-ում, որտեղ առավել կարևորվում է բնակարանային ապահովվածության հարցը, կարևոր նախապայման է հիփոթեքային վարկավորման ներդրման՝ անցումային տնտեսությամբ երկրների փորձի ուսումնասիրումը:

Հայաստանի նման անցումայի տնտեսություն ունեցող այնպիսի երկրներում ինչպիսիք են Էստոնիան և Լատվիան, որտեղ բանկային ճգնաժամը եղել է համապատասխանաբար 1993թ. և 1995թ.-ին, բավականին արագ տեմպով սկսեց զարգանալ անշարժ գույքի շուկան՝ ի շնորհիվ հիփոթեքային վարկավորման¹¹⁷: Անշարժ գույքի շուկայի զարգացման ցիկլը սկսվեց ֆինանսական ճգնաժամից հետո արդեն իսկ պատրաստ օրենսդրական բազայի հիման վրա, որն էլ հանդիսացավ անշարժ գույքի շուկայի ձևավորման երաշխիքը:

Էստոնիայում անշարժ գույքի շուկան 1993թ-ի բանկային ճգնաժամից հետո այսօրվա դրությամբ անցել է իր քաղաքակիրթ զարգացման առաջին ցիկլը: Բանկային համակարգի վերականգնումը, անշարժ գույքի շուկայի զարգացմանն ուղղվող միջոցառումների ցանկը և պետության կողմից կիրառվող աջակցությունը ու

¹¹⁶ Աղբյուրը՝ http://www.nytimes.com/2015/10/15/upshot/what-is-glass-steagall-the-82-year-old-banking-law-that-stirred-the-debate.html?_r=0 .

¹¹⁷ Աղբյուրը՝ “Европейская Эстония: когда в чиновники идут за духовностью”, Северный курьер, №136, 26 июня, 1999, http://www.karelia.ru/~kurier/23433/23433_10.html.

հիփոթեքային վարկավորման համակարգը 6 ամսում՝ 1994թ-ի վերջին և 1995թ. սկզբերին հիմք հանդիսացան Էստոնիայի անշարժ գույքի շուկայի արագ տեմպերով զարգացման համար: Այս տեմպով բանկային համակարգի կարգավորված աշխատանքները շուրջ 3 տարի հետո հանգեցրեցին Էստոնիայի անշարժ գույքի շուկայի գերհագեցվածությանը:

Մասնագետների գնահատականների համաձայն արևմտյան ռեսուրսների՝ «երկար և էժան փողերի» առկայությունը թույլ տվեց արագ կերպով դուրս գալ ճգնաժամային իրավիճակից: Էստոնիայում 10 վաճառված բնակարաններից 9-ը ձեռք է բերվում հիփոթեքային վարկի միջոցով: Այստեղ հիփոթեքային վարկերը տրամադրվել են անշարժ գույքի շուկայական արժեքի 100%-ի չափով և տարեկան 4-5%-ով և փոխառուների նկատմամբ կիրառվել են մի շարք հարկային արտոնություններ: Էստոնիայում՝ համեմատած այլ Մերձբալթյան երկրների հետ գործում է ամենազարգացած հիփոթեքային վարկավորման համակարգը: Տրամադրված հիփոթեքային վարկերի ծավալը Էստոնիայում կազմել է 2009թ.-ի ՀՆԱ-ի շուրջ 45%, իսկ Լատվիայում՝ 37%:

Իսկ Լատվիայում ճգնաժամից 2 տարի հետո՝ 1997թ.-ից նոր սկսեց զարգանալ անշարժ գույքի շուկան: Լատվիայում հիփոթեքային վարկավորման պայմանները մի քիչ այլ են եղել՝ վարկեր տրամադրվել են անշարժ գույքի շուկայական արժեքի 80-90%-ի չափով, իսկ տարեկան տոկոսադրույքը կազմել է 4-6%:

Բնակչության եկամուտների և գործարար միջավայրի կայունության տեսակետից Ղազախստանը ավելի մոտ է կանգնած Հայաստանի Հանրապետությանը, սակայն հիփոթեքային վարկավորման շուկայի զարգացման տեսակետից մոտ է Եվրոպային: Վերակառուցման և Զարգացման Եվրոպական բանկի դրամական միջոցների աջակցության շնորհիվ այսօր Ղազախստանը ունի հիփոթեքային վարկի շուկայի ամենազարգացած համակարգը ԱՊՀ-ում¹¹⁸:

Պարզ է, որ առանց պետության աջակցության դեռ ոչ մի երկրում հնարավոր չի եղել ստեղծել հիփոթեքային վարկավորման ակտիվ շուկա: Այս իրողությունը փաստում է նաև համաշխարհային փորձը, մասնավորապես ԱՄՆ-ում 1930-ական թթ.-ից հետո հիփոթեքային համակարգի զարգացումը: Այսօր ԱՄՆ-ում և արևմուտքի մի շարք

¹¹⁸ Աղբյուրը՝ European Bank for Reconstruction and Development, “Transition Report 2005 Business in transition”, 2005, p.45, <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR05.pdf>.

երկրներում հիփոթեքը լայն տարածում է գտել և այն աջակցվում է պետության կողմից: ԱՄՆ –ում դա Ֆեդերալ Ազգային Հիփոթեքային Ասոցիացիան, Կառավարման Ազգային Հիփոթեքային Ասոցիացիան և այլ կազմակերպություններ, Մալայզիայում դա Ազգային հիփոթեքային՝ կորպորացիան է, Ռուսաստանում՝ Հիփոթեքային բնակարանային վարկավորման գործակալությունն է: Ղազախստանում հիփոթեքային վարկավորման համակարգի զարգացման նպատակով ընդունվել է պետական հայեցակարգ, որի համաձայն երկրի Ազգային բանկի կողմից հիմնադրվել է Ղազախստանի հիփոթեքային ընկերությունը (ՂՀԸ): Ընկերության աշխատանքային մեխանիզմը ավանդական է՝ հիփոթեքային երկարաժամկետ վարկերի թողարկման և տեղաբաշխման միջոցով ՂՀԸ-ն դրամական միջոցներ է ներգրավում և այդ միջոցներով վարկատու բանկերից հիփոթեքային վարկեր է գնում: Այսպիսով՝ ընկերությունը վարկատու բանկերից ձեռք է բերում գրավի իրավունք և դրանով ապահովված արժեթղթեր է թողարկում: Գրավի իրավունքի ձեռք բերման ժամանակ ՂՀԸ-ի և բանկի միջև կնքվում է պայմանագիր, որի համաձայն նախ փոխանցվում է գրավի իրավունքը, իսկ հետո բանկը ստանում է իրավունք՝ վարկի սպասարկման համար: Այս ձևով բանկը շարունակում է վերահսկել վարկային պորտֆելը և դրա սպասարկման համար ստանալ կոմիսիոն վճար: Բանկը պետք է երաշխավորի, որ իր կողմից վաճառված հիփոթեքային վարկերը համապատասխանում են ՂՀԸ-ի կողմից սահմանած պահանջներին և ստանդարտներին: Իսկ ՂՀԸ-ն էլ իր հերթին կատարում է գնված հիփոթեքային վարկերի ստուգում և ոչ ստանդարտ վարկերի առկայության դեպքում բանկը պարտավոր է բարելավել դրանք կամ հետ գնել: Ծայրահեղ դեպքում ընկերությունը կարող է լուծարել տրաստային պայմանագիրը և վարկերի սպասարկումը տալ այլ բանկ-օպերատորի: Եվ շատ կարևոր է այն հանգամանքը, որ բանկի սնանկացման դեպքում տրաստային կառավարումը ուղղակի կերպով տրվում է այլ բանկի¹¹⁹:

Այս ձևով շուկայից դրամական միջոցներ ներգրավելով՝ կենտրոնացված հիփոթեքային կազմակերպությունը իրականացնում է վարկատու բանկերի վերաֆինանսավորում և հնարավորություն է տալիս բանկերին խուսափել ակտիվների և պասիվների կառավարման հետ կապված խնդիրներից:

¹¹⁹Աղբյուրը՝ Марченко Г., “Казахстан: на пороге запуска ипотечного пынко”, Банковское дело в Москве, N7, 2001, стр. 4.

Հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման նպատակով ՂՀԸ-ն Եվրոբանկի ֆինանսական աջակցությամբ՝ 5.3 մլն ԱՄՆ դոլար, արժեթղթավորել է հիփոթեքային վարկերը և դուրս բերել դրանք երկրորդային ֆոնդային բորսա՝ հաղորդելով արժեթղթերի շուկային զարգացման համար լրացուցիչ ազդակ, ինչը և անհրաժեշտ է նաև մեր «աճող» ֆոնդային բորսային:

Ռուսաստանի Դաշնությունում բնակարանային ոլորտի ֆինանսավորումը վերջին տարիներին ՌԴ կառավարության կողմից հռչակվել է որպես տնտեսության գերակա ոլորտ:

ՌԴ հիփոթեքային վարկավորման շուկայի կարևորագույն մասնակիցն է Հիփոթեքային բնակարանային վարկավորման գործակալությունը, որը հիմնականում իրականացնում է վարկավորման միասնական ստանդարտների մշակում, վարկատուների համար վերաֆինանսավորման հնարավորությունների ստեղծում, հիփոթեքային պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի ձևավորում և այլն: ՌԴ-ում առևտրային բանկերի կողմից առաջարկվող հիփոթեքային վարկավորման պայմանները (մինչև 30 տարի մարման ժամկետ և 9-13% տոկոսադրույք) դեռևս հեռու են առաջատար երկրների համանման պայմաններից¹²⁰, սակայն ոլորտի զարգացումը գտնվում է ՌԴ կառավարության ուշադրության կենտրոնում՝ ներառվելով ՌԴ նախագահի հովանու ներքո իրականացվող Ազգային ծրագրերի ցանկում, որի շրջանակներում նախատեսվում է իրականացնել մի շարք միջոցառումներ տոկոսադրույքների նվազման և վարկերի հասանելիության բարձրացման ուղղությամբ:

Այսպես, անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների հիփոթեքային վարկավորման ներդրման հետ կապված մի շարք ընդհանուր խնդիրները թույլ են տալիս եզրակացնելու, որ շուկայի հետագա ընդլայնման և արդյունավետ գործունեության համար անհրաժեշտ է վարկավորման գործընթացը կարգավորող անհրաժեշտ օրենսդրական դաշտի ձևավորումը, հիփոթեքային վարկերի ստանդարտացումը, բնակչության առավել անապահով խավի համար պետական ծրագրերի մշակումն ու իրականացումը, հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը և այլն:

Անդրադառնալով ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկավորման ոլորտին՝ հարկ է նշել, որ դրա ներդրումը որոշակի առումով կարելի է ուշացած համարել՝ ի համեմատ նախկին

¹²⁰Տե՛ս Հավելված 1, աղյուսակ 1:

ԽՍՀՄ երկրների: Համաձայն Հայաստանի Զարգացման բանկի, դեռևս 1998թ-ից նախապատրաստական աշխատանքներ են տարվել հիփոթեքային վարկավորման ուղղությամբ. մշակվել են անհրաժեշտ մեխանիզմներ և դրանց իրականացման մեթոդներ, սակայն ռուսաստանյան դեֆոլտն ու անշարժ գույքի շուկայում գների կտրուկ նվազումը, հետաձգեցին վարկավորման գործընթացը՝ կապված այս ոլորտի բարձր ռիսկայնության հետ:

Արժեթղթավորման շուկայի զարգացումը վերջին տասնամյակներում զգալի ազդեցություն է ունեցել համաշխարհային կապիտալի շուկայի վրա: Նոր պարտքային գործիքների և նոր մասնակիցների մուտքը ֆինանսական շուկա ընդլայնեցին և զարգացրին համաշխարհային կապիտալի շուկան:

Արժեթղթավորման շուկան սկսել է ձևավորվել 1970-ականներին՝ Միացյալ Նահանգներում՝ Պետական ազգային հիփոթեքային ասոցիացիայի կողմից Բնակարանային հիփոթեքների արժեթղթավորմամբ: Նպատակն էր խրախուսել բնակարանային սեփականատիրությունը և խթանել հիփոթեքային երկրորդային շուկան՝ բարձրացնելով հիփոթեքային վարկեր տրամադրող կազմակերպությունների իրացվելիությունը: Կառավարության միջամտությամբ նախատեսվում էր ստեղծել ինչպես պետական, այնպես էլ մասնավոր տարբեր մասնագիտացված գործակալություններ, որոնք կարող էին սահմանել ստանդարտներ և տրամադրել վարկերի համար վարկային երաշխիքներ:

Եվրոպայում արժեթղթերի շուկան զարգացում ապրեց 1980-ականների վերջին և 1990-ականների սկզբից: Սկզբնական փուլում հիմնական ակտիվների խմբերն էին բնակարանային հիփոթեքները և սպառողական վարկերը: Այն մեծ թափով զարգացավ 1990-ականներին, հատկապես Մեծ Բրիտանիայում, Իսպանիայում, Ֆրանսիայում, Նիդերլանդներում, Գերմանիայում, Բելգիայում և Իտալիայում: Հաշվի առնելով Եվրոպայում արժեթղթավորման պատմությունը և արժեթղթերի շուկայի չափերը՝ հարկ է նշել, որ այն զգալիորեն տարբերվում է ԱՄՆ-ից մի քանի պատճառներով:

Առաջինը պետական մարմնի բացակայությունն էր, որը կարող էր հանդես գալ որպես արժեթղթավորման գործընթացը արագացնող: Այս գործառույթի իրականացումը հաճախ ստանձնել են տարբեր կառավարություններ, որը ենթադրում է, որ բացակայել են միանման չափորոշիչները եվրոպական շուկաների միջև: Երկրորդը՝ առկա էին արժեթղթավորման համար բազմաթիվ օրենսդրական խոչընդոտներ (և՛

տարբեր եվրոպական երկրներում, և՛ դրանց միջև), որոնք լուրջ խնդիրներ էին առաջացնում արժեթղթավորման ինստիտուտի ձևավորման համար: Եվ վերջապես, Եվրոպայում բացակայում էր նոր ֆինանսական գործիքի նկատմամբ վստահությունը:

Իրավական բազմազանության տեսանկյունից, անհրաժեշտ է ստեղծել ստանդարտ չափանիշներ և ընթացակարգեր շուկայի մասնակիցների համար, ինչպես նաև օրենսդրական միասնականություն ԵՄ շրջանակներում: Եվրոպայում արժեթղթավորման հոգեբանական խոչընդոտները հիմնականում պայմանավորված էր ֆինանսական շուկայում ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի ցածր տեսակարար կշիռով: Վերջինիս նկատմամբ անվստահությունը մասամբ բացատրվում էր «անորոշության» վախով: Սակայն հետագայում արժեթղթավորման շուկայի հետագա զարգացումը Եվրոպայում պայմանավորվել է մի շարք գործոններով՝ առավել իրազեկված և ակտիվ ներդրողներ, զարգացող շուկա, թողարկման ծավալների աճ, հավաստի տեղեկատվության տրամադրում հանրությանը և նոր շուկայական ինդեքսներ ու ցուցանիշներ, որոնք կարող են որպես ուղեցույց ծառայել պոտենցիալ ներդրողների համար¹²¹:

Չնայած Եվրոպայի արժեթղթավորման շուկայի չափը շարունակում է աճել, այնուամենայնիվ այն դեռ էապես փոքր է ԱՄՆ-ի արժեթղթավորման շուկայից: 2003 թվականին Եվրոպայի արժեթղթավորման շուկայի ընդհանուր թողարկումը կազմում էր 197 միլիարդ եվրո՝ ի տարբերություն ԱՄՆ-ի, որտեղ այն կազմում էր ավելի քան 211,2 միլիարդ ԱՄՆ դոլար:

Արժեթղթավորման շուկաներում մասնակցության մակարդակը զգալիորեն տարբերվում է եվրոպական երկրներում: Մեծ Բրիտանիան շարունակաբար ամենամեծ մասնաբաժինն է ունեցել արժեթղթավորման գործընթացում, մինչդեռ Եվրոպայի մնացյալ մասը մասնակցել է «ընդհատումներով»: Երկրորդ և երրորդ տեղում համապատասխանաբար Գերմանիան և Իտալիան են, որից հետո Նիդերլանդները, Իսպանիան և այլն:

Ի համեմատություն ԱՄՆ-ի և Եվրոպայի, մնացյալ աշխարհում արժեթղթավորումը ձևավորման սաղմնային փուլում է: Նոր զարգացող շուկայում արժեթղթավորման առաջին գործընթացը նախաձեռնվել է Միջազգային ֆինանսական կորպորացիայի կողմից 1995 թվականին: Միացյալ Նահանգներից և Եվրոպայից հետո, Ճապոնիան է

¹²¹Աղբյուրը՝ «Ակտիվների արժեթղթավորումը Եվրոպայում»., Հ. 7-րդ., AEPLAC, Երևան, 2006, էջ 121:

աչքի ընկնում իր բարդ արժեթղթավորման շուկայով: Ճապոնիայի հետ միասին, Հյուսիսային Կորեան և Սինգապուրը միասին ընդգրկում են Ասիայի արժեթղթավորման շուկայի ավելի քան 90%-ը:

Արժեթղթավորումը՝ որպես ֆինանսական միջոցների ներգրավման այլընտրանքային աղբյուր, դեռևս սահմանափակ տարածում ունի և նույնիսկ ընդհանրապես գոյություն չունի մի շարք զարգացած և անցումային տնտեսությամբ երկրներում: Օրինակ, մի շարք եվրոպական երկրներում այն վերջերս է կիրառվել՝ ակտիվների սահմանափակության պատճառով: Անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներին բնորոշ են բանկային կենտրոնացվածությունը, թույլ զարգացած կապիտալի և արժեթղթերի շուկաները: Այստեղ, իրական մրցակցության բացակայության պայմաններում բանկերն են հանդիսանում բոլոր տեսակի վարկերի սկզբնավորողները: Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր կապիտալի շուկաները կամ թույլ զարգացած են, կամ էլ ընդհանրապես բացակայում են: Կազմակերպությունները, որոնք ներգրավում են արտաքին ֆինանսական միջոցներ բախվում են թույլ բանկային համակարգի և ոչ իրացվելի կապիտալի շուկայի հետ կապված խնդիրներին: Իսկ այն բանկերը, որոնց մոտ վատորակ վարկերի տեսակարար կշիռը մեծ է, սովորաբար ոչ մի դեր չեն կարող խաղալ անշարժ գույքի շուկայում: Եվ այդ վարկերի ապահովվածություն հանդիսացող ակտիվների արժեքների անկման պարագայում բանկերը կանգնում են իրացվելիության խնդրի առջև: Այսպիսով, կարելի է եզրակացնել, որ անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում առկա կառուցվածքային խնդիրները պահանջում են հետևողական և արդյունավետ միջոցառումներ՝ ուղղված ֆինանսական համակարգի կայունացմանն ու ուժեղացմանը¹²²:

Այսպիսով, ելնելով ստեղծված իրավիճակից հարց է ծագում, արդյո՞ք անցումային տնտեսություն ունեցող երկրները պատրաստ են կիրառել ֆինանսական միջոցների ներգրավման առավել զարգացած այնպիսի մեթոդ, ինչպիսին է արժեթղթավորումը: Չնայած կարող է զարմանալի թվալ, թեև անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներին բնորոշ վերոնշյալ անբարենպաստ միջավայրի առկայությունը արժեթղթավորման համար կատարյալ նախապայման է հանդիսանում¹²³: Տրամաբանությունը կայանում է

¹²²Աղբյուրը Henderson J., “Asset securitization: current techniques and emerging market applications”, Euromoney Books, 2003, pp. 77-80.

¹²³Աղբյուրը Henderson J., “Asset securitization: current techniques and emerging market applications”, Euromoney Books, 2003, p. 81.

նրանում, որ արժեթղթավորման ժամանակ կառուցվածքային խնդիրների առկայության պարագայում բանկային կենտրոնացվածությունը թուլանում է և ծախսերի արդյունավետությունը բարձրանում: Արժեթղթավորումը մեծացնում է նաև բանկերի՝ որպես նախաձեռնողների հնարավորությունները: Այն արդյունավետ մեթոդ է բանկային համակարգում լրացուցիչ իրացվելիություն ստեղծելու տեսանկյունից: Արժեթղթավորման լրացուցիչ օգուտներից են նաև ռիսկերի և կապիտալի պահանջի նվազեցումը: Ներդրողներն էլ իրենց հերթին հնարավորություն կունենան ներդրումներ կատարելու տարբեր ռիսկայնության և տարբեր իրացվելիություն ապահովող ֆինանսական գործիքներում: Իսկ ակտիվների փուլավորումը (pooling) մեծացնում է շուկան և օգնում ներգրավել ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին աղբյուրներից ֆինանսական միջոցներ: Անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում սկզբնական շրջանում նպատակահարմար է թողարկել իրական արժեթղթեր, որոնց դիմաց կատարվող վճարումները կիրականացվեն՝ հիմնվելով պարտքային պարտատոմսի հիմքում ընկած ակտիվի մայր գումարի մարումների և դրա դիմաց կատարվող վճարումների ժամանակացույցին համապատասխան, իսկ այնուհետև սինթետիկ արժեթղթեր, որտեղ տարանջատվում են տարբեր ռիսկայնության պարտատոմսեր՝ ըստ տարբեր կապիտալ հոսքերի: Հետագայում շուկայի մեծացման և արժեթղթավորման բնագավառում ներդրողների տեղեկացվածության աճին զուգընթաց կարելի թողարկել նաև սինթետիկ արժեթղթեր:

Արժեթղթավորումը ԱՄՆ-ում բավականին հաջողություն ունեցավ՝ ապահովեց լրացուցիչ իրացվելիություն և ստեղծեց տարբեր ֆինանսական նոր գործիքներ: Չնայած ԱՄՆ-ում ունեցած հաջողություններին, արժեթղթավորումը մյուս երկրներում իրականացվեց սպասվածից դանդաղ: Եվ դա բացատրվում էր մի շարք գործոններով. ինստիտուցիոնալ կառուցվածքով, սպառող-փոխառու և ներդրողների վարքագծերով, օրենսդրական դաշտով, կենտրոնական բանկերի ներգրավվածության աստիճանով և բանկային համակարգի տրամադրվածությամբ:

Սակայն նմանատիպ երկրներում մի կողմից ոչ բավարար ֆինանսական միջոցների առկայությունը, իսկ մյուս կողմից բնակարանային պայմանների բարելավման անհրաժեշտությունը և բնակելիների նկատմամբ մեծ պահանջարկը օբյեկտիվ հիմքեր են ստեղծում արժեթղթավորման համակարգի շուտափույթ ներդրման համար: Արժեթղթավորումը գրավիչ է շուկայի բոլոր մասնակիցների համար. և՛

լավորակ ակտիվներ ունեցող առողջ կազմակերպությունների համար, որոնք ուզում են ֆինանսավորել արտահաշվեկշռային ակտիվները, և՛ վատորակ ակտիվներ ունեցող վատառողջ կազմակերպությունների համար: Սկզբնավորողները շահում են ակտիվների վաճառքից, իսկ ներդրողները՝ բարձր եկամտաբերությամբ արժեթղթերից, իրացվելիությունից և դիվերսիֆիկացիայից¹²⁴:

Արժեթղթավորման համակարգի ներդրման հետագա հաջողությունները մեծապես կախված են առաջարկվող նոր ֆինանսական գործիքի նկատմամբ պահանջարկից: Եվ անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում կարևորվում է շահել ներդրողների վստահությունը՝ իրականացնելով կառուցվածքային բարեփոխումներ կապիտալի շուկայի զարգացման նպատակով: Արժեթղթավորման համակարգի արդյունավետ գործունեության համար անհրաժեշտ են. կենսունակ բանկային համակարգ, ուժեղ օրենսդրական դաշտ, համեմատաբար բարձրորակ ակտիվներ, իրացվելի սվոփ շուկա, կայուն ազգային արժույթ, բարենպաստ հարկային դաշտ, վստահելի վարկանշավորում, հավաքական ուժեղ պետական մեխանիզմներ և ինստիտուցիոնալ ներդրողներ¹²⁵:

Ֆինանսական շուկաների էվոլյուցիան և զարգացումը ամբողջ աշխարհում կենտրոնացել է արժեթղթերի կենտրոնացվածություն ունեցող և բանկային կենտրոնացվածություն ունեցող ֆինանսական շուկաների շուրջ¹²⁶: Արժեթղթերի կենտրոնացվածություն ունեցող համակարգ ունի ԱՄՆ-ն, որին հատուկ է ուժեղ ինստիտուցիոնալ կառուցվածքը և միմյանցից անկախ ֆինանսական կազմակերպությունների առկայությունը. կենսաթոշակային և վենչուրային հիմնադրամներ, ապահովագրական կազմակերպություններ և փոքր բանկեր: Իսկ բանկային կենտրոնացվածություն ունեցող այնպիսի երկրներում ինչպիսիք Գերմանիան և Ճապոնիան՝ գլխավորվում են բանկերով և թույլ ինստիտուցիոնալ կառուցվածքով: Անցումային տնտեսությամբ երկրներում ևս ֆինանսական շուկան ունի բանկային կենտրոնացվածություն: Միջազգային փորձը ցույց է տվել բանկային կենտրոնացվածություն ունեցող ֆինանսական շուկաների սահմանափակությունը,

¹²⁴Աղբյուրը Henderson J., "Asset securitization: current techniques and emerging market applications", Euromoney Books, 2003, pp. 85-95.

¹²⁵Աղբյուրը՝ Renaud B. M., "Mortgage finance in emerging markets: Constraints on Feasible Development Paths", Lusk Research Seminar, University of Southern California, 12 November 2004, pp. 8-37.

¹²⁶Աղբյուրը՝ Black B. and Gilson R., "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets," Journal of Financial Economics, 1998, pp. 243-277.

ուստի այսօր առավել արդիական է համարվում անցումը բանկային կենտրոնացվածությունից արժեթղթերի կենտրոնացվածություն ունեցող ֆինանսական շուկաների: Անցումային տնտեսություններին հատուկ են խիստ թույլ զարգացած կապիտալի շուկայի առկայությունը և իրացվելիության խնդիրները: Վերոնշյալ երկրներում առաջնային շուկայի զարգացումը ևս եղել է մարտահրավեր, քանի որ դրա ձևավորումը չի բխել կառուցվածքային խնդիրների լուծման և ինստիտուցիոնալ ենթակառուցվածքների ձևավորման պահանջներից: Թույլ առաջնային շուկան բացասաբար է ազդում երկրորդային շուկայի գործունեության վրա, ինչպես նաև կանխում է կազմակերպությունների կողմից կապիտալի լրացուցիչ աճը: Ներդրողները կորցնում են իրենց հետաքրքրությունը և փորձում են ներդրումներ իրականացնել բանկերի ավանդներում և այլ ֆիքսված եկամուտ ապահովող ակտիվներում: Եվ այս պայմաններում ուղղակիորեն անհնար է զարգացնել ներքին ներդրողների այնպիսի խումբ, որոնց կհետաքրքրի արժեթղթավորման արդյունքում թողարկված պարտատոմսերը:

Այսպիսով՝ կարող ենք եզրակացնել, որ արժեթղթավորման համակարգի ներդրումը անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում չի կարող հաջողության հասնել, քանի դեռ լուծում չեն ստացել այնպիսի խնդիրներ ինչպիսիք են բանկային համակարգի, պարտքային և կապիտալի շուկաների հետ կապված խնդիրները¹²⁷: Սակայն հաջորդական քայլերի շնորհիվ, որոնք ներկայացված են ստորև, կարելի ստեղծել արժեթղթավորման համակարգի ներդրման համար անհրաժեշտ միջավայր.

- պետական արժեթղթերի շուկայի զարգացում - կբարելավվի գնանշման և վաճառքի հետ կապված ունակությունները՝ վարկային ռիսկի բացակայության պարագայում,
- մասնավոր պարտատոմսերի շուկայի զարգացում- թույլ կտա ֆինանսավորել երկարաժամկետ ներդրումային ծրագրեր: Երկուստեք և՛ թողարկողները, և՛ ներդրողները պետք է կրթվեն և անհրաժեշտության դեպքում կարողանան նախապատվություն տալ կա՛մ ֆիքսված, կա՛մ լողացող տոկոսադրույքով արժեթղթերին,

¹²⁷ Աղբյուրը՝ Office of Policy Development and Research, “Mortgage Securitization – Lessons for Emerging Markets”, U.S. Department of Housing and Urban Development, Prerered by Integrated Financial Engineering, Inc. July 2007, pp. 29-53, <https://livinglies.files.wordpress.com/2008/09/hud-doc-mortgage-securitization-lessons-for-emerging-markets.pdf>.

- տարբեր տեսակի ֆինանսական գործիքների առկայություն (տարբեր դասերի և տարբեր ռիսկայնության արժեթղթեր),

- անհրաժեշտ է զարգացնել ռիսկերի կառավարման մեխանիզմներ - տարբեր ֆինանսական գործիքների (այդ թվում ածանցյալ) առկայությունը կրճատում է ռիսկերը: Օրինակ, բանկը կարող է վարկային ռիսկը փոխարինել շուկայական ռիսկով՝ կնքելով տոկոսադրույքի սվոփ, կամ մեղմացնել երկուստեք՝ կնքելով օպցիոն,

- միջազգային լավագույն փորձի վրա հիմնված, արդյունավետ, անկախ և վստահելի վարկանշային գործակալությունների հիմնում-արժեթղթավորման արդյունքում թողարկված պարտատոմսերի շրջանառելիությունը մեծապես կախված է վարկանշային գործակալությունների կողմից տրամադրած վարկանիշից,

- ինստիտուցիոնալ ներդրողների առկայության ապահովում- որոնք հիմնականում կհանդիսանան արժեթղթավորման արդյունքում թողարկված պարտատոմսերի գնորդները,

- հաշվապահական, հաշվետվելիության և հրապարակայնության ստանդարտների կիրառում,

- արժեթղթավորման համար անհրաժեշտ օրենսդրական դաշտի ապահովում,

- բնակարանային ապահովվածության ծրագրի իրականացում-արժեթղթավորման պարագայում անհրաժեշտ է խթանել և՛ առաջարկ, և՛ պահանջարկ:

Ամփոփելով՝ հստակ կարելի է նշել, որ աստիճանաբար արժեթղթավորման գործընթացը կարևոր գործիք է դարձել ամբողջ աշխարհում ֆինանսական համակարգի զարգացման և դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համար, որը անխուսափելիորեն իր ազդեցությունն է ունեցել կայուն տնտեսական աճի ապահովման համար:

2.3 Արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդել

Արժեթղթավորումը ենթադրում է տնտեսությունում համապատասխան ֆինանսական ենթակառուցվածքների առկայություն, որն անհրաժեշտ է արժեթղթավորման գործընթացն ապահովող բարդ գործարքների կնքման համար: Ֆինանսական համապատասխան միջավայրի և իրական հատվածի

փոխազդեցությունները, և այդ համատեքստում արժեթղթավորման գործընթացը բնութագրելու համար ստորև ներկայացնում ենք նոր, ընդհանուր հավասարակշռության մոդել, որտեղ առկա են տնտեսության հիմնական ներկայացուցչական գործակալները՝ տնային տնտեսությունները, բանկերը, կազմակերպությունները և արժեթղթավորող կազմակերպությունը: Ինչպես նշվեց, տնտեսության մասնակիցները ներկայացված են իրենց ներկայացուցչական միավորներով, որը ենթադրում է յուրաքանչյուր դասի ներսում այդ մասնակիցների բավարար չափով համասեռություն:

Ստորև ներկայացնում ենք մոդելի հիմնական բաղադրատարրերը՝ ըստ գործակալների տիպի:

Տնային տնտեսություններ: Մոդելավորվել է հաջորդական սերունդների մոդել (Overlapping generation model)¹²⁸, որտեղ յուրաքանչյուր սերունդ ապրում է երկու ժամանակահատված: Տնային տնտեսությունը ներկայացված է մեկ անհատով (սերունդ), որն աշխատում է առաջին ժամանակահատվածում, իսկ երկրորդում ամբողջությամբ սպառում է իր իսկ խնայողությունները¹²⁹: Մոդելում ժառանգության փոխանցման մեխանիզմ չի ենթադրվում, որից անհրաժեշտաբար բխում է, որ արտադրության համար անհրաժեշտ ֆիզիկական կապիտալը գոյանում է տարեց (երկրորդ ժամանակահատված) անհատների խնայողություններից: Քանի որ անհատներն աշխատում են միայն երիտասարդ տարիքում, արտադրությունում ներգրավված աշխատուժը պատկանում է երիտասարդներին: Վերոնշյալից հետևում է, որ ժամանակի ցանկացած պահին սերունդների երկու տիպերի միջև առկա է փոխազդեցություն արտադրության գործընթացի միջոցով: Եթե նշանակենք $c_{1,t}$ -ով աշխատողի սպառման ծավալը, երբ նա երիտասարդ է, իսկ $c_{2,t+1}$ -ով սպառման այն ծավալը, երբ նա տարեց է, ապա ժամանակի t պահին ծնված անհատը մաքսիմալացնում է հետևյալ օգտակարության ֆունկցիան.

$$U_t = u(c_{1,t}) + \beta u(c_{2,t+1}), \quad \text{կամ} \quad \max_{c_{1,t}, c_{2,t}} \log(c_{1,t}) + \beta \log(c_{2,t+1}) \quad (1)$$

որտեղ β -ն դիսկոնտի գործակիցն է և փոքր է մեկից:

¹²⁸ Աղբյուրը՝ Romer D., “Advanced Macroeconomics”, 4th ed, McGraw-Hil, University of California, Berkeley, pp. 49-93, http://yuhangdong.weebly.com/uploads/1/8/5/8/18583500/macro_-_advanced_macro_economics_4_romer_2011.pdf.

¹²⁹ Աղբյուրը՝ Blanchard O.J., Fischer S., “Lectures on Macroeconomics”, Cambridge, MIT press, 1989, Chapter 3, <http://home.ufam.edu.br/andersonlfc/Macro/Livro%20Macro%20Pos-Graduacao.pdf>.

Սպառումը և, հետևաբար խնայողությունները անկախ են տոկոսադրույքից, որը հետևանք է այն բանի, որ փոխարինման և հարստության էֆեկտները իրար զրոյացնում են:

Անհատը, որը ծնվել է առանց որևէ կապիտալի կամ արժեթղթերի, երիտասարդ տարիքում աշխատում է՝ վաստակելով w_t -աշխատավարձ (ընդ որում աշխատուժի շուկան ոչ էլաստիկ է) և նա կամ սպառում է, կամ էլ խնայում: Նրա բյուջետային սահմանափակումը առաջին ժամանակահատվածում կլինի.

$$c_{1,t} + B_{t+1} + D_{t+1} \leq w_t \quad (2)$$

Տնային տնտեսության համար խնայողության, կամ որ նույնն է, ներդրումային գործիքները երկուսն են. ա) ներդրումներ արժեթղթավորողի կողմից թողարկված պարտատոմսերում և բ) բանկային ավանդներում:

Երբ անհատը ծեր է՝ կենսաթոշակային տարիքում, ապրում է իր կապիտալից կամ արժեթղթերից ստացված եկամտի հաշվին: Բյուջետային սահմանափակումը երկրորդ ժամանակահատվածում կարտահայտվի.

$$c_{2,t+1} \leq R_{t+1}^b B_{t+1} + R_{t+1}^d D_{t+1} \quad (3)$$

որտեղ առաջին բաղադրիչը վերաբերում է պարտատոմսերին, իսկ երկրորդը՝ ավանդներին: R_{t+1}^b , R_{t+1}^d -ը միավոր ներդրումային գործիքի դիմաց ստացվող տոկոսավճարն է (մայր գումարի հետ միասին):

Այժմ, եթե քննարկենք անհատի ներդրումային պայուսակի ձևավորման հարցը, ապա պարզ է դառնում, որ նա իր միջոցները ամբողջությամբ կներդնի այն ներդրումային գործիքում, որի տոկոսադրույքը բարձր է: Հաշվի առնելով արտադրական ֆունկցիայի տեսքը՝ ընդհանուր հավասարակշռության միջավայրում երկու ներդրումային գործիքներն էլ գործի են դրվում, որի արդյունքում տոկոսադրույքները հավասարվում են, և անհատի ներդրումային պայուսակի կառուցվածքը հայտնի է դառնում: Նման արդյունքի պայմաններում է, որ հնարավորություն ենք ունենում (3)-ի փոխարեն գրել (4)-ը:

$$c_{2,t+1} \leq R_{t+1} S_{t+1}, \quad (4)$$

S_{t+1} -ը խնայողություններն են, որոնք վերաժվում են ներդրումների:

Անհատի խնդրի լուծման արդյունքում ստանում ենք հետևյալ արտահայտությունը.

$$\begin{cases} B_{t+1} + D_{t+1} = \frac{\beta}{(1+\beta)} w_t \end{cases} \quad (5)$$

$$c_{2,t+1} = \frac{\beta}{(1+\beta)} w_t R_{t+1} \quad (6)$$

Որպես ներդրումային պորտֆելի օպտիմալության պայման, ունենք նաև տոկոսադրույքների հավասարության պայմանը, համաձայն որի պարտատոմսերի տոկոսադրույքը հավասարվում է ավանդների տոկոսադրույքներին:

$$R_{t+1}^b = R_{t+1}^d \quad (7)$$

Բանկեր: Բանկերը ներգրավում են ավանդներ, սպասարկում են ավանդատուներին և ձևավորում են վարկային փաթեթներ¹³⁰: Վարկային փաթեթների մի մասը տնօրինվում է բանկի կողմից և, հետևաբար մնում է բանկի հաշվեկշռում, իսկ մյուս մասը վաճառվում է արժեթղթավորող կազմակերպությանը: Ենթադրվում է, որ միայն կարժեթղթավորվեն այն վարկերը, որոնք կբավարարեն որոշակի նվազագույն որակական չափորոշիչների: Բանկերը կրում են ծախսեր՝ պայմանավորված ավանդների նկատմամբ ստոխաստիկ պահանջարկով և վարկերի արտադրության գործընթացով¹³¹:

Այսպես, ենթադրենք K -ն բանկի կապիտալն է, D -ն՝ ավանդները և CR_b -ն՝ վարկերն են բանկի հաշվեկշռում, CR_h -ն՝ արժեթղթավորված վարկերն են, CR -ը վարկավորման ընդհանուր ծավալն է ($CR_b + CR_h = CR$), r -ը՝ վարկի տոկոսադրույքը, r_K -ն՝ կապիտալի ձեռքբերման գինն է, իսկ R_b^{CR} -ն և R_{seq}^{CR} -ն համապատասխանաբար, չարժեթղթավորված և արժեթղթավորված վարկերի տոկոսադրույքը:

Բանկի հաշվեկշիռը կարելի է գրել (8) բանաձևով:

$$(CR_b + CR_h) + R = K + RE + D \quad (8), \text{ որտեղ } R \text{ -ն ռեզերվներն է,}$$

RE -ն՝ արտաքին աղբյուրներից ներգրավված միջոցներն են՝ r_m տոկոսադրույքով: Պահուստավորումը որոշվում է $R \geq \rho_D D$, որտեղ՝ ρ_D -ն պարտադիր պահուստավորման դրույքն է:

Բանաձև (8)-ից կարելի գրել (9)-ը, եթե ընդունենք որ բանկերը չունեն ավելցուկային իրացվելիություն:

$$RE = (CR_b + CR_h) - (1 - \rho_D) D - K \quad (9)$$

Ջուտ բանկի շահույթը կարտահայտվի (10) բանաձևով:

¹³⁰ Աղբյուրը՝ Ducos Ph., “The macroeconomic implications of securitization-a French point of view”, IFR publishing Ltd, 1993, pp. 241-264.

¹³¹ Աղբյուրը՝ Freixas X. & Rochet J.-C., “Microeconomics of Banking”, Second Edition, Massachusetts Institute of Technology, London, 2008. pp. 171-185.

$$NBI = r (CR_b + CR_h) - R^d D - r_m (CR_b + CR_h - (1 - \rho_D) D - K) - r_K K - C(CR_b, CR_h, R) \quad (10)$$

որտեղ՝

$$C(CR_b, CR_h, R) \text{-ն բանկի ծախսերն են, որն ունի հետևյալ ֆունկցիոնալ տեսքը}$$

$$C(CR_b, CR_h, R) = 0,5c_b CR_b^2 + 0,5c_h CR_h^2 + L(R) \quad (11)$$

Ժամանակի յուրաքանչյուր պահին տնային տնտեսությունները կարող են պահանջել բանկերից X քանակությամբ ավանդներ, և բանկերի համար հայտնի է միայն պահանջվող X քանակության ավանդի $f(X)$ բաշխումը. $X \sim N(\mu, \sigma_x^2)$: Այդ դեպքում անհատների՝ իրացվելի ակտիվների նկատմամբ պահանջը, որը բանկի համար դառնում է իրացվելիության ծախս, որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$L(R) = \int_R^\infty \rho(X - R) f(X) dX \quad (12),$$

որտեղ ρ -ն արտացոլում է բանկի ծախսը $(X - R)$ տարբերությունը ձեռք բերելու համար և այն սովորաբար ավելի բարձր է քան վարկավորման տոկոսադրույքը, իսկ R -ն այդ ժամանակահատվածում ձևավորած բանկի պահուստներն են: Ունենալով X -ը, որպես պահանջվող ավանդների տատանողականություն, բանկը ոչ իրացվելի է, եթե $X > R$: Մի կողմից որքան բարձր է պահուստների մակարդակը, այնքան բանկի ծախսերը կրճատվում են, իսկ մյուս կողմից պահուստների ավելցուկը ընկալվում է որպես ծախս, քանի որ այն կարելի է ուղղել վարկավորմանը և դրա դիմաց ստանալ տոկոսավճարներ:

Ավանդների շուկան մրցակցային է: Մրցակցային է նաև արժեթղթավորման շուկան, որն ինչ-որտեղ մոտարկում է այն առումով, որ բանկերը առավել տեղեկացված են վարկերի ռիսկայնության մասին, իսկ արժեթղթավորողները վարկային փաթեթների ձեռք բերման վերաբերյալ իրենք են որոշումներ կայացնում: Բանկը մաքսիմալացնում է իր գործունեության ընթացքում ստացված շահույթը, որը կարտահայտվի 13 բանաձևի մրջոցով:

$$\max_{CR_b, CR_h, D, R, K} \pi = R_b^{CR}(CR) CR_b + R_{seq}^{CR}(CR) CR_h - R^d D - r_K K - C(CR_b, CR_h, R) \quad (13)$$

հետևյալ սահմանափակումներով.

$$\begin{cases} L(R) = \int_R^\infty \rho(X - R) f(X) d(X) & (14) \\ C(CR_b, CR_h, R) = 0,5c_b CR_b^2 + 0,5c_h CR_h^2 + L(R) & (15) \\ R + CR_h + CR_b = K + D & (16) \end{cases}$$

Բանկի համար իրացվելիությամբ պայմանավորված սահմանային ծախսը որոշվում է հետևյալ կերպ.

$$\frac{dCR(R)}{dR} = -\rho(1 - F(R)) \quad (17)$$

Բանկի կողմից վարկային պայուսակի (ուղղակի վարկավորում և արժեթղթավորված վարկերի հանրագումար) օպտիմալ կառուցվածքը կախված է տնտեսական գործակալների վարքագիծը և արտադրական տեխնոլոգիաները սահմանող պարամետրերից: Մասնավորապես, իրացվելի ակտիվների նկատմամբ ստոխաստիկ պահանջի առավել մեծ դիսպերսիան հանգեցնում է այդ պահանջով պայմանավորված բանկի ծախսերի աճին, որը, այլ հավասար պայմաններում, բանկին խթանում է վարկային պայուսակում առավել մեծ կշիռ տալ արժեթղթավորմանը: Պարտադիր պահուստավորման դրույքի խնդիրը կարելի է ներմուծել ուղղակիորեն ավանդների մեծության նկատմամբ գործակցի միջոցով, իսկ ավելցուկային պահուստների ձևավորման անհրաժեշտություն ըստ էության չկա: Փաստացիորեն, կարող է պարզվել որ ավելցուկային պահուստներ են գոյացել, բայց դրանք կուտակվել են ավանդների սպասվածից քիչ հետ վերադարձի պահանջի արդյունքում:

Ձեռնարկություններ: Արտադրության հատվածը ներկայացված է ներկայացուցչական ձեռնարկության միջոցով, որը ներգրավվում է միջոցներ բանկային վարկերի տեսքով: Ձեռնարկությունն արտադրում է համասեռ արտադրանք, որի գինը նորմալացված է մեկի¹³², և որը կարելի օգտագործել որպես ներդրումային ապրանք առանց ծախսումների¹³³: Արտադրության համար ձեռնարկությունն օգտագործում է նաև աշխատուժ, և արտադրական ֆունկցիան ունի Կոբբ-Դուգլասի տեսքը, որը ենթադրում է կայուն հատույց մասշտաբից և զրոյական շահույթ, եթե ռեսուրսների գները տրված են¹³⁴: Մոդելում ձեռնարկությունները կատարյալ մրցակցության մեջ են ինչպես

¹³² Ասվածը ավելի պարզ լինելու համար դիտարկենք խնձորների և բանանների բարտերային փոխանակումը, երբ 1 միավոր բանանի գինը պետք է արտահայտվի խնձորների միջոցով: Այս դեպքում այն ապրանքը որը ծառայում է որպես այլ ապրանքների արժեքի չափման միավոր հանդիսանում է “numeraire” ապրանք, որի գինը նորմալացված է մեկի (Mas-Colell A., “The Theory of General Economic Equilibrium”, Econometric Society Monographs, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1985):

¹³³ Աղբյուրը՝ Stiglitz J.E., Sabford J.G “Information and Competitive Price systems”, The American economic Review, Volume 66, Issue 2, Papers and Proceedings of the Eighty-eight Annual Meeting of the American Economic Association, 1976, pp. 246-253.

¹³⁴ Աղբյուրը՝ Romer D., “Advanced Macroeconomics”, 4th ed, McGraw-Hil, University of California, Berkeley, p.51, http://yuhangdong.weebly.com/uploads/1/8/5/8/18583500/macro_-_advanced_macro_economics_4_romer_2011.pdf.

արտադրության գործոնների, այնպես վերջնական սպառման ենթակա ապրանքների շուկաներում:

Ձեռնարկատիրական գործունեությունը ռիսկային է, այն ρ հավանականությամբ հաջողակ է, և $(1 - \rho)$ հավանականությամբ ֆիրման ենթակա է դեֆոլտի: Բանկը ձեռնարկությանը ենթարկում է մոնիտորինգի դեֆոլտի դեպքում, և մոնիտորինգի արդյունքում բանկը կարողանում է ձեռք բերել ձեռնարկության կապիտալի միայն g մասը: Մոնիտորինգին ուղղված ծախսերը կազմում է ընկերության արտադրանքի s մասը, և արդյունքում ձեռնարկության արտադրանքի սպասվող ծավալը կլինի

$$\pi = \gamma(CR_b + CR_h + K^{eq})^\alpha (A_n N)^{1-\alpha}, \quad (18) \text{ որտեղ}$$

$$\gamma \equiv (p + (1 - p)sg) \quad (19)$$

π -ը համախառն թողարկումն է, N -ը՝ զբաղվածությունը, A_n -ը՝ տեխնոլոգիական առաջընթացն է, K^{eq} -ն՝ կապիտալը, α -ը կապիտալի մասնաբաժինը համախառն թողարկման մեջ:

Ձեռնարկության շահույթի մաքսիմալացման խնդիրը ունի հետևյալ տեսքը.

$$\max_{CR_b, CR_h, N, K^{eq}} \pi = \gamma(CR_b + CR_h + K^{eq})^\alpha (A_n N)^{1-\alpha} - R_b^{CR} CR_b - R_{seq}^{CR} CR_h - K^{eq} r^{eq} - wN \quad (20)$$

Արտադրական ֆունկցիայի Կոբ-Դուգլասի տեսքը ապահովում է խնդրի ներքին լուծում, և առաջին կարգի ածանցյալները օպտիմալ քանակությունների համար դառնում են անհրաժեշտ և բավարար.

$$R_b^{CR} = [p + (1 - p)sg]\alpha(CR_b + CR_h + K^{eq})^{\alpha-1} (A_n N)^{1-\alpha} \quad (21)$$

$$R_{seq}^{CR} = r^{eq} = [p + (1 - p)sg]\alpha(CR_b + CR_h + K^{eq})^{\alpha-1} (A_n N)^{1-\alpha} \quad (22)$$

$$w = [p + (1 - p)sg](1 - \alpha)A_n(CR_b + CR_h + K^{eq})^\alpha (A_n N)^{-\alpha} \quad (23)$$

Առաջին երկու հավասարումներից ստանում են տոկոսադրույքների հավասարության հիմնարար պայմանը և այն գործում է բոլոր ժամանակահատվածների համար.

$$R_b^{CR} = R_{seq}^{CR} = r^{eq} \equiv r \quad (24)$$

Տոկոսադրույքների հավասարությունը պայման է այն հանգամանքի, որ վարկերի երկու տեսակներն արտադրական գործընթացի մեջ մտնում են սիմետրիկ տեսքով և արտադրական ծավալների համար ներգրաված կապիտալի մեծությունն է կարևոր, և ոչ թե դրա կառուցվածքը:

Հավասարումներ (21-23) -ը իրենցից ներկայացնում են համապատասխան (ծախ մասի) փոփոխականների պահանջարկի ֆունկցիաները:

Արտադրական տեխնոլոգիան թույլ է տալիս արտադրական ծավալների անընդհատ աճ գիտատեխնիկական առաջընթացի և աշխատանքի արտադրողականության աճի հաշվին: Աշխատուժը ֆիքսված է, աշխատուժի շուկայում կատարյալ մրցակցության պայմաններում ողջ աշխատուժը ներգրավված է արտադրության մեջ և աշխատավարձի մակարդակը ուղիղ համեմատական կապի մեջ է ընկերության կապիտալի հետ. տնտեսության զարգացմանը զուգահեռ աշխատավարձերն աճում են, որը թույլ է տալիս կենսամակարդակի աճ, ինչպես նաև հաջորդ ժամանակահատվածում խնայողությունների՝ հետևաբար և կապիտալի աճ:

Արժեթղթավորողներ: Արժեթղթավորող կազմակերպության (ներկայացուցչական գործակալ) օպտիմիզացիոն խնդրին անցնելուց առաջ նշենք, որ կարևոր է արժեթղթավորողի պահանջը վարկի որակի նկատմամբ. խիստ ցածր որակի վարկերը արժեթղթավորման ենթակա չեն, և որակի հանրագումարային ցուցանիշը γ -ն է, որը որոշվում է (19) հավասարումով, որի աջ մասում եղած պարամետրերի փոփոխությունը ազդում է խնդրի լուծման վրա և ընդհանուր հավասարակշռության համատեքստում մի շարք հարցեր կարող են դիտարկվել: Մեր կողմից դիտարկվող մոդելը իրենից ներկայացնում է արժեթղթավորման երկմակարդակ համակարգ (ամերիկյան մոդել) որտեղ վարկեր սկզբնավորողը և դրանց արժեթղթավորողը իրականացվում են առանձին մասնագիտացված կառույցների կողմից՝ մեր օրինակում բանկեր և արժեթղթավորող կազմակերպություն: Այսպես, արժեթղթավորող կազմակերպությունը՝ նախապես իր իսկ կողմից սահմանված չափորոշիչներին համապատասխան գնում է ակտիվներ, այնուհետև փուլավորելով դրանք, թողարկում է պարտատոմսեր, որոնք ապահովված են ինչպես այդ ակտիվներից ստացվող ապագա դրամական հոսքերով այնպես էլ դրանց հիմքում ընկած գրավով և երաշխիքներով: Արժեթղթավորողի մաքսիմալացման խնդիրը հետևյալն է¹³⁵.

$$\max_{CR_h} R_{seq}^{CR}(CR) CR_h - R^b B \quad (25)$$

$$\text{Այստեղ գործում է նաև հետևյալ սահմանափակումը } B = CR_h (1 + R_{seq}^{CR}): \quad (26)$$

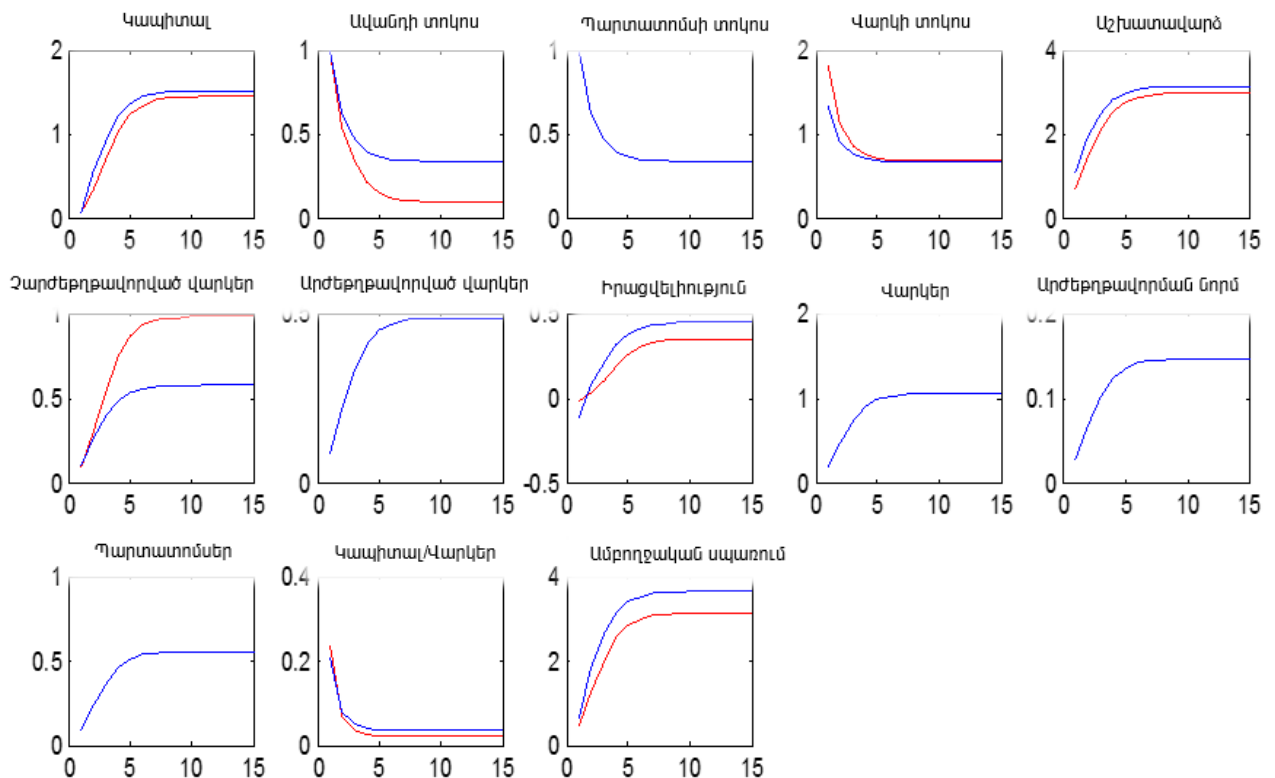
Արժեթղթավորողի օպտիմիզացիայի խնդիրը ունի ներքին լուծում,

¹³⁵ Աղբյուրը՝ Heuson A., Passmore W., Sparks R., “Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability”, December 21, 2000 pp. 2-42, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200044/200044pap.pdf>.

$$\frac{dR_{seq}^{CR}}{dCR_h} = (\alpha - 1)\alpha\gamma(CR_b + CR_h + K^{eq})^{\alpha-2}(A_n N)^{1-\alpha}CR_h + R_{seq}^{CR} \quad (27)$$

Այժմ գծանկար 19-ում դիտարկենք վերոնշյալ մոդելի արդյունքները և՛ արժեթղթավորման պարագայում, և՛ արժեթղթավորման բացակայության պայմաններում:

Գծանկար 19
Արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդելի արդյունքները



Կարմիր գծով ներկայացված է մոդելի արդյունքները, երբ արժեթղթավորում չի իրականացվում, իսկ կապույտով՝ երբ իրականացվում է արժեթղթավորում: Այսպես, եթե դիտարկենք այս երկու մոդելները համադրության մեջ, ապա վստահորեն կարող ենք ասել, որ արժեթղթավորման արդյունքում մեծանում է տնային տնտեսությունների բարեկեցության մակարդակը:

Մասնավորապես, արժեթղթավորման նորմի բարձրացմանը զուգընթաց (գծանկար 19, տող 2, սյուն 5), բանկային համակարգի ավելցուկային իրացվելիությունը աճում է (գծանկար 19, տող 2, սյուն 3)՝ ի հաշիվ երկարաժամկետ ակտիվների վաճառքի (գծանկար 19, տող 2, սյուն 2) սա մի կողմից, իսկ մյուս կողմից, քանի որ բանկը իր հաշվեկշռից դուրս է գրում ակտիվներ (գծանկար 19, տող 2, սյուն 1), ուստի իր իսկ կողմից ստանձնած ռիսկի դիմաց պահանջվող կապիտալի նվազագույն սահմանաչափը

(գծանկար 19, տող 3, սյուն 2) այս պարագայում հնարավորություն է տալիս բանկերին էլ ավելի ընդլայնելու իրենց գործունեությունը, արդյունքում վարկավորման առաջարկի մեծացումը (գծանկար 19, տող 2, սյուն 4) հանգեցնում է տոկոսադրույքների նվազման (գծանկար 19, տող 1, սյուն 4):

Արժեթղթավորող կազմակերպությունը բանկերից գնում է ակտիվներ, որոնց հիման վրա իրականացնում է պարտատոմսերի թողարկում (գծանկար 19, տող 3, սյուն 1): Եվ քանի որ ֆինանսական շուկայում հայտնվում է նոր ներդրումային գործիք, որը իր իրացվելիությամբ և ապահովվածությամբ չի զիջում ավանդային գործիքին, ուստի որոշակի ժամանակահատվածում հավասարվում են դրանց տոկոսադրույքները (գծանկար 19, տող 1, սյուն 2 և 3): Ընդ որում, արժեթղթավորող ընկերության շահույթը գոյանում է արժեթղթավորված վարկի տոկոսադրույքի և դրա հիման վրա թողարկված պարտատոմսի եկամտաբերության տարբերությունից:

Ինչ վերաբերում է կազմակերպություններին, ապա վարկավորման մատչելիության բարձրացումը և հասանելիությունը արժեթղթավորման պարագայում, հնարավորություն է տալիս վերջիններիս ընդլայնելու իրենց իսկ արտադրական գործունեությունը, որը ենթադրում է արտադրական գործոնների՝ կապիտալի (գծանկար 19, տող 1, սյուն 1) և աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկի մեծացում: Արդյունքում աճում են իրական աշխատավարձերը (գծանկար 19, տող 1, սյուն 5) և զբաղվածությունը, որը մեր կողմից նկարագրված մոդելի շրջանակներում հանգեցնում է երկու ժամանակահատվածների՝ աշխատունակ և անաշխատունակ տարիքի անհատի սպառման ծավալների (գծանկար 19, տող 3, սյուն 3) և հետևաբար դրանից ստացվող օգտակարության և բարեկեցության մակարդակի աճին: Ընդ որում, առաջին ժամանակահատվածում, երբ անհատը աշխատունակ տարիքի է սպառման ծավալների աճը ապահովվում է միայն աշխատավարձերի աճի, իսկ երկրորդ ժամանակահատվածում, երբ սպառողը կենսաթոշակային տարիքի է, սպառման ծավալների աճը արդյունք է նախորդ ժամանակահատվածում ունեցած խնայողությունների և, հետևաբար, դրանց դիմաց ստացվող տոկոսագումարների:

Այսպիսով՝ մենք ավարտեցինք արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդելի ամբողջական նկարագրությունը: Հետազոտության արդյունքում գալիս ենք այն եզրահանգման, որ միանշանակորեն հիփոթեքային երկրորդային շուկայի զարգացումը նպատակահարմար է վարկավորման

հասանելիության բարձրացման և բնակչության բարեկեցության մակարդակի բարձրացման տեսանկյունից: Այսինքն՝ հիփոթեքային առաջնային շուկայում ձևավորված տոկոսադրույքները նվազում են, իսկ հիփոթեքային վարկեր տրամադրող ֆինանսական հաստատությունների կողմից սահմանված ռիսկերի նվազագույն հարաբերակցության շեմը իջնում է, ավելանում է հիփոթեքային վարկերի առաջարկը, որի հիմնական աղբյուրն է հանդիսանում արժեթղթավորումից բխող «իրացվելիության օգուտները»¹³⁶: Սակայն արժեթղթավորման համակարգի ներդրումը և հետագա զարգացումը միայն որոշակի նախապայմանների առկայության դեպքում կտա դրական արդյունքներ: Մասնավորապես՝ առանձնահատուկ կարևորություն է ձեռք բերում ինստիտուցիոնալ բարեփոխումների իրականացումը՝ կենսաթոշակային և ապահովագրական ոլորտում մասնավոր կուտակային կենսաթոշակային հիմնադրամների, փոխադարձ հիմնադրամների ստեղծումը, պարտադիր ապահովագրական համակարգի ստեղծումը և այլն, ինչը թույլ կտա ներգրավվել երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների նոր աղբյուրներ՝ արժեթղթավորված ակտիվների երկրորդային շուկան վերաֆինանսավորելու առումով:

¹³⁶ Աղբյուրը՝ Կեսոյան Ն.Մ. «Արժեթղթավորման հեռանկարները ՀՀ ֆինանսական համակարգում»: Ատեն. տնտ. գիտ. թեկ., Երևան, 2008թ., էջ 126:

ԳԼՈՒԽ 3: ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ԼՈՒԾՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

3.1 Հիփոթեքի վարկավորման համակարգի ձևավորման հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում

Մինչև 20-րդ դարի 90-ականների բարեփոխումները շուրջ 70 տարիների ընթացքում ինչպես ողջ ԽՍՀՄ-ում, այնպես էլ Հայաստանում գոյություն չունեին հիփոթեքային վարկավորում, քանի որ բացակայում էր մասնավոր սեփականության ինստիտուտը: Բնակչության երկարաժամկետ վարկավորմամբ զբաղվում էին ԽՍՀՄ Պետբանկը, Խնայքանկը և Բնակսոցբանկը, սակայն այս վարկերն իրենց մեջ ներառում էին սուբսիդիաների տարրեր՝ այն է՝ բնութագրվում էին մարման չափազանց երկար ժամկետներով, շատ ցածր տոկոսադրույքներով և, որպես կանոն, ապահովված չէին գրավով:

Նշենք նաև, որ ի տարբերություն շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրների մեզ մոտ շինարարության (այդ թվում բնակարանային) ֆինանսավորման հիմնական աղբյուրը հանդիսանում էին բյուջետային միջոցները: Պլանային տնտեսությունից անցումը շուկայականի բերեց նրան, որ կտրուկ նվազեցին շինարարության մեջ պետական կապիտալ ներդրումների ծավալները, իսկ արտաբյուջետային աղբյուրներից միջոցների ներգրավման մեխանիզմների բացակայությունը բերեցին նրան, որ այսօր բնակչության մի ստվար զանգված բնակարանային պայմանների բարելավման կարիք ունի: Ինչպես ցույց է տալիս համաշխարհային փորձը հենց հիփոթեքային վարկավորումն է թույլ տալիս ներգրավել անհրաժեշտ միջոցներ և հանդիսանում է բնակարանային հիմնախնդիրների լուծման հիմնական միջոցը: Հենց այս պատճառով էլ հիփոթեքային վարկավորման համակարգի ձևավորումը պետք է հանդիսանա պետության բնակարանային քաղաքականության առաջնահերթ ուղղություններից մեկը:

Հայաստանի Հանրապետությունում հիփոթեքային վարկավորման շուկայի հետագա զարգացումը մեծապես պայմանավորված է, առկա հիմնախնդիրների բացահայտման և դրանց լուծման արդյունավետ ուղիների ընտրությամբ: Այս առումով, կարևորում ենք ներկայացնել հիփոթեքային վարկավորման ոլորտում առկա

իրավիճակը, որը հիմք կհանդիսանա այս ոլորտի բարելավմանն ուղղված անհրաժեշտ քայլերի հետագա մշակման համար:

Օրենսդրական դաշտ: Հիփոթեքային վարկավորման շուկայի բնականոն գործունեության համար անհրաժեշտ է համապատասխան օրենսդրական դաշտի առկայությունը: Այդ բնագավառը ներկայումս կարգավորվում է ՀՀ Քաղաքացիական և ՀՀ քաղաքացիական դատավարության օրենսգրքերով, «Գույքի նկատմամբ իրավունքների պետական գրանցման մասին», «Դատական ակտերի հարկադիր կատարման մասին», «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին», «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին», «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքներով, այլ օրենսդրական և ենթաօրենսդրական ակտերով: Այդ բնագավառը կարգավորող օրենսդրության մեջ առկա են այնպիսի մոտեցումներ, որոնք հիմնականում սահմանափակում են անհրաժեշտ ֆինանսական ինստիտուտների ստեղծմանը և խոչընդոտում են հիփոթեքային վարկավորման շուկայի հետագա զարգացմանը: Դրա օրինակներից է գրավադրված բնակարանի սեփականության ստանձնման, դրա իրացման, այդ բնակարաններից երրորդ անձանց վտարելու, վարկի երրորդ անձանց վաճառքի, իրավունքի և ապագայում ծագող իրավունքի գրավադրման խնդիրները: Բազմազան են և թանկ գրավադրված անշարժ գույքի պետական գրանցման համար կատարվող վճարները: Այդ գործընթացի տևողությունը անհիմն երկար է: Մեծ ծախսեր, երկար տևողություն և խնդիրներ են առաջացնում նաև գրավադրված անշարժ գույքը վարկատուի սեփականությանն անցնելու և երրորդ անձին վաճառելը: Մասնավորապես, սեփականության իրավունքի փոխանցման ժամանակ, գրավ հանդիսացող բնակարանի նկատմամբ օգտագործման իրավունք ունեցող անձանց իրավունքները չեն դադարեցվում՝ ստեղծելով լրացուցիչ խնդիրներ:

«Ներդրումային հիմնադրամների (ֆոնդեր) մասին» ՀՀ կառավարության որոշմամբ օտարերկրյա քաղաքացիների կամ ամբողջությամբ օտարերկրյա սեփականությամբ կազմակերպությունների ներդրումային գործունեությունը սահմանափակվում է, որը, մեր կարծիքով հակասում է օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման տրամաբանությանը:

«Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» օրենքում որպես հիփոթեքային վարկի համապատասխանության չափանիշ նշված է, որ հիփոթեքը պետք է լինի առաջնային գրավ և չի կարող հանդիսանալ հաջորդող գրավի առարկա,

որը մեր կարծիքով սահմանափակում է հիփոթեքային վարկի վերաֆինանսավորման հնարավորությունը: Միևնույն ժամանակ օրենքում նշվում է, որ հսկողը նախքան պարտատոմսերի թողարկումը հավաստագիր պետք է տա ակտիվների՝ օրենքի պահանջներին համապատասխանության և պարտավորությունների համարժեքության վերաբերյալ, մինչդեռ չի ներկայցվում հավաստագրի ձևի պահանջները:

Հիփոթեքային վարկավորման համապատասխան օրենսդրական դաշտի ապահովումն, ինչպես նաև դրա հետ սերտորեն կապված մի շարք ոլորտները կարգավորող օրենքներում անհրաժեշտ փոփոխությունների և լրացումների իրականացումը հնարավորություն կտա բարձրացնել հիփոթեքային վարկավորման գործընթացի արդյունավետությունը՝ ռիսկերի կրճատման և ներդրումային գրավչության բարձրացման ճանապարհով:

Բնակարանաշինություն: Համաձայն Ազգային վիճակագրական ծառայության տվյալների, 2000-2013թթ. ընթացքում հանրապետությունում շահագործման է հանձնվել 5494.5 հազ. քառ. մ. բնակելի տարածք, որի 58.6%-ը (3222.1 հազ. քառ. մետր) կառուցվել է բնակչության միջոցների հաշվին¹³⁷: Ընդ որում՝ վերոնշյալ ժամանակահատվածում բնակչության միջոցների հաշվին գործարկված բնակտարածքների համեմատաբար ցածր տեսակարար կշիռ արձանագրվել է 2003թ.-ին՝ 47.8% հիմնականում պայմանավորված «Լինսի» հիմնադրամի միջոցներով իրականացված բնակարանային շինարարության ծավալների աննախադեպ աճով և հետզհետեժամային տարիներին (2010-2013-ին միջինում 37.4%)՝ պայմանավորված ցածր տնտեսական ակտիվությամբ և բնակչության եկամուտների դանդաղ աճով:

Ընդհանուր առմամբ, մինչ ճգնաժամը Հայաստանի Հանրապետությունում երկնիշ տնտեսական աճի ապահովման հիմնական «շարժիչ ուժեր» հանդիսացել են շինարարության և ծառայությունների ոլորտները: Ընդ որում՝ շինարարության ճյուղում արձանագրված բարձր աճի տեմպը (2001-2008թթ. միջին աճի տեմպ՝ 25.4%) արդյունք է եղել հիմնականում հանրապետությունում անշարժ գույքի գների աճի և արտասահմանից փոխանցվող ֆինանսական միջոցների զգալի ներհոսքի:

¹³⁷ Տվյալները վերցված են ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության կողմից հրապարակվող 2000-2014թթ. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգրքեր»-ից :

Վերոնշյալ ժամանակահատվածում շինարարության ֆինանսավորման աղբյուրների կառուցվածքում ևս արձանագրվել են էական փոփոխություններ (Աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1*

**Շինարարության ծավալները, ըստ ֆինանսավորման աղբյուրների 2000-2013թթ.
(ընդամենի նկատմամբ, %)**

Ֆինանսավորման աղբյուրները	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Պետական բյուջե	18	9	5	5	7	7.7	7.4	10.1	7.3	13.1	13.4	17.2	17.7	17.7
Կազմակերպություններ	48	33	25	17	28	28.3	31.1	25	19.5	34.3	48.1	49.9	47.6	42.5
Բնակչության	18	34	43	55	58	61	59.8	61.6	69.8	31.9	20.1	15.3	20.4	28.9
Օտարերկրյա ներդրողներ	16	23	27	23	7	2.9	1.7	3.2	3.3	20.5	17.5	13.5	9.8	8.5

Աղյուսակ 1-ից ակնհայտ է դառնում, որ մինչ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը բնակչության միջոցների հաշվին իրականացվող շինարարության տեսակարար կշիռը ընդհանուր շինարարության մեջ դինամիկ աճի վարքագիծ է ունեցել, սակայն 2009թ-ին այն կտրուկ անկում է ապրել և մինչև հիմա դեռևս չի վերականգնվում: Ընդ որում, 2009թ.-ի բնակչության միջոցների հաշվին իրականացվող շինարարության ծավալների շուրջ 71% անկումը հանգեցրեց շինարարության ճյուղի շուրջ 42% անկման: Արդյունքում, 2009թ.-ին արձանագրված 14.1% տնտեսական անկման շուրջ 3/4-ը, կամ որ նույնն է 10.5 տոկոսային կետը՝ արդյունք է շինարարության ճյուղի բացասական զարգացումների:

Այնուամենայնիվ, չնայած իրականացված շինարարության ծավալների աճին, Հայաստանի Հանրապետությունում բնակարանային ֆոնդը բավականին «ծերացած» է¹³⁸, իսկ ԱՊՀ երկրների շարքում 1000 բնակչի հաշվով շահագործման հանձնված բնակելի շենքերի մակերեսի միջին չափով 2008-2011 ժամանակահատվածում Հայաստանի Հանրապետությունը (158 քառ.մ) զբաղեցնում է միջինից ցածր դիրք՝ առջևում են Բելառուսը (601 քառ.մ), Ռուսաստանը (430 քառ.մ) և Ղազախստանը (405 քառ.մ)¹³⁹:

*Տվյալները վերցված են ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության կողմից հրապարակվող 2000-2014թթ. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգրքեր»-ից:

¹³⁸Ըստ ՄԱԿ-ի փորձագետների գնահատականների՝ ՀՀ բնակչության շուրջ 40%-ը կարիք ունի բարելավելու բնակարանային պայմանները:

¹³⁹Աղբյուրը՝ Основные показатели по отдельным странам Содружества, <http://stat.gov.kz/getImage?id=ESTAT102332>.

Մյուս կողմից, հանրապետությունում բնակարանների պահանջարկի վրա դրականորեն ազդող գործոններից են նաև բնակարանային պայմանների բարելավման նպատակով հերթագրված ընտանիքները, որոնց թիվը կազմում է շուրջ 26 հզ.¹⁴⁰ և բնակչության եկամուտների շարունակական աճը (ներկայումս միջին ամսական անվանական աշխատավարձը կազմում է մոտ 171 հզ. դրամ¹⁴¹ (411 ԱՄՆ դոլար):

Այսպես, կարելի է կանխատեսել, որ անշարժ գույքի պահանջարկը կավելանա ժամանակի ընթացքում, որի մասին է վկայում նաև ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացված հարցումները¹⁴² հնարավորություններ ստեղծելով հիփոթեքային վարկավորման ոլորտի հետագա ընդլայնման ու զարգացման համար: Սա կհանգեցնի տնտեսությունում շինանյութերի արտադրության ծավալների ընդլայնմանը, շինարարության ճյուղի աճին՝ տնտեսությունում ստեղծելով նոր աշխատատեղեր:

Անշարժ գույքի շուկա: ՀՀ անկախության հռչակումից հետո Հայաստանը նախկին ԽՍՀՄ հանրապետություններից առաջինը 1991թ. ձեռնամուխ եղավ հողի սեփականաշնորհման գործընթացին, որով, փաստորեն, սկիզբ դրվեց շուկայական բարեփոխումներին ուղղված միջոցառումներին:

«Անշարժ գույքի մասին» (1996թ.) օրենքով սահմանվեց անշարժ գույք հասկացությունը՝ որպես հողը, հողին ամրակցված գույքը և դրանց նկատմամբ իրավունքները: Օրենսդրական դաշտի բարելավումը, մասնավորապես ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգիրքը, «Գույքի նկատմամբ իրավունքների պետական գրանցման մասին» ՀՀ օրենքը, ՀՀ նոր հողային օրենսգիրքը և այլն, բարենպաստ պայմաններ ստեղծեցին անշարժ գույքի շուկային ձևավորման և հետագա զարգացման համար:

Ինչպես երևում է գծանկար 20-ից, վերջին 14 տարիների ընթացքում անշարժ գույքի նկատմամբ իրականացված գործարքներից ծագող իրավունքների պետական գրանցումների քանակական աճին զուգընթաց, նկատվում է վերջինիս աճի տեմպի դանդաղում: Ընդ որում, 2001-2007թթ. ընթացքում, եթե միջին աճի ցուցանիշը կազմել է շուրջ 27%, ապա 2008-2014թթ. աճի տեմպը կտրուկ նվազել է՝ կազմելով 5% իր վրա

¹⁴⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարություն, «ՀՀ Հիփոթեքային վարկավորման շուկայի զարգացման հայեցակարգ», 2004, էջ 7:

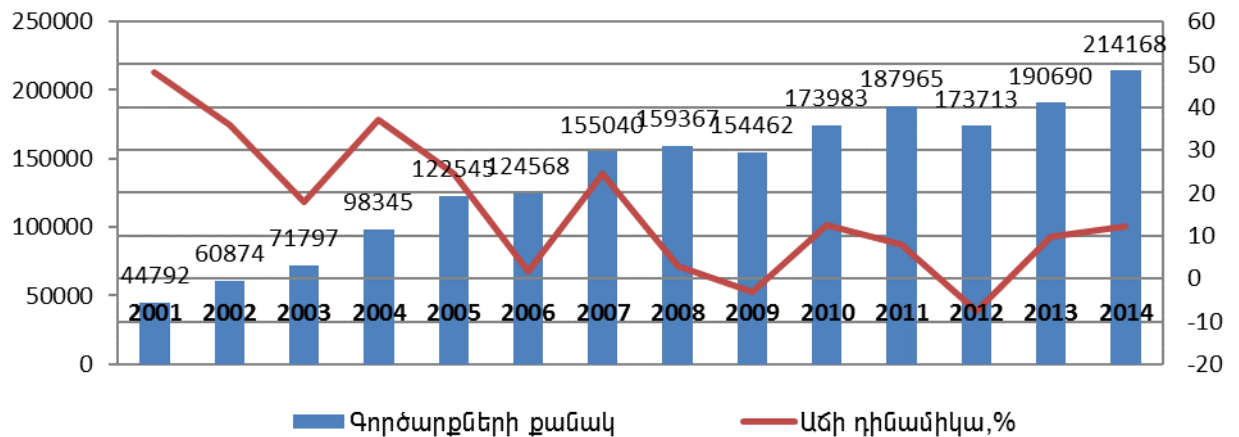
¹⁴¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, «ՀՀ Սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014թ. հունվար-դեկտեմբեր», էջ 99, http://armstat.am/file/article/sv_12_14a_142.pdf:

¹⁴² Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ կողմից 2012 թ. անցկացված «ՀՀ բանկերի և վարկային կազմակերպությունների եռամսյակային հարցման» ամփոփումներ:

կրելով համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի բացասական հետևանքները: Հարկ է նշել, որ գործարքներում առյուծի բաժինը ընկնում է Երևան քաղաքին:

Գծանկար 20

2001-2014թթ-ի կտրվածքով հանրապետությունում անշարժ գույքի նկատմամբ իրականացված գործարքներից ծագող իրավունքների պետական գրանցումների քանակական փոփոխությունները¹⁴³:



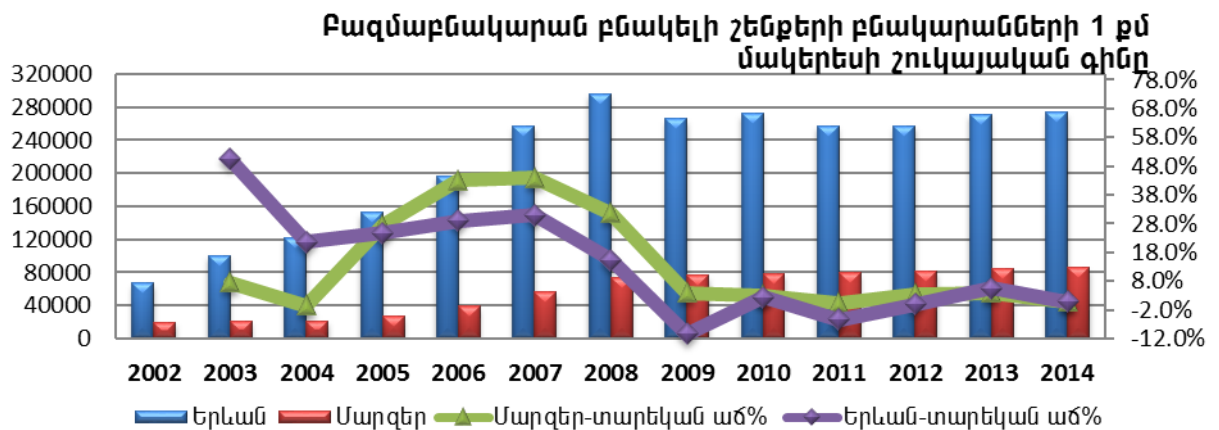
Անցած տարիների ընթացքում գործարքների թվի աճը կարելի է բացատրել մի քանի հիմնական գործոններով՝ ընդհանուր տնտեսական իրավիճակի բարելավմամբ, սոցիալ-քաղաքական իրավիճակի կայունացմամբ, տնտեսության մի շարք ճյուղերում իրականացվող տնտեսական ու քաղաքաշինական ծրագրերի, հողային բարեփոխումների ծրագրավորված և հաջորդական քայլերի իրականացմամբ, անշարժ գույքի նկատմամբ իրավունքների առաջին պետական գրանցման աշխատանքների ծավալների ընդլայնմամբ:

Հանրապետության անշարժ գույքի շուկայում իրականացված գործարքների քանակական աճմանը զուգահեռ դրական փոփոխություններ են արձանագրվել նաև անշարժ գույքի շուկայի գնային իրավիճակի բնութագրերում (գծանկար 21):

Գծանկար 21¹⁴⁴

¹⁴³ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կառավարությանն առընթեր անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտե, «ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի տարեկան վերլուծություն», 2003-2014 թթ.:

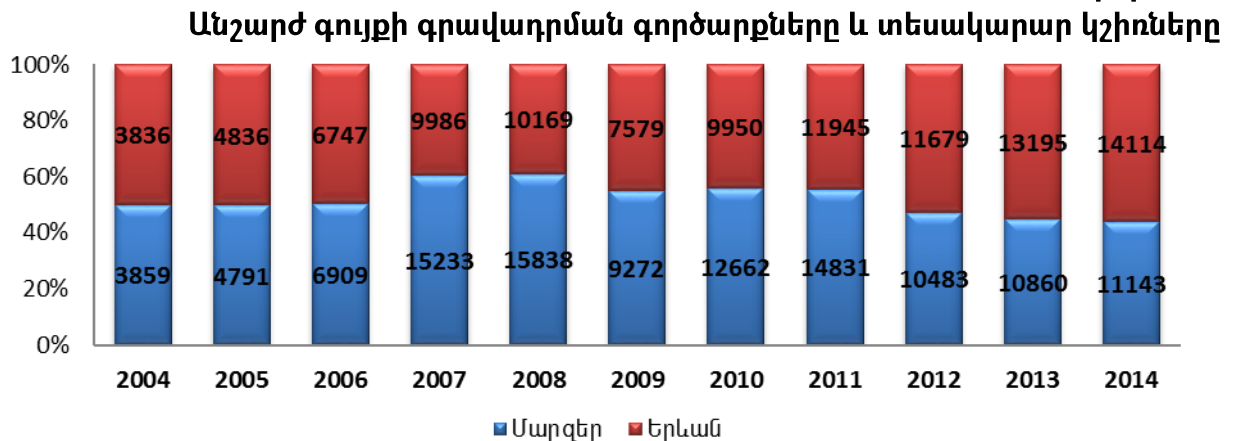
¹⁴⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կառավարությանն առընթեր անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտե, «ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի տարեկան վերլուծություն», 2003-2014 թթ.:



Այսպես, Երևանում բազմաբնակարան բնակելի շենքերի բնակարանների 1 քմ մակերեսի շուկայական միջին գնի առավել բարձր աճ արձանագրվել է 2003-ին (50.3%), մարզերում՝ 2007-ին (43.9%), իսկ այնուհետ բազայի աճի հետ զուգընթաց նկատվում է աճի տեմպի դանդաղում: Ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքով Երևանում արձանագրվեց բնակարանների միջին շուկայական գների անկում՝ 10.3%-ով, իսկ մարզերում՝ աճի տեմպի էական դանդաղում (3.9% աճ):

Գների մակարդակի նման աճը մինչև ճգնաժամը կարելի է հիմնականում բացատրել ՀՀ-ում, մասնավորապես՝ Երևան քաղաքում բնակարաններ ձեռքբերելու սփյուռքահայերի ցանկությամբ և շինարարական բիզնեսի գրավչության աճով: 2014թթ.-ին Երևանում բազմաբնակարան բնակելի շենքերի բնակարանների շուկայական միջին գները շարունակում են դեռևս ցածր մնալ դրանց նախաճգնաժամային մակարդակից շուրջ 8%-ով, և ի տարբերություն մայրաքաղաքի, մարզերում բազմաբնակարան բնակելի շենքերի բնակարանների շուկայական միջին գների աճը դրանց նախաճգնաժամային մակարդակի նկատմամբ կազմում է 16.2%՝ պայմանավորված հիփոթեքային վարկավորման պայմանների դյուրինացման և տնային տնտեսությունների եկամուտների որոշակի աճի արդյունքում պահանջարկի վերականգնմամբ:

Զգալիորեն աճել են նաև անշարժ գույքի գրավադրման դեպքերը: Եթե 2004թ.-ին իրականացվել է գրավադրման 7695 գործարք, որից 3859-ը մարզերում, ապա 2014-ին այն կազմել է 25257, որից 11143-ը կամ 44% մարզերում (գծանկար 22): Ավելին, անշարժ գույքի գրավադրման գործարքները մարզերում և Երևանում 2014թ.-ին՝ ի համեմատություն 2004թ.-ի, աճել են համապատասխանաբար 2.9 և 3.7 անգամ:



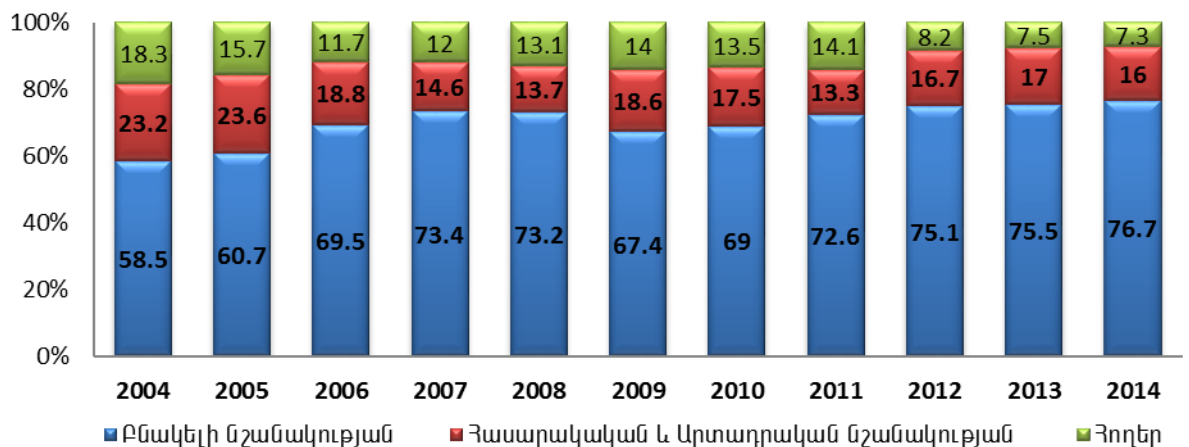
Սա վկայում է այն մասին, որ մարզերում ևս ընթանում է անշարժ գույքի արժևորման գործընթաց, և անշարժ գույքը մարզերում «կիսամեռ» կապիտալից վերածվում է «կենդանի» կապիտալի՝ ներգրավվելով գույքային շրջանառության մեջ և օգտագործվելով որպես գրավի ապահովման միջոց: Գրավադրման գործարքների ծագող իրավունքների պետական գրանցումների քանակը 2004թ.-ի համեմատ աճել է շուրջ 3.3 անգամ՝ հիմնականում պայմանավորված հիփոթեքային վարկերի աճով: Արդյունքում, գրավադրման գործարքների ծագող իրավունքների պետական գրանցումների տեսակարար կշիռը անշարժ գույքի նկատմամբ իրականացված պետական գրանցումների մեջ 2014-ին հասել է 11.8%-ի, 2004թ.-ի՝ 7.8%-ի դիմաց:

Գրավադրման գործարքներում զգալի տեսակարար կշիռ է կազմում բնակելի նշանակության օբյեկտների գրավադրումը (գծանկար 23):

¹⁴⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կառավարությանն առընթեր անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտե, «ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի տարեկան վերլուծություն», 2003-2014 թթ.:

¹⁴⁶ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կառավարությանն առընթեր անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտե, «ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի տարեկան վերլուծություն», 2003-2014 թթ.:

Անշարժ գույքի գրավադրման գործարքների տեսակարար կշիռները ըստ գույքի տեսակների

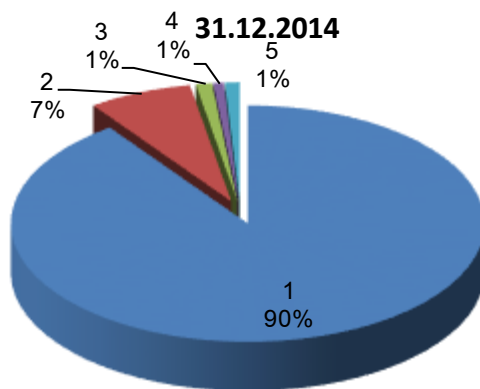


Ամփոփելով, կարող ենք եզրակացնել, որ ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկան ունի մեծ ներուժ, քանի որ այլընտրանքային ներդրումային ակտիվների բացակայության պարագայում այն գրավիչ է նաև ներդրումներ կատարելու տեսանկյունից:

Ֆինանսական միջնորդ կազմակերպություններ: Ֆինանսական ինստիտուտների (բանկեր, հիփոթեքային վարկային կազմակերպություններ, մասնավոր կենսաթոշակային հիմնադրամներ, ներդրումային հիմնադրամներ, խնայողական ընկերություններ, փոխադարձ հիմնադրամներ, արժեթղթերի վաճառքի միջնորդներ, ֆինանսական միջնորդություն այլ հաստատություններ) առկայության տեսանկյունից Հայաստանի Հանրապետությունը այսօր գտնվում է համեմատաբար ցածր մակարդակի վրա:

Ներկա փուլում որոշակի վերապահումներով կայացած կարելի է համարել առևտրային բանկերը և ապահովագրական ընկերությունները: Ինչ վերաբերվում է արժեթղթերի շուկային, ֆինանսական միջնորդ այլ ինստիտուտներին, ապա այն դեռևս գտնվում է ձևավորման փուլում: Մինչդեռ ֆինանսական շուկայում բացակայում են այնպիսի հաստատություններ, ինչպիսիք են հիփոթեքային բանկերը, մասնավոր կենսաթոշակային հիմնադրամները, խնայողական ընկերությունները, փոխադարձ հիմնադրամները և այլն, որը շուկան այսօր դարձնում է թերի՝ առաջացնելով ռիսկեր, չլուծված խնդիրներ առաջնային և երկրորդային (հիփոթեքային) շուկաների բնականոն գործունեության համար:

Այսպես, Հայաստանի բանկային համակարգին բաժին է ընկնում ֆինանսական համակարգի ակտիվների շուրջ 90%-ը¹⁴⁷, իսկ ապահովագրական ընկերությունները, արժեթղթերի շուկայի մասնակիցները, ինչպես նաև ֆինանսական համակարգի մյուս հաստատությունները բանկային համակարգի համեմատ բավականին փոքր են (գծանկար 24), և, հետևաբար ՀՀ ամբողջ ֆինանսական համակարգի գործունեության վրա չեն կարող ունենալ էական ազդեցություն:



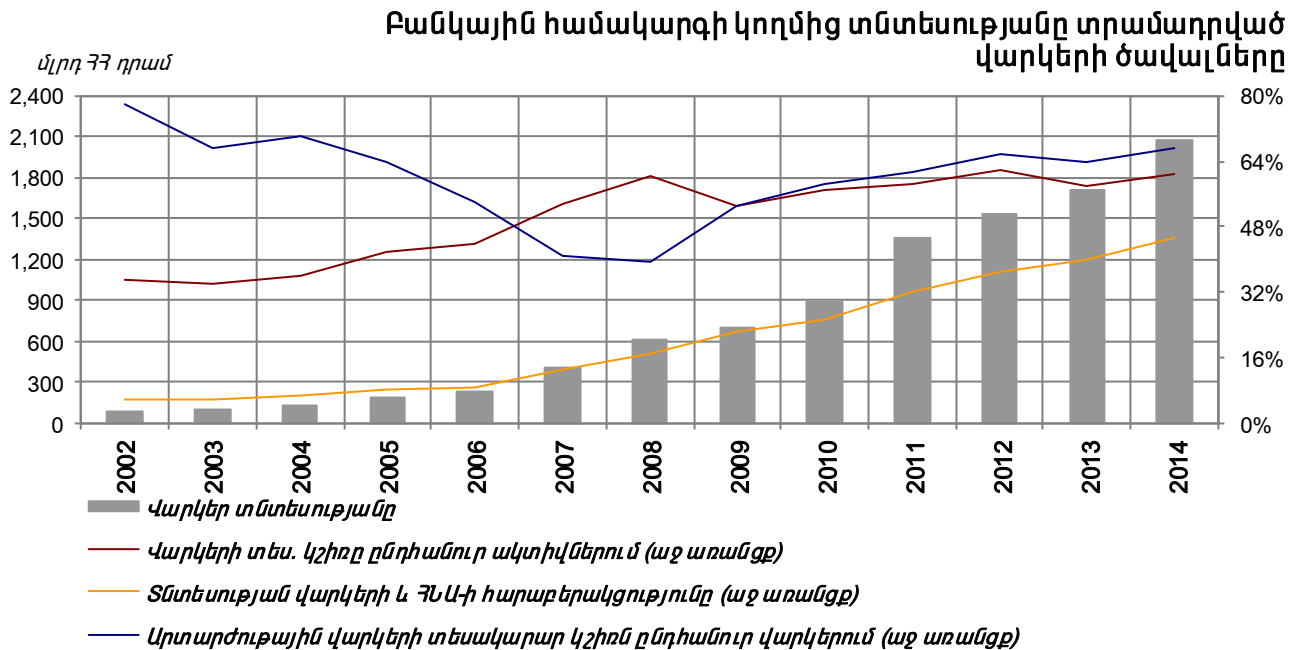
Գծանկար 24

1. Բանկեր, 2. Վարկային կազմակերպություններ, 3. Ապահովագրական ընկերություններ, 4. Ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք, 5. Այլ ֆինանսական կազմակերպություններ

Խնայողությունների մակարդակի ավելացմանը զուգընթաց մեծացել է բանկերի կողմից տնտեսությանը տրամադրված վարկավորման ծավալները:

Թեև վարկավորման աճի տեմպը փոքր-ինչ դանդաղել է ճգնաժամային (2009թ.) տարում՝ 14% աճ, այնուամենայնիվ սկսած 2010թ.-ից վերականգնվել է վարկային շուկայի ակտիվությունը՝ պայմանավորված տնտեսական վերականգման և եկամուտների կայունության որոշակի սպասումների ձևավորման արդյունքում (գծանկար 25):

¹⁴⁷ Աղբյուրը՝ ՀՀ կենտրոնական կանկ, «Ֆինանսական Կայունության հաշվետվություն», 2014թ., էջ 33, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_15.pdf:



Չնայած վարկավորման ծավալների բարձր աճերին, ֆինանսական միջնորդությունը բնութագրող ցուցանիշները դեռևս գտնվում են համեմատաբար ցածր մակարդակում՝ ի տարբերություն մի շարք զարգացած և անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների¹⁴⁹:

Ֆինանսական միջնորդությունը բնութագրող վարկեր/ ՀՆԱ, փողի զանգված/ՀՆԱ և բանկային համակարգի կողմից ներգրավված ավանդներ/ՀՆԱ հարաբերակցության ցուցանիշները 2014թ.-ին համապատասխանաբար կազմել են 45.8%, 37.4% և 35.5%¹⁵⁰ (գծանկար 26):

Ֆինանսական միջնորդության ցածր մակարդակի մասին է վկայում նաև ֆինանսական հատվածի նկատմամբ տնային տնտեսությունների ընդհանուր պարտավորությունները (պարտքի բեռում առևտրային բանկերի նկատմամբ պարտավորությունները կազմում են 87.2%), որը Արևելյան Եվրոպայի և ԱՊՀ որոշ երկրների համեմատ ցածր է (գծանկար 27¹⁵¹):

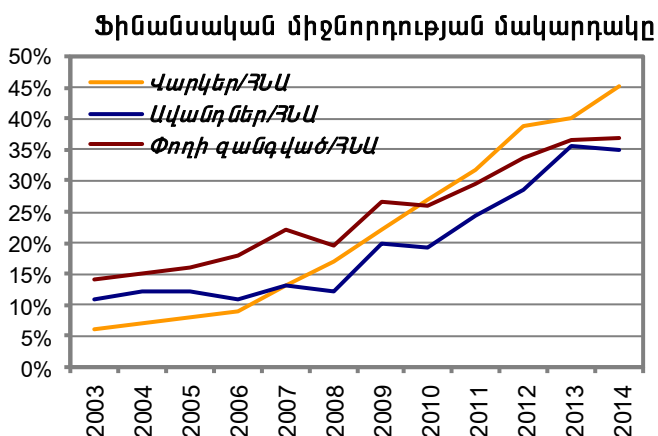
¹⁴⁸ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Վիճակագրական տեղեկագիր», 2002-2014թթ.:

¹⁴⁹ Մասնավորապես, 2011 թվականին վարկեր/ՀՆԱ կազմել է Եվրամիությունում՝ 156.7%, OECD՝ 210.3%, Լեհաստան՝ 66.2%, Չեխիա՝ 68%, ԱՊՀ՝ 33%: Աղբյուրը՝ <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP>:

¹⁵⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Ֆինանսական Կայունության հաշվետվություն», 2014թ., էջ 34, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_15.pdf:

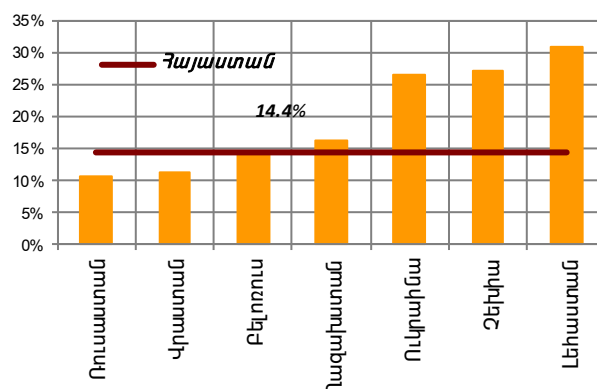
¹⁵¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, երկրների կենտրոնական բանկեր:

Գծանկար 26



Գծանկար 27

Ավանդային հաստատությունների հանդեպ տնային տնտեսությունների պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը մի շարք երկրներում, 2011



Ընդ որում, հարկ է նշել, որ վատորակ վարկերի (հսկվող, ոչ ստանդարտ և կասկածելի դասերի) տեսակարար կշռը համեմատած ԱՊՀ որոշ երկրների¹⁵² հետ բավականին ցածր է՝ 3.4%: Սա խոսում է այն մասին, որ ՀՀ բանկային համակարգը սահմանափակվում է իր ակտիվները ցածր, ոչ ռիսկային ակտիվներում տեղաբաշխելով: Թեև վերջին 3 տարիներին վարկային պորտֆելի արագատեմպ աճի (տարեկան՝ միջինը 30% աճ) արդյունքում վատորակ վարկերի տեսակարար կշիռը աճել է շուրջ 3 տոկոսային կետով և 2014 թ.-ի վերջին կազմել 6.4%:

Այսպիսով, կարող ենք եզրակացնել, որ ՀՀ-ում ֆինանսական միջնորդության աստիճանն այսօր համեմատաբար ցածր է, որի պատճառները տնտեսությունում առկա խնայողությունների ցածր մակարդակն է (միջին խավի փոքր տեսակարար կշիռ) և դրանցում ցպահանջ ավանդների մեծ տեսակարար կշիռը, կանխիկացման գործակցի բարձր մակարդակը, բանկային համակարգի նկատմամբ հասարակության ցածր վստահությունը, բանկային համակարգի ցածր մրցակցությունը, տոկոսադրույքների մեծ սպրեդը, ստվերային տնտեսության առկայությունը:

Վերլուծելով արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը¹⁵³ տեսնում ենք, որ Հայաստանի արժեթղթերի շուկայում շրջանառվող հիմնական գործիքներն են պետական պարտատոմսերը: Մասնավորապես, 2014թ. ընթացքում պետական

¹⁵²Մասնավորապես այս ցուցանիշը Ղազախստանում կազմում է 32.8%, Ուկրաինայում՝ 14.7%, Վրաստանում՝ 8.6%, Բելառուսում՝ 3.5%, իսկ Ռուսաստանում՝ 7.2%: Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական Բանկ, «Ֆինանսական Կայունության հաշվետվություն», 2011թ., էջ 38, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin-stab-12.pdf>:

¹⁵³Վերլուծության համար անհրաժեշտ տեղեկատվության աղբյուր է հանդիսացել ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքում տեղ գտած տվյալների բանկը և «Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողություն», 2014, էջ 57-60, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/FinHam-2015.pdf>:

պարտատոմսերով գործարքների ծավալը կազմել է մասնագիտացված անձանց կողմից կատարված գործարքների ծավալի 59.5%-ը, կորպորատիվ պարտատոմսերինը՝ 17.8%, իսկ բաժնետոմսերինը՝ 22.7%: Իսկ կարգավորվող շուկայում («ՆԱՍԴԱՔ Օ-Էմ-Էքս Արմենիա» ԲԲԸ) արժեթղթերով իրականացված գործառնությունների մեջ ևս գերակշռել են պետական արժեթղթերով գործառնությունները՝ կազմելով կարգավորվող շուկայի ընդհանուր գործառնությունների 45%-ը: Կորպորատիվ պարտատոմսերով գործառնությունները կազմել են ընդհանուր շրջանառության 17%-ը, իսկ բաժնային արժեթղթերով գործառնությունները՝ 38%-ը:

2014 թվականի տարեվերջին ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման մակարդակը (հաշվետու թողարկողների կողմից թողարկված հասարակ անվանական բաժնետոմսերի քանակի և դրանցով կնքված վերջին գործարքի գնի արտադրյալ) կազմել է շուրջ 73 մլրդ դրամ, իսկ կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 1.6%:

Այսպիսով, թեև ոլորտում տեղ գտած որոշ դրական տեղաշարժերի, այնուամենայնիվ արժեթղթերի շուկայի թույլ զարգացվածության, քաղաքացիների թերտեղեկացվածության, ֆինանսական միջնորդ ինստիտուտների չկայացած լինելու պարագայում արժեթղթերի շուկայում հիփոթեքային պարտատոմսերի տեղաբաշխման միջոցով երկարաժամկետ միջոցների ներգրավումը ներկայումս բավականին բարդ գործընթաց է:

Ինչ վերաբերվում է ապահովագրական ընկերություններին¹⁵⁴, ապա 2014թ. ՀՀ ֆինանսական համակարգում դրանց մասնաբաժինը ընդամենը կազմել է 1.1%: Ապահովագրական ընկերությունների ակտիվությունը բնութագրող հիմնական ցուցանիշը հանդիսացող հաշվեգրված ապահովագրավճարները 2014 թ.-ին կազմել են 30.1 մլրդ դրամ, սակայն ապահովագրական ընկերությունների ակտիվությունը ֆինանսական համակարգում դեռևս շարունակում է մնալ ցածր: Յաճախ մակարդակի վրա է շարունակում մնալ ապահովագրավճարներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը՝ կազմելով ընդամենը՝ 0.67% (2013թ. տվյալներով՝ զարգացած արդյունաբերական երկրներում ոչ կյանքի ապահովագրության գծով ապահովագրավճարներ / ՀՆԱ

¹⁵⁴ Վերլուծության համար անհրաժեշտ տեղեկատվության աղբյուր է հանդիսացել ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքում տեղ գտած տվյալների բանկը և «Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողություն», 2014, էջ 49-56, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/FinHam-2015.pdf>:

ցուցանիշը միջինում կազմել է 3.53%, զարգացող երկրներում՝ 1.31%)¹⁵⁵: Ինչ վերաբերում է բնակչության մեկ շնչին ընկնող ապահովագրավճարներին, ապա այս ցուցանիշը կազմում է 9,982 դրամ)¹⁵⁶:

Այսպիսով, ելնելով այն բանից, որ ապահովագրական ընկերությունները և ինվեստիցիոն հիմնադրամները, դեռ կայացման փուլում են և չեն կուտակել բավարար ծավալով ազատ միջոցներ, նրանք դեռևս չեն կարող շուկայում հանդես գալ որպես լուրջ ներդրողներ:

Վերադառնալով առևտրային բանկերին պետք է նշել, որ դրանց կողմից իրականացվող գործառույթների շրջանակը խիստ սահմանափակ է՝ այն է կարճաժամկետ ավանդների ներգրավմամբ վարկային միջոցների ձևավորում (վերջին տարիներին բանկային ակտիվների և պարտավորությունների միջին կշռված ժամկետայնության ճեղքվածքը համարյա չի փոփոխվել՝ մնալով մոտ կես տարվա շրջանակներում), որի գերակշիռ մասը ուղղվում է բավականին բարձր տոկոսադրույքով կարճաժամկետ առևտրային և սպառողական վարկերի տրամադրմանը կամ ՊԿՊ-ներում տեղաբաշխելուն:

Այսօր ՀՀ բանկային համակարգը կարելի է համարել բավարար կապիտալացված և գերիրացվելի, այս մասին խոսում են բանկային համակարգի կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության ցուցանիշների՝ պահանջվող նվազագույն նորմատիվային պահանջներից բավականին բարձր մակարդակների առկայությունը: Թեև առևտրային բանկերը գերադասում են ներգրավել և տեղաբաշխել կարճաժամկետ միջոցներ: Վարկավորման տարբեր ոլորտների ռիսկայնության թերզնահատման և միջոցների սղության պատճառով բանկերի կողմից երկարատև ապահովված ներդրումները բացակայում են կամ աննշան են:

Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի պայմաններում որևէ բանկ անվճարունակության խնդրի առջև չի կանգնել, երբ տնտեսության իրական հատվածը

¹⁵⁵Աղբյուրը՝ Swiss Re, Sigma No 3/2014, May 2014, p. 34, http://www.tsb.org.tr/images/Documents/sigma3_2014_en.pdf.

¹⁵⁶2010թ. տվյալներով՝ զարգացած արդյունաբերական երկրներում մեկ շնչին բաժին է ընկնում միջինում 529,896 դրամ կամ 1458 ԱՄՆ դոլար ապահովագրավճար, զարգացող երկրներում՝ 17627 դրամ կամ 49 ԱՄՆ դոլար ապահովագրավճար(աղբյուրը՝ Swiss Re, Sigma No 2/2011, May 2011, pp. 13, 20, http://www.biztositasizemle.hu/files/201107/sigma2_2011_en.pdf), իսկ ՀՀ համանման ցուցանիշը կազմել է 2579 :

մեծ «ցնցում» ապրեց: Փաստ, որը մեկ անգամ ևս վկայում է տնտեսության իրական և ֆինանսաբանկային հատվածի միջև ձևավորված մեծ անջրպետի մասին:

ՀՀ-ում, ինչպես անցումային տնտեսությամբ երկրների գերակշիռ մասում, ֆինանսական շուկայի համեմատաբար զարգացած հատվածը բանկային համակարգն է: Ֆինանսական շուկայի բարեփոխմանն ուղղված պետական քաղաքականությունը չպետք է սահմանափակվի հիմնականում բանկային հատվածով՝ հուսալով, որ այդ համակարգի կայացումը կխթանի ֆինանսական շուկայի մյուս հատվածների բնականոն զարգացմանը: Սակայն, ինչպես վկայում է բազմաթիվ երկրների փորձը, բանկային արդյունավետ համակարգի կայացման անհրաժեշտ պայման են ֆինանսական այլ ինստիտուտների զուգահեռ ձևավորումն ու զարգացումը, քանի որ շուկայում ֆինանսական գործիքների բազմազանությունը հնարավորություն է ստեղծում դիվերսիֆիկացնել բանկերի ակտիվները, ձևավորել առավել օպտիմալ ակտիվների կառուցվածք: Շարունակական բարեփոխումները ապահովագրական ընկերությունների, կենսաթոշակային հիմնադրամների և արժեթղթերի շուկայի զարգացման ոլորտում թույլ կտան տնտեսությունում ձևավորել «երկար փողեր» և ձևավորել ինստիտուցիոնալ ներդրողներ:

3.2 Հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության գնահատումը Հայաստանի Հանրապետությունում

ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման սկիզբ կարելի է համարել 2005թ.-ը¹⁵⁷: Հիփոթեքային վարկավորման դինամիկ աճի արդյունքում (գծանկար 28), այս վարկերը 2014թ.-ին կազմել են ընդհանուր վարկային պորտֆելի 8%¹⁵⁸-ը: Թեև աշխուժացել է առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների սեփական միջոցների հաշվին հիփոթեքային վարկավորումը,

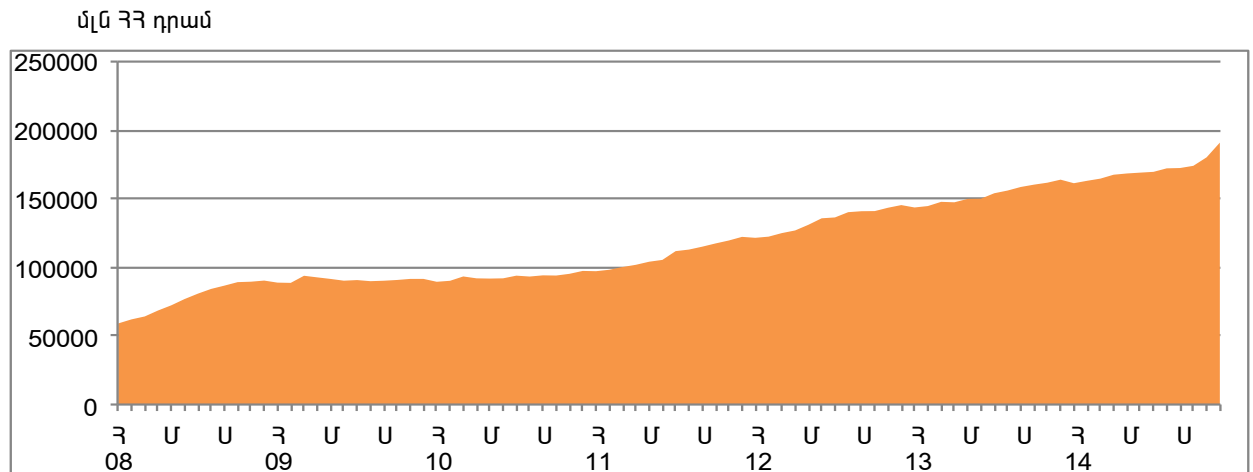
¹⁵⁷ Մինչև 2005 թվականի ապրիլ ամիսը հիփոթեքային վարկեր որպես այդպիսին չեն տրամադրվել ՀՀ բանկային համակարգի կողմից, հիմնականում տրամադրվել են անշարժ գույքի գրավադրմամբ վարկեր, որոնք և դասակարգվել են որպես բիզնես վարկեր: Աղբյուր՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>:

¹⁵⁸ Աղբյուր՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Բանբեր» 4-րդ եռամսյակ, 2014թ, էջ 6, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Banber4-14.pdf>:

այնուամենայնիվ տրամադրված վարկերի հիմնական ծավալը բաժին է ընկել ծրագրային միջոցների հաշվին տրամադրված վարկերին:

Գծանկար 28 ¹⁵⁹

Բանկերի, վարկային կազմակերպությունների հիփոթեքային վարկերի պորտֆելը



2014թ. տարեվերջի դրությամբ առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից տրամադրված հիփոթեքային վարկերի ծավալը կազմել 191.4 մլրդ. դրամ: Մարզային կենտրոնացվածության առումով հիփոթեքային վարկավորման բաշխվածությունը եղել է անշարժ գույքի առուվաճառքի գործարքների քանակին համահունչ: Հիփոթեքային վարկերի ավելի քան 58%-ը կազմել են արտարժույթային վարկերը, ինչը դրամային եկամուտներ ստացող վարկառուներին դարձնում է խոցելի արտարժույթային ռիսկի նկատմամբ:

Հիփոթեքային շուկայի ակտիվացման գործում շարունակում է մեծ ազդեցություն ունենալ Բնակարան՝ երիտասարդներին և Ազգային հիփոթեքային ընկերությունների գործունեությունը, որոնց միջոցով վերաֆինանսավորված հիփոթեքային վարկերը 2014 թվականի ընթացքում աճել են և կազմել ընդհանուր հիփոթեքային պորտֆելի շուրջ 36%-ը: Անշարժ գույքի և հիփոթեքային շուկայի ակտիվացման նպատակով 2015թ. հունվարի 1-ից ուժի մեջ են մտել «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենքում կատարված փոփոխությունները, որով արտոնություն է տրվում անմիջապես կառուցապատողից բնակարաններ ձեռքբերող անձանց: Մասնավորապես, վարկառուի սպասարկման տոկոսները կվճարվեն եկամտային հարկի գումարներից՝ դրանով իսկ նվազեցնելով վարկառու անձանց ֆինանսական բեռը: Վերոնշյալ արտոնությունները վերաբերվում են միայն նոր կառուցվող շենքերի բնակարաններին և նոր կառուցվող անհատական

¹⁵⁹ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Վիճակագրական տեղեկագիր», 2005-2014թթ.:

բնակելի տներին, որը, ըստ առևտրային բանկերի եռամսյակային հարցումների, կնպաստի անշարժ գույքի առաջնային շուկայի աշխուժացմանը¹⁶⁰:

«Երիտասարդ ընտանիքին՝ մատչելի բնակարան» ծրագրի շրջանակներում 2014թ.-ի վերջի դրությամբ վերաֆինանսավորվել է 1706 վարկ՝ 12.8 մլրդ դրամ գումարով, որից 825-ը՝ 7.5 մլրդ դրամ գումարով տրամադրվել է Երևանում¹⁶¹: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ մարզերում վարկավորման ակտիվությունը զիջում էր Երևանին, 2010 թվականի նոյեմբերից մարզերում բնակարանի ձեռքբերման պայմաններն ավելի են դյուրինացվել: Վերոնշյալ ծրագրերով տրամադրվող հիփոթեքային վարկը տրամադրվում է նվազագույնը 10 տարի մարման ժամկետով, առավելագույնը 10.5%-ով, որից պետությունը սուբսիդավորում է Երևանում 2 տոկոսային կետի չափով, իսկ ՀՀ մարզերում տրամադրված հիփոթեքային վարկի համար՝ 4 տոկոսային կետի չափով: Ծրագրի շահառու կարող են լինել այն երիտասարդները, որտեղ առնվազն մեկը երիտասարդ է, իսկ մյուսի տարիքը չի գերազանցում 35-ը (ներառյալ), և ամուսինների գումարային տարիքը չի գերազանցում 60-ը, կամ երիտասարդ միայնակ ծնողը, ում տարիքը չի գերազանցում 30-ը (ներառյալ): Շահառուները պետք է ունենան եկամտի բավարար մակարդակ ստանձնած վարկային պարտավորությունների կատարման համար¹⁶²:

Հիփոթեքային վարկավորման ծավալների աճին նպաստել է վերջին 10 տարիների ընթացքում բանկերի կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման պայմանների որոշակի մեղմացումը: Այսպես, եթե 2005-2006թթ.-ին վարկերը, հիմնականում, տրամադրվում էին 7-10 տարի մարման ժամկետով և տարեկան 16-18% տոկոսադրույքով¹⁶³, ապա այսօր բանկերից մեծամասնությունը վարկեր է տրամադրում 15 տարի մարման ժամկետով և 12-14% (տե՛ս Աղյուսակ 2¹⁶⁴) տոկոսադրույքով:

Աղյուսակ 2

¹⁶⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ կողմից 2014 թ. 4-րդ եռամսյակում անցկացված «ՀՀ բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից տրամադրվող վարկերի պայմանների վերաբերյալ» հարցման ամփոփում:

¹⁶¹ Աղբյուրը՝ Բնակարան Երիտասարդներին պաշտոնական կայք, <http://www.hfyouth.am/am/analytics.html>:

¹⁶² Աղբյուրը՝ Այբ Բեն Գիմ ֆինանսներ պաշտոնական կայք, https://www.abcfinance.am/am-erit_vark.html:

¹⁶³ Աղբյուրը՝ ՀՀ առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների պաշտոնական կայք էջեր, (տեղեկատվությունը հասանելի է www.banks.am կայքում):

¹⁶⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների պաշտոնական կայք էջեր, (տեղեկատվությունը հասանելի է www.banks.am կայքում):

**ՀՀ առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից
սեփական միջոցների հաշվին տրամադրվող հիփոթեքային վարկավորման
պայմանները**

Բանկի անվանումը	Կան- խա- վճար (%)	Տարեկան տոկոսադրույքը (%)	Վարկի ժամկետը	Վարկի առավելագույն չափը	Կոմիսիոն վճարներ
Ակբա-Կրեդիտ ագրիկոլ բանկ	30	12-14	մինչև 10 տարի	1-40 մլն AMD	-
Արարատ բանկ	30	12	մինչև 12 տարի մինչև 7 տարի	մինչև 20 մլն AMD մինչև 100 հզ USD	-
Արդշինինվեստ բանկ	20-30	15-16	5-7 տարի	մինչև 100 մլն AMD- ին համարժեք արտարժույթ	-
Ամերիաբանկ	20	16-18	5 տարի AMD 10 տարի USD	-	-
Հայկական զարգացման բանկ	30	10-18	մինչև 10 տարի	մինչև 80 մլն AMD	35 հազ. դրամ
Հայ Բիզնես Բանկ	40	15	մինչև 10 տարի	մինչև 80 մլն AMD	-
Արցախբանկ	50	18	մինչև 15 տարի	մինչև 100 մլն AMD	-
Բիբլոս բանկ Արմենիա	30	16	մինչև 15 տարի	5-70 մլն AMD	-
ԲՏԱ բանկ	35-45	17% AMD 12% USD	մինչև 10 տարի	1-20 մլն AMD	-
Ինտերբանկ	30	15-18	մինչև 5 տարի	3-55 հզ USD	60-200 հզ դրամ
Կոնվերս բանկ	30	լողացող՝ հաշ + 7 մարժա, խառը 14(5 տարի)+հաշ.+8 մարժա	լողացող՝ մինչև 10 տարի, խառը՝ մինչև 15 տարի	-	-
ՎՏԲ-Հայաստան բանկ	30	AMD 13%-14% USD 12%-13%, լողացող՝ 11%-12%	10-35 տարի AMD 1-35 տարի USD	մինչև 20 մլն AMD մինչև 300 հզ USD	10-30 հզ դրամ
Պրոմեթեյ	30	12-16	մինչև 13 տարի	մինչև 30 մլն AMD	-
HSBC	30	13% AMD 12% USD	1-10 տարի 1-15 տարի	1.5-100 մլն AMD 3-150 հզ USD	-
Յունիբանկ	20	16	15-20 տարի	մինչև 100 մլն AMD	-
Առաջին հիփոթեքային	30	12	մինչև 15 տարի	մինչև բնակարանի զնի 75%	-
Գլոբալ կրեդիտ	20	12-18	մինչև 15 տարի	մինչև 60 մլն AMD	-
Նորվիկ	-	12-16	1-10+ 5 տարի	10-100 հզ AMD	վարկի գումարի 1%, առնվազն 100 հզ դրամ:

Բնակարանների ձեռքբերման նպատակով առաջարկվող հիփոթեքային վարկերի համեմատականը հետևյալն է.

- Տոկոսադրույքների ամենացածր մակարդակն առաջարկվում է «Հայկական զարգացման բանկի» կողմից՝ տարեկան 10%: Համեմատաբար ցածր տոկոսադրույքներ՝ 12-14%, առևտրային բանկերից առաջարկում են «Ակբա-Կրեդիտ Ագրիկոլ բանկը», «Արարատ բանկը», «ԲՏԱ բանկը», «ՎՏԲ-Հայաստան բանկը», «Պրոմեթեյ բանկը» և «HSBC բանկը», իսկ վարկային կազմակերպություններից՝ «Առաջին հիփոթեքայինը» և «Գլոբալ կրեդիտը»:

- Նվազագույն կանխավճար սահմանել են «Յունիբանկը», «Ամերիաբանկը», «Արդշինինվեստբանկը» և «Գլոբալ կրեդիտ» վարկային կազմակերպությունը՝ 20%: Այնուհետև, բացառությամբ «ԲՏԱ բանկի» և «Հայբիզնեսբանկի», որոնք սահմանել է պահանջվող կանխավճարի ամենաբարձր մակարդակը բանկային համակարգում՝ 40-45%, բոլոր առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից առաջարկվում է 30%՝ հիմնվելով «Բանկերի (վարկային կազմակերպությունների) կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման» մեթոդական ուղեցույցի պահանջների վրա¹⁶⁵: Ընդ որում, «Յունիբանկը» իրականացնում է հիփոթեքային վարկավորման նոր ծրագիր՝ համաձայն որի կանխավճար չի պահանջվում, այլ դրա փոխարեն վարկառուները հնարավորություն ունեն գրավադրել սեփականության իրավունքով իրենց պատկանող մայրաքաղաքում գտնվող ցանկացած անշարժ գույք: Այս վարկի դիմաց առաջարկվում է 17% տարեկան տոկոսադրույք և 10 տարի մարման ժամկետ:

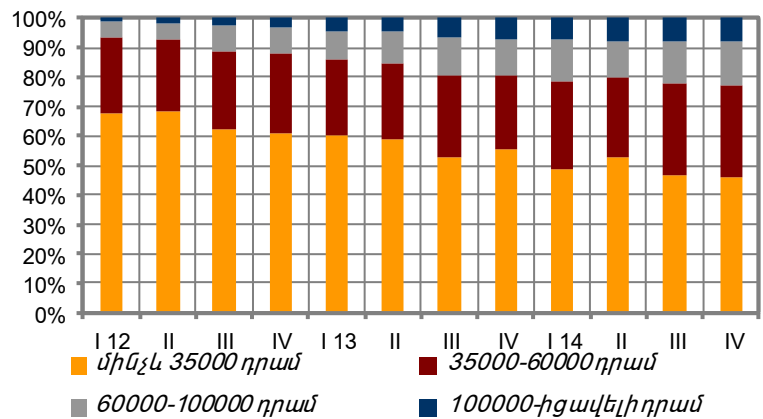
- Վարկավորման ամենաերկար ժամկետներ առաջարկում են «ՎՏԲ Հայաստան բանկը»՝ մինչև 35 տարի և «Յունիբանկը»՝ 15-20 տարի: Ընդհանուր առմամբ հիփոթեքային վարկերի միջին ժամկետայնությունը 10-15 տարի է:

Թեև առաջարկվող հիփոթեքային վարկավորման պայմանները որոշակիորեն մեղմացվել են, սակայն այն այսօր շարունակում է անհասանելի մնալ բնակչության լայն շերտերի համար: Չնայած բնակչության եկամուտների աճին, այնուամենայնիվ, մինչև 60000 դրամ եկամուտ ունեցողների տեսակարար կշիռը (77%) գերակշռող է հանրապետությունում (Գծանկար 29¹⁶⁶):

¹⁶⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Բանկերի (վարկային կազմակերպությունների) կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման մեթոդական ուղեցույց», 2004թ.:

¹⁶⁶ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Սպառողների վստահության ցուցանիշ», 2014 չորրորդ եռամսյակ, էջ 6, <https://www.cba.am/AM/Consumer%20Confidence%20Index/CCI%20%202014.4.pdf>:

բնակչության եկամտային խմբերի բաշխվածությունը,



Այսպես, ամփոփելով հիփոթեքային վարկի շուկայի վերլուծությունը, ընդհանուր առմամբ կարելի է եզրակացնել, որ

- հիփոթեքային վարկերի տրամադրման միասնական մոտեցում (պահանջվող կանխավճար, LTV, ժամկետ, տոկոսադրույք, վարկի արժույթ և այլն) գոյություն չունի ՀՀ բանկային համակարգում, որը հետագայում լուրջ խնդիրներ կարող է առաջացնել հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման համար,

- տոկոսային ծախսերի հետ մեկտեղ վարկառուն վարկը ստանալու դեպքում կատարում է բազմաբնույթ այլ ծախսեր՝ կապված պայմանագրի նոտարական վավերացման, միասնական տեղեկանք ստանալու, կադաստրի, վարկային հաշվի սպասարկման և այլնի հետ, որոնք բավականին մեծ գումարներ են կազմում (մոտ 130000 դրամ) ,

- բանկերի մեծ մասը վարկեր տրամադրում են մայրաքաղաքում գտնվող անշարժ գույքի գրավադրման դիմաց և կախված անշարժ գույքի գտնվելու վայրից, հիփոթեքային վարկերը տրամադրում է տարբերակված տոկոսադրույքով (սա էլ ավելի է խորացնում տարածքային անհամաչափ զարգացումը),

- բանկերի մեծամասնությունը չի պահանջում ապահովագրական պոլիսներ,
- դասական հիփոթեքային վարկերի տրամադրումը դեռևս չկառուցված անշարժ գույքի գրավադրման, այսինքն՝ իրավունքի գրավի դիմաց բավականին ռիսկային է՝ ոչ կայուն օրենսդրական բազայի առկայության պատճառով,

- և վերջում՝ երկարաժամկետ ֆինանսական միջոցների սղության հետևանքով, առաջարկվող հիփոթեքային վարկերը տրամադրվում են բարձր տոկոսադրույքներով և կարճ ժամկետներով:

Ընդհանրացնելով, կարելի փաստել, որ այսօր Հայաստանում հիփոթեքի ներդրման առաջին քայլերը կատարված են, որին մեծ նպաստում են ունեցել ՀՀ ֆինանսների նախարարության և ՀՀ ԿԲ-ի կողմից հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման համար հայեցակարգերի մշակումը, շուկան կարգավորող մի շարք օրենսդրական բարեփոխումների իրականացումը և նոր օրենքների ընդունումը, շուկայի զարգացման համար գերմանական KFW բանկի հետ համատեղ ծրագրերի մշակումն ու իրագործումը, հիփոթեքային երկրորդային շուկայի զարգացման համար ՀՀ ԿԲ-ի կողմից «Ազգային հիփոթեքային հիմնադրամի» հիմնումը և «Հայաստանի հիփոթեքային շուկայի մասնակիցների միության» ստեղծումը, որը միավորելու է հիփոթեքային վարկերի շուկայի բոլոր մասնակիցներին (գործող բանկեր, վարկային կազմակերպություններ, ապահովագրական ընկերություններ, ռիելտորական գործունեություն իրականացնող կազմակերպություններ և այլն)՝ պաշտպանելով վերջիններիս շահերը:

Այնուամենայնիվ, հիփոթեքային վարկի շուկայի հետագա զարգացման համար դեռ անելիքներ շատ կան. որոնք առավելապես պետք է բխեն հիփոթեքային վարկը բնակչության լայն շերտերին հասանելի դարձնելու և տնտեսությունում «երկար փողեր» ձևավորելու անհրաժեշտությունից:

Բնակչության կողմից հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիությունը գնահատելու համար նախ անհրաժեշտ է ուսումնասիրել տվյալ տարածաշրջանի բնակչության դրամական եկամուտների բաշխվածությունը:

Բնակչության դրամական եկամուտների բաշխվածության նկարագրության համար որպես լավագույն բաշխում ընտրվել է լոգարիթմական նորմալ բաշխումը¹⁶⁷ (բանաձև 28):

$$X(i) = \frac{1}{\sigma i \sqrt{2\pi}} \exp \left[-\frac{(\ln i - \mu)^2}{2\sigma^2} \right] \quad (28), \text{ որտեղ՝}$$

$X(i)$ -ն բնակչության հարաբերական խտությունն է միջին շնչային եկամտի i -րդ դեցիլային խմբերի համար:

σ -ն և μ -ն բաշխման պարամետրերն են և որոշվում են հետևյալ կերպ.

¹⁶⁷ Աղբյուրը՝ Limpert E., Stahel W. A., and Abbt M., “The Log-normal Distribution across the Sciences: Keys and Clues”, BioScience, Vol. 51 No. 5, May 2001, p. 349.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (\ln i_i)^2}{N} - \left(\frac{\sum_{i=1}^N \ln i_i}{N} \right)^2} \quad (29), \quad \mu = \ln \bar{i} - \frac{\sigma^2}{2} \quad (30),$$

որտեղ $\bar{i}$ -ն դիտարկվող ժամանակահատվածում բնակչության միջին շնչային ամսական դրամական եկամուտն է, i_i -ն՝ համախմբության i -րդ անդամի արժեքը, N -ը՝ համախմբության ծավալը:

Հիփոթեզային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիությունը կախված է բնակտարածքի գնից, որը որոշվում է բնակտարածքի մեծությամբ և դրա միավոր մակերեսի արժեքով, և վարկավորման պայմաններից՝ ժամկետից, տոկոսադրույքից, սկզբնական վճարման մեծության չափից:

Հետագայում «հասանելիություն» ասելով կհասկանանք տվյալ տարածաշրջանի բնակչության այն մասը՝ արտահայտված տոկոսով, որը կարող է ձեռք բերել տվյալ տիպի (բնակտարածք, տարածքի միավոր, մակերեսի գին), վարկավորման այս կամ այն պայմաններով (վարկավորման ժամկետ, տոկոսադրույք, սկզբնական վճարման չափ) բնակտարածք:

Գոյություն ունի հիփոթեզի գծով տոկոսավճարների մարման մի քանի տարբերակներ, սակայն դրանցից ներկայացնենք առավել լայն տարածում ստացածները:

Դիցուք՝

D -ն՝ ձեռքբերվող բնակարանի արժեքն է,

C -ն՝ 1 քառ. մ բնակտարածքի միավորի գինն է,

S -ը՝ բնակտարածքի ընդհանուր մակերեսն է,

β -ն՝ տրամադրվող վարկի տեսակարար կշիռն է ձեռքբերվող բնակարանի գնի մեջ, $0 < \beta < 1$,

r -ը՝ հիփոթեզային վարկի տարեկան տոկոսադրույքն է,

T -ն՝ վարկի տևողությունն է (կարող է արտահայտված լինել կամ տարիներով, կամ ամիսներով),

P -ն՝ վարկավորման ամբողջ ժամանակահատվածի համար վճարվող գումարի մեծությունն է,

$P(t)$ -ն՝ տարում կատարված վճարումն է,

$P_1(t)$ - t տարում հիմնական գումարի գծով մարումներն են,

$P_2(t)$ - t տարում վճարված տոկոսավճարներն են,

$D(t)$ - t տարում պարտքի մեծությունն է,

$D(0)$ -վարկի մարման մեծությունն է, $t = 1, 2, \dots, T$

Մոդել 1

Այս մոդելի հիմքում ընկած հավասարումների համակարգը ունի հետևյալ տեսքը

$$D = SC \quad (31)$$

$$D(t) = \beta D = \beta SC \quad (32)$$

$$P = D(0)(1+r \frac{T+1}{2}) \quad (33)$$

$$P(t) = \frac{D(0)}{T}(1+r \frac{T+1}{2}) \quad (34)$$

$$P_1(t) = \frac{D(0)}{T} \quad (35)$$

$$P_2(t) = \frac{D(0)}{T} r \frac{T+1}{2} \quad (36)$$

$$D(t) = D(t-1) - P_1(t) \quad (37)$$

(31)-(37) բանաձևերից պարզ երևում է, որ վարկի գծով կատարվող վճարումները և հիմնական վարկի գումարի գծով ($P_1(t)$), և՛ տոկոսավճարները գծով ($P_2(t)$), վարկավորման ամբողջ ժամանակահատվածի համար հավասար են, քանի որ վերջիններս կախված չեն t -ից:

Մոդել 2

Այս դեպքում տոկոսները հաշվարկվում են բարդ տոկոսի հաշվարկման սկզբունքով:

$$P(t) = \frac{D(0)r(1+r)^T}{(1+r)^T - 1} \quad (38)$$

$$P_2(t) = D(t-1)r \quad (39)$$

$$P_1(t) = P(t) - P_2(t)r \quad (40)$$

$$D(t) = D(t-1) - P_1(t) = D(t-1)(1+r) - P(t) \quad (41)$$

Այս 2 մոդելների տարբերությունը առավել ակնհայտ կլինի, եթե բերենք թվային օրինակ՝ հիմնված ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի և բանկային համակարգի կողմից

հիփոթեքային վարկերի տրամադրման առավել հաճախակի առաջադրվող պարամետրերից: Դիցուք՝ $S = 55$, $C = \$600$, $r = 0.12$, $T = 10$, $\beta = 0.7$:

Այսպես՝ համաձայն «Մոդել 1»-ի, երբ կիրառում ենք (31)- (37) բանաձևերը, ապա կստանաք հետևյալ արդյունքները՝
 $D = \$33000$; $D(0) = \$23100$, $P = \$38343$; $P(t) = \$3834,6$; $P_1(t) = \$2310$; $P_2(t) = \$1524$; բոլոր տարիների համար $t=1,2,...10$:

Տոկոսավճարների վճարման այս մեխանիզմը առավել նպատակահարմար է վարկավորման ամբողջ ժամանակահատվածի համար կայուն եկամուտներ ունեցող տնային տնտեսությունների համար:

Իսկ վերոնշյալ մոտեքային տվյալների պարագայում «Մոդել 2-ի» հիմքում ընկած (38)-(41) բանաձևերի կիրառման պարագայում ամբողջ ժամանակահատվածի համար փոփոխվում են վարկի հիմնական գումարի մարման և տոկոսավճարների վճարման համար անհրաժեշտ միջոցների ծավալը, սակայն այնպես, որ յուրաքանչյուր տարում վարկառուի կողմից կատարվող վճարումները մնան անփոփոխ: Արդյունքները ներկայացված են Աղյուսակ 3-ում:

Աղյուսակ 3

Մոդել 2-ի արդյունքային ցուցանիշները

Տարիներ	Ընդհանուր վճար $P(t)$	Հիմնական վարկի գումարի մարումներ $P_1(t)$	Տոկոսավճարներ $P_2(t)$	Պարտքի մեծություն $D(t)$
0	-	-	-	23100
1	4088,33	1316,3	2772,0	21783,7
2	4088,33	1474,3	2614,0	20309,4
3	4088,33	1651,2	2437,1	18658,2
4	4088,33	1849,4	2239,0	16808,8
5	4088,33	2071,3	2017,1	14737,5
6	4088,33	2319,8	1768,5	12417,7
7	4088,33	2598,2	1490,1	9819,5
8	4088,33	2910,0	1178,3	6909,5
9	4088,33	3259,2	829,1	3650,3
10	4088,33	3212,3	438,0	0
Ընդամենը	4088,33	23100	17783,3	-

Այսպիսով, 2 մոդելների արդյունքային ցուցանիշները համեմատելիս, ակնհայտ է, որ վարկառուի համար առավել նպատակահարմար է «Մոդել 1-ի» հիման վրա հաշվարկվող վարկայինի պարտավորություններից բխող վճարումների իրականացումը: Քանի որ, ըստ «Մոդել 2-ի» վարկառուն յուրաքանչյուր տարում ստիպված կլինի վճարել շուրջ 1.1 անգամ ավելի շատ տոկոսավճարներ, քան «Մոդել 1-ի» դեպքում և արդյունքում, վարկավորման ժամկետի ավարտին՝ վարկառուն ավել կվճարի \$2543:

Այսպիսով, «Մոդել 2-ն» առավել նպատակահարմար է համեմատաբար բարձր միջին եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների համար և առավել կիրառելի բարձր գնաճի պայմաններում:

Նշանակենք γ -ով i շնչային եկամտի այն «թույլատրելի» մասը, որը հնարավոր է հատկացնել վարկավորման ամենամսյա վճարումներ կատարելու համար (սովորաբար ընդունվում է 0.3^{168}): Այս դեպքում n հոգուց բաղկացած ընտանիքի համար C, S, T, r, β պարամետրերով բնակտարածքի համար ամենամսյա վճարումներ կատարելու անհրաժեշտ $i_{\min}$ նվազագույն շնչային եկամուտը կորոշվի (42) բանաձևով:

$$i_{\min} = \frac{P(t)}{\gamma n} \quad (42)$$

Հետևաբար, հիփոթեքի վարկավորմամբ C, S, T, r, β պարամետրերով բնակտարածքի համար ամենամսյա վճարումների հասանելիությունը կորոշվի $i \geq i_{\min}$ պայմանից և կկազմի $f(C, S, T, r, \beta) * 100\%$, որտեղ՝

$$f(C, S, T, r, \beta) = \int_{i_{\min}}^{\infty} x(i) di \quad (43), \quad \text{նշանակելով } z = \frac{(\ln i - \mu)}{\sigma}, \quad \text{կստանանք՝}$$

$$f(C, S, T, r, \beta) = 1 - \Phi\left(\frac{\ln i_{\min} - \mu}{\sigma}\right), \quad (44)$$

$$\text{որտեղ՝ } \Phi(z)\text{-ը Լապլասի ֆունկցիան է՝ } \Phi(z) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^z e^{-\frac{t^2}{2}} dt :$$

Որպեսզի ՀՀ տնտեսության համար գնահատենք հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիությունը՝ հիմնված վերևում նկարագրված մոդելի¹⁶⁹ նախ անհրաժեշտ է հաշվարկել σ և μ պարամետրերի արժեքները՝

¹⁶⁸ Աղբյուրը՝ Համաձայն՝ «Բանկերի (վարկային կազմակերպությունների) կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման» մեթոդական ուղեցույցի պահանջների՝ PTI (Payment to Income, վճարման հարաբերությունը եկամտին) $\leq 35\%$:

¹⁶⁹ Աղբյուրը՝ Фаерман Е.Ю., Хачатрян С.Р., "Расширение доступности жилья на базе ипотечного кредитования", Экономика и мат. Методы, Т.40, N1, 2004, стр. 3-15.

կիրառելով (29) և (30) բանաձևերը: Ստորև ներկայացված են բնակչության դրամական եկամուտների բաշխումն ըստ դեցիլային խմբերի¹⁷⁰ (Աղյուսակ 4):

Աղյուսակ 4

Դրամական եկամուտները տնային տնտեսությունների մեկ շնչի հաշվով, միջին ամսական, ՀՀ դրամ

2010 թիվ	6 489	11 207	15 440	19 407	23 165	27 216	32 225	39 134	49 671	91 965
Այդ թվում՝ եկամուտներ աշխատանքից	748	2774	6178	10387	13460	15843	19319	25760	35951	59114
թոշակներ, նպաստներ, կրթաթոշակներ	3 380	4 979	5 281	5 181	5 264	6 830	7 617	7 105	6 250	7 090
Եկամուտներ գյուղմթերքի վաճառքից	599	1 145	1 065	933	842	1 186	979	1 205	1 439	2 438
տրանսֆերտներ	390	714	1 087	1 465	2 346	2 080	3 026	3 998	5 221	18 963
Այլ եկամուտներ	1 372	1 595	1 828	1 441	1 254	1 276	1 284	1 066	810	4 360
2013 թիվ	8469	15400	20981	25847	30969	36169	42430	51041	64742	130642
Այդ թվում՝ եկամուտներ աշխատանքից	1190	6088	9455	13152	16782	20914	26026	32819	43957	84238
թոշակներ, նպաստներ, կրթաթոշակներ	4214	5152	6490	6852	7727	9527	9084	8112	7956	10912
Եկամուտներ գյուղմթերքի վաճառքից	1031	1339	2443	2225	2409	1703	1534	2333	2336	7208
տրանսֆերտներ	454	1104	1193	2415	2117	2367	4234	5984	8483	19834
Այլ եկամուտներ	1580	1717	1400	1203	1934	1658	1552	1793	2010	8450

Հաշվարկման արդյունքում գնահատվել են $\sigma = 0,7213$ և $\mu = 10,1006$ արժեքները 2010 թվականի համար, իսկ $\sigma = 0,7286$ և $\mu = 10,3958$ ՝ 2013 թվականի համար:

Հիփոթեքային վարկի հասանելիության հաշվարկման համար հիմնվել ենք հիփոթեքային վարկավորման տոկոսավճարների հաշվարկման «Մոդել 2»-ի վրա, քանի որ ՀՀ-ում առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից հիմնականում առաջարկվում է հավասարաչափ վճարումներով (ինքնաամորտիզացվող) մարվող հիփոթեքային վարկեր: Օգտագործելով վերոնշյալ բանաձևերը, մեր կողմից հաշվարկվել է հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության գնահատականները պարամետրերի աղյուսակ 5-ում բերված արժեքների համակցությունների համար:

Աղյուսակ 5

Անշարժ գույքի և հիփոթեքային վարկի պարամետրերը

Պարամետրեր	Պարամետրերի արժեքներ
Բնակտարածքի միավոր մակերեսի գին (USD)	200.300.400.500.600.700.800.900.1000
Բնակարանի տարածքը (քառ.մ)	55.65.75.120.130.150.200
Պահանջվող կանխավճար (1-LTV/100)	0.3

¹⁷⁰Տվյալները դրամային արտահայտությամբ վերցվել են ՀՀ ԱՎԾ-ի կողմից հրապարակվող «Հայաստանի սոցիալական պատկերը և աղքատությունը» վիճակագրական-վերլուծական զեկույցից, 2011թ., 2014թ.:

Վարկավորման ժամկետ (տարիներ)	10.15.20.30
Վարկի տոկոսադրույք	6%.10%.12%.14%.16%

Պարամետրերի արժեքների ընտրության հարցում հիմնվել ենք ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի և ֆինանսաբանկային համակարգում առկա իրավիճակը բնութագրող ելակետային ցուցանիշների վրա: Աղյուսակ 6-ում, ներկայացված են հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման ամենամսյա վճարման, ընտանիքի նվազագույն շնչային ամսական եկամտի չափերը և ամենամսյա վճարման հասանելիության հաշվարկները 2010 և 2013 թվականների համար:

Աղյուսակ 6

Հիփոթեքային վարկի հասանելիության հաշվարկը

LTV 70%, r=12%, T=10, PTI=30%										
1 քառ.մ գին USD	բնակ տարածք	Անշարժ գույքի գին	Հիփոթեքային վարկի մեծություն	Վարկի ամենամսյա վճար USD	Վարկի ամենամսյա վճար AMD-2010	Ընտանիքի նվազագույն շնչային ամսական եկամուտ AMD-2010	Ամենամսյա վճարների հասանելիության գնահատականը %-2010	Վարկի ամենամսյա վճար AMD-2013	Ընտանիքի նվազագույն շնչային ամսական եկամուտ AMD-2013	Ամենամսյա վճարների հասանելիության գնահատականը %-2013
200	55	11000	7700	110	40874	34062	32,1	45249	37707	42.3
200	65	13000	9100	131	48307	40256	24,2	53477	44564	33.6
200	75	15000	10500	151	55737	46447	18,4	61702	51418	26.8
200	120	24000	16800	241	89181	74318	6,1	98726	82272	10.3

շարունակություն

200	130	26000	18200	261	96614	80512	4,9	106955	89129	8.5
200	150	30000	21000	301	111477	92898	3,2	123408	102840	5.8
200	200	40000	28000	402	148636	123864	1,2	164545	137120	2.5
300	55	16500	11550	166	61313	51094	15,2	67875	56562	22.7
300	65	19500	13650	196	72461	60384	10,4	80216	66847	16.4
300	75	22500	15750	226	83609	69674	7,3	92557	77131	12.0
300	120	36000	25200	362	133774	111478	1,7	148091	123409	3.4
300	130	39000	27300	392	144922	120768	1,3	160432	133693	2.7
300	150	45000	31500	452	167214	139345	0,8	185111	154259	1.7
300	200	60000	42000	603	222955	185796	0,2	246817	205681	0.6
400	55	22000	15400	221	81752	68126	7,7	90501	75418	12.5
400	65	26000	18200	261	96614	80512	4,9	106955	89129	8.5
400	75	30000	21000	301	111477	92898	3,2	123408	102840	5.8
400	120	48000	33600	482	178362	148635	0,6	197452	164543	1.3
400	130	52000	36400	522	193225	161021	0,4	213905	178255	1.0
400	150	60000	42000	603	222955	185796	0,2	246817	205681	0.6
400	200	80000	56000	803	297273	247727	0,0	329089	274241	0.2
500	55	27500	19250	276	102187	85156	4,1	113123	94269	7.4
500	65	32500	22750	326	120768	100640	2,5	133693	111411	4.6
500	75	37500	26250	377	139346	116121	1,5	154259	128550	3.0
500	120	60000	42000	603	222955	185796	0,2	246817	205681	0.6
500	130	65000	45500	653	241532	201277	0,2	267383	222819	0.0

500	150	75000	52500	753	278691	232243	0,0	308519	257099	0.0
500	200	100000	70000	1004	371591	309659	0,0	411361	342801	0.0
600	55	33000	23100	331	122625	102188	2,3	135750	113125	4.5
600	65	39000	27300	392	144922	120768	1,3	160432	133693	2.7
600	75	45000	31500	452	167214	139345	0,8	185111	154259	1.7
600	120	72000	50400	723	267543	222953	0,0	296178	246815	0.0
600	130	78000	54600	783	289840	241533	0,0	320860	267383	0.0
600	150	90000	63000	904	334432	278693	0,0	370225	308521	0.0
600	200	120000	84000	1205	445909	371591	0,0	493634	411361	0.0
700	55	38500	26950	387	143061	119217	1,4	158372	131977	2.8
700	65	45500	31850	457	169072	140893	0,7	187167	155972	1.6
700	75	52500	36750	527	195086	162572	0,4	215966	179971	1.0
700	120	84000	58800	844	312136	260113	0,0	345543	287952	0.0
700	130	91000	63700	914	338147	281789	0,0	374338	311948	0.0
700	150	105000	73500	1058	391279	326066	0,0	433156	360963	0.0
700	200	140000	98000	1406	520227	433523	0,0	575906	479921	0.0
800	55	44000	30800	442	163499	136249	0,9	180998	150832	1.8
800	65	52000	36400	522	193225	161021	0,4	213905	178255	1.0
800	75	60000	42000	603	222955	185796	0,2	246817	205681	0.6
800	120	96000	67200	964	356724	297270	0,0	394904	329086	0.0
800	150	120000	84000	1205	445909	371591	0,0	427815	356512	0.0
800	200	160000	112000	1607	594542	495452	0,0	493634	411361	0.0
900	55	49500	34650	497	183938	153282	0,5	658174	548478	0.0

շարունակություն

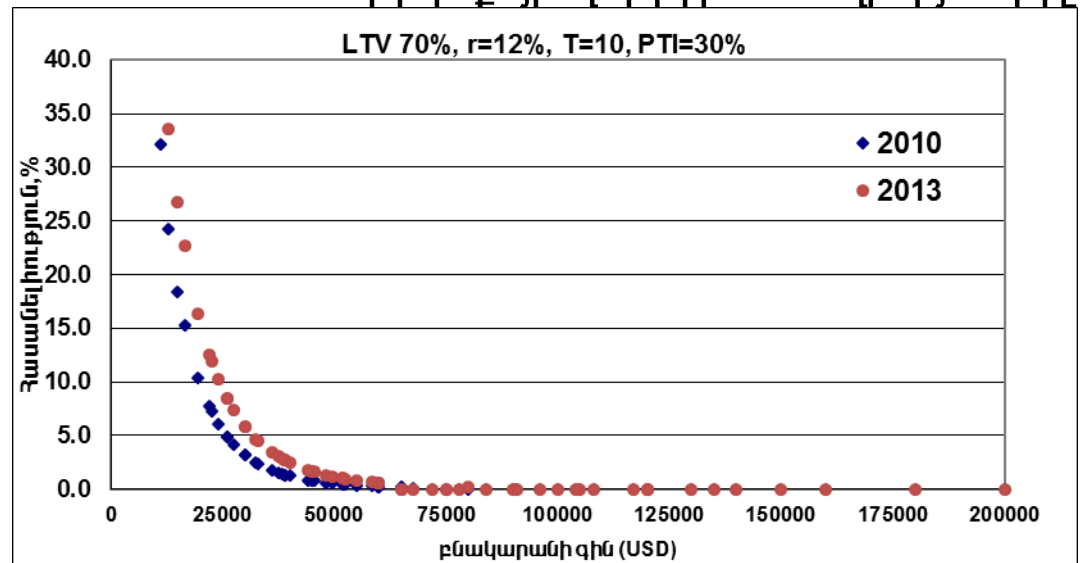
900	75	67500	47250	678	250823	209019	0,1	240644	200537	0.6
900	120	108000	75600	1085	401317	334431	0,0	277668	231390	0.0
900	130	117000	81900	1175	434761	362301	0,0	444269	370224	0.0
900	150	135000	94500	1356	501646	418038	0,0	481292	401077	0.0
900	200	180000	126000	1808	668860	557383	0,0	555336	462780	0.0
1000	55	55000	38500	552	204373	170311	0,3	740446	617039	0.0
1000	65	65000	45500	653	241532	201277	0,2	226247	188539	0.8
1000	75	75000	52500	753	278691	232243	0,0	267383	222819	0.0
1000	120	120000	84000	1205	445909	371591	0,0	308519	257099	0.0
1000	130	130000	91000	1306	483068	402557	0,0	493634	411361	0.0
1000	150	150000	105000	1506	557383	464486	0,0	534770	445641	0.0
1000	200	200000	140000	2009	743178	619315	0,0	617038	514198	0.0

Հաշվարկները ցույց են տալիս, որ սկսած \$50000 արժողությամբ բնակարանի ձեռք բերումը՝ պահանջվող 30% կանխավճարի, 12% տարեկան տոկոսադրույքի, 10 տարի մարման ժամկետ ունեցող հիփոթեքային վարկի պարագայում (այսպիսի պայմաններ առաջարկվում են ՀՀ առևտրային բանկերի մեծամասնության կողմից) ուղղակիորեն անհասանելի է բնակչության լայն շերտերի համար: Ստորև ներկայացված է հաշվարկների արդյունքում կառուցված անշարժ գույքի գնի (արտահայտված դոլարով) և վարկավորման վերոնշյալ պայմաններով առաջարկվող հիփոթեքային

վարկերի հասանելիությունը պատկերող «Հիփոթեքային վարկերի հասանելիության կորը» 2010 և 2013 թվականների համար (Գծանկար 30):

Գծանկար 30

Հիփոթեքային վարկերի հասանելիության կորը



Ընդ որում, հաշվարկները ցույց են տալիս, որ եթե 2010թ.-ին բնակչության միայն առավել ապահովված 2-8%-ի համար հասանելի է \$22000-33000 արժողությամբ բնակարանները՝ այսինքն փոքրատարածք (55 -65 քառ. մետր) և \$400-600/ քառ.մ գնով, կամ համեմատաբար մեծատարածք (140 -165 քառ. մետր)՝ \$200/ քառ.մ գնով, ապա 2013թ.-ին վերոնշյալ բնակարանները արդեն հասանելի են բնակչության 5-13%-ի համար: Հասանելիության աճը արդյունք է վերջին երեք տարիներին բնակչության եկամուտների աճի (միջինում աճը կազմել է 34%), չնայած այն հանգամանքին որ խորացել է եկամուտների անհավասարաչափ բաշխումը:

Շարունակելով վերլուծությունը՝ տեսնում ենք, որ տոկոսադրույքի նվազեցումը մյուս անփոփոխ պարամետրերի դեպքում հանգեցնում է հասանելիության մեծացման: Օրինակ, LTV=70, PTI = 30, T=10 պայմանների դեպքում, համեմատելով $r = 0.12$ և $r = 0.06$ տոկոսադրույքներին համապատասխանող հասանելիության արժեքները (Աղյուսակներ 7 և 8), ստանում ենք աղյուսակ 9-ի արդյունքային ցուցանիշները, որտեղ յուրաքանչյուր բջիջ ցույց է տալիս հասանելիությունների հարաբերությունը:

Նախ՝ մեկնաբանենք աղյուսակ 7-ի արդյունքային ցուցանիշները. վերին ձախ բջիջում գտնվող 32.1%-ը համապատասխանում է ազգաբնակչության այն տեսակարար կշիռին, ովքեր կկարողանան տարեկան 12% տոկոսադրույքով, 10 տարի մարման ժամկետ ունեցող և 30% կանխավճարի առկայությամբ հիփոթեքային վարկով ձեռք

բերել 55 քառ. մ՝ 1՝քառ.մ=\$200-ով բնակարան: Նմանապես, եթե դիտարկենք աղյուսակ 8-ի համապատասխան բջիջը, որն արտացոլում է 2 անգամ ավելի ցածր տոկոսադրույքով

Աղյուսակ 7
Հասանելիությունը $r = 0.12$ և $T = 10$
պարամետրերի դեպքում

$r = 12\%, T = 10$									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
55	32,1	15,2	7,7	4,1	2,3	1,4	0,9	0,5	0,3
65	24,2	10,4	4,9	2,5	1,3	0,7	0,4	0,3	0,2
75	18,4	7,3	3,2	1,5	0,8	0,4	0,2	0,1	0,0
120	6,1	1,7	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
130	4,9	1,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
150	3,2	0,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
200	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Աղյուսակ 8
Հասանելիությունը $r = 0.06$ և $T = 10$
պարամետրերի դեպքում

$r = 6\%, T = 10$									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
55	45,6	25,1	14,2	8,4	5,1	3,2	2,1	1,4	1,0
65	36,7	18,4	9,7	5,4	3,1	1,9	1,2	0,8	0,5
75	29,5	13,6	6,7	3,5	2,0	1,1	0,7	0,4	0,3
120	11,7	4,0	1,6	0,7	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
130	9,7	3,1	1,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
150	6,7	2,0	0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
200	2,9	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

տրամադրվող հիփոթեքային վարկով ձեռքբերվող նույն բնակարանի հասանելիությունը, ապա ստացվում է, որ վերջինս շուրջ 40%-ով կամ 1.4 անգամ (Աղյուսակ 9) մեծացնում է հասանելիությունը:

Աղյուսակ 9
Հասանելիության փոփոխությունը տոկոսադրույքի նվազեցման դեպքում ($r = 0.12$ -ից մինչև $r = 0.06$)

	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
55	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6	2,8
65	1,5	1,8	2,0	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0
75	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,0	-
120	1,9	2,3	2,6	2,9	-	-	-	-	-
130	2,0	2,4	2,7	3,0	-	-	-	-	-
150	2,1	2,5	2,9	-	-	-	-	-	-
200	2,3	2,9	-	-	-	-	-	-	-

Վարկավորման ժամկետների երկարացումը, բնականաբար, ևս ավելացնում է հասանելիությունը: Օրինակ, $LTV=70$, $PTI = 30$, $r=0.12$ պայմանների դեպքում, համեմատելով $T = 10$ և $T = 20$ տարիներին համապատասխանող հասանելիության արժեքները, ստանում ենք աղյուսակ 10-ում արտացոլված արդյունքային ցուցանիշները:

Աղյուսակ 10
Հասանելիության փոփոխությունը վարկավորման ժամկետների երկարացման դեպքում ($T = 10$ -ից մինչև $T = 20$)

	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
55	1,4	1,7	1,9	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9
65	1,5	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	2,9	3,1
75	1,6	1,9	2,2	2,4	2,6	2,8	2,9	3,1	-

120	2,0	2,3	2,7	2,9	-	-	-	-	-
130	2,0	2,4	2,8	3,1	-	-	-	-	-
150	2,2	2,6	2,9	-	-	-	-	-	-
200	2,4	2,9	-	-	-	-	-	-	-

Հաշվարկներից կարելի է եզրակացնել (տե՛ս աղյուսակ 9 և 10), որ եթե 2 անգամ նվազեցնում ենք հիփոթեքային վարկի (պայմաններն են՝ LTV=70, PTI = 30, $r=0.12$ և $T=10$) տոկոսադրույքը՝ 0.12-ից մինչև 0.06, ապա այս պայմանի փոփոխությունը հասանելիությունը բարձրացնում է այնքան, որքան որ կբարձրացնի հիփոթեքային վարկի մարման ժամկետների կրկնակի երկարեցումը՝ 10-ից հասցնելով 20-ի: Կամ տոկոսադրույքների մակարդակի կրկնակի իջեցումը, կամ վարկավորման ժամկետների կրկնակի երկարեցումը հանգեցնում են միջին հաշվով հասանելիության մակարդակի շուրջ 2.3 անգամյա աճի:

Հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության հաշվարկները պարամետրերի աղյուսակ 5-ում բերված արժեքների համակցությունների համար ներկայացվում են աղյուսակ 11-ում:

Աղյուսակ 11

Հասանելիության փոփոխությունը վարկավորման տարբեր պայմանների դեպքում

$r = 6\%, T = 10$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	45,6	25,1	14,2	8,4	5,1	3,2	2,1	1,4	1,0	
65	36,7	18,4	9,7	5,4	3,1	1,9	1,2	0,8	0,5	
75	29,5	13,6	6,7	3,5	2,0	1,1	0,7	0,4	0,3	
120	11,7	4,0	1,6	0,7	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	
130	9,7	3,1	1,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
150	6,7	2,0	0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
200	2,9	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

$r = 10\%, T = 10$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	36,3	18,1	9,5	5,3	3,0	1,8	1,2	0,7	0,5	
65	28,0	12,6	6,1	3,2	1,8	1,0	0,6	0,4	0,2	
75	21,7	9,0	4,1	2,0	1,1	0,6	0,3	0,2	0,0	
120	7,6	2,3	0,8	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
130	6,1	1,8	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
150	4,1	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
200	1,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

$r = 12\%, T = 10$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	32,1	15,2	7,7	4,1	2,3	1,4	0,9	0,5	0,3	
65	24,2	10,4	4,9	2,5	1,3	0,7	0,4	0,3	0,2	
75	18,4	7,3	3,2	1,5	0,8	0,4	0,2	0,1	0,0	
120	6,1	1,7	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
130	4,9	1,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
150	3,2	0,8	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
200	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

$r = 14\%, T = 10$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	28,3	12,8	6,2	3,3	1,8	1,0	0,6	0,4	0,3	
65	21,0	8,6	3,9	1,9	1,0	0,5	0,3	0,2	0,0	
75	15,9	5,9	2,5	1,1	0,6	0,3	0,2	0,0	0,0	
120	4,9	1,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
130	3,9	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
150	2,5	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
200	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

$r = 16\%, T = 10$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	24,8	10,7	5,0	2,6	1,4	0,8	0,5	0,3	0,2	
65	18,1	7,0	3,1	1,5	0,7	0,4	0,2	0,0	0,0	
75	13,4	4,7	1,9	0,9	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	
120	3,9	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
130	3,1	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
150	1,9	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
200	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

$r = 12\%, T = 15$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	41,7	22,0	11,9	6,8	4,1	2,6	1,6	1,1	1,0	
65	32,6	15,6	7,9	4,3	2,4	1,4	0,9	0,6	0,4	
75	25,8	11,3	5,4	2,8	1,5	0,9	0,5	0,3	0,2	
120	9,7	3,1	1,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
130	8,9	2,4	0,9	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
150	5,4	1,5	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
200	2,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

$r = 6\%, T = 30$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	

$r = 12\%, T = 20$										
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	

55	77,2	57,2	41,7	30,0	21,8	16,1	12,0	9,0	6,9
65	69,6	48,0	32,6	22,4	15,6	11,1	7,9	5,8	4,3
75	62,4	41,0	25,8	17,0	11,3	7,8	5,4	3,8	2,8
120	36,8	18,4	9,7	5,4	3,1	1,9	1,2	0,8	0,5
130	32,6	15,6	7,9	4,3	2,4	1,4	0,9	0,6	0,4
150	25,8	11,3	5,4	2,8	1,5	0,9	0,5	0,3	0,2
200	14,7	5,4	2,2	1,0	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0

55	46,0	25,5	14,5	8,6	5,3	3,3	2,2	1,5	1,0
65	37,1	18,6	9,8	5,5	3,2	1,9	1,2	0,8	0,5
75	29,9	14,0	6,8	3,6	2,0	1,2	0,7	0,4	0,3
120	11,9	4,1	1,6	0,7	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
130	9,8	3,2	1,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
150	6,8	2,0	0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
200	3,0	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Աղյուսակ 11-ը հնարավորություն է տալիս որոշել, թե հասանելիության յուրաքանչյուր հաշվարկված արժեքին՝ տվյալ վարկային պայմանների պարագայում ինչպիսի պարամետրերով բնակարան է հասանելի: Օրինակ՝ աղյուսակ 11-ից առանձնացնեք 46 արժեքը և տվյալների բազայից առանձնացնենք այդ գնահատականին համապատասխան տարբերակները՝ աղյուսակ 12:

Աղյուսակ 12

Ազգաբնակչության 46% -ի համար բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության պայմանները

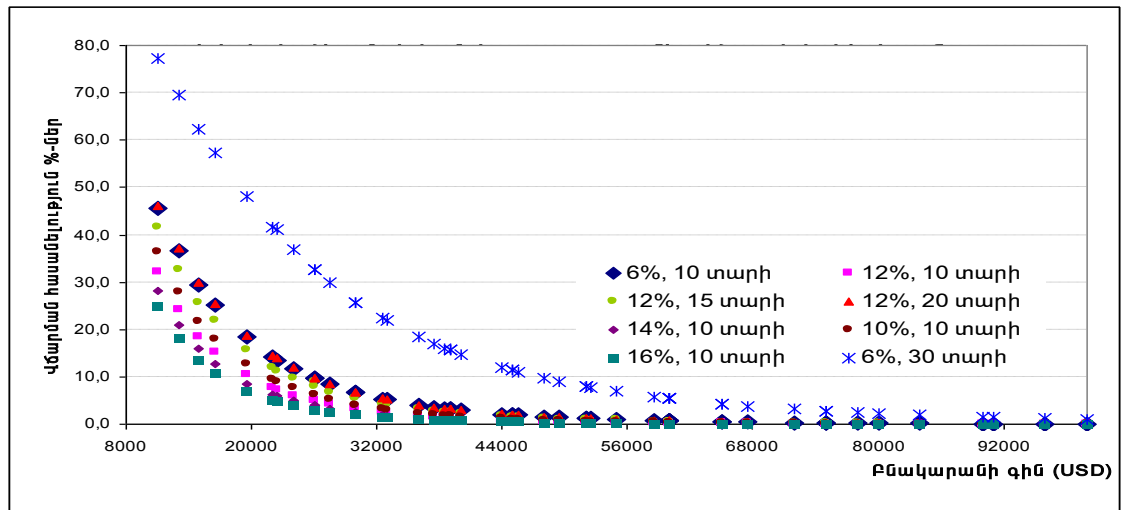
1 քառ.մ (USD)	Բնակտարածք	Վարկի տարիներ	Վարկի տոկոս	Վարկի ամենամյա վճար AMD	Ընտանիքի նվազագույն շնչային ամսական եկամուտ AMD
200	55	10	0.06	31631	26359
200	55	20	0.12	31369	26141

Այսինքն, շուրջ 1.5 մլն ազգաբնակչությանը ($3215800 \cdot 0.46$) հասանելի է \$11000 արժողությամբ բնակարանի ձեռքբերումը հիփոթեքային վարկով, որի գծով ամսական վճարումները չպետք է գերազանցեն 32000 դրամը՝ կլինի դա տրամադրված տարեկան 6 տոկոսով և 10 տարի մարման ժամկետայնությամբ, թե տարեկան 12 տոկոսով և 20 տարի մարման ժամկետայնությամբ՝ տարբերություն չկա:

Մեր կողմից ներկայացվում է նաև (Գծանկար 31) հաշվարկման արդյունքում կառուցված բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության կորերի փունջը՝ տարբեր վարկավորման պայմանների պարագայում:

Գծանկար 31

Հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության կորերի փունջը



Այսպես, եթե ընդունենք այն փաստը, որ ՀՀ-ում առևտրային բանկերի սեփական միջոցների հաշվին տրամադրվող վարկերի պայմաններն են. 30% կանխավճար, տարեկան 12% և 10 տարի մարման ժամկետ, ապա մեր կողմից կատարված հաշվարկների համաձայն բնակչության լայն զանգվածի համար այն այսօր հասանելի չէ (գծանկար 31):

Ուստի, եթե ուզում ենք որ մեր ազգաբնակչության գոնե 30%-ի համար հասանելի լինի «միջին» պայմաններով՝ \$26000-27000 արժողությամբ բնակարան, այս դեպքում հաշվարկները ցույց են տալիս, որ բանկերի կողմից առաջարկվող հիփոթեքային վարկերը պետք է առաջարկվեն առնվազն տարեկան 6% և 30 տարի մարման ժամկետով: Բնականաբար, սա անիրատեսական ենք համարում ներկայիս գործող ֆինանսական համակարգի պայմաններում, ուստի անհրաժեշտ է ֆինանսական համակարգում այնպիսի գործիքների և մեխանիզմների զարգացումը, որոնք կնպաստեն տնտեսությունում «երկար փողերի» ստեղծմանը՝ դարձնելով հիփոթեքային վարկը հասանելի բնակչության լայն զանգվածի համար: Իսկ ֆինանսական կայունության տեսանկյունից անշարժ գույքի ձեռքբերման վարկերի ժամկետայնության աճը կնպաստի հիփոթեքային վարկերի գծով պարտքի սպասարկման բեռի կրճատմանը և վարկերի վերադարձելիության ցուցանիշի բարձրացմանը:

«Երկար փողերի» ձևավորումը մեծապես կախված է բնակչության երկարաժամկետ խնայողությունների խրախուսման, ֆինանսական ինստիտուտների կայացման (կուտակային կենսաթոշակային համակարգ, ներդրումային հիմնադրամներ և ապահովագրական ընկերություններ) և հիփոթեքային վարկի պորտֆելով ապահովված

արժեթղթերի թողարկման համար անհրաժեշտ միջոցառումների արդյունավետ իրականացման քաղաքականությունից:

3.3 Արժեթղթավորման ազդեցությունը ՀՀ բանկային գործունեության վրա, քանակական գնահատականներ

Այսպես, որպեսզի վերլուծենք արժեթղթավորման ազդեցությունը բանկային համակարգի ակտիվների վրա, ենթադրում ենք, որ բանկի պարտավորությունները ժամանակի սկզբնական t պահին համարվում են տրված հաստատուն մեծություն: Իսկ պարտավորությունները $t+1$ պահին կավելանան $L_t r^L$ -ով (L_t -ն պարտավորություններն են, իսկ r^L -ը պարտավորությունների միջին կշռված տոկոսադրույքը) և կլինեն $L_{t+1} = L_t(1 + r^L)$, հաշվի առնելով, որ $L_0 = D_0$, որտեղ D_0 -ն բանկային համակարգի ավանդների սկզբնական մեծությունն է:

Ակտիվների աճի վրա կազդեն հետևյալ 2 գործոնները.

- ակտիվներից ստացվող եկամուտը $A_t r^A$ (A_t -ն ակտիվներն են, իսկ r^A -ը ակտիվների միջին կշռված տոկոսադրույքը),
- դեֆոլտի պարագայում՝ $(1-\gamma)$ չափով ակտիվների կորուստը (γ -ն դեֆոլտի չենթարկված ակտիվների գործակիցն է):

Այսպիսով՝ ակտիվների մեծությունը 1 ժամանակային լագ հետո, կամ $t+1$ պահին կլինի $A_{t+1} = \gamma A_t + r^A \gamma A_t$:

Եթե հաշվի առնենք նաև կապիտալի համարժեքության նորմատիվի պահանջը, ապա նվազագույն կապիտալի պահանջը, որ բանկերը պետք է ապահովեն կլինի εA_t , որտեղ ε -ը կապիտալի համարժեքության նորմատիվն է:

Բանկային համակարգի անվճարունակության վերլուծությունը

Այժմ դիտարկենք հետևյալ երեք իրավիճակները՝ ի նկատի ունենալով, որ

$$A_t - L_t = E_t, \text{ եթե}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} A_t \geq L_t, E_t \geq \varepsilon A_t \\ A_t \geq L_t, E_t \leq \varepsilon A_t \end{array} \right\} \begin{array}{l} \text{- բանկը վճարունակ է} \\ \text{- բանկը վճարունակ է, սակայն կապիտալի համալրումն} \\ \text{անխուսափելի է} \end{array} \quad \begin{array}{l} (a) \\ (b) \end{array}$$

$$A_t \leq L_t, E_t \leq \varepsilon A_t \quad \text{-բանկը անվճարունակ է} \quad (q)$$

Երբ բանկի ակտիվները գերազանցում են պարտավորությունները և կապիտալը մեծ է վերջինիս համար պահանջվող նվազագույն մեծությունից, ապա բանկը վճարունակ է (տարբերակ՝ ա): Սակայն, երբ բանկի ակտիվները գերազանցում են պարտավորությունները, իսկ կապիտալի նվազագույն պահանջը չի ապահովվում (տարբերակ՝ բ), բանկը պետք է կապիտալ համալրի, կամ էլ վաճառի ակտիվները՝ դիմելով արժեթղթավորման: Իսկ բանկի անվճարունակության սցենարը ներկայացված է գ-ում:

Այժմ քննարկենք արժեթղթավորման դերը և դրանից ստացվող օգուտները բանկի ակտիվների և պասիվների կառավարման գործում¹⁷¹: Եթե ընդունենք, որ α -ն արժեթղթավորված ակտիվների տեսակարար կշիռն է ընդհանուր ակտիվներում, ապա արժեթղթավորված ակտիվները կլինեն αA_t : Համապատասխանաբար, ակտիվների այս մասը չի ներառվում կապիտալի համարժեքության նորմատիվը հաշվարկելիս¹⁷² և, հետևաբար կապիտալի պահանջը նվազում է $\varepsilon(1 - \alpha)A_t$ չափով: Եթե պահանջվող կապիտալի նվազագույն մեծությունը գերազանցում է բանկի կապիտալի փաստացի մեծությանը, ապա անհրաժեշտ է իրականացնել կապիտալի համալրում, հակառակ պարագայում՝ կիրականացվի կապիտալի կուտակում: Եվ M-ը կբնութագրի կապիտալի համալրումը կամ կուտակումը, որը որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$M = \varepsilon(1 - \alpha)A_t - (A_t - L_t) = \varepsilon(1 - \alpha)A_t - E_t \quad (45)$$

Երբ $M > 0$, ապա անհրաժեշտ է իրականացնել կապիտալի համալրում, իսկ երբ

$M < 0$, ապա կապիտալ է կուտակվում:

Իսկ ակտիվների կուտակումը արժեթղթավորման պարագայում կարտահայտվի հետևյալ բանաձևով¹⁷³.

$$A_{t+1} = \gamma_t(1 - \alpha)A_t + \alpha A_t + r^A \gamma_t A_t - M_t - C(\alpha)A_t \quad (46)$$

Այսպես՝ ժամանակի t պահին չարժեթղթավորված ակտիվները կլինեն $(1 - \alpha)A_t$, իսկ $\gamma_t(1 - \alpha)A_t$ այն չարժեթղթավորված ակտիվների քանակությունն է, որոնք t պահից

¹⁷¹ Աղբյուրը՝ Wolfe S., “Structural effects of asset-backed securitization”, The European Journal of Finance 6, 2000, pp.353-369, <http://www.ingentaconnect.com/content/routledg/rej/2000/00000006/00000004/art00003>.

¹⁷² Աղբյուրը՝ Alistair M., “Bank Capital Regulations as An incentive Mechanism: Implications for Portfolio Choice”, Journal of Banking and Finance, 26, issue 1, 2002, pp. 1-23.

¹⁷³ Աղբյուրը՝ Sheri M., Dong Y. and Oluwasegun B., “An Multi-Agent Model of RMBS, Credit Risk Transfer in Banks and Financial Stability: Implications for the Subprime Crisis”, Mimeo, Centre for Computational Finance and Economic Agents (CCFEA), University of Essex ,UK, February 2008, pp.1-34.

կարող են տեղափոխվել $t+1$: Միևնույն ժամանակ բանկը իր հաշվեկշռում պահում է αA_t չափով իրացվելի ակտիվներ, որոնք ստացվել են արժեթղթավորման արդյունքում: Իսկ $r^A \gamma_t A_t$ -ն ակտիվներից ստացվող եկամտի չափն է: Իսկ եթե բանկի փաստացի կապիտալի մեծությունը ավելի փոքր է կապիտալի համարժեքության նորմատիվի պահպանման համար անհրաժեշտ կապիտալի մեծությունից, ապա բանկը պետք է M քանակությամբ ակտիվներ վաճառի, որպեսզի վերականգնի կապիտալի հաշիվը: $C(\alpha)A_t$ -ն բանկի ծախսերն են:

Եթե բանաձև (45)-ը տեղադրենք բանաձև (46)-ում, ապա կստացվի.

$$\begin{aligned} A_{t+1} &= \gamma_t(1-\alpha)A_t + \alpha A_t + r^A \gamma_t A_t - \varepsilon(1-\alpha)A_t + (A_t - L_t) - C(\alpha)A_t = \\ &= [(\gamma - \varepsilon)(1-\alpha) + \alpha + \gamma r^A - C(\alpha)]A_t + E_t = qA_t + E_t \end{aligned} \quad (47),$$

որտեղ՝ $q = (\gamma - \varepsilon)(1-\alpha) + \alpha + \gamma r^A - C(\alpha)$

$= [\Omega_1 + \alpha\Omega_2]$, իսկ $\Omega_1 = (\gamma - \varepsilon) + \gamma r^A$

$\Omega_2 = [1 - (\gamma - \varepsilon) - \beta]$:¹⁷⁴

Բանաձև (47)-ից ակնհայտ է, որ q -ն հանդիսանում է որպես ակտիվների կուտակման գործակից. ակտիվները կաճեն q -տեմպով: Եվ քանի, որ սովորաբար $\Omega_2 > 0$, ապա q -ն դրականորեն է կախված α -ից. երբ α -ն մեծանում է, q -ն ևս մեծանում է և սկսվում է ակտիվների կուտակման գործընթացը: Ակնհայտ է, որ եթե ε -ն շատ մեծ է, ապա այն կխոչընդոտի ակտիվների կուտակման գործընթացը:

Բանաձև (47)-ը կարող ենք նաև գրել հետևյալ կերպ.

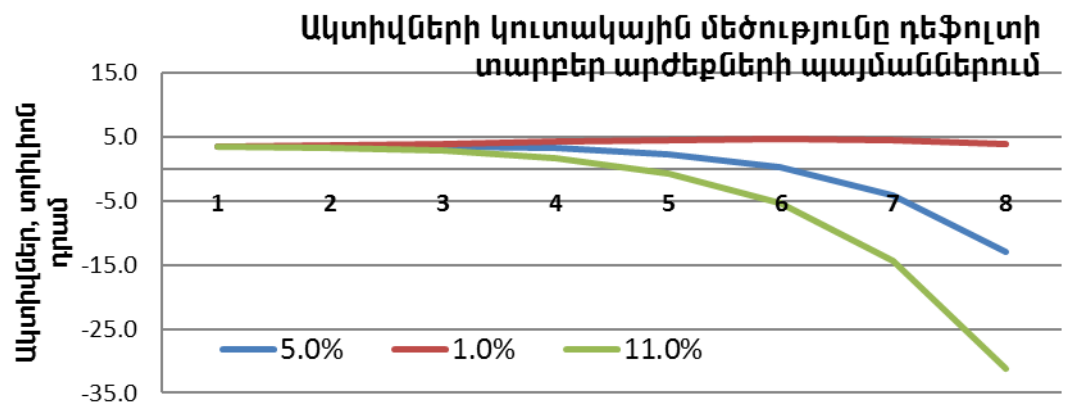
$$A_{t+1} = q^{T+1}A_0 + \sum_{i=0}^T q^i E_{T-i}, \text{ կամ } A_t = q^T A_0 + \sum_{i=1}^T q^i E_{T-i}:$$

Իսկ այժմ գրաֆիկորեն ցույց տանք արժեթղթավորման ազդեցությունը ակտիվների կուտակման վրա $\ll$ օրինակով:

Նախ՝ դիտարկենք այն տարբերակը, երբ արժեթղթավորում գոյություն չունի, այսինքն՝ $\alpha = 0$: Եվ գծանկար 32-ում արտացոլված է ակտիվների զգայունությունը դեֆոլտի տարբեր արժեքների պարագայում, երբ արժեթղթավորում տեղի չի ունեցել: Եթե ենթադրենք դեֆոլտի տարբեր արժեքներ՝ 0.05, 0.01, 0.11, իսկ $A_0 = 3411$ մլրդ դրամ, $L_0 = 2942$ մլրդ դրամ, $E_0 = 469$ մլրդ դրամ, $\varepsilon = 0.12$, $r^A = 0.142$, $\beta = 0.03$, $r^L = 0.91$:

Գծանկար 32

¹⁷⁴Ենթադրվում է արժեթղթավորման ծախսերի ֆունկցիան ունի հետևյալ տեսքը $C(\alpha) = \alpha * \beta$:



Ընդ որում՝ վերոնշյալ ցուցանիշները համապատասխանում են ՀՀ տնտեսության բանկային համակարգի 2014 թվականի դեկտեմբերի ցուցանիշներին: Այսպես, որպես դեֆոլտի արժեք վերցվել է ժամկետանց և երկարաձգված վարկերի տեսակարար կշիռը ընդհանուր վարկային պորտֆելում, իսկ դեֆոլտի նվազագույն և առավելագույն արժեքների ընտրությունը պայմանավորված է մեր կողմից այն մոտարկող ցուցանիշի պատմականորեն նվազագույն և առավելագույն արժեքներով՝ 1% և 11%-ներով: Ծախսերի էլաստիկության գործակիցը գնահատվել է ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում: Իսկ որպես ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքներ հաշվարկվել է տարբեր ժամկետայնությամբ Հայաստանի Հանրապետության դրամով և արտարժույթով ներգրավված ավանդների և տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքները 365-օրյա ժամկետի համար վերահաշվարկման (արդյունավետ տոկոսադրույքի հաշվարկման սկզբունքով) և համապատասխան ծավալներով կշռման միջոցով, որը որոշվում է (48) բանաձևով .

$$I = \left[\left(1 + \frac{I_t}{100} \cdot \frac{t}{365} \right)^{\frac{365}{t}} - 1 \right] 100 \quad (48)$$

որտեղ՝

I -ն վերահաշվարկված տոկոսադրույքն է՝ 365-օրյա ժամկետի համար,

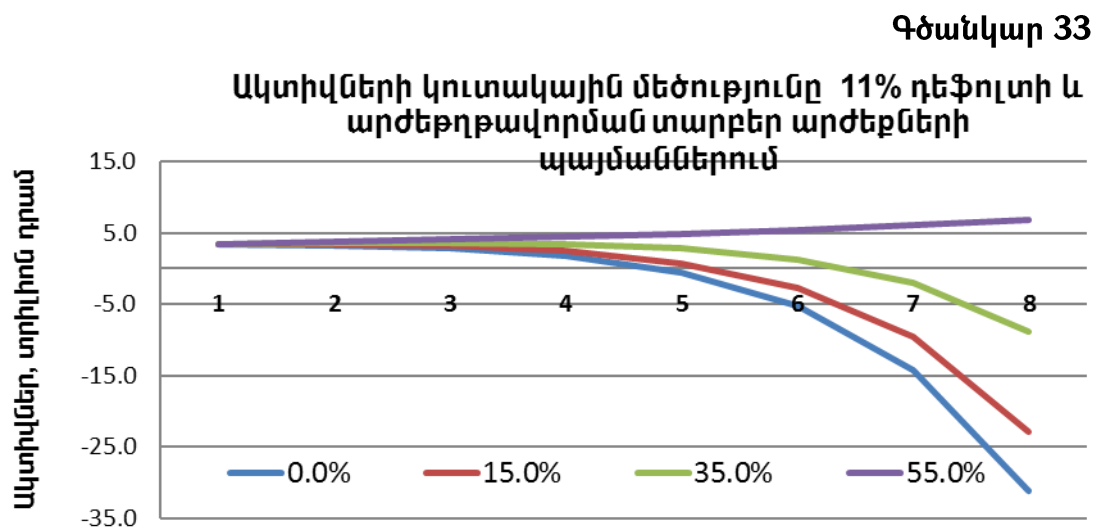
t-ն՝ տրամադրված վարկերի կամ ներգրավված ավանդների ժամկետայնությունը,

I_t -ն՝ տրամադրված վարկերի կամ ներգրավված ավանդների անվանական տոկոսադրույքը t ժամկետայնության համար:

Այսպես, գծանկար 32-ից պարզորեն երևում է, որ դեֆոլտի ցուցանիշի աճին զուգընթաց փոքրանում է բանկի տնօրինության տակ գտնվող ակտիվները: Այսպես, դեֆոլտի առկայությունը ինքնին ենթադրում է վարկային պորտֆելում ժամկետանց և երկարաձգված վարկերի առկայություն, որոնք ուղղակիորեն ազդում են բանկի կողմից ստացված տոկոսային եկամուտների վրա: Եվ վերջինս, այլ հավասար պայմաններում

հանգեցնում է կապիտալի կրճատման, որն էլ իր հերթին զսպում է ակտիվների հետագա աճը:

Այժմ, դիտարկենք վատագույն սցենարի օրինակը, այսինքն՝ 11% դեֆոլտի հավանականությունը և ենթադրենք, որ չարժեթղթավորումից զատ նաև իրականացվում է արժեթղթավորում: Այս վերլուծության արդյունքները արտացոլված են գծանկար 33-ում, որտեղ $\alpha = 0, 0.15, 0.35$ և 0.55 , ինչը համապատասխանաբար նշանակում է ակտիվների 0%, 15%, 35% և 55% արժեթղթավորում:



Դիտարկված սցենարների պարագայում ակնհայտ է, որ արժեթղթավորման բացակայության, կամ նույնիսկ 15% և 35% արժեթղթավորման պարագայում դեռևս բանկային համակարգը անվճարունակ է, իսկ ակտիվների ավելի բարձր արժեթղթավորման պարագայում՝ 55%, ոչ միայն դեֆոլտի պատճառով առաջացած կորուստներն են աստիճանաբար կրճատվելով չեզոքանում, այլ նաև բանկային համակարգը դառնում է վճարունակ և նույնիսկ խթանվում է ակտիվների աճը:

Արժեթղթավորման դերը ՀՀ բանկային համակարգի ROE-ի ձևավորման գործում

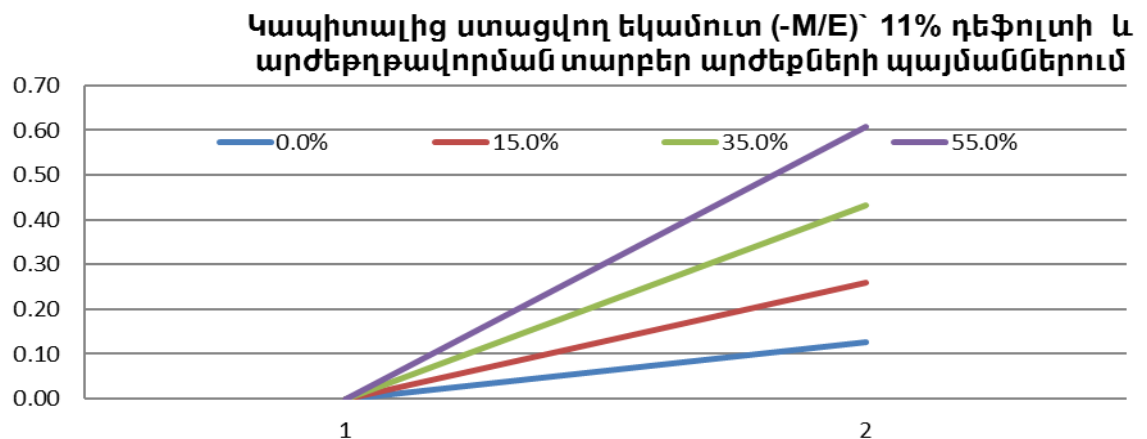
Քանի որ $+M$ -ը դա կապիտալի այն քանակությունն է, որին համարժեք չափով պետք է կապիտալ համալրվի, որպեսզի ապահովվի կապիտալի համարժեքության նորմատիվը, ապա $-M$ --ը կապիտալի կուտակման մեծությունն է: Այս դեպքում $-\frac{M_t}{E_t}$ -ը կարող է հանդիսանալ որպես բանկային համակարգի ROE-ն (Կապիտալի շահութաբերություն (Return on equity) մոտարկող մեծություն, որը կորոշվի հետևյալ բանաձևով.

$$-\frac{M_t}{E_t} = -\frac{\varepsilon(1-\alpha)(qA_{t-1} + E_{t-1})}{E_t} + 1 \quad (49)$$

Քանի որ q -ն դրականորեն է կախված α -ից, ապա ակնհայտ է, որ $-\frac{M_t}{E_t}$ -ն ևս դրականորեն կախված կլինի α -ից: Այսպիսով, երբ α -ն մեծանում է, ROE-ն ևս մեծանում է: ROE-ի զգայնությունը կախված արժեթղթավորման տարբեր արժեքներից ներկայացված է ստորև՝ գծանկար 34-ում:

Իրավամբ, բանկային համակարգում ակտիվների արժեթղթավորումը հանգեցնում է և՛ իրացվելիության մակարդակի, և՛ ROE-ի աճի: Ընդ որում, ինչքան բարձր է արժեթղթավորման մակարդակը, այնքան բարձր է կապիտալից ստացվող եկամուտը:

Գծանկար 34



Դիտարկվող տարբեր սցենարների արդյունքում, ակնհայտ է, որ արժեթղթավորման մակարդակի բարձրացմանը զուգընթաց աստիճանական բարելավվում է նաև բանկային համակարգի ֆինանսական դրությունը՝ հանգեցնելով նույնիսկ շահույթի մակարդակի կայուն աճի:

Արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակի գնահատումը <<-ում:

Քանի որ $M = \varepsilon(1 - \alpha)A_t - (A_t - L_t) = \varepsilon(1 - \alpha)A_t - E_t$, ապա կապիտալի առավելագույն կուտակումը $t+1$ ժամանակահատվածում կիրականացվի, երբ նվազագույնի հասցվի կապիտալի համալրումը կամ առավելագույնի հասցվի $-M$ -ը:

$$\frac{\partial(-M)}{\partial\alpha} = 2\alpha\varepsilon\Omega_2A_0 + \varepsilon\Omega_1A_0 + \varepsilon E_0 - (1 - \varepsilon)A_0\Omega_2 = 0$$

Ածանցելով (45) բանաձևը ըստ α -ի և հավասարեցնելով 0-ի, կստանանք α -ի առավելագույն օպտիմալ մակարդակը: Այն կարտահայտվի հետևյալ բանաձևով.

$$\alpha = \frac{(1-\varepsilon)\Omega_2 - \varepsilon\Omega_1 - \frac{E_0}{A_0}}{2\varepsilon\Omega_2} \quad (50)$$

Հաշվարկման արդյունքում պարզվում է որ, ՀՀ բանկային համակարգի համար գնահատված արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը բավականին ցածր է՝ մոտ 0,1%: Արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակի նման ցածր լինելը պայմանավորված է ՀՀ բանկային համակարգի բարձր իրացվելիությամբ, այսինքն՝ նոր ռիսկեր ստանձնելու համար այսօր ՀՀ բանկային համակարգում առկա է բավարար քանակությամբ կապիտալ (այսպես, 2014 թվականին բանկային համակարգի ε_1^1 նորմատիվը միջինում կազմել է 16.1%՝ պահանջվող 12%-ի դիմաց, ε_2^1 -ը՝ 27.6%, պահանջվող 15%-ի դիմաց, իսկ ε_2^2 -ը՝ 137.7%, 60%-ի դիմաց): Ահավասիկ, այսօր ՀՀ-ում ֆինանսական ցածր միջնորդության պարագայում բանկային համակարգի բարձր իրացվելիությունը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ առևտրային բանկերի կողմից իրականացվող գործառույթների շրջանակը խիստ սահմանափակ է: Վարկավորման տարբեր ոլորտների ռիսկայնության թերգնահատման պատճառով բանկերի կողմից երկարատև ապահովված ներդրումները բացակայում են, կամ աննշան են:

Ուստի, այսօր արժեթղթավորման անհրաժեշտություն, կիրառելու այն՝ որպես լրացուցիչ այլընտրանքային գործիք կապիտալի համարժեքության նորմատիվի ապահովման միջոց, չկա: Սակայն տնտեսության զարգացման և ֆինանսական միջնորդության աճին զուգընթաց այն կլինի կենսական անհրաժեշտություն:

Ստորև ներկայացնենք նաև արժեթղթավորման մակարդակը, երբ ծախսերը գծային չեն և արտահայտվում են հետևյալ բանաձևով՝ $C = \alpha^2 \theta$. Այս բանաձևից ակնհայտ երևում է, որ արժեթղթավորման աճին զուգընթաց ծախսերը կաճեն ոչ գծայնորեն: Եվ այս պարագայում ակտիվների կուտակման գործակիցը կունենա հետևյալ տեսքը.

$$\hat{q} = [\hat{\Omega}_1 + \alpha\hat{\Omega}_2 - \alpha^2\theta] \quad (51)$$

$$\text{և } \hat{\Omega}_1 = (\gamma - \varepsilon) + \gamma r^A, \hat{\Omega}_2 = [1 - (\gamma - \varepsilon)]:$$

Եթե բանաձև (51)-ը տեղադրենք բանաձև (45)-ի մեջ, ապա կստանանք

$$\bar{M}_t = \varepsilon(1 - \alpha)(\hat{q}A_{t-1} + E_{t-1}) - E_t \quad (52)$$

Եվ որպեսզի որոշենք արժեթղթավորման մակարդակի օպտիմալ մեծությունը ոչ գծային ծախսերի պարագայում, պետք է բանաձև (49)-ը ածանցենք ըստ α -ի և հավասարեցնենք 0-ի:

$$\alpha^* = \frac{\varepsilon \hat{\Omega}_2 - \theta + \theta \varepsilon - \sqrt{(\varepsilon \hat{\Omega}_2 - \theta + \theta \varepsilon)^2 + 3\varepsilon \theta [\hat{\Omega}_2 + \varepsilon(\hat{\Omega}_1 - \hat{\Omega}_2) + \frac{E_0}{A_0}]}}{3\varepsilon \theta} \quad (53)$$

Այսպիսով, կարելի է եզրակացնել, որ բանկային համակարգի ծախսերը, ինչպես նաև կապիտալի համարժեքության նորմատիվը էականորեն ազդում են բանկային համակարգի շահույթի վրա: Եվ այս համատեքստում արժեթղթավորումից ստացվող հիմնական օգուտներից մեկը կայանում է նրանում, որ այն թույլ է տալիս բանկերին արժեթղթավորել իրենց ռիսկով կշռված երկարաժամկետ ակտիվները՝ փոխարինելով դրանք առավել իրացվելի ակտիվների, որոնց համար պահանջվող անհրաժեշտ կապիտալի քանակությունը շատ փոքր է, կամ նույնիսկ զրոյական: Արդյունքում, բանկը կարող է վերաներդնել արժեթղթավորումից ստացվող միջոցները գրավիչ ներդրումային ծրագրերում և մեծացնել շահույթի մակարդակը:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Աշխարհի գրեթե բոլոր երկրներում օգտագործվում է վարկի այս տեսակը, բայց ձևավորվել է շատ դանդաղ: Հենց հիփոթեքային վարկն է հնարավորություն տալիս, որ մարդիկ ոչ թե ամբողջ կյանքում աշխատեն տուն ունենալու համար, այլ հենց սկզբում, եթե աշխատանք ունեն, նաև հնարավորություն ունենան իրենց կյանքը դարձնելու ավելի հարմարավետ:

Հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացումը կբերի ներդրումային դաշտի մեծացմանը, տնտեսության զարգացմանը, հասարակության սոցիալական կայունության բարձրացմանը և, իհարկե, ընդհանուր սոցիալ-տնտեսական ծանր վիճակի հաղթահարմանը, ինչպես նաև կնպաստի արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը, քանի որ միջոցներ կներգրավվեն ակտիվների արժեթղթավորման միջոցով, այն, որ բացի ֆինանսական շուկայում գործող ավանդային հաստատություններից այլընտրանք կլինեն ինչպես ներդրողներից ավանդների հավաքագրման, այնպես էլ փոխառուներին

վարկավորման բնագավառում: Այն կբերի ինչպես շինարարության, այնպես էլ դրա հարակից ճյուղերի աճի և, հետևաբար տնտեսական աճի:

Աշխատանքում իրականացված ուսումնասիրության հիմնական եզրահանգումներն ու առաջարկություններն են.

1. Ուսումնասիրելով հիփոթեքային վարկավորման զարգացած և անցումային տնտեսությամբ երկրների միջազգային փորձը, ֆինանսական միջնորդության տեսությանն առնչվող ակտիվների արժեթղթավորման խթանների հիփոթեզները, պարզաբանելով հիփոթեքային վարկավորման շուկայի ձևավորման և զարգացման առանձնահատկությունները, վեր են հանվել դրանց դրական և բացասական կողմերը, և ընդհանրացվել ոլորտի բնականոն զարգացման համար անհրաժեշտ միջոցառումների համալիր:
2. ՀՀ հիփոթեքային վարկի շուկայի վերլուծության արդյունքում բացահայտվեց ոլորտի հետագա զարգացման նախապայմանները և առկա հիմնախնդիրները: Մասնավորապես.
 - ✓ Չնայած հայաստանյան բանկերից շատերը վերանայել են վարկավորման պայմանները՝ դարձնելով այն ավելի գրավիչ ազգաբնակչության համար, սակայն այն դեռևս անհասանելի է բնակչության լայն զանգվածի համար այդ ծառայության թանկության, ներկայացվող խիստ պայմանների, տարեկան բարձր տոկոսադրույքի, վարկի վերադարձման կարճատև ժամկետների և պահանջվող կանխավճարային գումարի մեծության պատճառով: Այս պայմանների առկայությամբ 2014թ.-ի դրությամբ տրամադրված հիփոթեքային վարկերի ծավալը ՀՆԱ-ում կազմել է շուրջ 4.2%, մինչդեռ զարգացած երկրներում այն հիմնականում տատանվում է 50-100% միջակայքում:
 - ✓ Ներկայումս հիփոթեքային վարկերի տրամադրման միասնական մոտեցում գոյություն չունի ՀՀ բանկային համակարգում, որը հետագայում լուրջ խնդիրներ կարող է առաջացնել հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման համար:
 - ✓ Բանկերի մեծ մասը վարկեր տրամադրում են մայրաքաղաքում գտնվող անշարժ գույքի գրավադրման դիմաց և կախված անշարժ գույքի գտնվելու վայրից, հիփոթեքային վարկերը տրամադրում են տարբերակված

տոկոսադրույքներով (սա էլ ավելի է խորացնում տարածքային անհամաչափ զարգացումը՝ բացասական ազդեցություն ունենալով անշարժ գույքի ոչ բևեռացված զարգացման, ներքին միգրացիայի և բնակչության կենսամակարդակի վրա):

- ✓ Դասական հիփոթեքային վարկերի տրամադրումը դեռևս չկառուցված անշարժ գույքի գրավադրման, այսինքն՝ իրավունքի գրավի դիմաց բավականին դիսկային է՝ ոչ կայուն օրենսդրական բազայի առկայության պատճառով:
- ✓ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» օրենքում որպես հիփոթեքային վարկի համապատասխանության չափանիշ նշված է, որ հիփոթեքը պետք է լինի առաջնային գրավ և չի կարող հանդիսանալ հաջորդող գրավի առարկա, որը մեր կարծիքով սահմանափակում է հիփոթեքային վարկի վերաֆինանսավորման հնարավորությունը: Միևնույն ժամանակ օրենքում նշվում է, որ հսկողը նախքան պարտատոմսերի թողարկումը հավաստագիր պետք է տա ակտիվների՝ օրենքի պահանջներին համապատասխանության և պարտավորությունների համարժեքության վերաբերյալ, մինչդեռ չի ներկայցվում հավաստագրի ձևի պահանջները:
- ✓ 2015թ.-ից գործում է «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենքում կատարված փոփոխությունները, որով արտոնություն է տրվում անմիջապես կառուցապատողից բնակարաններ ձեռքբերող անձանց: Վերոնշյալ օրենսդրական փոփոխությունը, ինչ խոսք, կաշխուժացնի հիփոթեքային շուկան, սակայն այն ստեղծվում է անհավասար պայմաններ պետական և մասնավոր հատվածներում ներգրաված աշխատակիցների համար: Օրենքում նաև պարտադիր նշվում է, թե որ կառուցապատողից պետք է գնվեն բնակարանները, ինչը կրկին անհավասար պայմաններ է ստեղծում կապալառուների միջև՝ խոչընդոտելով առողջ մրցակցային պայմանների ձևավորմանը:
- ✓ Խորհրդային ժամանակաշրջանի համեմատ պետության կողմից իրականացվող բնակչինարարության ծավալների կտրուկ անկման պատճառով բնակչության մեծամասնության համար բնակարանային

պայմանների բարելավումը դարձել է անհասանելի և այսօր բնակչության մի ստվար զանգված բնակարանային պայմանների բարելավման կարիք ունի:

- ✓ Ֆինանսական ինստիտուտների առկայության տեսանկյունից ՀՀ-ն այսօր գտնվում է համեմատաբար ցածր մակարդակի վրա: Ֆինանսական շուկայի թույլ զարգացվածության, ինչպես նաև ֆինանսական սահմանափակ գործիքների առկայության մասին է վկայում ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական միջնորդության համեմատաբար ցածր մակարդակը: Ուստի ֆինանսական շուկայի բարեփոխմանն ուղղված պետական քաղաքականությունը չպետք է սահմանափակվի հիմնականում բանկային հատվածով՝ հուսալով, որ այդ համակարգի կայացումը կխթանի ֆինանսական շուկայի մյուս հատվածների բնականոն զարգացմանը: Սակայն, ինչպես վկայում է բազմաթիվ երկրների փորձը, բանկային արդյունավետ համակարգի կայացման անհրաժեշտ պայման են ֆինանսական այլ ինստիտուտների զուգահեռ ձևավորումն ու զարգացումը, քանի որ շուկայում ֆինանսական գործիքների բազմազանությունը հնարավորություն է ստեղծում դիվերսիֆիկացնել բանկերի ակտիվները, ձևավորել առավել օպտիմալ ակտիվների կառուցվածք: Շարունակական բարեփոխումները ապահովագրական ընկերությունների, կենսաթոշակային հիմնադրամների և արժեթղթերի շուկայի զարգացման ոլորտում թույլ կտան տնտեսությունում ձևավորել «երկար փողեր» և ձևավորել ինստիտուցիոնալ ներդրողներ:

- ✓ Թեև 2014 թվականից ՀՀ-ում ներդրվել է պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային համակարգը (միայն գործում է պետական հատվածի աշխատողների համար), սակայն վերջինիս արդյունքում ոչ մի էական տեղաշարժեր դեռևս չեն արձանագրվել ֆինանսական շուկայում: Այստեղ կարևորում ենք պետության կողմից նպատակաուղղված միջոցառումների իրականացումը, որպեսզի կուտակված դրամական միջոցները տեղաբաշխվեն ներքին տնտեսությունում և, հատկապես, ապագայում թողարկվելիք հիփոթեքային պարտատոմսերում:

3. Ատենախոսությունում կատարված հաշվարկները ցույց են տալիս, որ ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկի միջոցով \$22000-33000 արժողությամբ բնակարանների

ձեռքբերումը հասանելի է բնակչության միայն առավել ապահովված 5-13%-ին: Վերջինս, հիմնականում արդյունք է ֆինանսաբանկային համակարգում երկարաժամկետ միջոցների սակավության, հետևաբար և առաջարկվող վարկավորման ոչ բարենպաստ պայմանների: Հաշվարկման արդյունքում կառուցված հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության կորը ցույց է տալիս հիփոթեքային վարկով ձեռքբերվող անշարժ գույքի գնի և հասանելիության հակադարձ կապը: Հիփոթեքային վարկերի հասանելիության կորերի փունջը կարող է հանդիսանալ օգտակար գործիք՝ օրինակ՝ որևէ պետական ծրագրի ներքո բնակչության որոշակի թիրախային խմբի բնակարանային պայմանների հասանելիության բարձրացմանն ուղղված սուբսիդավորման չափերի որոշման համար:

4. Միջազգային փորձի ուսումնասիրությունները վկայում են, որ հիփոթեքի համընդհանուր մատչելիությունը հնարավոր է ապահովել միայն պետական աջակցության և տնտեսությունում «երկար փողերի» ձևավորման պարագայում: «Երկար փողերի» սակավությունը մեծ խոչընդոտ է հանդիսանում հիփոթեքային շուկայի զարգացման գործում: Իսկ «Երկար փողերի» ստեղծման կարևորագույն միջոց է հանդիսանում հիփոթեքային վարկի պորտֆելով ապահովված հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկումը:
5. Հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը որոշակի նախապայմանների առկայության դեպքում (ավելի մանրամասն ներկայացված է երկրորդ գլխում) իր դրական ազդեցությունն է թողնում հիփոթեքի առաջնային շուկայի վրա: Ասվածը առավել ակնհայտ դրսևորվեց, երբ համադրվեցին ատենախոսության շրջանակներում կառուցված ակտիվների արժեթղթավորմամբ և առանց արժեթղթավորման հաջորդական սերունդների մոդելները: Այսպես՝ հիփոթեքային առաջնային շուկայում ձևավորված տոկոսադրույքները նվազում են, իսկ հիփոթեքային վարկեր տրամադրող ֆինանսական հաստատությունների կողմից սահմանված ռիսկերի նվազագույն հարաբերակցության շեմը իջնում է, ավելանում է հիփոթեքային վարկերի առաջարկը, որի հիմնական աղբյուրն է հանդիսանում արժեթղթավորումից բխող ավելցուկային իրացվելիությունը:
6. Հետազոտության շրջանակներում կատարված վերլուծության արդյունքում հանգում ենք այն իրողությանը, որ նույնիսկ ՀՀ բանկային համակարգի դեֆոլտի

հավանականության վատատեսական սցենարի պայմաններում արժեթղթավորումը հնարավորություն է տալիս աստիճանաբար բարելավելու բանկային համակարգի ֆինանսական դրությունը՝ հանգեցնելով կայուն շահույթի ապահովման:

7. 2014 թվականի ելակետային ցուցանիշների հիման վրա գնահատված արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակ ՀՀ-ում եղել է բավականին փոքր: Արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակի նման ցածր լինելը պայմանավորված է ՀՀ բանկային համակարգի բարձր իրացվելիությամբ, այսինքն՝ նոր ռիսկեր ստանձնելու համար այսօր ՀՀ բանկային համակարգում առկա է բավարար քանակությամբ կապիտալ: Ուստի, այսօր արժեթղթավորման անհրաժեշտություն, կիրառելու այն՝ որպես լրացուցիչ այլընտրանքային գործիք կապիտալի համարժեքության նորմատիվի ապահովման միջոց, չկա: Սակայն տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց այն կլինի կենսական անհրաժեշտություն:
8. Հիմնվելով զարգացած երկրների ֆինանսական շուկայի փորձի ուսումնասիրության վրա՝ պետք է փաստել, որ հիփոթեքային արժեթղթերը բացառապես պատկանում են ֆինանսական շուկայի երկարաժամկետ գործիքների դասին: Սակայն անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում, այդ թվում և Հայաստանի համար նպատակահարմար ենք համարում տվյալ արժեթղթերի նկատմամբ թողարկման առաջին փուլում շուկայի մասնակիցների շրջանակներում հետաքրքրություն ստեղծելու նպատակով թողարկել կարճաժամկետ (ՀՀ-ում արդեն 12 թողարկում է եղել Ազգային Հիփոթեքային Ընկերության կողմից) և միջնաժամկետ պարտատոմսեր, որոնց իրացվելիության բարձրացման նպատակով անհրաժեշտ ենք համարում նախատեսել պարտատոմսերի բորսայական գնանշում, արտարժույթային ռիսկի զսպման համար հեջավորման գործիքների ներդրում և կիրառում, միջազգային վարկանշավորում և ՀՀ ԿԲ կողմից ռեպո գործառնությունների կնքման ժամանակ այն որպես գործարքների հիմքում ընկած ակտիվի ընդունում:
9. Քանի որ արժեթղթավորումը թուլացնում է ԴՎԲ փոխանցումային մեխանիզմի գործունեությունը, ուստի որպեսզի չեզոքացվի վերջինիս բացասական ազդեցությունը իրականացվող քաղաքականության արդյունավետության վրա, նպատակահարմար ենք համարում, որ հիփոթեքային շուկայի օպերատորի կողմից

առաջնայնություն տրվի լողացող տոկոսադրույքով հիփոթեքային վարկերի ձեռքբերմանն ու արժեթղթավորմանը:

10. Դիտարկելով բնակչության լայն շերտերին բնակարանով ապահովելը որպես սոցիալական կարևոր խնդիր և տնտեսության հետագա զարգացման մեխանիզմ, պետությունը պետք է ոչ միայն սահմանի հիփոթեքային վարկավորման ծավալների ընդլայնմանը նպաստող օրենսդրական (այդ թվում նաև հարկային արտոնությունների) դաշտը, այլ նաև ուղղակիորեն դառնա հիփոթեքային շուկայի կարևոր մասնակից:
11. Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացման պատճառների և դրանում հատկապես արժեթղթավորման դերի բացահայտումը, ինչպես նաև ճգնաժամից քաղված դասերը, վկայում են որ իր առավելություններով հանդերձ ակտիվների արժեթղթավորումը իր մեջ կրում է նաև ռիսկեր, որոնք պետք է հաշվի առնվեն արժեթղթավորման համակարգի ներդրման գործընթացում: Ակտիվների վաճառքի պարագայում ետգնման պահուստների ձևավորումը (բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից վերաֆինանսավորված վատորակ վարկերի հետ գնման նպատակով), իրացվելիության աճը, ոչ բավարար թափանցիկությունը, ասիմետրիկ ինֆորմացիան, վերահսկողության թուլացումը և վաղաժամկետ մարումները որոշ ակտիվների արժեթղթավորման դեպքում կարող են հանգեցնել իրացվելիության ռիսկերի:
12. Ֆինանսաբանկային կազմակերպությունները անհրաժեշտաբար պետք է ապահովագրվեն վարկավորման առաջնային և երկրորդային շուկայի գործառնություններից բխող պոտենցիալ ռիսկերից և վերջինիս հետևանքով առաջացած չնախատեսված իրացվելիության կորուստներից: Այս նպատակով անհրաժեշտ ենք համարում կիրառել հակացիկլիկ քաղաքականություն ինչպես հնարավոր կորուստներից պահուստների, կապտալի բուֆերի, այնպես էլ LTV գործակցի գծով: Արժեթղթավորման դեպքում, արժեթղթեր թողարկողը պետք է նախապես գնահատի արժեթղթավորումից ստացված լրացուցիչ իրացվելիության պոտենցիալ ազդեցությունը իր ընդհանուր իրացվելիության վրա:
13. Այսպիսով, հիփոթեքային երկրորդային շուկայի ստեղծումը և հետագա զարգացումը (ակտիվների արժեթղթավորումը) հնարավորություն կտա.

- ✓ ապահովել բնակարանային շինարարության աճ, ոչ բավարար բնակարանային պայմաններ ունեցող բնակչությանը մատչելի դարձնել բնակարանների ձեռքբերումը, հնարավորություն ընձեռել ցածր և միջին եկամուտ ունեցող տնային տնտեսություններին բարելավել կենսական պայմանները, ինչպես նաև խթանել բնակարանային շինարարության պահանջարկը,
- ✓ սոցիալական տեսանկյունից իրականացնելու նպատակաուղղված միջոցառումներ՝ կառավարությունը կողմից հանրության որոշակի խավերի համար նախատեսելով սուբսիդավորում, ապահովագրական գումարների համաֆինանսավորում, պարգևավճարներ (շինխնայողությունների դեպքում) և այլն,
- ✓ ֆինանսական միջնորդավորման ինստիտուտների զարգացման տեսանկյունից նպաստել խնայողական և հիփոթեքային վարկավորման ինստիտուտների, շինարարության ֆինանսավորման մասնագիտացված կազմակերպությունների, ներդրումային բանկերի, ապահովագրական ընկերությունների զարգացմանը,
- ✓ ֆինանսավորման կայուն մեխանիզմների տեսանկյունից խթանել առաջնային և երկրորդային շուկաների կայացումը և զարգացումը, կապիտալի և արժեթղթերի շուկայի զարգացումը, ռիսկերի դիվերսիֆիկացիան:

Հետազոտությունը ցույց տվեց նաև, որ վարկային ֆինանսական հաստատությունները հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորմամբ նվազեցնում են ռիսկերը, իրացվելիության բարելավման արդյունքում ստանում ավելցուկային ֆինանսական միջոցներ, որոնք ուղղորդվում են դեպի նոր և գրավիչ ներդրումային նախագծեր: Ֆինանսական համակարգը համալրվում է ֆինանսական նոր գործիքով, որը կապող օղակ է հանդիսանում բանկային համակարգի և ֆինանսական շուկայի միջև:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ՏԵՂԵԿԱՏՎՈՒԹՅԱՆ ԱՂԲՅՈՒՐՆԵՐԻ ՑԱՆԿ

1. «Ակտիվների արժեթղթավորումը Եվրոպայում», Հ. 7-րդ., AEPLAC, Երևան, 2006, էջեր 16, 121:
2. «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը: Ընդունվել է 26.05.2008թ.:
3. «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքը: Ընդունվել է 26.05.2008թ.:
4. «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենք, ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից ընդունված 2000 թվականի հուլիսի 6-ին, ՀՕ-82:
5. «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենք, ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից ընդունված 1996 թվականի հունիսի 30-ին, ՀՕ-68:
6. «Գույքի նկատմամբ իրավունքների պետական գրանցման մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենք, ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից ընդունված 1999 թվականի ապրիլի 14-ին, ՀՕ-295:
7. Թանթուշյան Ս.Ա. «Հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը Հայաստանի Հանրապետությունում», Ատեն. տնտ. գիտ. թեկ., Երևան, 2007թ.:
8. Կեսոյան Ն.Մ. «Արժեթղթավորման հեռանկարները ՀՀ ֆինանսական համակարգում»: Ատեն. տնտ. գիտ. թեկ., Երևան, 2008թ., էջ 126:

9. ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, «Հայաստանի սոցիալական պատկերը և աղքատությունը» վիճակագրական-վերլուծական զեկույց, 2011թ. և 2014թ. հրապարակումներ:
10. ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, «ՀՀ Սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2014թ. հունվար-դեկտեմբեր», էջ 99, http://armstat.am/file/article/sv_12_14a_142.pdf:
11. ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», 2001-2014թթ. հրապարակումներ:
12. «Հիփոթեքային վարկերը Եվրոպայում»: Դանիական փորձ., AEPLAC, Երևան, 2005թ.:
13. ՀՀ Կառավարությանն առընթեր անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտե, «ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի տարեկան վերլուծություն» 2003-2014թթ. հրապարակումներ:
14. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Բանկերի (վարկային կազմակերպությունների) կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման մեթոդական ուղեցույց», 2004թ.:
15. ՀՀ Կենտրոնական բանկի կանոնակարգ 2 237-Ն:
16. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողություն», 2014թ, էջ 49-60, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/FinHam-2015.pdf>:
17. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից տրամադրվող վարկերի պայմանների վերաբերյալ հարցում», 2014 թ. 4-րդ եռամսյակ:
18. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Բանբեր» 4-րդ եռամսյակ, 2014թ., էջ 6, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Banber4-14.pdf>:
19. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկավորման շուկայի զարգացման հայեցակարգի նախագիծ», 2005թ.:
20. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Վիճակագրական տեղեկագիր» 2002-2014թթ. հրապարակումներ:
21. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր» 2014թ. դեկտեմբեր, էջեր 95,105:
22. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Սպառողների վստահության ցուցանիշ», 2014 4-րդ եռամսյակ, էջ 6, <https://www.cba.am/AM/Consumer%20Confidence%20Index/CCI%20%202014.4.pdf>:

23. ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Ֆինանսական Կայունության հաշվետվություն», 2011թ. (էջ 38, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin-stab-12.pdf>), 2012 թ. (էջ 14, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_12.pdf), 2014թ., (էջեր 33, 34, https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_15.pdf):
24. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք, ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից ընդունված 1998 թվականի մայիսի 5-ին, ՀՕ-239:
25. ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարություն, «ՀՀ հիփոթեքային վարկավորման շուկայի զարգացման հայեցակարգ», 2004թ., էջ 7:
26. «Վերլուծություն-Հաշվետվություն: Հայաստանում վարկավորման պահանջարկի ուսումնասիրում», Երևան, «Ահարոն-Պարադիգմա», Փետրվար – մարտ 2004թ, էջ 13:
27. Айвазян С.А., Мхитарян В.С., “Прикладная статистика и основы эконометрики”, ЮНИТИ, Москва, 1998, стр. 1022.
28. Багратян Г. А., “Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы”, Учебно-методическое пособие, Издательство РАУ, Ереван, 2013 , стр. 210.
29. Балабанов И.Т., “Экономика недвижимости”, Питер, С. Пб, 2000, стр. 172.
30. Балабанов И.Т., “Экономика недвижимости”, Питер, СПб 2002, стр. 28.
31. Довдиенко И.В, Черняк В.З., “Ипотека: Управления: Организация: Оценка”, Юпити-Дана, Москва, 2005, стр. 28.
32. Довдиенко И.В., “Ипотека, учебно-практическое пособие”, РДЛ, Москва, 2002, стр. 272.
33. Дункан Р., “Кризис доллара: причины, последствия и пути выхода”, Изд. Дом, Евро, Москва, 2008, стр. 56.
34. “Европейская Эстония: когда в чиновники идут за духовностью”, Северный курьер, №136, 26 июня, 1999г. - http://www.karelia.ru/~kurier/23433/23433_10.html.
35. Евтух А.Т., “Жилищная ипотечная система: мировой опыт”, Деньги и кредит, №10, Москва, 2000.
36. “Жилищное Строительство Казахстана” еженедельная газета N 41, <http://www.azk.kz/modules/wfsection/>.

37. Марченко Г., “Казахстан: на пороге запуска ипотечного рынка”, Банковское дело в Москве, N7, 2001, стр.4.
38. Розенберг Дж. М., “Инвестиции, Терминологический словарь”, ИНФРА, Москва 1997, стр. 158.
39. Рубцов Б.Б. “Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов”, Рынок ценных бумаг, № 6, 2001, стр. 75-76.
40. Рябченко И.Л., “Ипотечное кредитование”, Учебное пособие, Москва, 2001, стр. 5.
41. Смирнов В.В., “Менеджер по ипотечным операциям”, Аудитор, Москва, 1999, стр. 42.
42. Ужегов А.Н., “Квартира в кредит.: ипотечная сделка”, Питер, СПб, 2001, стр.7.
43. Фаерман Е.Ю., Хачатрян С.Р., “Расширение доступности жилья на базе ипотечного кредитования”, Экономика и мат. Методы, Т.40, N1, 2004, стр. 3-15.
44. Фридман Дж., Ордуэй Н., “Анализ и оценка приносящей доход недвижимости”, Дело, Москва, 1997, стр. 67-73.
45. Цылина Г., “Ипотека, Жилье в кредит”, Экономика, Москва, 2001, стр. 18, 150.
46. Черняк А.В., “Ипотечное кредитование”, Учеб. Пособие, Москва, Международный университет, Москва, 2000, стр. 35.
47. Akerlof's G.A., “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, The Quarterly Journal of Economics, Vol.84, No. 3, August 1970, pp. 488-500, <http://www.eco.uc3m.es/docencia/microii-phd/G%20Akerlof.pdf>.
48. Alistair M., “Bank Capital Regulations as An incentive Mechanism: Implications for Portfolio Choice”, Journal of Banking and Finance, 26, issue 1, 2002, pp 1-23.
49. Amiyatosh P., “Originate-to-Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis”, FDIC Center for Financial Research Working Paper No. 2010-08, August 9, 2010, https://www.fdic.gov/bank/analytical/CFR/2010/wp2010/CFR_WP_2010_08.pdf.
50. Antje B. and Gupta A., “Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate to Distribute Model of Bank Credit“, Working Paper, October 24, 2008, http://www.carnegie-rochester.rochester.edu/nov08-pdfs/berndt_gupta.pdf.

51. Ashcraft A. B. and Schuermann T., "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 318, March 2008, http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf.
52. Atif M., and Sufi A., "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the Mortgage Default Crisis", Initiative on Global Markets The University of Chicago, Graduate School of Business, Working Paper No. 15, May 2008, <http://research.chicagobooth.edu/igm/research/papers/15MianConsequences.pdf>.
53. Avery R. B. & Berger A. N., "Loan commitments and bank risk exposure", Journal of Banking & Finance, Elsevier, vol. 15(1), February, 1991, pp. 173-192.
54. Bajari P., Sean Chu. Ch., Park M., "An empirical model of subprime defaults from 2000 to 2007", NBER working papers series, #14625, Dec., 2008, p.31, <http://www.nber.org/papers/w14625.pdf>.
55. Bannier Ch.E. and Hansel D., "Determinants of Banks' Engagement in Loan Securitization", Working Paper, August 28, 2007, pp. 5-30, <http://d-nb.info/990178641/34/>.
56. Benveniste L. M. & Berger A. N., "An empirical analysis if standby letters of credit", Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago, 1986, pp. 387-412.
57. Benveniste L. M. & Berger A. N., "Substituting loan insurance for intermediation: the private and social benefits of standby letters of credit", Research Papers in Banking and Financial Economics 92, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.) 1986. pp. 55-79.
58. Berger A. N. & Udell G.F., "Securitization, risk, and the liquidity problem in banking", Finance and Economics Discussion Series 181, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.) 1991, pp. 67-78.
59. Bhardwaj G. and Sengupta R. "Where's the Smoking Gun? A Study of Underwriting Standards for US Subprime Mortgages", Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2008-036A, October 2008.
60. Bhardwaj G. and Sengupta R., "Did Prepayments Sustain the Subprime Market?", Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2008-039A, October 2008, pp. 2-22, http://web-docs.stern.nyu.edu/salomon/docs/crisis/Bhardwaj_Sengupta-2.pdf.

61. Black B. and Gilson R., “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, 1998, pp. 243-277.
62. Blanchard O.J, Fischer S., “Lectures on Macroeconomics”, Cambridge, MIT press, Chapter 3, 1989, <http://home.ufam.edu.br/andersonlfc/Macrol/Livro%20Macro%20Pos-Graduacao.pdf>.
63. Boot A.W.A., Thakor A.V., “Off-balance sheet liabilities, deposit insurance and capital regulation”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 15, Issuer 4-5, September 1991, pp. 825-846.
64. Brunnermeier M., “Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch”, Forthcoming in the *Journal of Economic Perspectives*, May 19, 2008, http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch_WP.
65. Calomiris Ch.W., “The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next”, Working Paper, October 2, 2008, <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2008/arc/pdf/CWC.pdf>.
66. Charles A., Capozza D., and Van Order R., “Deconstructing the Subprime Debacle Using New Indices of Underwriting Quality and Economic Conditions: A First Look”, Working Paper, July 2008, <http://cybercemetery.unt.edu/archive/fcic/20110310195647/http://c0181567.cdn1.cloudfiles.rackspacecloud.com/2008-07-00%20Anderson,%20Capozza%20and%20Van%20Order.pdf>.
67. Cumming Ch., “The economics of Securitisation”, *Quarterly Review*, FRBNY, Autumn 1987, pp. 11-23, http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1987v12/v12n3article2.pdf.
68. Dell’Ariccia G., Igan D., and Laeven L., “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market”, IMF Working Paper 08/106, April 2008, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08106.pdf>.
69. Demyanyk Y. and Van Hemert O., “Understanding the Subprime Mortgage Crisis”, Working Paper, February 29, 2008, https://server1.tepper.cmu.edu/Seminars/docs/van-HemertSubprime_20080229.pdf.
70. Ducos Ph., “The macroeconomic implications of securitization-a French point of view”, IFR publishing Ltd, 1993, pp. 241-264.

71. European Bank for Reconstruction and Development, “Transition Report 2005 Business in transition”, 2005, <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR05.pdf>.
72. Fabozzi F.J. and Kothari V., “Securitization: The Tool of Financial Transformation”, Yale ICF Working Paper No. 07-07, 2007, pp. 7-13, <file:///C:/Users/Rob/Desktop/SSRN-id997079.pdf>.
73. FED: Flow of Funds Accounts of the United States: Households and Nonprofit Organizations (F. 100) 1985-1994, 1995-2004, 2005-2007.
74. Federal Reserve Bank of New York, “Banking Act of 1933”, N 1248, June 22, 1933, https://ilsr.org/wp-content/uploads/files/glass-steagall_0.pdf.
75. Freixas X. & Rochet J.-C., “Microeconomics of Banking”, Second Edition, Massachusetts Institute of Technology, London, 2008, pp. 171-185.
76. Freixas X. & Rochet J.-C., “The Microeconomic Theory of Banking”, Cambridge (MA): MIT Press, 1997.
77. FRS: Federal Funds Overnight Rate Dynamics 1998-2008, LIBOR Rates History: Historical LIBOR Rate Information 1998-2008.
78. Gerardi K., Shapiro A.H., and Willen P.S., “Subprime Outcomes: Risky Mortgages, Homeownership Experiences, and Foreclosures”, Federal Reserve Bank of Boston Working Paper No. 07-15, May 4, 2008, pp. 1-62, <https://www.bostonfed.org/economic/wp/wp2007/wp0715.pdf>.
79. Gorton G. and Souleles N. S., “Special Purpose Vehicles and Securitization”, NBER Working Paper, March 2005, pp. 2, 77, <http://www.nber.org/papers/w11190.pdf>.
80. Gorton G. B, “The Panic of 2007”, NBER Working Paper No. 14358, September 2008, p. 77.
81. Gorton G. B, “The Subprime Panic”, Yale ICF Working Paper No. 08-25, September 30, 2008, pp. 97-134.
82. EGreenbaum S. I., Thakor A.V., “Bank funding modes: Securitization versus deposits”, Journal of Banking & Finance, Volume 11, Issuer 3, September 1987, pp. 379-401, <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/thakor/Website%20Papers/Bank%20Funding%20Modes%20Securitization%20vs%20Deposits.pdf>.

83. Greenlaw D., Hatzius J., Kashyap A.K, Song Shin H., “Leveraged Losses- Lessons from the Mortgage Market Meltdown”, U.S. Monetary Policy Forum Report No. 2, Rosenberg Institute, Brandeis International Business School and Initiative on Global Markets, University of Chicago Graduate School of Business, 2008, https://research.chicagobooth.edu/igm/docs/USMPF_FINAL_Print.pdf.
84. Hellwig M., “Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis”, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2008/43, November 2008, https://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2008_43online.pdf.
85. Henderson J., “Asset securitization: current techniques and emerging market applications”, Euromoney Books, 2003, pp. 77-129.
86. Hess A.C. and Clifford W., Smith Jr., “Elements of Mortgage Securitization”, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 1, 1988, pp. 331-346.
87. Heuson A., Passmore W., Sparks R., “Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability”, December 21, 2000, pp. 2-42, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200044/200044pap.pdf>.
88. Hill C.A., "Securitization: a low-cost sweetener for lemons", Wash. ULQ 74, 1996, pp. 1061-1120, http://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1630&context=law_lawreview.
89. Hoffmann M. and Nitschka Th., “Securitization of Mortgage Debt, Asset Prices and International Risk Sharing”, Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich Working Paper Series, Working Paper No. 376, October 2008, pp. 1-47.
90. Hull J. C., “Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?”, Journal of Credit Risk, Vol. 5, No. 2, 2009, pp. 3-18.
91. IMF, “Global Financial Stability Report”, April 2011, p. 117, 134, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/text.pdf>.
92. Joint Center for Housing Studies of Harvard University, “ The State of the Nation’s Housing”, 2008, <http://www.jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard.edu/files/son2008.pdf>.

93. Keys. B.J., Mukherjee T.K., Seru A., and Vig V., “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans 2001-2006”, Working Paper, January 2008, pp. 18-42, <http://www.afi.es/EO/materiales.htm>.
94. [Koppenhaver G.D., Stover R.D., “Standby letters of credit and large bank capital: An empirical analysis”, Journal of Banking & Finance, Volume 15, Issuer 2, April 1991, pp. 315-327.](#)
95. Lea M., “International Comparison of Mortgage Product Offerings”, Research Institute for Housing America, September 2010, pp. 13,18, 49.
96. Limpert E., Stahel W. A., and Abbt M., “The Log-normal Distribution across the Sciences: Keys and Clues”, BioScience , Vol. 51, No. 5, May 2001, p. 349.
97. Loutskina E. and Strahan Ph. E., “Informed and Uninformed Investment in Housing: The Downside of Diversification”, Working Paper, August 2008.
98. Mas-Colell A., “The Theory of General Economic Equilibrium”, Econometric Society Monographs, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1985.
99. Mauro G., Greenwald B., Richiardi M.G., and Stiglitz J.E., “The Asymmetric Effect of Diffusion Processes: Risk Sharing and Contagion”, Global Economy Journal, Vol. 8, Iss. 3, Art. 2 , Berkeley Electronic Press, 2008, pp. 1-20, [https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2008 Asymmetric Effect Diffusion.pdf](https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2008%20Asymmetric%20Effect%20Diffusion.pdf).
100. Mizen P., “The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 90(5), September/October 2008, pp. 531-567, <https://m.research.stlouisfed.org/publications/review/08/09/Mizen.pdf>.
101. Modigliani F. and Miller M., “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, American Economic Review 48, 1958, pp. 261-297, <https://www.aeaweb.org/aer/top20/48.3.261-297.pdf>.
102. Nguyen E. L., “The International Investment Position of the United States at Yearend 2009”, July 2010, p.9, https://www.bea.gov/scb/pdf/2010/07%20July/0710_iip.pdf.
103. North D. C., “Economic Performance through Time”, Lecture to the memory of Alfred Nobel, December 9, 1993, <http://nobelprize.org/economics/laureates/1993/north-lecture.html>.

104. Office of Policy Development and Research, “Mortgage Securitization – Lessons for Emerging Markets”, U.S. Department of Housing and Urban Development, Prepared by Integrated Financial Engineering, Inc. July 2007, pp. 29-53, <https://livinglies.files.wordpress.com/2008/09/hud-doc-mortgage-securitization-lessons-for-emerging-markets.pdf>.
105. Pavel C., and Phillis D., “Why commercial banks sell loans: An empirical analysis”, FRB Chicago, Economic Perspectives, May/June 1987, pp. 3-14, 67-78.
106. Pennacchi G. G., “Loan sales and the cost of bank capital”, Journal of Finance 32, 1988, 375-396.
107. Public Law 106-102, 106th Congress. NOV. 12, 1999, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/html/PLAW-106publ102.htm>.
108. Ranieri L.S., “The Origins of Securitization, Sources of its Growth, and its Future Potential,” in A Primer on Securitization, eds. Kendall L.T and Fishman M. J. (Cambridge, MA: The MIT Press, 1996), pp.2-31.
109. Renaud B. M., “Mortgage finance in emerging markets: Constraints on Feasible Development Paths”, Lusk Research Seminar, University of Southern California, 12 November 2004, pp. 8-37.
110. Romer D., “Advanced Macroeconomics”, 4th ed, McGraw-Hill, University of California, Berkeley, pp. 49-93, http://yuhangdong.weebly.com/uploads/1/8/5/8/18583500/macro_advanced_macro_economics_4_romer_2011.pdf.
111. Rosenthal J.A., Ocampo J.M., “Securitization of credit : inside the new technology of finance”, New York, Wiley, 1988, pp. 143-178.
112. Sabry F., Okongwu C., “Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets”, American Securitization Forum, June 17, 2009, pp. 16, 65, 75, 89, http://www.americansecuritization.com/uploadedfiles/asf_nera_report.pdf.
113. Schwarcz S.L, “The Future of Securitization”, Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 223, November 2008, http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1158&context=duke_fs.

114. Schwarcz S.L, "The Alchemy of Asset Securitization", Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 1:133, 1994, pp. 133-154, http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship.
115. Securities Industry and Financial Markets Association, "Market Sector Statistics", Mortgage-Related Outstanding, <http://www.sifma.org./research/pdf/MortgageRelatedOutstanding.pdf>.
116. Sheri M., Dong Y. and Oluwasegun B., "An Multi-Agent Model of RMBS, Credit Risk Transfer in Banks and Financial Stability: Implications for the Subprime Crisis", Mimeo, Centre for Computational Finance and Economic Agents (CCFEA), University of Essex ,UK, February 2008, pp.1-34.
117. Souphala Ch., Murphy T., and Pennington-Cross A., "Product Innovation & Mortgage Selection in the Subprime Era", Working Paper, October 2008.
118. Stewart M., "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, vol. 5, issue 2, 1977, pp. 147-175, <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Myers%201977.pdf>.
119. Stiglitz J.E., Sabford J.G, "Information and Competitive Price systems", The American economic Review, Volume 66, Issue 2, Papers and Proceedings of the Eighty-eight Annual Meeting of the American Economic Association, 1976, pp. 246-253.
120. Stulz R., and Johnson H., "An analysis of secured debt", Journal of Financial Economics 14, 1985. pp. 501-521, http://219.219.114.96/cufe/upload_files/file/20140522/3_20140522_53%20An%20Analysis%20of%20Secured%20Debt.pdf.
121. Swiss Re, Sigma No 2/2011, May 2011, pp. 13, 20, http://www.biztositasizemle.hu/files/201107/sigma2_2011_en.pdf, Swiss Re, Sigma No 3/2014, May 2014, p. 34, http://www.tsb.org.tr/images/Documents/sigma3_2014_en.pdf.
122. Wolfe S., "Structural effects of asset-backed securitization", The European Journal of Finance 6, 2000, pp. 353-369, <http://www.ingentaconnect.com/content/routledg/rejf/2000/00000006/00000004/art00003>.

123. Ազգային հիփոթեքային ընկերության պաշտոնական էլեկտրոնային կայք.
<http://www.nmc.am/pages.php?al=statisticaldata>:
124. Այբ Բեն Գիմ ֆինանսներ պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
https://www.abcfinance.am/am-erit_vark.html:
125. Բնակարան երիտասարդներին պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
<http://www.hfyouth.am/am/analytics.html>:
126. Դաշնային պահուստային համակարգի պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>:
127. Համաշխարհային բանկի պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
<http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP>:
128. ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
<http://armstat.am/am/?nid=586>:
129. ՀՀ առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների պաշտոնական
էլեկտրոնային կայք՝ <http://www.banks.am>:
130. ՀՀ Կառավարությանն առընթեր անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտեի
պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝ <http://www.cadastre.am>:
131. ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
<https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>:
132. Ղազախստանի վիճակագրական ծառայության պաշտոնական էլեկտրոնային
կայք՝ <http://stat.gov.kz/getImg?id=ESTAT102332>:
133. «Real Clear Politics» օրաթերթի պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
http://www.realclearpolitics.com/articles/2012/03/19/causes_of_the_crisis_113521.html:
134. «The New York Times» օրաթերթի պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝
http://www.nytimes.com/2015/10/15/upshot/what-is-glass-steagall-the-82-year-old-banking-law-that-stirred-the-debate.html?_r=0:

Հ Ա Վ Ե Լ Վ Ա Տ 1

Աղյուսակ 1

Հիփոթեքային վարկի պայմանները զարգացած հիփոթեքային շուկա ունեցող երկրներում
(աղբյուրը՝ IMF, "Global Financial Stability Report", April 2011, p. 117)

Երկրներ	LTV նոր վարկերի համար	Ժամկետ	Վարկի տեսակ	CB/ Հիփոթեք	MBS/ Հիփոթեք
Ավստրալիա	90-100	25	Լողացող	-	16.7
Ավստրիա	80	25-30	Ֆիքսված	7	3.1
Բելգիա	100	20	Ֆիքսված	-	29.9
Կանադա	80	25-30	Խառը	1	31
Դանիա	80	30	Խառը	114.7	0.1
Ֆրանսիա	100	15-20	Ֆիքսված	22.5	1.8
Գերմանիա	80	20-30	Ֆիքսված	19	1.8
Իռլանդիա	100+	21-35	Լողացող	15.6	29.6
Իտալիա	80	20	Խառը	2.1	30.8
Ճապոնիա	70-80	20-30	Խառը	-	4
Հոլանդիա	125	30	Ֆիքսված	3.6	30.8
Պորտուգալիա	90	25-35	Լողացող	14.5	27.3
Իսպանիա	100	30	Լողացող	45.6	24.1
Շվեդիա	80-95	30-45	Լողացող	53.7	0.3
ՄԲ	110	25	Լողացող	14	31.2
ԱՄՆ	100+	30	Ֆիքսված	0.1	64.1

Աղյուսակ 2

Հիփոթեքային վարկերի առաջարկի միջազգային համեմատություն

**(աղբյուրը՝ Lea M., “International Comparison of Mortgage Product Offerings”,
Research Institute for Housing America, September 2010, p. 49.)**

Երկրներ	Տեսակ	Տոկոսադրույքի ճշգրտում	Հաճախականություն	Ժամանակահատված
Դանիա	CIBOR	0.5%	6 ամիս	առավ. 5 տարի
Գերմանիա	վերանայվող	-	Վարկատուի հայեցողությամբ	խառը
Իսպանիա	EURIBOR	~2%	6-12 ամիս	-
Ֆրանսիա	EURIBOR	1-3%	3-12 ամիս	ճկուն պայմաններ, խառը
Հոլանդիա	EURIBOR	~2.5%	1-6 ամիս	Փոփոխական
ՄԲ	վերանայվող	0.5-1.5% բազիսային դրույքի	Ամսական	-
Կանադա	ԴՎՔ գործիքի դրույք	-0.5%	ԴՎՔ զուգընթաց	Փոփոխական
Ավստրալիա	վերանայվող	1.2-2.2	Վարկատուի հայեցողությամբ	-
ԱՄՆ	հիբրիդ	2.5	1 տարի, 3:1, 5:1	Փոփոխական
Կորեա	CD կամ COF	~2%	3 ամիս	-
Շվեյցարիա	CHF Libor	0.5%	3-6 ամիս	Փոփոխական, խառը ֆիքսված, լողացող
Ճապոնիա	ԴՎՔ գործիքի դրույք	-	6 ամիս	ճկուն պայմաններ, խառը

Աղյուսակ 3

**Նախկին ԱՊՀ երկրների ֆինանսական միջնորդության համեմատական
(աղբյուրը՝ <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR05.pdf>)**

Պետություններ		1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ադրբեջան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	35.1	14.4	20.5	19.7	14.6	14.5
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	3.6	4.1	5.3
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	-	-	1.0	1.4	2.0	3.0
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	571	659	705	760	881	1032
Հայաստան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	4.7	7.2	6.8	4.9	4.9	2.1
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	5.8	7.1	6.0	4.8	5.8	6.9
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	-	-	-	1.5	1.8	2.6
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	590	582	659	740	873	1104
Բելառուս	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	13.1	15.2	11.9	8.3	3.7	2.8
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	9.1	8.6	6.0	6.3	7.6	9.0
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	-	-	-	-	-	-
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	1207	1040	1237	1467	1801	2324
Վրաստան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	6.8	7.2	11.3	7.9	7.5	6.2
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	4.7	6.4	6.7	7.9	8.5	9.5
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0	1.4
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	0.1	0.3	0.5	0.5	1.0
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	524	659	693	734	864	1124
Ղազախստան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	5.5	2.1	2.1	2.0	2.1	2.9
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	7.4	10.6	14.9	16.9	19.1	22.5
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	0.4	0.6	1.0	1.6	2.7	5.6
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	0.1	0.2	0.6	1.8
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	1132	1231	1492	1657	2062	2703

շարունակություն

Դոմինիկյան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	6.4	16.3	13.8	13.3	11.2	6.4
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	3.0	2.2	2.0	2.6	-	-

	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	-	-	-	-	-	-
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	257	279	309	322	381	433
Մոլորվա	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	29.3	20.6	10.4	7.6	6.4	6.9
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	11.8	12.6	14.7	17.1	20.3	21.2
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	1.1	1.1	1.2	1.3	1.6	2.0
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	0.5	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	321	353	407	458	547	766
Ռուսաստան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	28.1	16.1	12.2	11.4	10.4	49.9
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	13.1	13.3	16.5	17.7	21.0	24.6
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	0.5	0.5	0.8	1.0	1.9	3.2
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	0.1
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	1347	1789	2123	2380	2978	4012
Տաջիկստան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	15.8	10.8	12.5	84.2	73.6	18.7
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	4.6	11.3	13.6	11.5	10.5	-
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	-	-	-	-	0.5	-
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	174	160	168	187	239	319
Թուրքմենստան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	-
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	1.7	2.4	2.1	2.2	2.6	-
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	-	-	-	-	-	-
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	387	503	607	661	704	765
Ուզբեկստան	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	0.1	0.0	-	-	-	-
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	0.0	0.0	-
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով) այդ թվում	-	-	-	-	-	-
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	340	366	306	329	380	470

չարունակություն

Ուկրաինա	Ոչ արտադրական վարկեր (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	34.2	32.5	-	-	32.7	35.4
	Մասնավոր սեկտորին ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	8.6	9.9	11.9	-	-	-
	Բնակչությանը ներքին վարկավորում (ՀՆԱ-ի	-	-	-	-	-	-

	մեջ %-ներով) այդ թվում						
	Հիփոթեքային վարկեր(ՀՆԱ-ի մեջ %-ներով)	-	-	-	-	-	-
	1 շնչին ընկնող ՀՆԱ (ԱՄՆ դոլար)	639	639	785	883	1041	1370

Ներդիր 1
Բազել 3-ի հիմնական դրույթները

Բազել 3 նորմատիվային փաստաթղթով առաջարկվող հիմնական փոփոխություններն են

- ավելի բարձր կապիտալի համարժեքության պահանջներ
- լներեջի գործակցի ներմուծում
- ավելի բարձր ռիսկի կշիռներ առևտրային նպատակով պահվող ակտիվների համար
- կապիտալի ոչ կայուն տարրերի կրճատում
- կապիտալից նվազեցումներ
- գործընկերոջ ռիսկի համար ավելի բարձր կապիտալի պահանջներ
- իրացվելիության նոր պահանջներ
- պայմանական կապիտալ
- կապիտալի պահպանման բուֆեր
- հակացիկլիկ կապիտալի պահանջներ

Տոկոսով՝ ռիսկով կշռված ակտիվների նկատմամբ	Կապիտալի հիմնական պահանջներ							Կապիտալի լրացուցիչ պահանջներ
	Հիմնական կապիտալ			“Tier 1” կապիտալ		Ընդհանուր կապիտալ		
	Նվազագույնը	Պահպանման բուֆեր	Պահանջվողը	Նվազագույնը	Պահանջվողը	Նվազագույնը	Պահանջվողը	
Բազել 2	2	-	-	4	-	8	-	-
Բազել 3	4.5	2.5	7	6	8.5	8	10.5	0-2.5