

**ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ  
ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ**

**Ո ս կ ա ն յ ա ն Ա ն դ ր ա ն ի կ Ա թ թ ո լ ր ի**

**«Ա կ տ ի վ ն ե թ ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ մ ա ն հ ա մ ա կ ար գ ի  
ն ե թ դ թ մ ա ն և գ ար գ ա ց մ ա ն ո լ ղ ի ն ե թ ղ Հ Հ - ո լ մ »**

**Ա տ ե ն ա խ ո ս ո լ թ յ ո լ ն**

**Ը .00.03-«Ֆ ի ն ա ն ս ն ե թ , հ ա շ վ ա պ ա հ ա կ ա ն հ ա շ վ ա ռ ո լ մ »  
մ ա ս ն ա գ ի տ ո լ թ յ ա մ ք տ ն տ ե ս ա գ ի տ ո լ թ յ ա ն թ ե կ ն ա ծ ո լ ի  
գ ի տ ա կ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ի հ ա մ ար**

**Գ ի տ ա կ ա ն ղ ե կ ա վ ար `**  
**տ ն տ ե ս ա գ ի տ ո լ թ յ ա ն դ ո կ տ ո թ , պ թ ո Ֆ ե ս ո թ**

**Ս ա լ ն ա գ ար յ ա ն Ա շ ո տ Բ ո թ ի ս ի**

**Ե Ր Ե Վ Ա Ն 2018**

## Բ ո Վ ա ն դ ա կ ո լ թ յ ո լ ն

Ն Ե Ր Ա Ճ Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն .....	3
Գ Լ Ո Ւ Խ 1 Ա Կ Տ Ի Վ Ն Ե Ր Ի Ա Ր Ժ Ե Թ Ղ Թ Ա Վ Ո Ր Մ Ա Ն Զ Ա Ր Գ Ա Ց Ո Ւ Մ Ը Ե Վ Դ Ր Ս Ե Վ Ո Ր Մ Ա Ն Ա Ր Դ Ի Ա Ռ Ա Ն Զ Ն Ա Յ Ա Տ Կ Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն Ն Ե Ր Ը .....	12
1.1 Ա կ տ հ Վ ն ե թ ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն գ ար գ ա գ մ ա ն գ ո Ր ծ ը ն թ ա գ ի փ ո լ լ ա յ ի ն ն կ ար ա գ ի ը .....	12
1.2 Ա կ տ հ Վ ն ե թ ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն և տ ն տ ե ս ա կ ա ն ար դ յ ո լ ն ք ն ե թ ը .....	25
1.3 Ա կ տ հ Վ ն ե թ ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն գ ո Ր ծ ը ն թ ա գ ի բ ար ե լ ա վ մ ա ն ո լ ո Ր տ ն ե թ ը Յ Յ - ո լ մ .....	37
Գ Լ Ո Ւ Խ 2 Ա Կ Տ Ի Վ Ն Ե Ր Ի Ա Ր Ժ Ե Թ Ղ Թ Ա Վ Ո Ր Մ Ա Ն \$ Ի Ն Ա Ն Ս Ա Կ Ա Ն Յ Ա Մ Ա Կ Ա Ր Գ Ի Յ Ի Մ Ն Ա Խ Ն Դ Ի Ր Ն Ե Ր Ը Յ Յ - ո լ մ .....	71
2.1 Ա կ տ հ Վ ն ե թ ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն մ ի ջ ա գ գ ա յ ի ն փ ո Ր ձ ի ն ե թ դ Ր մ ա ն մ ո տ ե գ ո լ մ ն ե թ ը Յ Յ - ո լ մ .....	71
2.2 Յ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն ա կ տ հ Վ ն ե թ ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն ռ ի ս կ ե թ ի գ ն ա հ ա տ մ ա ն ա ռ ա ն ձ ն ա հ ա տ կ ո լ թ յ ո լ ն ն ե թ ը .....	80
2.3 Ա կ տ հ Վ ն ե թ ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն հ ա մ ա կ ար գ ի \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն կ ա յ ո լ ն ո լ թ յ ա ն գ ն ա հ ա տ մ ա ն հ ի մ ն ա խ ն դ ի Ր ն ե թ ը .....	97
Գ Լ Ո Ւ Խ 3 Ա Կ Տ Ի Վ Ն Ե Ր Ի Ա Ր Ժ Ե Թ Ղ Թ Ա Վ Ո Ր Մ Ա Ն Յ Ա Մ Ա Կ Ա Ր Գ Ի Զ Ա Ր Գ Ա Ց Մ Ա Ն \$ Ի Ն Ա Ն Ս Ա Տ Ն Տ Ե Ս Ա Կ Ա Ն Խ Թ Ա Ն Ն Ե Ր Ը Յ Յ - ո լ մ .....	113
3.1 Ա կ տ հ Վ ն ե թ ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն տ ն տ ե ս ա կ ա ն գ ն ա հ ա տ մ ա ն մ ո տ ե գ ո լ մ ն ե թ ի վ ե թ լ ո լ ծ ո լ թ յ ո լ ն ը .....	113
3.2 Ա Ր ժ ե թ դ թ ա վ ո Ր մ ա ն ար դ յ ո լ ն ա վ ե տ ո լ թ յ ա ն տ ե դ ե կ ա տ վ ա կ ա ն հ ո ս ք ե թ ի ձ ա վ ո Ր մ ա ն հ ի մ ն ա խ ն դ ի Ր ն ե թ ը .....	127
3.3 Ա կ տ հ Վ ն ե թ ո վ ե թ ա շ խ ա վ ո Ր վ ա ծ պ ար տ ա տ ո մ ս ե թ ի շ ո լ կ ա յ ի գ ար գ ա գ մ ա ն ո լ դ ի ն ե թ ը Յ Յ - ո լ մ .....	139
Ե Զ Ր Ա Կ Ա Ց Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն .....	152
Օ Գ Տ Ա Գ Ո Ր Ծ Վ Ա Ճ Գ Ր Ա Կ Ա Ն Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն Ց Ա Ն Կ .....	159
Յ Ա Վ Ե Լ Վ Ա Ճ Ն Ե Ր .....	166

## Ն Ե Ր Ա Ն Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն

**Թե մայի արդիականությունը:** Ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հիմնախնդիրները միշտ էլ գտնվել են տեսաբանների հետազոտության ու շարունակության կենտրոնում: Եվ պատճառը միայն ֆինանսական նորաստեղծ այդ գործընթացի կիրառումը չէ, այլ և ակտիվների արժեթղթավորման նշանակալից ազդեցությունը տնտեսության զարգացման վրա: Ակտիվների արժեթղթավորման զարգացումը հիմնականում ներկայացվում է փոփոխություն, որպես սկզբնական համարելով հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը, այնուհետև հաջորդական փոփոխություն համարելով ֆինանսական ակտիվների արժեթղթավորումը և դրամական հոսքերի արժեթղթավորումը:

Միևնույն ժամանակ, ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական շարժառիթները ձևավորվում են ինչպես տնտեսավարման մասնավոր, այնպես էլ հանրային հատվածում, երբ անհրաժեշտություն է ստեղծվում «երկար փողերի» կազմավորման և օգտագործման համար: Եթե հանրային ոլորտը ակտիվների արժեթղթավորմամբ լուծում է մակրոտնտեսական խնդիրներ՝ բնակչության խնայողությունները ուղղորդելով ներդրումային ոլորտ, ապա բիզնեսի ոլորտը ակտիվների արժեթղթավորման ճանապարհով բարձրացնում է գործարար ակտիվության աստիճանը:

Սակայն, դեռևս ինչպես տնտեսության մեջ, այնպես էլ ՀՀ ֆինանսատնտեսական գործնական շրջանակում, որպես կանոն, ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը հիմնականում ընկալվում է վերաֆինանսավորման շրջափոփումի լիարժեք իրացման տեսանկյունից: Այսինքն, ՀՀ-ում իրականացվող ակտիվ-

ն ե ր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր ու մ ը դ ե ռ և ս տ ն տ Ե ս ա կ ան առ ու մ ո վ դ ի տ ար կ վ ու մ Է «Ֆ ի ն ան ս ա կ ան հ ո ս ք Ե ր ը պ ար տ ա տ ո մ ս Ե ր ի փ ո խ ա կ Ե ր պ ու մ - ար ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի տ Ե ղ ա ք ա շ խ ու մ - վ Ե ր ա վ ար կ ա վ ո ր ու մ - պ ար տ ա տ ո մ ս Ե ր ի մ ար ու մ» շ ր ջ ա փ ու Լ ի ան խ ա փ ան ու թ յ ան հ ա մ ա տ Ե ք ս տ ու մ, ա յ Լ ո չ թ Ե ա յ դ շ ր ջ ա փ ու Լ ի տ ն տ Ե ս ա կ ան ար դ յ ու Լ ն ա վ Ե տ ու թ յ ան շ ր ջ ան ա կ ու մ: Ա յ ս պ ի ս ո վ, հ ի մ ն ա կ ան ու մ կ ար և ո ր վ ու մ Է ա կ տ ի վ ն Ե ր ի ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ան Ֆ ի ն ան ս ա կ ան վ Ե ր ա հ ս կ ո ղ ու թ յ ու Լ ն ն ու մ շ տ ա դ ի տ ար կ ու մ ը, ա յ Լ ո չ թ Ե ա յ դ գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ի տ ն տ Ե ս ա կ ան ար դ յ ու Լ ն ա վ Ե տ ու թ յ ան գ ն ա հ ա տ ու մ ը: Ի ս կ ա կ տ ի վ ն Ե ր ի ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր ու մ ն ի ր փ ա ս տ ա ց ի Ե կ ա մ տ ա ք Ե ր ու թ յ ու Լ ն ն Է ձ և ա վ ո ր ու մ ի ն չ պ Ե ս ն Ե ր դ ր ո ղ ն Ե ր ի, ա յ ն պ Ե ս Է Լ ն ա խ ա ձ Ե ռ ն ո ղ ն Ե ր ի տ ն տ Ե ս ա կ ան գ ո ր ծ ու Լ ն Ե ու թ յ ու Լ ն ու մ, ո ր ն ան հ ր ա ժ Ե շ տ Է դ ա ռ ն ու մ չ ա փ Ե Լ, գ ն ա հ ա տ Ե Լ և վ Ե ր Լ ու ծ Ե Լ տ ն տ Ե ս ա կ ան գ ո ր ծ ու Լ ն Ե ու թ յ ան ա կ տ ի վ ու թ յ ան տ Ե ս ան կ յ ու Լ ն ի ց: Ը ն դ ո ր ու մ, ա յ ս հ ի մ ն ա հ ար ց ի ու ս ու մ ն ա ս ի ր ու թ յ ու Լ ն ը դ ե ռ և ս ան հ ր ա ժ Ե շ տ խ ո ր ու թ յ ա մ ք ու ս ու մ ն ա ս ի ր վ ա ծ չ Է 33-ու մ ձ և ա վ ո ր վ ո ղ Ֆ ի ն ան ս ա տ ն տ Ե ս ա կ ան հ ար ա ք Ե ր ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ի գ ո ր ծ ն ա կ ան և տ Ե ս ա մ Ե թ ո դ ա ք ան ա կ ան հ ար թ ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ու մ:

Մ յ ու Լ ս կ ո ղ մ ի ց, ա կ տ ի վ ն Ե ր ի ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ան գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ը ո ր ո շ ա կ ի ո ր Ե ն կ ր ու մ Է Ֆ ի ն ան ս ա կ ան Է ա կ ան ռ ի ս կ Ե ր: Ը ն դ ո ր ու մ, Ֆ ի ն ան ս ա կ ան ռ ի ս կ Ե ր ը տ Ե ղ ա յ ի ն Լ ի ն Ե Լ ու ց ք ա ց ի, կ ար ո ղ Ե ն վ Ե ր ա ծ վ Ե Լ հ ա մ ա կ ար գ ա յ ի ն ք ն ու յ թ ի և ան գ ա մ պ ա տ ճ ա ռ դ ա ռ ն ա Լ հ ա մ ա շ խ ար հ ա յ ի ն Ֆ ի ն ան ս ա տ ն տ Ե ս ա կ ան ճ գ ն ա ժ ա մ ի, ո ր ի ց ա յ տ ու Լ ն օ ր ի ն ա կ ը հ ան դ ի ս ա ց ա վ Ա Մ Ն հ ի փ ո թ Ե ք ա յ ի ն շ ու կ ան: Ա յ ս առ ու մ ո վ, ան հ ր ա ժ Ե շ տ ու թ յ ու Լ ն Է ծ ա գ ու մ գ ն ա հ ա տ Ե Լ ա յ դ գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ի ն ու ղ Ե կ ց ո ղ Ֆ ի ն ան ս ա կ ան ռ ի ս կ Ե ր ը ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ան հ ա մ ա խ մ ք վ ա ծ ռ ի ս կ ի ց ու ց ան ի շ ո վ, ո ր ն ի ր խ ո ր ք ա յ ի ն մ Ե կ ն ա ք ան ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ը դ ե ռ և ս չ ի

ստանուում ինչպես տեսուչության մեջ, այնպես էլ գործնականում:

ՀՀ ֆինանսատնտեսական իրականությունում դեռևս իր համապարփակ լուծումը չի գտել նաև ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքների տեղեկատվական հոսքերի համակարգման խնդիրը: Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում ընդգրկված բոլոր կազմակերպչական միավորները տեղեկատվության փոխանցման առումով գործում են միմյանց հից անկախ: Եվ քանի որ ակտիվների արժեթղթավորումն իր բնույթով չի սահմանափակվում մեկ կազմակերպության շրջանակում, և մյուս կողմից, տնտեսական եկամտաբերության հետագիծ է թողնում ինչպես ներդրողների, այնպես էլ բանկերի, վարկառուների շրջանում, ուստի ոչ միայն հնարավոր է դառնում, այլև անհրաժեշտություն է առաջանում համակարգելու այդ տեղեկատվությունը կենտրոնացված հաշվապահական հաշվառման միջոցով, որի գծով տեսաբանների կողմից դեռևս չեն առաջարկվում մեթոդաբանական լուծումներ:

ՀՀ-ում արժեթղթավորված ակտիվների շուկայի զարգացման եական ռեգերվներ է պարունակում հիփոթեքային վարկավորումը: Ավելին, ՀՀ հիփոթեքային շուկայում վերջին տարիների զարգացումների ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ այդ վարկերի տեղաբաշխման գործընթացում նույնիսկ կարճաժամկետ կտրվածքով աճ է նկատվում: Այս առումով, ներկայումս կարևորվում է ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հայեցակարգի առաջադրումը, որում ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման խթանիչ ուղիներ կներկայացվեն նախաձեռնողների, պարտատոմսեր գնորդների, վերավարկավորող

կազմակերպությունների տնտեսական շահերի ներդաշնակեցման ոլորտում: Յետևաբար, արդիական է համարվում ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի շուկան դիտարկել առավել լայն իմաստով և նրամասնակիցների միջև փոխկապակցված մոտիվացիոն ծակներ ստեղծելով՝ «երկար փողերի» արդյունավետ կառավարման և տնտեսական շահերի հետապնդելու համար:

Այդ առումով, կարևորվում է ՀՀ-ում գործող ֆինանսական շուկայում համեմատական վերլուծության իրականացումը արժեթղթավորման տնտեսական արդյունավետության գծով ոչ միայն այդ գործընթացի յուրաքանչյուր փուլում, այլև ֆինանսական հոսքերի արժեթղթավորման ամբողջական շղթայում, գնահատելով «երկար փողերի» ձևավորման նպատակահարմարությունն և եկամտաբերությունը:

Ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հիմնախնդիրների քննարկումները և լուծման ուղիների առաջադրումները տեղ են գտել ինչպես արտասահմանցի տեսաբանների, այնպես էլ հայազգի հետազոտողների աշխատությունում: Սակայն, ակտիվների արժեթղթավորման ինստիտուտների համակցման, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնահատման, արժեթղթավորման արդյունավետության գնահատման տեղեկատվական ապահովվածության հիմնախնդիրները դեռևս իրենց խորքային լուծումները չեն ստացել նրանց հետազոտությունում, որն էլ կանխորոշել է ատենախոսության թեմատիկ ուղղվածությունը, կատարված հետազոտության նպատակադրումները, ինչպես նաև թեմայի արդիականությունը:

**Յե տազ ո տո ւ թ յ ան ն պատակ ք և խնդիր ն եր ք :**

Յե տազ ո տո ւ թ յ ան ն պատակ ն է՝ հիմնավորել և ներկայացնել ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի զարգացման ուղիները, որոնք նպաստում են հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման \$ինանսական ռիսկերի համապարփակ գնահատմանը, արժեթղթավորման գործընթացի \$ինանսական կայունության ամրապնդմանը, ինչպես նաև ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի թողարկման տնտեսական արդյունավետության գնահատմանը :

Ելնելով հետազոտության նպատակից, ատենախոսությունում առաջադրվել են հետևյալ խնդիրները,

- ուսումնասիրել ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման ինստիտուտների համակցման ներկայիս համակարգը, բացահայտել արժեթղթավորման առկա գործընթացների \$ինանսական կայունության ուղիները,
- բացահայտել ՀՀ-ում արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման խոչընդոտները և դրանց հաղթահարման ուղղությունները,
- հաշվի առնելով ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ամբողջական շղթայում ձևավորվող \$ինանսական ռիսկերը՝ ներկայացնել հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման \$ինանսական ռիսկերի գնահատման մոտեցումներ և ակտիվների արժեթղթավորմանը հատուկ ռիսկերի չափման առանձնահատուկ ցուցանիշներ,
- մշակել տեղեկատվական հոսքերի համապարփակ արձանագրման և համակարգման

նպատակային մեխանիզմ, ընդգրկելով  
ակտիվներին արժեթղթավորման ողջ շղթան և  
նպաստելով այդ գործընթացի տնտեսական  
արդյունավետության գնահատման աստի-  
ճանի բարձրացմանը,

- առաջարկել ՀՀ-ում ակտիվներին արժեթղթա-  
վորման համակարգի ներդրման և զարգացման  
հայեցակարգային դրույթներ,  
ներկայացնելով ակտիվներով ապահովված  
պարտատոմսերի շուկայի զարգացման  
խթանիչ ուղիները:

**Հետազոտության ուսումնասիրության օբյեկտը և  
առարկան:** Հետազոտության ուսումնասիրության  
օբյեկտը Հայաստանի Հանրապետությունում  
գործող արժեթղթերի շուկան է՝ իրեն հատուկ  
ֆինանսական գործիքներով,  
ենթակառուցվածքներով և գործառնություն  
նլորտով:

Հետազոտության առարկան ակտիվներին  
արժեթղթավորման համակարգում և  
արժեթղթավորման ֆինանսատնտեսական  
կառավարման հայեցակարգային շրջանակներում  
առկա հիմնախնդիրներն են:

**Հետազոտության տեսական, մեթոդաբանական և  
տեղեկատվական հիմքերը:** Հետազոտության համար  
տնտեսական հիմք են հանդիսացել ակտիվներին  
արժեթղթավորման գործընթացի, հատկապես՝  
հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման  
վերաբերյալ հայրենական և արտասահմանյան  
հետազոտողների աշխատությունները, գիտական  
հրատարակումները, աշխատանքային փաստաթղթերը,  
մակրոտնտեսական վերլուծությունները, ինչպես  
և այդ ոլորտին վերաբերող ՀՀ օրենսդրական և



հրավական    այլ    փաստաթղթերը :  
 Ատենախոսությունը ունումնորպես տեղեկատվական հիմք  
 օգտագործվել են ակտիվներ արժեթղթավորող և  
 պարտատոմսեր թողարկող կազմակերպությունների  
 գործունեության \$ինանասական արդյունքներին  
 վերաբերող հաշվետվական տվյալները, ՀՀ վիճակագ-  
 րական և ուսումնասիրման բնագավառին առնչվող  
 այլ նյութեր :

Հետազոտության մեջ կիրառվել են գիտական  
 արստրակցիայի, \$ինանասատեսական, վիճակագ-  
 րական, գործունային և փորձագիտական  
 վերլուծության մեթոդներ, ինչպես նաև ակտիվների  
 արժեթղթավորման գծով փորձագիտական ուսումնա-  
 սիրությունների եղանակներ :

**Հետազոտություն    գիտական    նորոյթը :**  
 Հետազոտության գիտական նորոյթը ՀՀ-ում  
 ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի  
 զարգացման հայեցակարգի մշակումն է :  
 Մասնավորապես .

- Ակտիվների արժեթղթավորման  
 ինստիտուտների համակցման ներկայիս  
 խնդիրներին, ինչպես նաև արժեթղթավորման  
 առկագործընթացների \$ինանասական կայունու-  
 թյան ուսումնասիրությունների հիման վրա  
 բացահայտվել են ՀՀ-ում արժեթղթավորման  
 համակարգի զարգացման խոչընդոտները և  
 հիմնավորվել դրանց հաղթահարման  
 ուղղությունները :
- Մշակվել է հիփոթեքային ակտիվների  
 արժեթղթավորման \$ինանասական ռիսկերի գնա-  
 հատման համակարգ՝ հիմնված ակտիվների  
 արժեթղթավորման համընդհանուր շղթայի  
 շրջանակում համախմբված ռիսկի ցուցիչի  
 օգտագործման վրա :

- Մշակվել է ակտիվների արժեթղթավորման ամբողջ շրջափուլի տեղեկատվական հոսքերի համակարգման մեխանիզմ, որը հնարավորություն է տալիս նոր հաշիվների և հաշվային թղթակցությունների օգնությամբ գրանցել արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքները, և մշտադիտարկման ենթարկել պարտատոմսերի տեղաբաշխման և մարման ամբողջ գործընթացը:
- Հիմնավորվել են ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հայեցակարգային դրույթները և ներկայացվել ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման և մասնակիցների տնտեսական շահերի խթանման ուղիներ:

***Հետազոտության արդյունքների գիտագործնական և կիրառական նշանակությունը:***

Ատենախոսությունն իրենից ներկայացնում է ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման գծով տնտեսական և գործնական ուսումնասիրությունների հիման վրա մշակված համալիր հետազոտություն, որը ներառում է որոշակի հիմնարար առաջարկություններ՝ ուղղված ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի բարելավման հայեցակարգային ուղիների բացահայտմանը:

Հետազոտության արդյունքները, կատարված առաջարկությունները, մշակված մոտեցումները և մեթոդները կարող են գործնական կիրառություն գտնել ՀՀ արժեթղթերի շուկայում՝ նպաստելով ակտիվներով երաշխավորված պարտատոմսերի թողարկման ռիսկերի կառավարման ոլորտում որոշումներ կայացման արդյունավետությանը, արժեթղթավորման տնտեսական արդյունավետու-

թյան գործնական գնահատմանը, հաշվետվական համակարգի մեթոդաբանությունը թյան բարելավմանը:

**Յետազոտություն և փորձարկումը և հրատարակումները:** Յետազոտություն հիմնադրությունները և գիտական արդյունքները քննարկվել են Յայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսների ամբիոնում:

Ատենախոսությունները քննարկված հարցերն ու հիմնադրություններն իրենց նախնական լուսաբանումն են ստացել հեղինակի 6 հրատարակումներում:

**Ատենախոսություն և կառուցվածքը և ծավալը:** Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունների բաժնից, օգտագործված գրականությունից և հավելվածներից: Այն ընդգրկում է 28 գծապատկեր և 25 աղյուսակ: Ատենախոսությունը շարադրված է 135 էջի վրա, որտեղ գրականությունից քանակը գրադեցնում է 7 էջ, իսկ հավելվածները՝ 6 էջ:

**Գ Լ ՈՒ Խ 1 Ա Կ Տ Ի Վ Ն Ե Ր Ի Ա Ր Ժ Ե Թ Ղ Թ Ա Վ ՈՐ Մ Ա Ն  
2 Ա Ր Գ Ա Ց ՈՒ Մ Ը Ե Վ Դ Ր Ս Ե Վ ՈՐ Մ Ա Ն Ա Ր Դ Ի  
ԱՌԱՆՁՆԱՅ ԱՏԿՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐԸ**

**1.1 Ա կ տ հ վ ն ե թ ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն զ ար գ ա ց մ ա ն  
գ ո Ր ծ ը ն թ ա ց ի փ ո ւ ւ ա յ ի ն ն կ ար ա գ ի Ր ը**

Արժեթղթերի շուկայի ակտիվությունը կախված է երկրի տնտեսության ծավալներից, թողարկող ընկերությունների գործունեության արդյունավետությունից, բնակչության կենսամակարդակից և խնայողությունների ձևավորելու նրանց կարողությունից, ինչպես նաև ներդրման օբյեկտ հանդիսացող \$ինանսական գործիքների առկայությունից: Արժեթղթերի շուկայի միջոցով, մի կողմից, տեղի է ունենում դրամական միջոցների հոսք դեպի տնտեսության այն ոլորտները, որտեղ առկա է դրանց պակասը, մյուս կողմից՝ իրականացվում է կապիտալի ուղղորդումը դեպի այն ոլորտները, որոնք վերելք են ապրում և համապատասխանաբար կարիք ունեն մեծածավալ ներդրումների<sup>1</sup>:

Արժեթղթերի շուկայի ծագումը հաճախ կապում են 15-16-րդ դարերի հետ, երբ ստեղծվեց \$ինանսական շուկան: Այդ ժամանակաշրջանում, երկրները՝ պետական բյուջեի պակասուրդը ծածկելու համար անհրաժեշտ լրացուցիչ դրամական միջոցներ ներգրավելու նպատակով սկսեցին թողարկել և տեղաբաշխել պետական արժեթղթերը ինչպես երկրի ներսում, այնպես էլ երկրից դուրս: Մասնավորապես, 1531թ.-ին Բելգիայի Անտվերպեն քաղաքում ստեղծվեց բորսա, որը մեծ դեր խաղաց միջազգային առևտրում: Իսկ \$րանսիայում \$ոնդային շուկայի ձևավորումը սկիզբ առավ 18-րդ դարում: Մասնավորապես 1724թ.-ին

<sup>1</sup> Стародубцева Е.В., Рынок ценных бумаг, М.: ИНФРА-М, 2006, с 12

կառավարությունն ախաճեռնությունը Փարիզում ստեղծվեց \$ոնդային բորսա: Այս բորսայում գործարքներ թույլատրվում էր կատարել միայն պաշտոնական մակլերներին: Ի տարբերություն \$րանսիայի, առաջին ամերիկյան \$ոնդային բորսան ստեղծվել է 1791թ-ին \$իլադելֆիայում, իսկ 1792թ-ին՝ 24 նյու-յորքյան բրոքերների միջև կնքված համաձայնագրի արդյունքում ստեղծվեց Նյու-Յորքի բորսան: Յետագայում, բանկային ոլորտի զարգացումը և երկաթուղային գծերի կառուցումը նպաստեցին \$ոնդային բորսայի զարգացմանը, իսկ ահա 20-րդ դարում, նոր տեխնոլոգիաների շնորհիվ բորսայական առևտուրը էլավելի զարգացավ<sup>2</sup>:

Արժեթղթերի շուկայի ձևավորման վաղ փուլում, երկրները թողարկում էին պետական արժեթղթերը, մասնավորապես՝ պետական պարտատոմսերը, բյուջեի պակասուրդը \$ինանսավորելու նպատակով<sup>3</sup>: Նշենք, որ արժեթղթերի շուկայի զարգացման կարևորագույն խթաններից հանդիսացավ նաև արժեթղթերի նկատմամբ պահանջարկի ձևավորումը, քանի որ մարդկանց մոտ ցանկությունն առաջացավ իրենց եկամուտների ավելցուկային մասը ներդնել արժեթղթերում՝ ավելի բարձր եկամտաբերությունն ապահովելու համար:

Աստիճանաբար, շուկայական հարաբերություններն և տեխնոլոգիական զարգացմանը գուզընթաց, պետական արժեթղթերի հետ մեկտեղ լայն տարածում գտան նաև ոչ պետական, այսինքն՝ կորպորատիվ արժեթղթերը: Այսօր, հիմնական \$ոնդային բորսաներում գնվում և վաճառվում են միլիոնավոր արժեթղթեր, որոնք թողարկում են կազմակերպությունները լրացուցիչ կապիտալ ներգրավելու նպատակով: Չարգացած

<sup>2</sup> The World's First Stock Exchange, Lodewijk Petram, Columbia University Press, 1st edition 2014, pg 73  
<sup>3</sup> A History of the Global Stock Market: From Ancient Rome to Silicon Valley, B. Mark Smith, University of Chicago Press; 1 edition 2004, pg 37

տնտեսությունն ունեցող երկրներում ֆոնդային բորսաները դարձել են գործարար աշխարհի անբաժանելի մասը, ինչը վստահաբար չենք կարող ասել Յայաստանի Յանրապետություն մասին:

Արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը էականորեն նպաստում է ակտիվների արժեթղթավորումը: Մասնագիտական գրականությունում արժեթղթավորման գործընթացների մեկնարկը հիմնականում փոխկապակցվում է հիփոթեքային վարկերի իրացվելիություն և դրան հաջորդող «երկար փողերի» ձևավորման հետ, որն իր բուն զարգացումը ստացավ նախորդ դարաշրջանի վերջին տասնամյակներին<sup>4</sup>: Սակայն, արժեթղթավորման դրսևորումները դեռևս չեն հայտնվել մի քանի դարառաջ, այս առումով, մեր կողմից ակտիվների արժեթղթավորման էվոլյուցիան առաջարկվում է ներկայացնել երեք փուլով, որոնք են արժեթղթավորման գործընթացի սկզբնավորումը (մեր թվարկությունն ից առաջ մինչև միջնադար), գործընթացի զարգացումը և տեսական հիմքերի ձևավորումը (17-20-րդ դարեր), գործընթացի ինովացիոն ֆինանսական գործիքի ժամանակակից դրսևորումը (21-րդ դար):

*Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի զարգացման առաջին փուլը .*

Արժեթղթավորմանը հատուկ «երկար փողերի» ձևավորման դրսևորումները արձանագրվել են դեռևս Յին Յունաստանում, երբ հարուստ վաճառականների կողմից պետությունն ից գնվում էին գյուղացիական տնտեսությունների հարկային պարտավորությունների հավաքագրման իրավունքները՝ տարվա սկզբում ձեռքբերման գումարները միանավազ փոխանցելով պետական

<sup>4</sup> Белозеров С.А., Лупырь А. А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий // Финансы и кредит. 2010. № 29. С. 7-8

գանձարան, իսկ այնուհետև վաճառականներին իրավունք էր վերապահվում տարվա ընթացքում լրավճարներով հարկեր հավաքագրել գյուղացիներին<sup>5</sup>: Դրանով իսկ, իրականացվում էր հարկային մուտքագրումների գնում պետությանը, այսինքն սպասվելիք դրամական հոսքերի ձեռք բերում և կառավարում, որի իրագործման մեխանիզմը ընկած է ժամանակակից արժեթղթավորման գործընթացների հիմքում:

Արդեն իսկ XI դարում պետությանը հարկային պարտավորությունների հավաքագրման ձեռքբերման իրավունքը Բյուզանդական կայսրությանում ընդունվեց որպես սովորական ֆինանսական գործիք և համարվեց որպես «պետական պարտավորությունների փոխառման խելամիտ միջոց, որը բխում էր այդ ժամանակների հանրային ֆինանսների տկարությունից»<sup>6</sup>: Փաստորեն, մի կողմից հարկերի հավաքագրման իրավունքի վաճառքով պետությանը ապահովվում էր ֆինանսական կայունների հոսքերը գանձարան, մյուս կողմից, խրախուսում էր հարկավաճեցների գործունեությունը և դրանով իսկ՝ բարելավում ֆիսկալ քաղաքականության թույլ կողմերը: Այս պարագայում, նույնպես տեղի էր ունենում «հարկային պարտավորությունների պասիվ մարման» ակտիվացում և հանրային ֆինանսների առողջացում՝ «երկար փողերի» միջոցով:

Հատկանշական է, որ ապագա դրամական հոսքերի սեքյուրիթիզացիան<sup>7</sup> պետական ֆինանսների ոլորտից, հետագայում տեղափոխվեց մասնավոր

<sup>5</sup> Andreades A. M. A History of Greek Public Finance. Vol. 1. Translated by Carroll Brown. Cambridge: Cambridge University Press, 1933. pp. 159-161.

<sup>6</sup> The Economic History of Byzantium: From the Seventh through the Fifteenth Century // Editor-in-Chief Angeliki E. Laiou. Vol. 1. Washington, D.C.: Dumbarton Oaks Research Library and Collection, 2002. pp. 7-8

<sup>7</sup> Սեքյուրիթիզացիան չպետք է հասկանալ որպես ֆինանսական ապահովվածություն: Այն անգլերենից թարգմանաբար նշանակում է արժեթղթավորում (security-արժեթուղթ)

Ֆինանսներին բնագավառ, երբ արդեն XVII դարում հոլանդացի գաղութարարները շաքարի արտարողության կարիքյան պլանտատորներին դրամային փոխառություններ էին տրամադրում, որոնք ապահովված էին տեսանելի ապագայում շաքարի վաճառքից սպասվող դրամական հոսքերով<sup>8</sup>։ Չուգահեռներ անցկացնելով կարող ենք փաստել, որ դեռևս գաղութացման այդ ժամանակներում «երկար փողերի» մեխանիզմներն ունեին նմանություններ ներկայումս իրականացվող դրամային ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացների հետ։

*Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի զարգացման երկրորդ փուլ (17-20-րդ դարեր)*

Արժեթղթավորման գործընթացի զարգացման երկրորդ փուլը առաջին հերթին դրսևորվեց տեսամեթոդաբանական աշխատանքների հրապարակումներով և գործընթացի կենտրոնացված համակարգումով։ Ակտիվների արժեթղթավորման տեսություն զարգացման հիմնադիր պետք է համարել շոտլանդացի տնտեսագետ Չոն Լոին, ով դեռևս 18-րդ դարի սկզբին հրատարակած իր աշխատությունում («Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money» 1705 թ.) Շոտլանդիայի խորհրդարանին առաջարկեց հիմնել հիփոթեքային բանկ և մետաղադրամներին զուգահեռ՝ թողարկել անշարժ գույքի ակտիվներով ապահովված շրջանավոր արժեթղթեր։ Նման առաջարկը հիմնավորվում էր նրանով, որ ի տարբերություն մետաղադրամների, որոնք ընդամենը փոխանակման միջոց էին, ակտիվներով ապահովված արժեթղթեր տնօրինողները հնարավորություն ունեին ստանալ ու նաև հավելյալ տոկոսներ՝ ակտիվների շուկայական գների բարձրացման

<sup>8</sup> Lejot P., Arner D., Schou-Zibell L. Securitization in East Asia // Working Paper Series on Regional Economic Integration №12. Office of Regional Economic Integration. Asian Development Bank. January, 2008. P. 4



արդյունքում<sup>9</sup>: Այնուհետ, լեհ տնտեսագետ Ա. Յեշկովսկին իր աշխատության ներքո մշարունակեց հիմնավորել տոկոսային եկամուտ ապահովող արժեթղթերի թողարկման կարգավորման տեսական հիմնադրույթները<sup>10</sup>:

Ի վերջո, ակտիվների արժեթղթավորումը դիտարկվեց որպես արժեթղթերի շուկայի ակտիվացման արդյունավետ ֆինանսական գործընթաց և դարձավ տեսաբան տնտեսագետների ուսումնական սիրույթյան օբյեկտ: Սակայն դեռևս տեսաբանների շրջանում չկա միասնական մոտեցում ակտիվների արժեթղթավորման սահմանման ոլորտում: «Յնարավոր է, որ այժմ միայն Լոնդոնում շրջանառվի շուրջ 279 արժեթղթավորման սահմանում»<sup>11</sup>, - նշում է ին նրանք:

Հիմնականում, մասնագիտական գրականության ոլորտում ակտիվների արժեթղթավորումը կապակցում են ֆինանսական ակտիվներին նոր որակ հաղորդելու և վաճառահանելու հետ, նշելով, որ արժեթղթավորումը ֆինանսական գործիքների համակցումն ու փաթեթավորումն է նոր գործիքակազմում, որը հնարավոր է վաճառել<sup>12</sup>, կամ արժեթղթավորումը կառուցողական գործընթաց է, որը թույլ է տալիս փաթեթավորելու վարկային տոկոսներն ու դեբիտորական պարտքերը, և դրանք վաճառելու որպես ապահովված արժեթղթեր<sup>13</sup>:

Մասնագիտական գրականության ոլորտում նշվում է նաև, որ արժեթղթավորումը ֆինանսական գործարք է, որի դեպքում կատարվում է որակապես միասնական ակտիվների համախմբում, դրա հիման վրա արժեթղթերի թողարկում և տոկոսների վճարում<sup>14</sup>:

<sup>9</sup> Аникин А. В. История \_финансовых \_потрясений: от \_Джона Ло до Сергея Кириенко. М.: Олимп-Бизнес, 2000., стр. 12

<sup>10</sup> Иванов В. В., Канаев А. В., Соколов Б. И., Топровер И. В. Теории кредита. СПб.: Изд. С.-Петербур. ун-та, 2007, стр. 218.

<sup>11</sup> Бер Х. , Секьюритизация активов, стр 34

<sup>12</sup> Bryan A. Gamer, Black's Law Dictionary, West Publishing Company, 1999, page 15

<sup>13</sup> Comptroller's Handbook on assets securitization, November 1997, page 11

<sup>14</sup> Ярошук О., Лазорина Е. Секьюритизация в России // Рынок ценных бумаг. 2005. № 23. стр. 72–73.

Հատկանշական է, որ «ակտիվների արժեթղթավորում» տերմինն առաջին անգամ օգտագործվել է Wall Street ամսագրում 1977 թվականին, երբ հրատարակվեց հիփոթեքային դեպարտամենտի գործարքը Bank America Issue խորագրով<sup>15</sup>: Ներկայումս, ակտիվների արժեթղթավորումը դիտարկվում է նաև որպես վերաֆինանսավորման արդյունավետ գործընթաց, արձանագրելով, որ արժեթղթավորումը ակտիվների վերաֆինանսավորում է, ուղղված եկամուտների առաջացմանը և ցածր իրացվելի ակտիվների փոխակերպմանը՝ իրացվելի ակտիվների:

Դեռևս 1990-ական թվականների սկզբին ԱՄՆ մոլորակային կազմակերպություններն իրականացրեցին առաջիկա հարկային մուտքերի արժեթղթավորում և արդեն 1996 թվականին միայն Նյու Յորքի քաղաքապետարանը նմանատիպ 7 գործառնությունների հաջող ավարտ ունեցավ՝ \$130 մլն դոլար արժեքով<sup>16</sup>: Արժեթղթավորման նման հաջողված գործարքների փորձը սկսեց իր կիրառումը գտնել Արգենտինայում, Մեքսիկայում, Վենեսուելայում: Որպես արժեթղթավորվող ակտիվներ սկսեցին հանդես գալ նավթային և գազային գործարքների վաճառքից ձևավորվող դրամական հոսքերը, ապահովագրական վճարները, ջրօգտագործման վճարները և այլն: Իսկ Իտալիայում ակտիվների արժեթղթավորման հիմք ընդունվեցին սեփականաշնորհման գործընթացի դրամական հոսքերը և միայն 1999-2006 թվականների ընթացքում թողարկվեց 44,5 մլրդ ԱՄՆ դոլարի նամարժեք պարտատոմս<sup>17</sup>:

*Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի գարգացման երրորդ փուլ (21-րդ դար)*

<sup>15</sup> Казиков А. История секьюритизации, //Рынок ценных бумаг, 2003, #19, стр 18

<sup>16</sup> Andreas A. Jobst, Sovereign Securitization in Emerging Markets, //Journal of Structured Finance, 2006, Vpl. 12, No.3, pp. 2-13

<sup>17</sup> Шварц С. Л. Алхимия секьюритизации активов // Закон. 2008. № 12. стр. 217-226

Ակտիվներն արժեթղթավորման երրորդ փուլում այդ գործընթացը ներկայացվեց արդեն որպես տնտեսություն \$ ինանսավորման նորարարական գործընթաց: Յատկապես, այն հստակորեն ընդգծվեց մոլենիցիպալ ծրագրերում (ճանապարհ ինունթուներ, հանգստի վայրեր և այլն): Federal Highway Administration կազմակերպության պարտավորությունը իր կողմից «ճանապարհային» պարտատոմսերի գծով արդեն 2005 թ.-ին կազմեց 85 մլրդ. ԱմՆ դոլար: Ներկայումս, զարգացած տնտեսությունը ունեցող երկրներում նկատվում է մոլենիցիպալ պարտատոմսերի թողարկման ակտիվացում, քանի որ դրանք առավել երաշխիքներով են հանդես գալիս ներդրողների շրջանում:

Վերջին տասնամյակում ակտիվներն արժեթղթավորման գործընթացում նկատելի դարձավ «լրացուցիչ եկամուտների» հիմքով պարտատոմսերի թողարկումը, որը սկիզբ առավ ԱՄՆ Էներգետիկ համակարգում: Ձևավորվեց մի իրավիճակ, երբ գործող տարիքները ընդամենը ծախսածածկում էին ապահովում էլեկտրաէներգիայի արտադրության որոշ կազմակերպություններում, սակայն դրանք շարունակում էին գործել պարտատոմսերի թողարկման հաշվին, քանի որ էլեկտրաէներգիայի նախատեսվող թանկացումներից տեսանելի ապագայում ունեին լրացուցիչ եկամտային սպասելիքներ<sup>18</sup>:

Յատկապես զարգացող երկրներում ակտիվություն է նկատվում կենսաթոշակային հիմնադրամներին վճարումների հիմքով ակտիվներն արժեթղթավորման գործընթացում, որը նպատակ է հետապնդում \$ ինանսավորելու հանրային նշանակություն շինարարությունը (Չիլի, Յուգոսլավիա): Բանգլադեշի, Յուգոսլավիա քաղաքային

<sup>18</sup> Joseph C.Hu, Asset Securitization – Theory and Practice 2011, John Wiley & Sonas, pg 25

ի շխանակությունները պարտատոմսեր են թողարկում, որպես սկիզբներ ընդունելով ավտոճանապարհային, տրանսպորտային բնապահպանական վճարները: Այսպիսով, սկիզբների արժեթղթավորման ավանդական պարտատոմսերին (հիփոթեքային, լիզինգային, ֆինանսական սկիզբներին) գնագընթաց միջազգային պրակտիկայում ներկայումս զարգացում է ապրում ենթակառուցվածքային պարտատոմսերի թողարկումը:

Աղյուսակ 1.1.1

Արժեթղթավորված սկիզբների որակական կառուցվածքն ըստ տարածաշրջանների 2017թ.<sup>19</sup>

<b>Տարածաշրջանը</b>	<b>Կայուն (%)</b>	<b>Աճող (%)</b>	<b>Նվազող (%)</b>
Հյուսիսային Ամերիկա	79,2	14,1	6,7
Եվրոպա	76,5	17,6	5,9
Ավստրալիա	92,8	4,2	3,3
Լատինական Ամերիկա	64,2	25,3	10,5
Ասիա	66,7	33,3	0

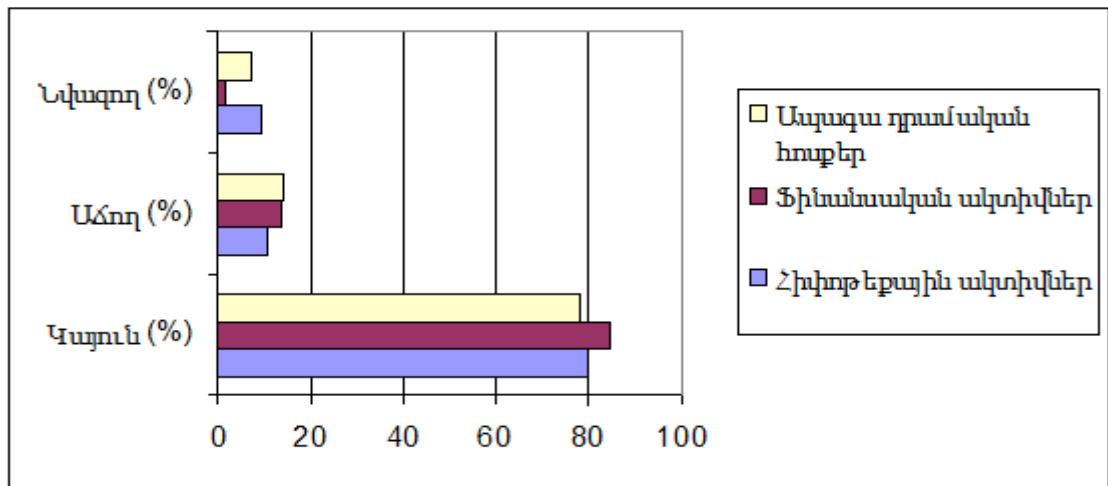
Մասնագիտական գրականության մեջ արդարացիորեն ընդգծվում է, որ սկիզբների արժեթղթավորման գործընթացը՝ պահանջելով տարբեր ինստիտուցիոնալ կառույցների գործառույթների համակցում, պահանջում է նաև զգոնություն, քանի որ արդյունավետ ֆինանսավորում իրականացնելիս խախտելով գործընթացը աջակցող կառույցների գործառույթների փոխկապակցման ներդաշնակությունը, ձևավորվում են ֆինանսատնտեսական համակարգային ռիսկեր, որոնք և պատճառ հանդիսացան համաշխարհային վերջին

<sup>19</sup> S&P Global Rating, Global Securitization Lending, July 24 2018, // [www.STANDARDANDPOORS.com/RATINGSDIRECT](http://www.STANDARDANDPOORS.com/RATINGSDIRECT)

Ֆինանսական ճգնաժամի համար <sup>20</sup>:

Սակայն, ճգնաժամից հետո համաշխարհային շուկայում զգալիորեն փոխվեց արժեթղթավորված ակտիվների որակական կառուցվածքը, և գերիշխող դարձան վարկանիշային կայունությամբ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերը (տես աղյուսակ 1.1.1):

Ընդ որում, վարկանիշային աճը առավելապես դրսևորվեց ապագա դրամական հոսքերը արժեթղթավորելիս, որը ինստիտուցիոնալ կառույցների բարեփոխված գործառույթների շնորհիվ նույնպես վստահություններ չնչեց ներդրողների շրջանում և շուկայի կողմից համարվեց որպես ֆինանսավորման ինովացիոն գործիք:



Գծապատկեր 1.1.1 Յամաշխարհային ֆինանսական շուկայներում պարտատոմսերի վստահության գնահատականը՝ ըստ արժեթղթավորվող ակտիվների տեսակների 2017թ.<sup>21</sup>

Ակտիվների արժեթղթավորման ակտիվացմանը վերջին տասնամյակում զգալիորեն նպաստեց սինդիկացված վարկերի ձևավորումը: Նման փորձեր արվեցին նաև մեր հանրապետությունում: ՀՀ-ում տեղաբաշխված միջազգային սինդիկացված վարկերի

<sup>20</sup> Թովմասյան Ա.Անշարժ գույքի արժեթղթավորման գործընթացը, այդ գործընթացում առկա հիմնախնդիրները և դրանց լուծման ուղիները ՀՀ-ում, // «Հայաստան, ֆինանսներ և էկոնոմիկա» 9-10, 2015 էջ 36

<sup>21</sup> S&P Global Rating, Global Securitization Lending, July 24, 2018, // [www.STANDARDANDPOORS.com/RATINGSDIRECT](http://www.STANDARDANDPOORS.com/RATINGSDIRECT)

ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ դրանք ներգրավվել են սկսած 2007թ.-ից, և այդ գործընթացին մինչ օրս մասնակցել է թվով 5 առևտրային բանկ («Ակբա-Կրեդիտ Ագրիկուլ Բանկ» ՓԲԸ, «Ջայեկոնոմբանկ» ԲԲԸ, «Արարատբանկ» ԲԲԸ, «Արդշինբանկ» ՓԲԸ և «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ):

Ներգրավված սինդիկացված վարկերի ընդհանուր պորտֆելը կազմում է 175 մլն ԱՄՆ դոլար, ընդ որում՝ գումարային առումով ամենախոշոր վարկը ներգրավվել է «Ակբա-Կրեդիտ Ագրիկուլ Բանկ» ՓԲԸ-ի (50 մլն ԱՄՆ դոլար), իսկ ամենափոքրը՝ «Ջայեկոնոմբանկ» ԲԲԸ-ի (3 մլն ԱՄՆ դոլար) կողմից<sup>22</sup>:

Աղյուսակ 1.1.2

ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված սինդիկացված վարկերը<sup>23</sup>

N	1.Վարկառու	2.Սինդիկացված վարկի գումարը (ԱՄՆ դոլար)	3.Սինդիկացված վարկի կազմակերպիչ	4.Սինդիկացված վարկի մասնակիցներ	5.Սինդիկացված վարկի մասնակցների ֆինանսավորման չափը (ԱՄՆ դոլար)	6.Գործարքի կնքման տարի	7.Վարկի օգտագործման նպատակը
1	«Ակբա-Կրեդիտ Ագրիկուլ Բանկ» ՓԲԸ	12,000,000	ՎՉԵԲ	ՎՉԵԲ	6,000,000	2007	ՓՄՁ-ների վարկավորում
				Citigroup	6,000,000		
2	«Ջայեկոնոմբանկ» ԲԲԸ	3,000,000	ՎՉԵԲ	ՎՉԵԲ և այլ վարկատուներ	3,000,000	2007	ՓՄՁ-ների վարկավորում
3	«Ջայեկոնոմբանկ»	15,000,000	ՎՉԵԲ	ՎՉԵԲ	5,000,000	2007	ՓՄՁ-ներ
				Commerzbank	10,000,000		

<sup>22</sup> <http://www.irates.am/hy/IMrlobZKDVSAyqDDBhHTQSEsQp>

<sup>23</sup> Աղյուսակը կազմվել է <http://www.banks.am/am/news/newsfeed/1758>, <http://www.banks.am/am/news/newsfeed/4675>, <https://www.panorama.am/am/news/2008/11/07/vzeb/1289025>, <https://www.azatutyun.am/a/1589759.html>, <http://www.irates.am/hy/IMrlobZKDVSAyqDDBhHTQSEsQp>, [http://finport.am/full\\_news.php?id=15837&lang=1](http://finport.am/full_news.php?id=15837&lang=1), <http://www.ambanks.am/hy/2012/07/17/39201/>, <https://www.ardshinbank.am/news/> և <http://www.lragir.am/index/arm/0/economy/rss/124072> էլեկտրոնային կայքերի տվյալների հիման վրա

	Բ Բ Ը			AG, Bank			վ ար կ ար վ ր ր ր Լ մ
				Bank Austria Creditanstalt AG			

Ա ղ յ ո ւ ւ ա կ 1.1.2-ի 2 ար ո ւ ն ա կ ո ւ թ յ ո ւ ն

N	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
				Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG			
				State Bank of India			
				Land Bank of Taiwan			
				FBN Bank (UK)			
4	«Ա կ ր ար Վ ր Ե դ ի տ Ա գ ր ի կ ո ւ Բ ա ն կ » Փ Բ Ը	50,000,000	Վ 2 Ե Բ	Վ 2 Ե Բ Լ ա յ Լ վ ար կ ար ո ւ ն Ե ր	50,000,000	2008	Փ Մ Ձ - ն Ե ր ի վ ար կ ար ո ր ո ւ Լ մ
5	«Ջ ա յ Ե կ ո ն ո մ ք ա ն կ » Բ Բ Ը	10,000,000	Վ 2 Ե Բ	Վ 2 Ե Բ	4,000,000	2010	Փ Մ Ձ - ն Ե ր ի վ ար կ ար ո ր ո ւ Լ մ
				UniCredit Bank Austria AG			
				FBN Bank (UK) Limited			
				Blue Orchared Finance			
6	«Ա ր ար ար ք ա ն կ » Բ Բ Ը	12,000,000	Վ 2 Ե Բ	Վ 2 Ե Բ	3,000,000	2011	Փ Մ Ձ - ն Ե ր ի վ ար կ ար ո ր ո ւ Լ մ
				Promsvyazbank OJSC			
				VDK Spaarbank Byblos Bank S.A.L			
7	«Ա կ ր ար Վ ր Ե դ ի տ Ա գ ր ի կ ո ւ Բ ա ն կ » Փ Բ Ը	30,000,000	Վ 2 Ե Բ	Վ 2 Ե Բ	15,000,000	2012	Փ Մ Ձ - ն Ե ր ի վ ար կ ար ո ր ո ւ Լ մ
				FMO	15,000,000		
8	«Ա ր դ 2 ի ն ք ա ն կ » Փ Բ Ը	18,000,000	Citigroup (հ ամ ա տ Ե ղ կ ա գ մ ա կ Ե ր պ ի չ - ն Ե ր «2 Ե ն ի թ» բ ա ն կ Բ Բ Ը, «Տ Ե դ Ե ր Ե յ թ Ե դ Ի ն վ Ե ս տ ո ր ս» ամ Ե ր ի կ յ ա ն Ֆ ո ն դ, «Վ Տ Բ բ ա ն կ (Գ Ե ր մ ա ն	Citigroup	18,000,000	2014	Բ ա ն կ ի առ ն տր ա յ ի ն ն պ ա տ ա կ ն Ե ր ի ի ր ա կ ա ն ա գ ո ւ Լ մ
				«Ա տ Լ ա ն տ ի կ Ֆ ո թ Ֆ Ե յ թ ի ն գ» Բ Բ Ը			
				«Պ ր ո մ ս վ յ ա գ - բ ա ն կ » Բ Բ Ը			
				OeEB			

			ի ա)»			
--	--	--	-------	--	--	--

Աղյուսակ 1.1.2-ի շարունակություն

N	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
9	«Ամերիաբանկ» ՓԲԸ	25,000,000	FMO, OeEB	FMO  OeEB	25,000,000	2015	ՓՄՁ - ների, վերականգնվող էներգետիկայի և էներգաարդյունավետության ծրագրերի վարկավորում

Չարկ է նշել, որ ՅՅ առևտրային բանկերին տրամադրված սինդիկացված վարկերի 3/4-ի (132 մլն ԱՄՆ դոլար) կազմակերպիչն է Վերականգման և զարգացման եվրոպական բանկը, իսկ մյուս վարկերինը՝ ամերիկյան Citigroup, նիդերլանդական FMO (Նիդերլանդների զարգացման \$ինանսական ընկերություն) և ավստրիական OeEB (Ավստրիական զարգացման բանկ) ընկերությունները: Վարկերի զգալի մասը բանկերին տրամադրվել է ՓՄՁ ոլորտում վարկավորում իրականացնելու նպատակով, իսկ դրանց մարման ժամկետը կազմում է մինչև 4 տարի (տե՛ս աղյուսակ 1.1.2):

Այսպիսով, ակտիվների արժեթղթավորման զարգացման ընթացքի վերլուծության հիման վրա կարելի է հանգել հետևյալ եզրակացություններին.

Առաջին. ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական շարժառիթները ձևավորվում են ինչպես տնտեսավարման մասնավոր, այնպես էլ հանրային հատվածում, երբ անհրաժեշտություն է առաջանում «երկար փողերի» ձևավորման և օգտագործման համար: Եթե հանրային ոլորտը ակտիվների



արժեթղթավորմամբ լուծում է մակրոտնտեսական խնդիրներ՝ բնակչության խնայողությունները ուղղորդելով ներդրումային ոլորտ, ապաբիզնեսի ոլորտը ակտիվների արժեթղթավորման ճանապարհով բարձրացնում է գործարար ակտիվության աստիճանը:

Երկրորդ, ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական շարժառիթները առնչվում են վերաֆինանսավորման հետ, երբ տնտեսական գործունեության որևէ ժամանակահատվածում անհրաժեշտություն է դառնում վերաֆինանսավորման ճանապարհով եկամուտները առաջացնելու և դրանք վերաուղղելու տնտեսավարման առավել շահավետ ոլորտ:

Երրորդ. ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ընդլայնմանը գույքընթաց ֆինանսական շուկաներիս առընթեր սկսում են ձևավորվել աջակցող ինստիտուտներ, որոնք շուկաներում իրենց առկայությամբ ապահովում են ոչ միայն արժեթղթավորման սահուն ընթացքը, այլ և նպաստում են այդ գործընթացի արդյունավետության բարձրացմանը:

**1.2 Ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական և տնտեսական արդյունքները**

Տնտեսավարման արդի պայմաններում կարևորվում է ինչպես ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական նախադրյալների, այնպես էլ արժեթղթավորման մեխանիզմների վերլուծությունը: Ներկայումս, արժեթղթավորման անհրաժեշտությունն ու նախադրյալները դիտարկվում են մի շարք ուղղություններով: Նախևառաջ, ակտիվների արժեթղթավորումը հնարավորություն է ստեղծում գործարարության ընդլայնմանն ուղղված ֆինանսական ներարկումների

իրականացման համար: Գնելով պարտատոմսեր, ներդրողները դրանով լրացուցիչ ֆինանսական ռեսուրսներ են ձևավորում գործարարության զարգացման համար. ակտիվացնում են կապիտալի շուկան և նրավրա ազդող գործոնները (տես հավելված 1):

Մյուս կողմից, ակտիվների արժեթղթավորումը ապահովում է ֆինանսական միջոցների հավաքագրման կայունությունը երաշխիքներ, քանի որ այն հիմնվում է գրավադրված ակտիվների, կամ կայուն դրամական ապագա ներհոսքերի երաշխավորման վրա: Այսպես, եթե առևտրային բանկում 35 մլն դրամ արժողուլթյամբ բնական արան է գրավադրվել և փոխառուին (բնակարանի գնորդին) տրամադրվել է 20 տարով վարկ, որը տոկոսային եկամտի հետ կազմելու է 50 մլն դրամ, ապա յուրաքանչյուր տարվա կտրվածքով վարկի մարման պարտավորության ընդհանուր գումարը վարկառուի կողմից հավասարաչափ մարումների պարագայում կկազմի 2,5 մլն դրամ (50/20), իսկ հնգամյա կտրվածքով՝ 12,5 մլն դրամ (5x2,5): Այս պարագայում, առևտրային բանկը վարկի տրամադրման առաջին իսկ տարում 5 տարի ժամկետով թողարկում է 35 մլն դրամ ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր՝ տեղաբաշխման 12,5 մլն դրամ և մարման 14 մլն դրամ արժեքով (տես գծապատկեր 1.2.1):

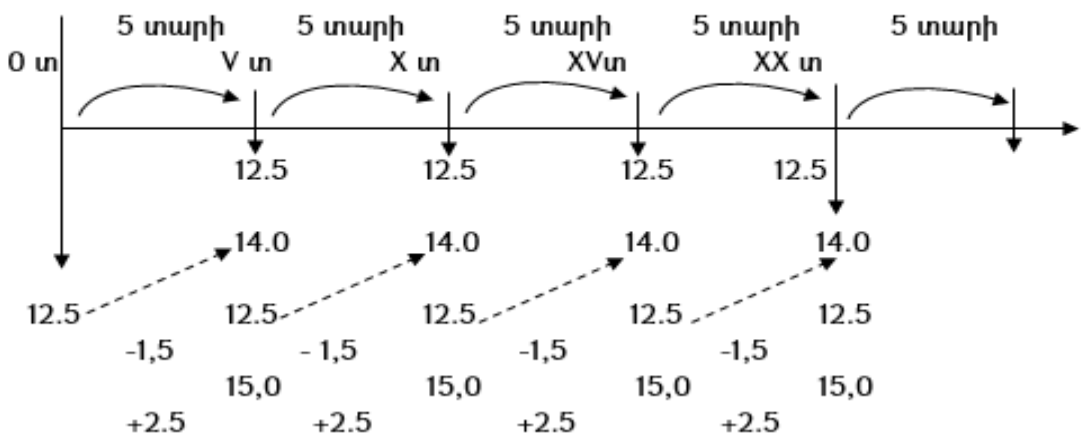
Արժեթղթերի շուկայում ներդրողների կողմից պարտատոմսերի ձեռքբերումը պայմանավորվում է ոչ միայն արժեթղթի եկամտաբերությամբ, այլև անշարժ գույքի գրավադրման ապահովվածությամբ: Իր հերթին, առևտրային բանկը պարտատոմսերի վաճառքից հավաքագրած 12,5 մլն դրամի գումարները վերադառնում է հնգամյա կտրվածքով վարկավորման նործրագրերին՝ այդ ֆինանսական ռեսուրսները տեղաբաշխելով մեկնարկային տարվա սկզբին և առաջին

5-րդ տարվա վերջին ստանալով 15 մլ նդրամի եկամուտ: Արդյունքում, պարտատուների թողարկումից ու մարումից առևտրային բանկը հնգամյա կտրվածքով ձևավորում է 1,5 մլ նդրամի վնասներ (12,5-14,0), սակայն եկամուտների առաջացման, ցածր իրացվելի ակտիվների փոխակերպման և վարկային գործունեության ընդլայնման և 12,5 մլ նդրամի լրացուցիչ տեղաբաշխումների արդյունքում 5-րդ տարվա վերջին ստանում է 2,5 մլ նդրամի օգուտներ (15 - 12,5): Եվ ստացվում է այնպես, որ հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորմամբ իրականացվում է վերաֆինանսավորում, ուղղված եկամուտների առաջացմանը և ցածր իրացվելի ակտիվների փոխակերպմանը, որի արդյունքում 5 տարվա ընթացքում առևտրային բանկի ընդհանուր օգուտը կազմում է 1 մլ նդրամ (2,5 - 1,5):

Ընդ որում, ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը կարող է 5 ամյա կտրվածքով պարբերական բնույթ կրել և կրկնվել հիփոթեքային վարկի մարման 20 տարիների ընթացքում (տես գծապատկեր 1.2.1), մինչև որ ակտիվը կհանվի առևտրային բանկի գրավադրումից և վարկառու նամբողջովին կմարի իր բնակարանի ձեռքբերման վարկավորման ամբողջ պարտավորվածությունը: Հետևաբար, ակտիվների արժեթղթավորման արդյունավետ մենեջմենթի պարագայում բանկը հնարավորություն կունենա ձևավորելու «երկար փողեր», հիփոթեքային վարկի մարման ամբողջ ժամանակահատվածում:

Սակայն, ակտիվների արժեթղթավորումը չի ենթադրում միայն վերաֆինանսավորում, ուղղված եկամուտների առաջացմանը և ցածր իրացվելի ակտիվների փոխակերպմանը, ինչը որ տեղի է ունենում հիփոթեքային վարկավորման պարագայում: Հատկապես ապագա դրամական հոսքերը

արժեթղթավորելիս այս ֆինանսական գործիքը  
 և ուրջ ազդակ է հանդիսանում գործարարության  
 ընդլայնմանն ուղղված ռեսուրսների  
 կենտրոնացման և հաշորդիկ ներդրումային  
 դրամային ներարկումների համար: Ապագա դրամական  
 հոսքերի արժեթղթավորման լավագույն օրինակ  
 կարող է հանդիսանալ բջջային հեռախոսակապի  
 օպերատորի գործունեությունը, երբ կազմա-  
 կերպությունը ձգտում է յուրաքանչյուր տարի  
 ալեհավաքների և հեռարձակիչների լրացուցիչ  
 կայանների ներդրման ճանապարհով ապահովել հեռա-  
 խոսակապի նոր ծածկույթներ:



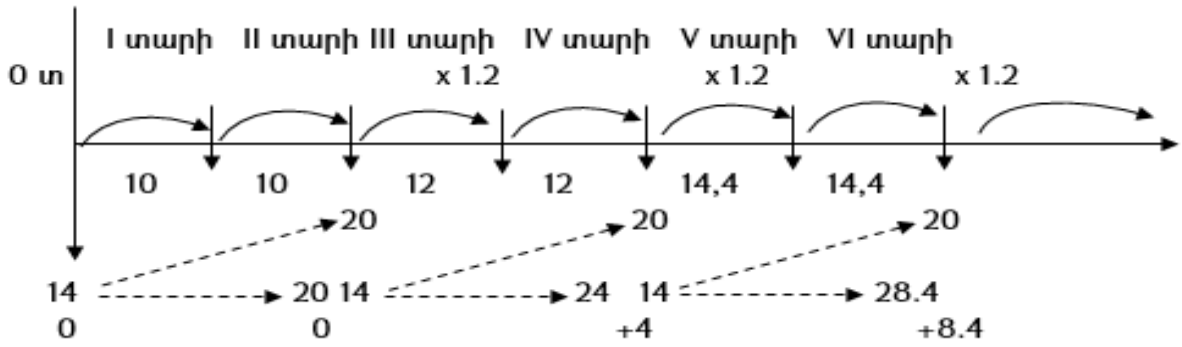
Գծապատկեր 1.2.1. Հիփոթեքային վարկերի  
 արժեթղթավորման դրամական հոսքերն ու  
 ֆինանսական արդյունքները<sup>24</sup>

Ընդ որում, կազմակերպությունն իր  
 գործունեության յուրաքանչյուր տարում  
 ստանում է 10 մլրդ դրամի շահույթ, որը կարող է 20%-ով  
 աճել, երբ կառուցվեն 14 մլրդ դրամ արժողությամբ  
 ալեհավաքների և հեռարձակիչների լրացուցիչ  
 կայաններ և դրանով իսկ ընդլայնվեն  
 բաժանորդների շրջանակները:

<sup>24</sup> Կազմվել է հեղինակի կողմից հիմք ընդունելով կոնկրետ  
 հետազոտական ոլորտը:

Յաշվի առնելով կազմակերպության դրամական ապագա կայուն հոսքերը, բջջային կապի օպերատորը իր գործունեության առաջին իսկ տարվա սկզբին 2 տարվա մարման ժամկետով թողարկում է 14 մլրդ դրամի պարտատոմսեր, որոնք ապահովված են բաժանորդներից ստացվող երկու տարվա նախատեսվող դրամական եկամուտներով և դրանից բխող շահույթով (տես գծապատկեր 1.2.2), և հիմնում է ալեհավաքների և հեռարձակիչների լրացուցիչ կայաններ: Արդյունքում, սկսված երրորդ տարվանից, կազմակերպության շահույթը աճում է 20%-ով՝ հեռախոսակապի ծածկույթի ընդլայնման և բաժանորդների թվաքանակի աճի շնորհիվ՝ կազմելով 12 մլրդ դրամ (10x1.2):

Երկրորդ տարվա վերջին, մարվում են 14 մլրդ դրամի պարտատոմսերը և ալեհավաքների և հեռարձակիչների լրացուցիչ կայաններ հիմնելու նպատակով երրորդ տարվա սկզբին նորից երկու տարվա մարման ժամկետով 14 մլրդ դրամի պարտատոմսեր են թողարկվում, որոնք նույնպես ապահովված են երրորդ և չորրորդ տարիներին կազմակերպությունում սպասվող դրամական ներհոսքերով: Սակայն այս դեպքում, արժեթղթի ապահովվածության աստիճանը բարձրանում է, քանի որ նշված տարիներին կազմակերպության շահույթը ավելանում է 1,2 անգամ, արդեն կազմելով տարեկան 12 մլրդ դրամ (10x1.2), որն իր հերթին ոչ միայն ամբողջովին ապահովում է արժեթղթի մարումը, այլ և հանգեցնում է չորրորդ տարվա վերջում լրացուցիչ 4 մլրդ շահույթի կուտակման:



Գ ծ ապատկ եր 1.2.2 Ապագա եկամտային սպասուումների արժեթղթավորման դրամական հոսքերն ու ֆինանսական արդյունքները <sup>25</sup>

Վեցերորորդ տարվա վերջին, դրամական հոսքերով ապահովված 14 մլրդ դրամի պարտատոմսերի արդեն երրորդ թողարկման խմբաքանակը նորից մարվում է, սակայն այս անգամ պարտատոմսերի մարման օգուտը կազմում է 8,4 մլրդ դրամ (տես գծապատկեր 1.2.2):

Ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի վաճառքի այս գործընթացը հնարավոր է կազմակերպել նաև հաջորդ տարիների համար, ակնկալելով առավել մեծ օգուտներ, եթե բջջային կապի օպերատորը հնարավորություն ունենա ծառայությունների շուկայում ձեռք բերելու հեռախոսակապի նոր ծածկույթներ և բազմապատկելու բաժանորդների քանակը: Սակայն, ակտիվների արժեթղթավորման ներկայացված սցենարի պարագայում կազմակերպությունը հնարավորություն է ստեղծում դրամական կայուն հոսքերով ապահովված պարտատոմսերի միանվագ վաճառքից ստանալու խոշոր գումարներ և դրանք ուղղորդելու գործարարության ընդլայնման ներդրումային դաշտ:

Այսպիսով, ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսատնտեսական արդյունքների շրջանակը

<sup>25</sup> Կազմվել է հեղինակի կողմից հիմք ընդունելով կոնկրետ հետազոտական ոլորտը:

լայն է, որը մեր կարծիքով, ձևավորվում է արժեթղթավորման գործընթացի հիմնական չորս շարժառիթներով.

- գործարարությունը ընդլայնմանն ուղղված ֆինանսական ներարկումների ակտիվացում,

- ֆինանսական ներարկումների կայունություն գոյքային դրամային երաշխիքների ստեղծում,

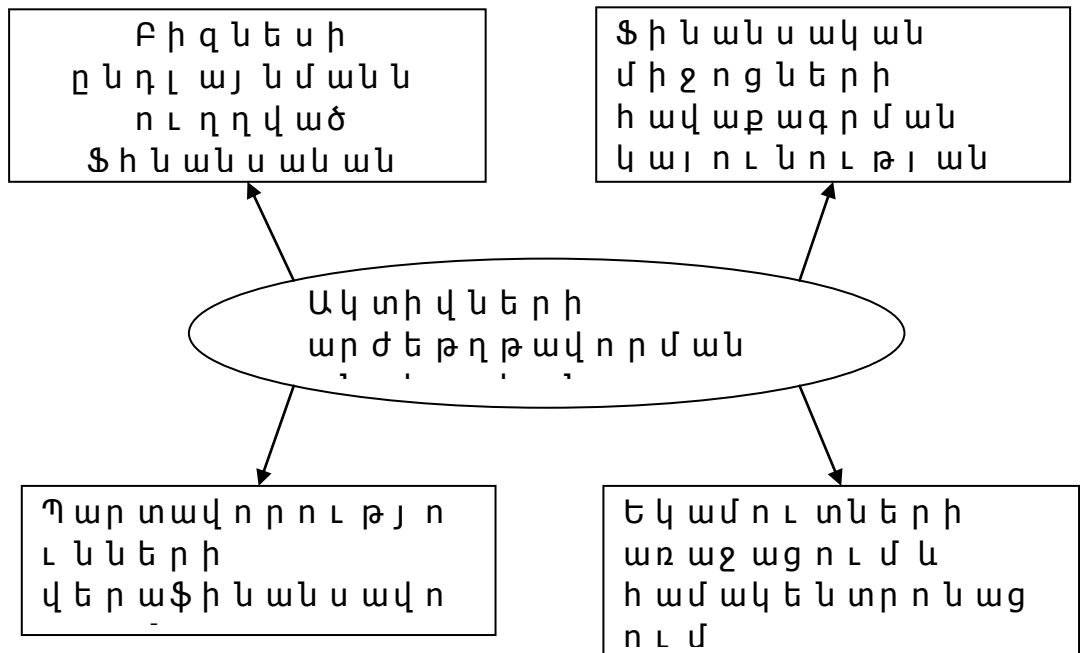
- ներդրումային միջավայրում եկամուտների կենտրոնացում և նպատակային թիրախավորում,

- պարտավորությունների վերաֆինանսավորում և վարկային տեղաբաշխումների արդյունավետության բարձրացում (տես գծապատկեր 1.2.3):

Որպես կանոն, ակտիվների արժեթղթավորումը դիտարկվում է որպես տնտեսավարման համակարգում «երկար փողերի» ապահովման գործընթաց, որն ուղղորդում է տնտեսական գործունեության ակտիվացմանը<sup>26</sup>: Մեր կարծիքով, այդ բնորոշումը պետք է լրացնել, շեշտելով նաև, որ ակտիվների արժեթղթավորումը թիրախավորվում է հիմնականում «պասիվ» փողերի ակտիվացմանը, երբ ցածր իրացվելի ակտիվները տեղափոխվում են արագ իրացվելի ության դաշտ, դրանով իսկ ակտիվություն և հաղորդելով տարբեր ոլորտների տնտեսական գործունեությանը: Իսկ «պասիվ» փողերի առկայությունը բնորոշ չէ միայն բանկային համակարգին, որի ավանդական տնտեսներից են հիփոթեքային վարկային տեղաբաշխումները:

---

<sup>26</sup> Մամիկոնյան Կ., Չավաքական (սինդիկացված) վարկերի տրամադրման համաշխարհային փորձի օգտագործումը ՀՀ-ում, Բանբեր ՀՊՏՀ, 2(26), 2012 էջ 67(64-76)



Գծապատկեր 12.3. Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական նախադրյալների շրջանակը<sup>27</sup>

Ֆակտորինգային, Լիզինգային ընկերությունները, անգամ շինարարական և արտադրական կազմակերպությունները նույնպես ձևավորում են երկարաժամկետ դեբիտորական պարտքեր, որոնք ըստ էության, պասիվ փողեր են ընդգրկում և արժեթղթավորման դեպքում կարող են «ակտիվանալ» և լուրջ ազդակ հանդիսանալ ձեռնարկատիրության ընդլայնման ու մրցունակություն բարձացման գործում:

Փաստորեն, պասիվ փողերը, կամ դանդաղ իրացվող ակտիվները արժեթղթավորման միջոցով փոխակերպվում են արագ իրացվող ակտիվների, որոնք մասնագիտական գրականությունում<sup>28</sup> հիմնականում ներկայացվում են երեք ուղղություններով.

- հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորում,
- ֆինանսական ակտիվների արժեթղթավորում,

<sup>27</sup> Կազմվել է հեղինակի կողմից հիմք ընդունելով գրականություն մեջ տեղ գտած մեկնաբանումները:  
<sup>28</sup> Սալնազարյան Ա., Մամիկոնյան Կ., Բանկային ակտիվների արժեթղթավորումը որպես ՀՀ կապիտալի շուկայի ակտիվացման և երկար փողերի ձևավորման նախապայման, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա 2(164), 2014, էջ 13(12-15)



- դրամական ապագահոսքերի արժեթղթավորում:

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում առավել մեծ տեսակարար կշիռ են զբաղեցնում հիփոթեքային վարկերի գծով կատարվող բանկային տեղաբաշխումները, սակայն \$ինանսատնտեսական վերջին ճգնաժամից հետո գործարար միջավայրում հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման տեսակարար կշիռն ահանջի միտում է նկատվում, փոխարենը ակտիվությունն արձանագրելով դրամական ապագահոսքերի արժեթղթավորման ոլորտում<sup>29</sup>:

Ընդհանուր առմամբ, հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումն է մասնագիտական գրականությունում հիմնականում ներկայացվում որպես «սեյլն թիզացիայի» դասական օրինակ, երբ 15-20 տարով գրավադրված անշարժ գույքի դիմաց դեբիտորական պարտքերը ներկա պահին փոխակերպվելով արժեթղթերի, վաճառահանվում են և տարբեր \$ինանսական սխեմաներով նորից ուղղորդվում բանկային համակարգ, ակտիվացնելով վարկային ինտերվենցիան, ի դեպ, որի ոչ արդյունավետ կառավարումն էլ հենց հանգեցրեց \$ինանսատնտեսական ճգնաժամի և շղթայական էֆեկտ ունեցավ հիփոթեքային վարկերի շուկայում<sup>30</sup>:

Սակայն, որքան էլ որ քննադատության արժանանան «\$ինանսական փուլ չի կների» ձևավորման ռիսկեր պարունակող հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացները, միևնույնն է, դրանց արդյունավետ կառավարման դեպքում բանկերը հաղթահարում են միշտ քարևորագույն խնդիրներ: Այսպես, արժեթղթավորման գործընթացը օգնում է առևտրային բանկերին լուծելու իրաց-

<sup>29</sup> US Securitization 2016: Year in Review, Part 1, Securitization Market Trends  
<sup>30</sup> Финансовые пузыри и мировой финансово-экономический кризис, М., Финансы, 2013, стр.26-27

վելի ու թյան հետ կապված խնդիրներ: Ցածր իրացվելի ակտիվները փոխակերպելով արժեթղթերի, բանկերն անմիջապես ներգրավում են պարտատոմսերի վաճառքից դրամական միջոցներ և դրանք վերանուղղում առավել շահուղթաբեր, հնարավորինս ոչ ռիսկային վարկավորման ոլորտներ: Այս ճանապարհով լուծվում է նաև առևտրային բանկերի կապիտալի համարժեք ու թյան ապահովման խնդիրը, քանի որ իրենց հաշվեկշռից դուրս գրելով ռիսկային հիփոթեքային վարկերը, բանկերը բարելավվում են ռիսկով կշռված ակտիվների որակական կազմը և դրանով նաև՝ սահմանված նորմատիվի նկատմամբ կապիտալի համարժեք ու թյան փաստացի ցուցանիշը: Դրանով, առևտրային բանկերը հնարավորություն են ձեռք բերում կատարելու լրացուցիչ վարկային տեղաբաշխումներ<sup>31</sup>:

Այսպիսով, առևտրային բանկերը գործնականում իրականացնում են լրացուցիչ շահուղթի ստացման հնարավորություններ մի քանի ուղղուղթյամբ: Նախ, ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի վաճառքից ստացված գումարները տեղաբաշխվում են առավել բարձր տոկոսադրույքներով, քան մարվող արժեթղթերի տոկոսներն են: Բացի այդ, բանկերը լրացուցիչ տոկոսներ են ստանում հիփոթեքային վարկի սպասարկման դիմաց: Այստեղ նաև ձևավորվում են «էժան» փողեր, քանի որ որքան մեծանում է ակտիվով ապահովված արժեթղթավորման հիմնավորված ու թյան երաշխիքների աստիճանը, այնքան նվազում է արժեթղթի տոկոսային դրույքը, որը շատ դեպքերում առավել ցածր է լինում միջբանկային վարկավորման դրույքաչափից<sup>32</sup>:

Եվ վերջապես, ակտիվների արժեթղթավորմամբ իրականացվում է ֆինանսական ռիսկերի

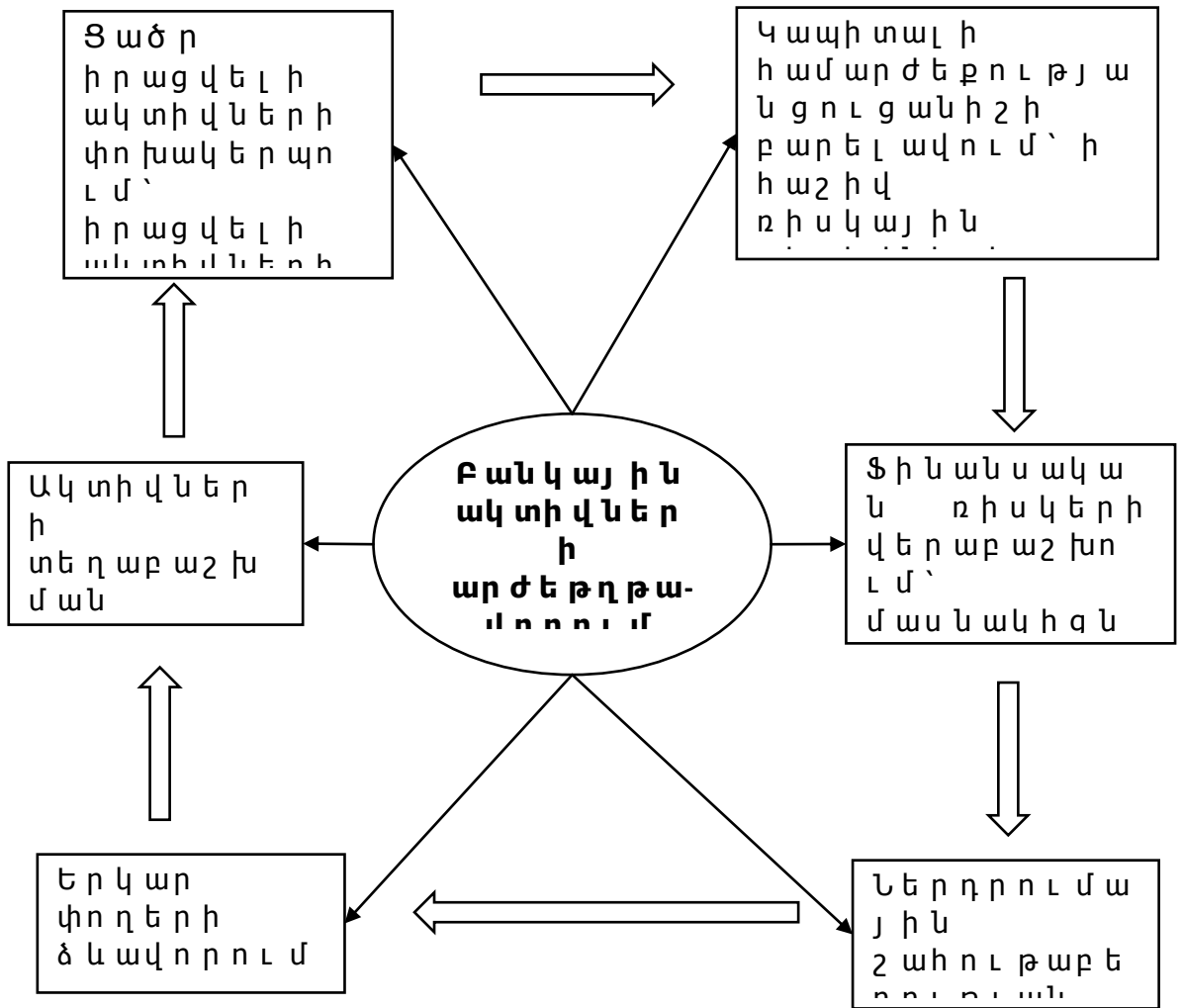
<sup>31</sup> Рачкевич А., Алексеева И., Секьюритизация: характерные признаки и определения, Денги и Кредит #8, 2008, стр24 (22-31)  
<sup>32</sup> Некторов А., Философия секьюритизации активов, Рынок ценных бумаг, #\*, 2207, стр 53 (50-56)

դիվերսիֆիկացիա և վերաբաշխում՝ գործարքի նմանակցող առավել լայն շրջանակի մասնակիցների միջև (բանկերից բացի՝ ներդրողներ, ապահովագրական, ընկերություններ, թրասթներ): Այս պարագայում, դիվերսիֆիկացվում են նաև փոքր բանկերի վարկային պորտֆելները, որը նրանց հաճախ չի հաջողվում լուրջ վարկային շուկաներում: Դրանով, փոքր բանկերի նհարավորությունն է ստեղծվում երկարատև վարկային տեղաբաշխումների արժեթղթավորման և վաճառքից ստացած դրամական ներգրավումների ճանապարհով ստանալ տարբեր ուղղություններով կարճաժամկետ տեղաբաշխումների նհարավորություններ<sup>33</sup>:

Սակայն, գործնականում բանկային ակտիվների արժեթղթավորումը տնտեսական իրառավելություններով (տես գծապատկեր 1.2.4) կրում է ֆինանսական ռիսկեր և «ֆինանսական փուլ չի կների» ձևավորման սպառնալիքներ, եթե չի գտնվում արդյունավետ կառավարման համակարգում:

---

<sup>33</sup> Киселева М., Классификация субъектов секьюритизации активов и их роли в сделке. Экономические выгоды секьюритизации для участников сделки. // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия «Экономика и право», # 2-2012, стр 17-22



Գծապատկեր 1.2.4 Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական դրական ազդակները բանկային համակարգում<sup>34</sup>

Առաջին հերթին, այն հնարավորություն է ստեղծում անորակ վարկերը «փաթեթավորելու» վարկանիշավորման ոչ համարժեք բարձրակարգ գնահատականներով և որպես արժեթղթավորված ակտիվ՝ շուկայում վաճառահանելու անհիմն բարձրացված գներով, որն ի դեպ շղթայաբար վերավաճառքների փուլ է անցնում և ավելի է խորացնում անապահով արժեթղթերի վաճառքի ռիսկայնությունը:

Բացի այդ, նմանատիպ ֆինանսական փուլիկների առաջացմանը նպաստում է նաև արժեթղթավորված

<sup>34</sup>Կազմվել է մասնագիտական գրականությունում առկա մեկնաբանումների հիման վրա:

ակտիվներին վաճառքին և դրան հետևող պարտատոմսերի ետգնմանը առնչվող դրամական հոսքերի անարդյունավետ կառավարումը, ներհոսքերի և արտահոսքերի ներդաշնակություն խախտումները, որոնք հանգեցնում են պարտատերերին անվճարունակության:

Արդյունքում, ձևավորվում են համակարգային ֆինանսական ռիսկեր և առիթ տալիս ֆինանսատնտեսական ճգնաժամային իրավիճակների, որոնք կարող են անգամ համաշխարհային բնույթ ստանալ, ինչը որ եղավ 2007-2010 թվականներին և սկսվեց հենց հիփոթեքային վարկերի շուկայի ներդաշնակության խախտումներից:

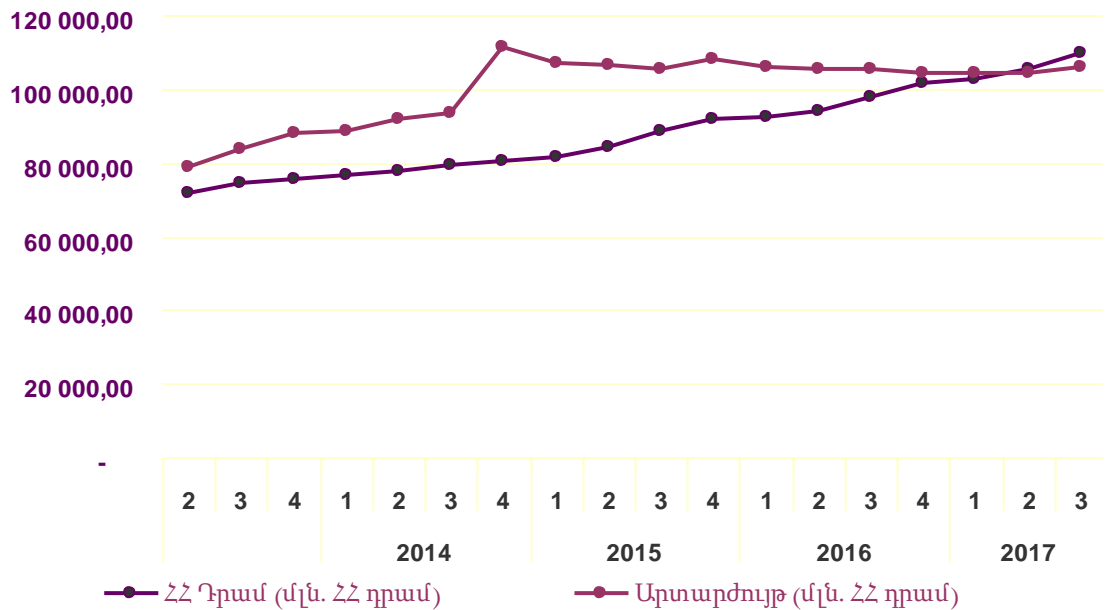
### **1.3 Ակտիվներին արժեթղթավորման գործընթացի քարտեզավման ոլորտները ԶՅ-ում**

Ակտիվներին արժեթղթավորումը տնտեսական համակարգում հանդես գալով որպես ֆինանսավորման նորարական գործընթաց, աստիճանաբար իր զարգացումն է ստացել և ներկայումս գործում է իրագործման տարբեր մոդելներով: Որպես կանոն, ակտիվներին արժեթղթավորումը առանձնանում է տարբերիստիտուտոնոցինալ կառույցների ներդաշնակ գործունեությամբ: Տնտեսական համակարգում համարվելով որպես ֆինանսական ռեսուրսների համակցման և ներդրումային հոսքերի վերանդաման գործիք, արժեթղթավորումը ի տարբերություն վարկավորման, լիզինգի կամ ֆակտորինգի, համեմատաբար առավել ընդգրկուն գործառնություններ է իրականացնում և այս առումով միջնորդային և ոչ միջնորդային ստորաբաժանումներին լայն շրջանակ է պահանջում:

ՀՀ-ում արժեթղթավորված ակտիվների շուկայի զարգացման էական ռեզերվներ է պարունակում հիփոթեքային վարկավորումը: Այսպես, ՀՀ հիփոթեքային շուկայում վերջին տարիների զարգացումների ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ այդ վարկերի տեղաբաշխման գործընթացում նույնիսկ կարճաժամկետ կտրվածքով է նկատվում (տես գծապատկեր 1.3.1): Բացի այդ, «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպության հաշվետվություններից պարզ է դառնում, որ հիփոթեքային վարկավորումը դրամով և արտարժույթով կառուցվածքային առումով վերջին տարիներին շեշտակի փոփոխություններ չեն կրում (տես գծապատկեր 1.3.2):

Այսպես, գործելով երկրորդային շուկայում, «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպության նպատակն է հիփոթեքային շուկայում ստեղծել այնպիսի պայմաններ, որպեսզի վարկերը հասանելի լինեն բոլոր այն ընտանիքների համար, ովքեր ունեն միջին եկամուտ և հիփոթեքային վարկավորման միջոցով կարող են բարելավել իրենց բնակարանային պայմանները<sup>35</sup>: Դրանով, այս վարկային կազմակերպությունը փորձում է ՀՀ հիփոթեքային շուկան դարձնել իրացվելի, կայուն և հասանելի:

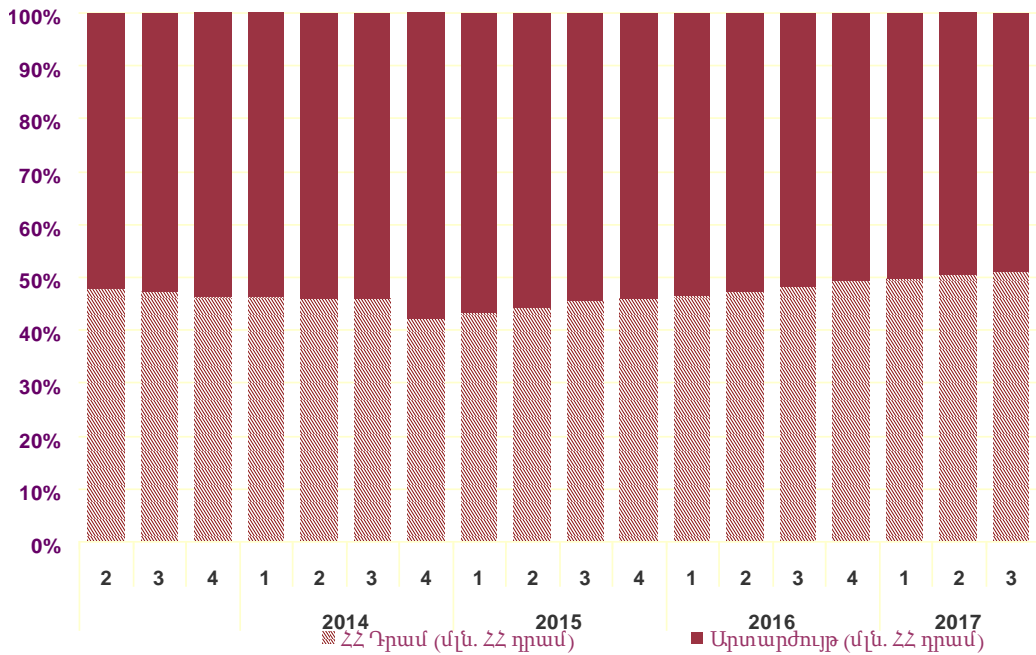
<sup>35</sup> «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպության պաշտոնական կայք, //www.nmc.am



Գծապատկեր 1.3.1 Յիփոթեքային վարկավորման դինամիկան ՀՀ-ում՝ դրամով և արտադրված լիցիտով<sup>36</sup> Ավելին, թողարկելով և տեղաբաշխելով գրավով ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսեր, պայմաններ են ստեղծվում արժեթղթերի առաջնային շուկայի ակտիվացման համար:

Ընդ որում, այդ կազմակերպությունը ուղղակիորեն չի հարաբերվում հաճախորդների հետ, այլ համագործակցում է բանկերի և վարկային կազմակերպությունների հետ՝ տրամադրելով նրանց ցածր տոկոսով և երկարաժամկետ վարկեր, փորձելով նրանց միջոցով հիփոթեքային վարկերը դարձնել մատչելի բոլոր նրանց համար, ովքեր ունեն բնակարանային ֆինանսավորման կարիք<sup>37</sup>:

<sup>36</sup> Կազմված է հավելված 4-ի տվյալներով  
<sup>37</sup> «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն», Ընկերության մասին, [www.nmc.am](http://www.nmc.am)



Գ ծ ա պ ա տ կ ե թ ր 1.3.2 Յ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն վ ա ր կ ա վ ո Ր մ ա ն կ ա ճ ու ց վ ա ծ ք ը Յ Յ - ու մ ՝ դ Ր ա մ ո վ և ա Ր տ ա Ր ժ ու յ թ ո վ <sup>38</sup>

Ի դեպ, վերաֆինանսավորումն իրականացնում է ինչպես սեփական, այնպես էլ Յիփոթեքային շուկայի զարգացման ծրագրի շրջանակներում ՅԿ առավարությունն էր գրաված միջոցներով <sup>39</sup>: Արդյունքում, բավականին կարճ ժամանակահատվածում նկատվում է վարկավորման միջին կշռված տոկոսադրույքի նվազում (տես գծապատկեր 1.3.3):

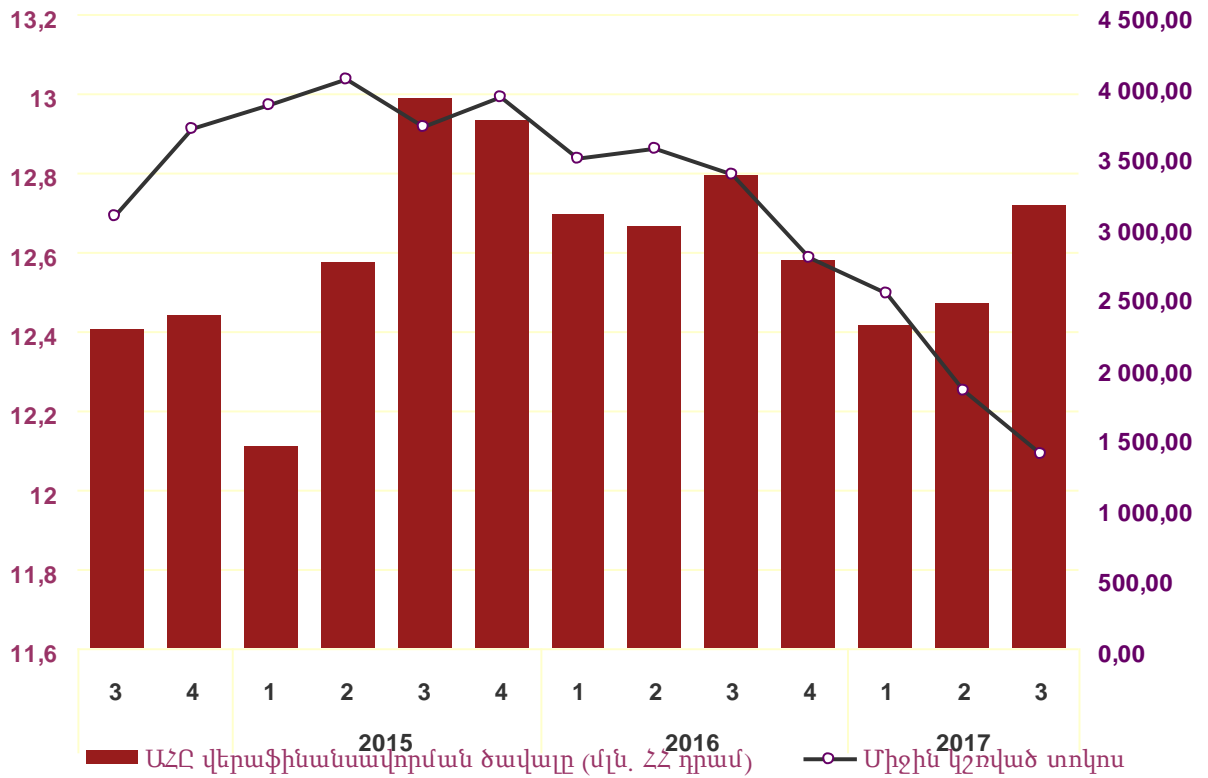
Բացի այդ, կարևորվում է նաև այն հանգամանքը, որ հիփոթեքային պարտատոմսերի տեղաբաշխումը հասարակության լայն շրջանակներ է ընդգրկում, այդ գործընթացը ներգրավում է «փոշիացած» և «պասիվ» վիճակում գտնվող դրամական միջոցներ, խնայողություններն էլ դարձնելով դրանց գործող կապիտալ:

<sup>38</sup> Կազմված է հավելված 4-ի տվյալներով

<sup>39</sup> «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպության պաշտոնական կայք, //www.nmc.am



Հնգամյա կտրվածքով առևտրային բանկերի վարկային տեղաբաշխումների մնացորդների դինամիկան վերլուծելիս նկատվում է երկարաժամկետ վարկավորման տեսակարար կշռի աճ՝ վարկավորման ընդհանուր կառուցվածքում (տես աղյուսակ 1.3.1):



Գծապատկեր 1.3.3 Հիփոթեքային վերաֆինանսավորման ծավալը և միջին կշռված տոկոսը «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎՎԿ-ում<sup>40</sup>

Բնականաբար, այս միտումը նույնպես բարենպաստ պայմաններ է ստեղծում ակտիվների արժեթղթավորման շուկայի ակտիվացման համար, քանի որ այն նպաստում է «երկար փողերի»

<sup>40</sup> «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» վերաֆինանսավորում հրականացնող վարկային կազմակերպության պաշտոնական կայք, //www.nmc.am

ծևավորմանը: Այսպես, ՀՀ վարկային շուկայում վերջին տարիներին երկարաժամկետ վարկերը ոչ միայն գերազանցում են 80%-ի շեմը, այլև կարճաժամկետ վարկերի նկատմամբ աճի միտումներ են դրսևորում:

Արժեթղթավորված ակտիվների շուկայի զարգացման գործում զգալի դերակատարում ունեն նաև ներդրումային ընկերությունները: Այսպես, 2017 թվականին ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործել են 17 բանկ և 9 ներդրումային ընկերություններ: Ընդ որում, 2017 թվականին նախորդ տարվա համեմատ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում գործող ներդրումային ակտիվներն ու ընդհանուր կապիտալը աճել են համապատասխանաբար 42,2 և 10,2 %-ով, կազմելով 59,1 մլրդ դրամ և 7,1 մլրդ դրամ:

Աղյուսակ 1.3.1

Առևտրային բանկերի վարկային տեղաբաշխումների մնացորդները ըստ ժամկետայնության (մլն դրամ)<sup>41</sup>

Ցուցանիշներ	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Վարկային ներդրումներ, այդ թվում	1250404	1527886	1658727	1994525	1939739	2280711
Երկարաժամկետ	964355	1171994	1324569	1652134	1672876	1843346
%-ով` ընդհանուրից	77,1	76,7	79,9	82,8	86,2	80,8
Կարճաժամկետ	286049	355892	334158	342391	266863	437365
%-ով` ընդհանուրից	22,9	23,3	20,1	17,2	13,8	19,2

<sup>41</sup> Հայաստանի ֆինանսների վիճակագրություն, ՀՀ ԱՎԾ 2017թ., էջ 45

Դրական է համարվում այն, որ բոլոր ներդրումային ընկերություններն աշխատել են շահույթով, որը ընդհանրացված կազմել է 1,1 մլրդ դրամ: Սակայն, դրան գուգահեռ, ներդրումային ընկերությունների գործունեությունը դեռևս գտնվում է զգալի ռիսկային գոտում:

Այսպես, վարկային ռիսկը կազմել է ռիսկով կշռված ակտիվների 20%-ը, շուկայական ռիսկը՝ 77%-ը, իսկ գործառնական ռիսկը՝ 3%-ը: Ներդրումային ընկերությունների շուկայական ռիսկի կառուցվածքով գերակշռել է տոկոսադրույքի ռիսկը՝ 85,3%, իսկ արտարժույթային և բաժնային արժեթղթերի ռիսկերը համապատասխանաբար կազմել են 14 և 0,7%<sup>42</sup>: Չնայած դրան, ներդրումային ընկերությունների գործարքների ծավալները արժեթղթերի շուկայում վերջին տարիներին զգալիորեն աճ է ապրել (տես աղյուսակ 1.3.2):

Աղյուսակ 1.3.2

Արժեթղթերի շուկայի գործունեության  
ցուցանիշները ՀՀ-ում (մլն դրամ)<sup>43</sup>

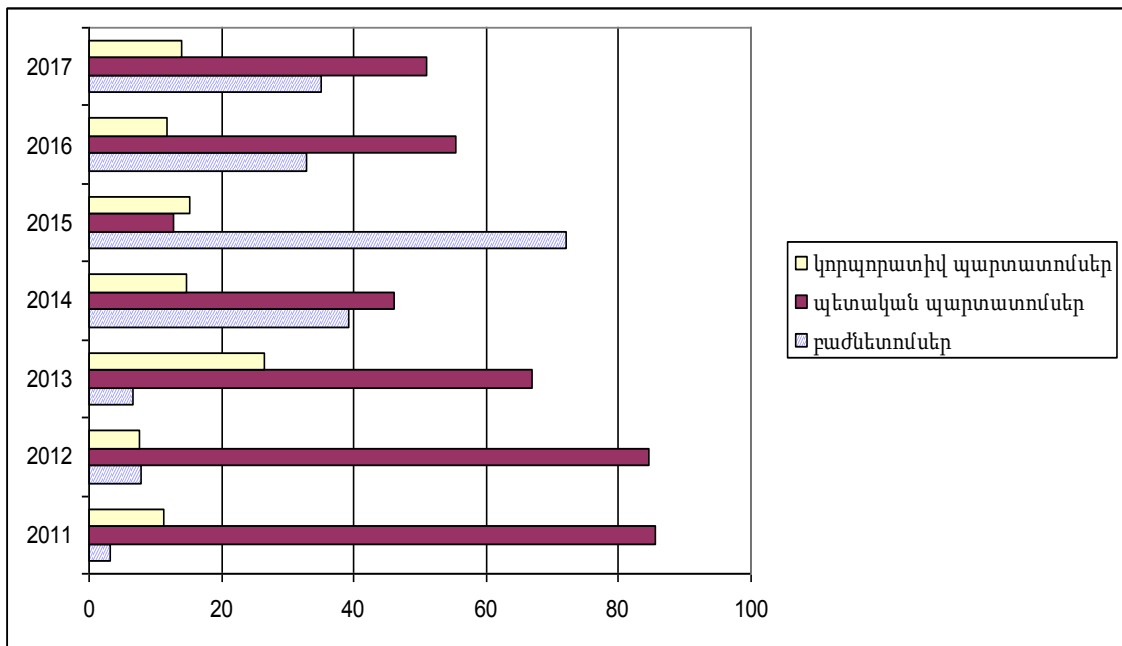
Ցուցանիշներ	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ֆոնդային բորսայում գործարքների ընդհանուր քանակը	587	449	783	1554	1093	1633
Ֆոնդային բորսայի գործարքների ծավալը այդ թվում՝	17686,3	6 198,4	24 319,3	75 493,3	33080,9	97238,9
Ռեպո համաձայնագրեր,	1 403,3	852,8	1 773,3	2 177,7	0,0	119,3
որից երկարաձգված՝	9285,2	591,1	934,0	1 685,8	0,0	0,0

<sup>42</sup> ՀՀ Կենտրոնական բանկ, // Ֆինանսական կայունության հաշվետվություններ, էջ 43

<sup>43</sup> Հայաստանի ֆինանսների վիճակագրություն, ՀՀ ԱՎԾ 2017թ., էջ 57

բ  ա ժ ն  ե տ ո ճ մ ս ե ր ո Վ	200,2	418,7	1 494,3	28 772,1	6 767,7	31 839,2
պ  ե տ ա կ  ա ն պ  ա ր տ ա տ ո ճ մ ս ե ր ո Վ	5373,8	4 525,7	15 101,3	33766,1	12 082,5	53 798,0
կ  ո ր պ  ո ր ա տ հ Վ պ  ա ր տ ա տ ո ճ մ ս ե ր ո Վ	709,0	401,2	5 950,4	10 777,4	14 230,7	11 482,3
Ա ր ժ  ե թ ղ թ  ե ր հ շ  ո ւ կ  ա յ ո ւ մ ն  ե ր դ ր ո ւ մ ա յ հ ն ծ  ա ճ ա յ ո ւ թ յ ո ւ ն ն  ե ր մ ա տ ո ւ ց ո ղ ա ն ձ հ ն ք	29	30	29	29	29	26
Ն  ե ր դ ր ո ւ մ ա յ հ ն գ  ո ր ծ  ա ր ք ն  ե ր հ ծ  ա Վ ա լ ը	2076741	3 391 321	5650479	7482 624	2074 379	4516 836
Ն  ե ր դ ր ո ւ մ ա յ հ ն ծ  ա ճ ա յ ո ւ թ յ ո ւ ն ն  ե ր մ ա տ ո ւ ց ո ղ ը ն կ  ե ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն  ե ր հ թ հ Վ ը	8	9	9	8	8	8

Սակայն, անգամ այս պայմաններում, արժեթղթերի շուկայի գործունեության ցուցանիշների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ կորպորատիվ պարտատոմսերի գործարքների ծավալները զգալիորեն հետ են ընկնում պետական պարտատոմսերի գծով իրականացվող գործարքների ծավալներից (տես գծապատկեր 1.3.4):



Գ ծ ա պ ա տ կ ե թ 1.3.4 Զ Յ ար ժ ե թ ղ թ ե թ ի շ ու կ այ ու մ գ ո թ ար ք ն ե թ ի ծ ա վ ալ ն ե թ ի կ առ ու ց վ ա ծ ք այ ի ն փ ո փ ո խ ու թ յ ու ն ն ե թ ը (%)<sup>44</sup>

Կ ո թ պ ո թ ա տ ի վ պ ա թ ա տ ո մ ս ե թ ի գ ծ ո վ ար ժ ե թ ղ թ ե թ ի շ ու կ այ ու մ առ կ ա գ ո թ ար ք ն ե թ ի հ ա մ ե մ ա տ ա բ ար պ ա ս ի վ ու թ յ ու ն ը մ ե թ կ ո ղ մ ի ց բ ա ց ա տ ը վ ու մ է ն ա ն վ ս տ ա հ ու թ յ ա ն ի ն ս տ ի տ ու տ ն ե թ ի պ ա ս ի վ գ ո թ ծ ու ն ե ու թ յ ա մ բ : Զ Յ - ու մ ն ե թ կ այ ու մ ս գ ո թ ծ ո ղ ա պ ա հ ո վ ա գ թ ա կ ա ն յ ո թ ը ն կ ե թ ու թ յ ու ն ն ե թ ը տ ար ե ց տ ար ի ա պ ա հ ո վ ա գ թ ա կ ա ն պ այ մ ա ն ա գ թ ե թ ի թ վ ա ք ա ն ա կ ի գ գ ալ ի ա ճ ե ն ար ծ ա ն ա գ թ ու մ , ս ա կ այ ն ա պ ա հ ո վ ա գ թ ա վ ճ ար ն ե թ ի կ ա գ մ ու մ դ ո մ ի ն ա ն տ ե ն հ ա մ ար վ ու մ ա վ տ ո տ թ ա ն ս պ ո թ ա յ ի ն մ ի ջ ո ց ն ե թ ի օ գ տ ա գ ո թ մ ա ն ն առ ն չ վ ո ղ ա պ ա հ ո վ ա գ թ ա կ ա ն մ ու տ ք ե թ ը (տե ս ա ղ յ ու ս ա կ 1.3.3): Ի ս կ ի ն չ վ ե թ ա բ ե թ ու մ է պ ա տ ա ս խ ա ն ա տ վ ու թ յ ա ն ա պ ա հ ո վ ա գ թ ու թ յ ա ն ը , ո թ ն ի թ մ ե ջ ն ե թ առ ու մ է ն ա ն ա կ տ ի վ ն ե թ ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ մ ա ն գ ո թ ծ ը ն թ ա ց ը , ա պ ա դ թ ա գ ծ ո վ ա պ ա հ ո վ ա գ թ ա վ ճ ար ն ե թ ն է ա կ ա ն չ ե ն , ա վ ե լ ի ն , դ ե ու ս 2015 թ վ ա կ ա ն ի ն ա կ տ ի վ ն ե թ ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ մ ա ն ի թ ա կ ա ն ա ց մ ա ն պ ա թ ա գ ա յ ու մ ա պ ա հ ո վ ա գ թ մ ա ն հ ի մ ն ա կ ա ն բ ե ո ը ի թ վ թ ա վ ե թ ր ց թ ց Ա Մ Ն Չ ար գ ա ց մ ա ն

<sup>44</sup> www.cba.am

միջազգային գործակալությունը<sup>45</sup>: Բայց, քանի որ ծրագիրը պիլոտային էր, ապա արժեթղթավորված ակտիվների ապահովագրման նման ձևը պետք է կրեր միանվագ բնույթ:

Արժեթղթավորված ակտիվների շուկայի զարգացման տնտեսական ազդակներ առկա են նաև հարկային և բանկային գործունեության համակարգերում:

Աղյուսակ 1.3.3

Ապահովագրական ընկերությունների գործունեությունը ՀՀ-ում (մլն դրամ)<sup>46</sup>

Ցուցանիշներ	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ապահովագրական ընկերություններ (միավոր)	8	7	8	7	7	7
Ապահովագրական պայմանագրերի քանակ (միավոր)	207246	406 728	563 136	594 893	591 859	633 727
Ապահովագրավճարներ, այդ թվում`	2393,2	35 524,8	35 753,3	30107,2	31 424,5	33 141,2
Անձնական	1 797,5	12 632,5	12 018,0	4 905,9	5 653,8	6 199,1
Գոլյքի	4258,6	5 185,3	5 351,9	5 535,4	6 424,9	6 709,6
Պատասխանատվություն ապահովագրություն	64,6	568,8	634,0	1 085,3	833,2	981,6
Ավտոտրանսպորտային միջոցների օգտագործումից բխող ապահովագրություն	4856,7	15 540,5	16 110,3	17783,0	17658,6	18321,8
Այլ	815,81	597,7	1 639,1	797,5	854,0	929,1

<sup>45</sup> Banks.am [http://www.banks.am/am/news/capital\\_market/11670](http://www.banks.am/am/news/capital_market/11670)

<sup>46</sup> Հայաստանի ֆինանսների վիճակագրություն, ՀՀ ԱՎԾ 2017թ., էջ 56

ՀՀ հարկային օրենսգրքով արդեն իսկ նախատեսվում է «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի հիման վրա ստեղծված արժեթղթավորման հիմնադրամի հարկման բազայի շահույթահարկով հարկման արտոնույթյուններ,<sup>47</sup> սակայն կարծում ենք, որ նվազագույն դրույթաչափով հարկման այդ արտոնույթյունները պետք է տարածվեն նաև այն կազմակերպությունների գործարքների վրա, որոնք ուղղակիորեն առնչվում են ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացին (վարկային համախմբի ձևավորում, պարտատոմսերի վաճառքի հասույթի վերաուղղում բիզնես միավորների վարկավորմանը և այլն):

Որոշակի հարկային արտոնույթյուններ են սահմանված ֆիզիկական անձանց հիփոթեքային վարկերի տոկոսավճարների եկամտային հարկից փոխհատուցման գծով: Այսպես, ՀՀ Հարկային օրենսգրքում եկամտային հարկի գծով սահմանված է, որ բնակարանների ձեռքբերման կամ անհատական բնակելի տների կառուցման համար ստացված հիփոթեքային վարկերի սպասարկման տոկոսները վճարվում են պետության կողմից<sup>48</sup>: Բնականաբար, օրենսդրական այս դրույթը ոչ միայն ուղղված է նվազեցնելու վարկառու անձանց ֆինանսական բեռը, այլև ակտիվացնելու հիփոթեքային շուկան: Ընդ որում, արդեն իսկ կարգավորվում են ՀՀ ռեզիդենտ ֆինանսական կազմակերպությունից 2014 թվականի նոյեմբերի 1-ից հետո ստացված և փաստացի բնակարանի ձեռքբերմանը կամ անհատական բնակելի տան կառուցմանն ուղղված հիփոթեքային վարկի սպասարկման համար վճարվող տոկոսների

<sup>47</sup> ՀՀ Հարկային օրենսգրք, 2016թ., հոդված 125, կետ 2

<sup>48</sup> ՀՀ Հարկային օրենսգրք, 2016թ., հոդված 159, կետ 3

գ ու մ ար ն եր ի չ ափ ո վ վ ար ձ ու ա շ խատ ող ն եր ի ն , ան հ ա տ  
ձ ե ո ն ար կ ա տ եր եր ի ն և ն ո տ ար ն եր ի ն օր ե ն ք ո վ  
ս ա հ մ ա ն վ ա ծ կ ար գ ո վ վ ճ ար վ ա ծ ե կ ա մ տ ա յ ի ն հ ար կ ը  
վ եր ա դ ար ձ ն ե լ ու հ ե տ կ ա պ վ ա ծ  
հ ար ա բ եր ու թ յ ու ն ն եր ը <sup>49</sup>:

Պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի շ ու կ ա յ ի ա կ տ ի վ ա գ մ ա ն ը կ ար ո ղ Է  
Է ա կ ա ն որ ե ն ն պ ա ս տ ե լ ն ա ն \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն  
մ ի ջ ն որ դ ու թ յ ու ն հ իր կ ա ն ա գ ն ո ղ  
կ ա գ մ ա կ եր պ ու թ յ ու ն ն եր ի հ ա մ ա կ ար գ ի  
գ որ ծ ու ն ե ու թ յ ա ն կ ար գ ա վ որ մ ա ն շ ը ջ ա ն ա կ ու մ  
ա կ տ ի վ ն եր ի ո ի ս կ ա յ ն ու թ յ ա ն կ շ ի ո ն եր ի  
վ եր ա ն ա յ ու մ ը Հ Հ կ ե ն տր ո ն ա կ ա ն ք ա ն կ ի կ ո ղ մ ի ց :  
Ա յ ս պ ե ս , տ ե ղ ա բ ա շ խ վ ա ծ վ ար կ եր ի գ ծ ո վ ն եր կ ա յ ու մ ս  
ս ա հ մ ա ն վ ու մ Է 50% ո ի ս կ ա յ ի ն կ շ ի ո <sup>50</sup>, որ ը կ ար ե լ ի Էր  
ն վ ա գ ե ց ն ե լ ար ժ ե թ ղ թ ա վ որ մ ա ն գ որ ծ ը ն թ ա ց ու մ  
ը ն դ գր կ վ ա ծ վ ար կ ա յ ի ն փ ու լ ի գ ծ ո վ :

Ա կ տ ի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ որ մ ա ն գ որ ծ ը ն թ ա ց ու մ  
ը ն դ գր կ վ ա ծ մ ի շ ար ք ի ն ս տ ի տ ու ց ի ո ն ա լ օ ղ ա կ ն եր  
փ ո խ լ ր ա ց ն ու մ ե ն մ ի մ յ ա ն ց և ա մ բ ո ղ ջ ա կ ա ն դ ար ձ ն ու մ  
պ ա ս ի վ ա կ տ ի վ ն եր ի հ ա մ ա կ ե ն տր ո ն ա ց ու մ ն ու դր ա ն ց  
իր ա ց վ ե լ ի ու թ յ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ի ք ար ձ ր ա ց ու մ ը <sup>51</sup>: Ա յ ս  
ա ու ու մ ո վ , մ ա ս ն ա գ ի տ ա կ ա ն գ ր ա կ ա ն ու թ յ ու ն ու մ  
կ ար ծ ի ք Է հ ա յ տ ն վ ու մ , որ Հ Հ - ու մ ա կ տ ի վ ն եր ի ար ժ ե -  
թ ղ թ ա վ որ մ ա ն գ որ ծ ը ն թ ա ց ու մ լ ու ը ջ խ ո չ ը ն դ ո տ ն եր  
ե ն հ ա ն դ ի ս ա ն ու մ ի ն ս տ ի տ ու ց ի ո ն ա լ կ ա ու ո յ ց ն եր ի  
գ որ ծ ու ն ե ու թ յ ա ն ո չ կ ա տ ար յ ա լ լ ի ն ե լ ը ,  
հ ա յ ա ս տ ա ն յ ա ն ն եր դր ող ն եր ի ա ն պ ա տր ա ս տ -

<sup>49</sup> Հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն վ ար կ ի ս պ ա ս ար կ մ ա ն հ ա մ ար վ ճ ար վ ա ծ  
տ ո կ ո ս ն եր ի գ ու մ ար ն եր ի չ ափ ո վ վ ար ձ ու ա շ խատ ող ն եր ի , ան հ ա տ  
ձ ե ո ն ար կ ա տ եր եր ի և ն ո տ ար ն եր ի կ ո ղ մ ի ց վ ճ ար վ ա ծ ե կ ա մ տ ա յ ի ն  
հ ար կ ի գ ու մ ար ն եր ի վ եր ա դ ար ձ մ ա ն կ ար գ ը ս ա հ մ ա ն ե լ ու մ ա ս ի ն  
Հ Հ Կ ա ո ա վ ար ու թ յ ա ն 19 փ ե տր վ ար ի 2015 թ վ ա կ ա ն ի N205-Ն որ ո շ ու մ  
<sup>50</sup> Բ ա ն կ եր ի գ որ ծ ու ն ե ու թ յ ա ն կ ար գ ա վ որ ու մ ը , ք ա ն կ ա յ ի ն  
գ որ ծ ու ն ե ու թ յ ա ն հ ի մ ն ա կ ա ն տ ն տ ե ս ա կ ա ն ն որ մ ա տ ի վ ն եր ը ,  
Հ Հ ա ս տ ա տ վ ա ծ Է Հ Հ կ ե ն տր ո ն ա կ ա ն ք ա ն կ ի խ որ հ որ դ ի 2007 թ վ ա կ ա ն ի  
փ ե տր վ ար ի 9-ի թ ի վ 39-Ն որ ո շ մ ա մ ք  
<sup>51</sup> Գ ա գ ա գ յ ա ն Ե .Է ., Հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն վ ար կ եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ որ մ ա ն և  
եր կ որ ո դ ա յ ի ն շ ու կ ա ն եր ի  
ս տ ե ղ ծ մ ա ն հ ար ց ի շ ու ը ջ , Բ ա ն բ եր Էր և ա ն ի հ ա մ ա լ ս ար ա ն ի , 3(120),  
2006, Է ջ 187-194



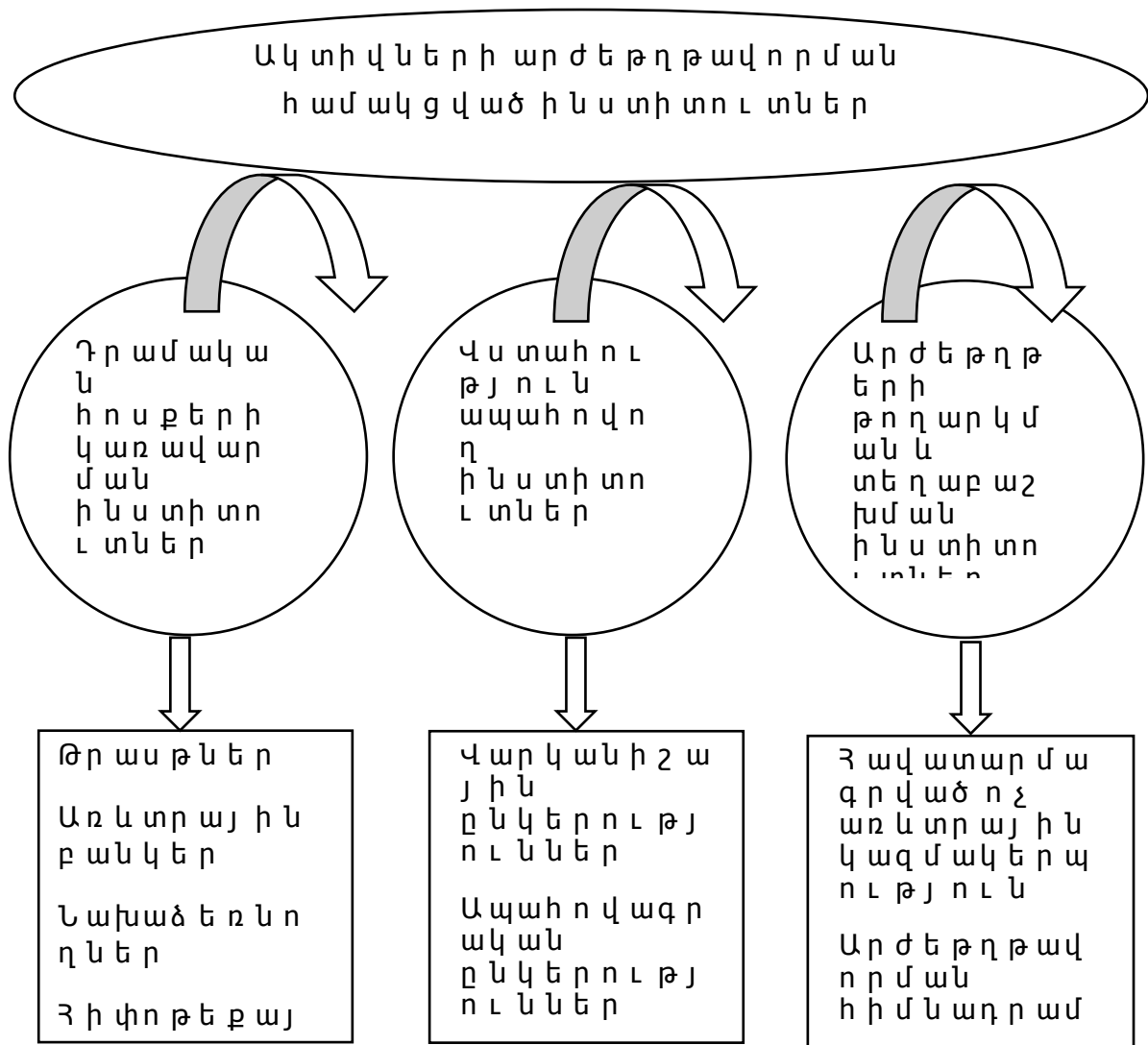
ված ու թյ ու ն ը և անվստահ ու թյ ու ն ը \$ ի ն ան ս ա կ ան  
այ ս ն ո թ գ ո թ ծ ը ն թ ա գ ի ն կ ա տ մ ա մ ք , ի ն չ պ ե ս ն ան խ ո շ ո թ  
ի ն ս տ ի տ ու ց ի ո ն ալ ն ե թ դ թ ո ո ղ ն ե թ ի (կ ե ն ս ա թ ո շ ա կ այ ի ն  
Ֆ ո ն դ ե թ , ն ե թ դ թ ու մ այ ի ն հ ի մ ն ա դ թ ա մ ն ե թ ) պ ա ս ի վ  
առ ն չ ու թյ ու ն ը այ ս վ ե թ ջ ի ն ի ս ն կ ա տ մ ա մ ք <sup>52</sup>:

Յ ա շ վ ի առ ն ե լ ո վ ա կ տ ի վ ն ե թ ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ մ ան  
ի ն ս տ ի տ ու ց ի ո ն ալ կ առ ու յ ց ն ե թ ի  
փ ո խ հ ա մ ա ձ ա յ ն ե ց մ ան ք ա թ դ ու թյ ու ն ն ե թ ն ու  
ռ ի ս կ ե թ ը , մ ա ս ն ա գ ի տ ա կ ան գ թ ա կ ան ու թյ ու ն ու մ ն ան  
կ ա թ ծ ի ք է հ ա յ տ ն վ ու մ , ո թ դ թ ա մ ա կ ան մ ի ջ ո ց ն ե թ ն ե թ -  
գ թ ա վ ե լ ի ս գ ո թ ծ ար ար ու թյ ան ո լ ո թ տ ու մ առ ա վ ե լ ն պ ա-  
տ ա կ ա հ ար մ ար է ս ի ն դ ի կ ա ց վ ա ժ վ ա թ կ ե թ ձ ե ք ք ե թ ե լ ը ,  
ք ան կ ո թ պ ո թ ա տ ի վ ար ժ ե թ ղ թ ե թ թ ո ղ ար կ ե լ ը , ո թ ն  
ա վ ե լ ի ժ ա մ ան ա կ ա տ ար ու ժ ա խ ս ա տ ար գ ո թ ծ ը ն թ ա գ է :  
Առ ա վ ե լ և ս , ե թ ք ո չ ք ո լ ո թ կ ա գ մ ա կ ե թ պ ու թյ ու ն ն ե թ ն  
ե ն հ ա մ ա ձ ա յ ն ի թ ե ն ց վ ե թ ա ք ե թ ո ղ տ ե ղ ե կ ա տ վ ու թյ ան  
ք ա ց ա հ ա յ տ մ ան ն այ ն պ ի ս ի մ ա կ ար դ ա կ ո վ , ի ն չ պ ի ս ի ն  
պ ա հ ան ջ վ ու մ է ար ժ ե թ ղ թ ե թ ի թ ո ղ ար կ մ ան դ ե պ ք ու մ <sup>53</sup>:

Կ ի թ առ մ ան առ ու մ ո վ ա կ տ ի վ ն ե թ ի  
ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ ու մ ը պ ա հ ան ջ ու մ է ի ն ս տ ի տ ու ց ի ո ն ալ  
տ ար ք ե թ կ առ ու յ ց ն ե թ ի հ ա մ ա կ ց ու մ , ո թ ո ն ց  
գ ո թ ծ ու ն ե ու թյ ան ն ե թ դ ա շ ն ա կ ու թյ ան  
ք ա ց ա կ այ ու թյ ան պ ար ա գ այ ու մ պ ար գ ա պ ե ս կ խ ա թ ար վ ի  
Ֆ ի ն ան ս ա վ ո թ մ ան այ ս գ ո թ ծ ը ն թ ա գ ի կ ի թ առ ու մ ը :  
Ը ն դ հ ան թ ա կ ան կ տ թ վ ա ժ ք ո վ այ դ ի ն ս տ ի տ ու տ ն ե թ ը  
ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ մ ան պ ար ա գ այ ու մ հ ան դ ե ս ե ն գ ա լ ի ս  
ե թ ե ք խ մ ք ո վ ՝ դ թ ա մ ա կ ան հ ո ս ք ե թ կ առ ա վ ար ո ղ ,  
վ ս տ ա հ ու թյ ու ն ա պ ա հ ո վ ո ղ և թ ո ղ ար կ ու մ ու  
տ ե ղ ա ք ա շ խ ու մ ա պ ա հ ո վ ո ղ կ առ ու յ ց ն ե թ (տ ե ս  
գ ժ ա պ ա տ կ ե թ 1.3.5), ո թ ո ն ց ի ց յ ու թ ա ք ան չ յ ու թ ն ի թ  
օ ժ ա ն դ ա կ ու թյ ու ն ն է ց ու ց ա ք ե թ ու մ ա կ տ ի վ ն ե թ ի

<sup>52</sup> Թ ո վ մ ա ս յ ան Ա ., Յ Յ ար ժ ե թ ղ թ ե թ ի շ ու կ այ ի առ կ ա վ ի ճ ա կ ը և դ թ ա  
հ ն ար ա վ ո թ մ ա ս ն ա կ ց ու թյ ու ն ը ան շ ար ժ գ ու յ ք ի  
ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ մ ան գ ո թ ծ ը ն թ ա գ ու մ , // Յ ա յ ա ս տ ան , Ֆ ի ն ան ս ն ե թ և  
Է կ ո ն ո մ ի կ ա , #9-10, (181-182), 2015, է ջ 39-41  
<sup>53</sup> Foreign Direct Investments from Emerging Markets, K. P. Sauvart, 1<sup>st</sup> edition 2010, pg 307

արժեթղթավորման ամբողջական իրագործմանը :



Գծապատկեր 1.3.5 Ակտիվների արժեթղթավորմանը մասնակցող ինստիտուտների ցանկը<sup>54</sup>

Ընդ որում, այդ կառույցները կարող են գործել փոխկապակցված կամ անանձնացված,<sup>55</sup> տարբեր ոլորտներում կամ աշխարհագրական տեղանքներում, սակայն նպատակ ունենալով ստեղծելու ակտիվների արժեթղթավորումը ապահովող պայմաններ, և սպասարկելու այդ գործընթացի անխափան ու կայուն ընթացքը :

Որպես կանոն, ինստիտուտների ցանկը կառույցների գործունեության համակցման տեսանկյունից

<sup>54</sup> Կազմվել է հեղինակի կողմից հիմք ընդունելով գրականության մեջ տեղ գտած մեկնաբանումները :  
<sup>55</sup> Механизмы защиты интересов участников финансового рынка /Под\_ред. Е. М. Поповой. СПб.: Изд-во МБИ, 2012, стр 26

ակտիվների արժեթղթավորումը առավել բարդ է հիփոթեքային վարկերի օգտագործման պարագայում, երբ կիրառվում են \$ինանսատնտեսական բազմաշերտ գործարքներ: Ընդհանուր առմամբ, հեղինակներն այս պարագայում արժեթղթավորման ինստիտուտների համակցման գործընթացը հիմնականում ներկայացնում են վեց փուլերով. Միասեռ ակտիվների համախմբում, արժեթղթերի թողարկում, վաճառք, գումարների հավաքագրում, \$ինանսական ներդրում, ներդրողներին փոխհատուցում<sup>56</sup>: Սակայն, մեր կարծիքով, արժեթղթավորման ինստիտուցիոնալ նման բնորոշումը ընդհանրական է և պահանջում է առավել մանրամասն մեկնաբանում:

Ինստիտուցիոնալ կառույցների համակցման տեսանկյունից առավել բարդ է համարվում հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը, որի մեկնաբանումը մեր կարծիքով առավել ամբողջական է ներկայացնում տարբեր կառույցների մասնակցությունը ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում: Այսպես, վարկառուները, գրավադրելով իրենց ձեռքբերած բնակարանները առևտրային բանկերում, սահմանված ժամանակացույցով մարում են իրենց վարկային պարտավորությունները մայր գումարի և տոկոսների մասով (տես գծապատկեր 1.3.2, գործառնություն 1), որը տևում է մինչև 25 տարի և երբեմն ավելի: Սակայն, բանկը կարող է որոշում կայացնել «ինտենսիֆիկացնել» կոնկրետ դրամական հոսքերը, կիրառելով ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը: Այս մասով որոշումների կայացումը կարող է հետապնդել մի քանի նպատակ.

- ակտիվացնել և հիփոթեքային գործարքներին առնչվող դրամական «պասիվ» հոսքերը, այդպիսով

<sup>56</sup> The Mechanics of Securitization, M. Choudhry, S. Baig, Wiley 1 edition 2013, pg 43

կատարելով պարտավորությունների վերաֆինանսավորում և դրամական հոսքերը վերառնողներով վարկավորման համեմատաբար կարճաժամկետն շահավետ ոլորտներ,

- բարձրացնելու ակտիվների իրացվելիության որակական կազմը, քանի որ գրավադրված ակտիվներն ապահովում են արժեթղթերի թողարկում, որոնք առավել իրացվելի են շուկայում և ունեն դրամային հոսքերի փոխակերպման համեմատաբար մեծ արագություն,
- բարելավելու բանկային կապիտալի բավարարվածության որակը, քանի որ հիփոթեքային ակտիվներն ունեն ռիսկայնություն բարձր աստիճան և արժեթղթավորման պարագայում դուրս գրվելով բանկերի հաշվեկշռից, մեծացնում են կապիտալի համարժեքության գործակիցը<sup>57</sup>:

Գործնականում հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորմանը երկու մոտեցում է ցուցաբերվում. ավանդական, երբ տեղաբաշխված վարկերը դուրս են գրվում բանկի հաշվեկշռից, և սինթետիկ, երբ դրանք մնում են առևտրային բանկի հաշվեկշռում:

Սակայն, երկու դեպքում էլ, նախաձեռնողների կողմից պահանջվում է միասեռ ակտիվների համախմբում (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթ 2): Արժեթղթերի թողարկումը տնտեսական նպատակահարմարության տեսանկյունից, որպես կանոն, իրականացվում է լայնամասշտաբ կտրվածքով, ուստի մեկ կամ երկու հիփոթեքային վարկերի առկայությունը այստեղ բավարար չէ: Ակտիվների արժեթղթավորումը հիմնվում է բազմաբանակ հիփոթեքային վարկային ակտիվների վրա, որոնք կարող են համախմբվել ոչ միայն կոնկրետ

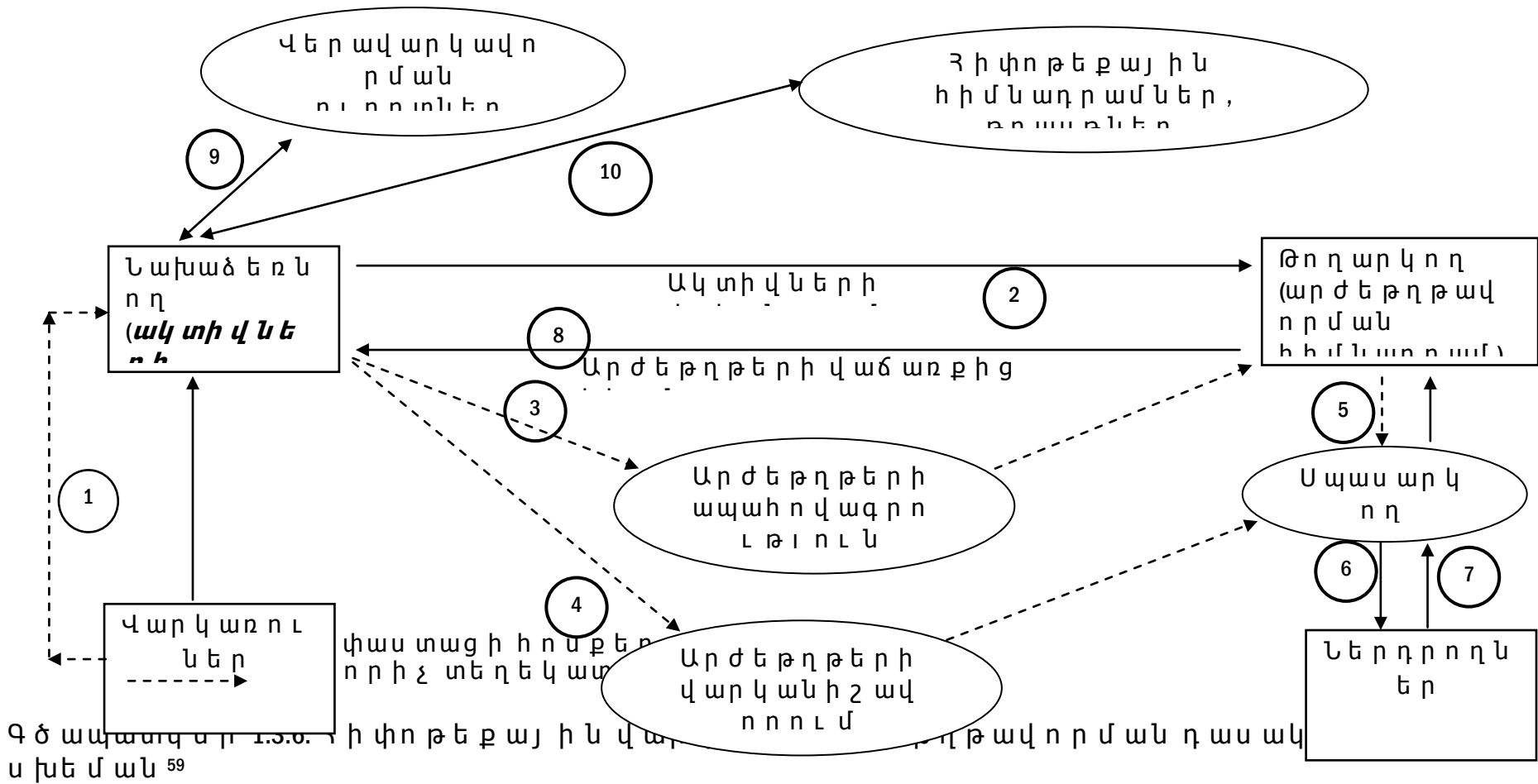
<sup>57</sup> Копейкин А.Б., Рогожина Н. Н., Туктаров Ю. Е. Ипотечные ценные бумаги. М.: «Институт экономики города», 2008.124 с.

առևտրային բանկի, այլև դրասահմաններից դուրս:

Սակայն միևնույն ժամանակ, հիփոթեքային վարկային ակտիվները կարող են բանկերում ունենալ մարման տարբեր ժամանակահատվածներ, օժտված լինեն գրավադրման տարբեր ռիսկայնությամբ, և դրանով նպատակահարմար չհամարվեն համախմբվել արժեթղթավորման «վարկային ամբարում» կամ «փոփոխում», որտեղ պահանջվում է վարկառուների կողմից պարտավորությունների մարման միատիպ ժամանակացույց և կարգապահություն: Ուստի միասենյակի ակտիվների համախումբը ենթադրում է հիփոթեքային ակտիվների այնպիսի պաշարի ստեղծում, որը կապահովի արժեթղթավորման գործընթացի համար կայուն և անհրաժեշտ դրամական հոսքեր<sup>58</sup>:

---

<sup>58</sup> Ерошенков К. М., Мутовин С. И. Первые шаги и актуальные проблемы секьюритизации ипотеки в России / под ред. С. Г. Ерошенкова. М.: МАКС Пресс, 2007, стр.52 (120 с.)



<sup>59</sup> Կազմվել է հեղինակի կողմից հիմք ընդունելով կոնկրետ տեղեկատվության ուղղությամբ:

Արժեթղթավորումն ախաճեռնող բանկը (բանկերը) ձևավորելով միասեռ ակտիվների վարկային համախումբը, կամ «փոփոխ», այն փոխանցում են արժեթղթեր թողարկող հիմնադրամին (տես գծապատկեր 1.3.6 գործառնություն 2):

Այսինստիտուցիոնալ կառույցը ոչ առևտրային կազմակերպություն է և բնավ շահույթ չի հետապնդում: Այն պարզապես գրավում է ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկմամբ, առևտրային բանկերից ստանալով միասեռ ակտիվների վարկային համախումբը («փոփոխ»): Մասնագիտական գրականության մեջ նշվում է, որ սինթետիկ արժեթղթավորման ժամանակ արժեթղթավորման հիմնադրամի, կամ հատուկ նշանակման հիմնադրամի (SPV) ձևավորումը պարտադիր է<sup>60</sup>:

Մեր կարծիքով, նման մոտեցումը միգուցե արդարացված է ոչ լայնամասշտաբ արժեթղթավորման պարագայում, երբ մեկ բանկի շրջանակում հնարավորություն է ստեղծվում ձևավորելու համախմբված միասեռ վարկային ակտիվներ: Սակայն, երբ բանկային ակտիվների արժեթղթավորումը ընդլայնում է իր շրջանակները, ապա այստեղ ձևավորվում է արժեթղթավորման հիմնադրամի պահանջ որի գործառնությունները, իրավունքներն ու պարտականություններն ամրագրված են ՅՅ օրենսդրությամբ<sup>61</sup>: Սակայն մինչ էմիսիան, ակտիվների արժեթղթավորումը պահանջում է ներդրողների շրջանում վստահության տեղեկատվության տարածում: Այս առումով, կարևոր են համարվում վստահությունն ապահովող ինստիտուտների ներառումը արժեթղթավորման գործընթացին, որոնցից առաջնային են համարվում ապահովագրական ընկերություններն ու

<sup>60</sup> Securitization, Structured Finance, and Capital Markets, Steven L. Schwarcz, LexisNexis, 4th edition 2001, pg 803

<sup>61</sup> «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՅՅ օրենքը, Երևան, 2008թ գլուխ 2

վարկանիշավորող կազմակերպությունները:

Արժեթղթերի ապահովագրումով (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթ 3) ներդրողներն առավել վստահաբար են ձեռք բերում ակտիվներով ապահովագրված պարտատոմսեր, քանի որ այստեղ գործում են ձախողման ռիսկերի մասնակի, կամ լրիվ փոխհատուցման մեխանիզմներ<sup>62</sup>: Իսկ ներդրողների մոտ ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի ձեռք բերման վստահության աստիճանը էլ ավելի է բարձրանում, երբ արժեթղթավորման գործընթացին մասնակից են դառնում արժեթղթեր վարկանիշավորող կազմակերպությունները, որոնք գնահատում են վաճառահանվող արժեթղթի ապահովվածության աստիճանը (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթ 4):

Մասնագիտական գրականության մեջ կարծիք է հայտնվում, որ համաշխարհային վերջին \$ինանսատնտեսական ճգնաժամի կարևորագույն պատճառներից մեկն էլ հիփոթեքային արժեթղթերի գերագնահատումը և ոչ իրատեսական տեղեկատվության տրամադրումն էր \$ինանսական շուկային<sup>63</sup>: Այս առումով, հեղինակները նաև ընդգծում են, որ ՀՀ-ում անհրաժեշտ է ստեղծել արժեթղթեր թողարկողի որակական գնահատականներ կայացնող հավատարմագրված կառույց, մշակել պատասխանատվության գործիքներ և այլ ընտրանքային հասարակական տեղեկատվական աղբյուրներ, ոչ արժանահավատ վարկանիշների կայացման բացահայտումների համար (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթ 5)<sup>64</sup>:

<sup>62</sup> Газман В.Д. Инновационное финансирование лизинга. М.: Вопросы экономики, 2011, № 9, С. 108-120

<sup>63</sup> Лупырь А. А. Классификация как способ сравнения российских и зарубежных ипотечных ценных бумаг // Предпринимательство и реформы в России: материалы семнадцатой международной конференции молодых ученых-экономистов. 24–25 ноября 2011 г., ЭФ СПбГУ, 2011. стр. 293–295.

<sup>64</sup> Թովմաշյան Ա., Անշարժ գույքի արժեթղթավորման գործընթացը, այդ գործընթացում անկահիմն փխնդիրները և դրանց լուծման ուղիները ՀՀ-ում, // Հայաստան, \$ինանսներ և էկոնոմիկա, #9-10, (181-182), 2015, էջ 36-38



Անցնելով վստահությունն ապահովող ինստիտուտներին գործառույթներով, ակտիվներով ապահովված արժեթղթերը թողարկվում և վաճառահանման են ենթարկվում արժեթղթավորման հիմնադրամի կողմից (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթ 6): Վաճառքից գոյացած եկամուտը հավաքագրվում է հիմնադրամում (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթ 7) և այնուհետև փոխանցվում է արժեթղթավորումն ախաճեռնող առևտրային բանկեր՝ վերջիններին կողմից հետագա տեղաբաշխման նպատակով (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթ 8):

Ստանալով արժեթղթավորված ակտիվներին վաճառքի եկամուտները, առևտրային բանկերն ունեն դրանց տեղաբաշխման երկու ուղղություն, որոնցից մեկը վարկավորման նոր և առավել շահավետ ոլորտներին ընդլայնումն է և մինչ պարտատոմսերի մարման ժամկետներին լրանալը՝ լրացուցիչ տեղաբաշխումների ետ գնումն ու շահույթների ձևավորումն է: Իսկ մյուս ուղղությունը, որը ցածր ռիսկային է, բայց նախորդի նկատմամբ նվազ շահույթաբեր է՝ արժեթղթերի վաճառքի եկամուտներին տրամադրումն է թրասթերին կամ դրամական հոսքերը կառավարող հիմնադրամներին (տես գծապատկեր 1.3.6, գործառույթներ 9-10): Երկրորդ տարբերակը առավել գործուն է արևմտյան \$ինանսական շուկաներում, քանի որ թրասթային ինստիտուցիոնալ կառույցների կողմից արժեթղթավորման դրամական հոսքերի կառավարումը որոշակիորեն մեղմում է ներդրումային ռիսկերը<sup>65</sup>:

Այսպիսով, ակտիվների արժեթղթավորումը պահանջում է ինստիտուցիոնալ կառույցների փոխհամաձայնեցված գործունեություն, որի ներդրաշնակությունն խախտման պարագայում ծագում

<sup>65</sup> Осадчая Ю. Залог и банкротство при секьюритизации ипотечных активов // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22. стр. 40-43.

են ֆինանսական ներդրումների խափանման ինչպես տնտեսական, այնպես էլ սոցիալական ռիսկեր: Այս առումով ներկայումս, առավել կարևորվում են վստահությունն ապահովող ինստիտուտների գործառնությունները, որոնք շաղկապում են դրամական հոսքերի արդյունավետ կառավարումը ակտիվներով ապահովված արժեթղթավորման թողարկման համակարգում:

Եվիվերջո, արդիական է համարվում ակտիվների արժեթղթավորման ինստիտուտների ներդաշնակ գործունեությունը, որոնք բորսայական գործարքներում վստահությունն ապահովելուց բացի, նպաստում են արժեթղթավորման գործընթացի համակարգային արդյունավետության բարձրացմանը:

Հայաստանի Հանրապետությունում արժեթղթերի շուկան ունի ավելի քան քսանամյա պատմություն, ընդ որում գերազանցապես պետական պարտատոմսերի շուկայի: Առաջին կանոնավոր թողարկումները վերաբերում էին 1995թ. սկզբում կարճաժամկետ, 2000թ. մարտի 7-ին պետական միջնաժամկետ մասնակի մարումով, 2004թ. սեպտեմբերի հոկտեմբերին միջնաժամկետ/առանց մասնակի մարումի/ ներկարաժամկետ, 2007թ. հունվարին պետական խնայողական պարտատոմսեր, որոնք նախատեսված են բնակչության համար և չեն ենթարկվում դրանց մուտքը արժեթղթերի երկրորդային շուկա: Ինչ վերաբերում է կորպորատիվ արժեթղթերի շուկային, ապա բաժնետոմսերի մասով այն գրեթե բացակայում է: 2005թ.-ի դեկտեմբերից որոշակի զարգացում ապրեց կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան: Այդ շուկայում, 2005թ.-ից ի վեր, ըստ բորսայի տվյալների, շուրջ երկու տասնյակ կազմակերպությունների կողմից իրականացվել է գրեթե 130 թողարկում՝ մինչև

3 տարի ժամկետայնությամբ, 6-12% տարեկան տոկոսադրույքով, գեղջային կամ արժեկտրոնային՝ առանձին դեպքերում հանդես գալով որպես բանկային վարկի այլընտրանք<sup>66</sup>:

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի համեմատաբար պասիվ գործունեությունը պայմանավորված է գործարքների ոչ մեծ ծավալներով, բնակչության ցածր խնայողություններով, ինչպես նաև աղքատության:

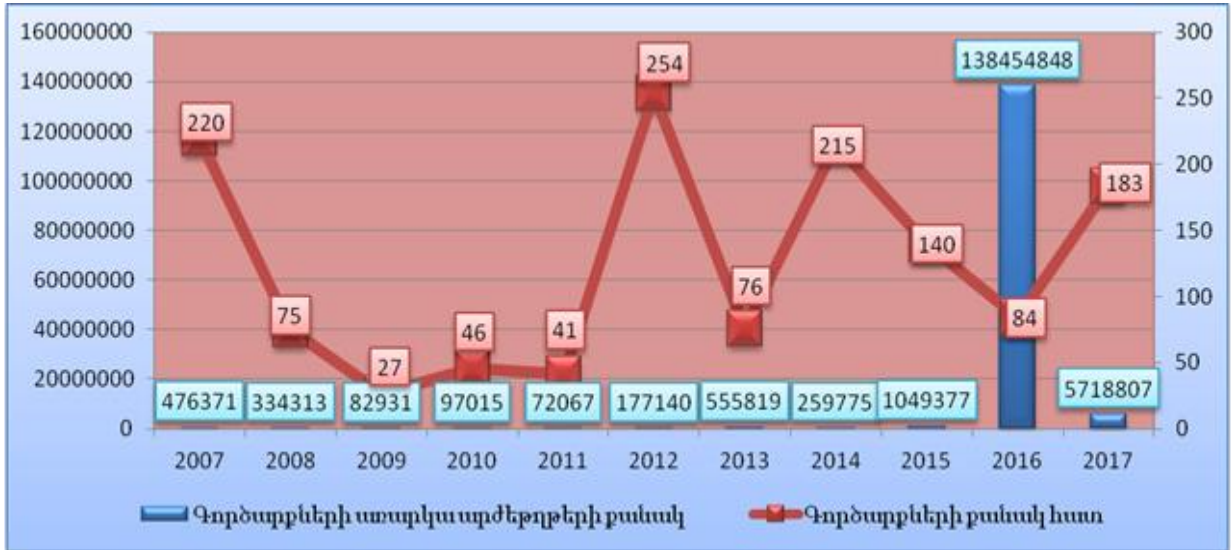
«ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ն ներկայումս Հայաստանում գործող միակ ֆոնդային բորսան է: Արդեն մոտ մի ամբողջ տասնամյակ է, ինչը նկատելի է հանդիսանալով Հայաստանի արժեթղթերի կազմակերպված շուկա, շուկայի մասնակիցներին է առաջարկում լիովին ավտոմատացված էլեկտրոնային առևտրային հարթակ: Ներկայումս ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԵՔՍ Արմենիա-ում իրականացվում է բաժնետոմսերի, կորպորատիվ պարտատոմսերի, ՀՀ Ֆինանսների նախարարության և ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից թողարկված պետական պարտատոմսերի, ՌԵՊՈ գործիքների, արտարժույթի, ինչպես նաև վարկային ռեսուրսների առևտուրը<sup>67</sup>:



<sup>66</sup> Nasdaq OMX Armenia, Տեղեկագրեր 2004, 2005, 2006, 2007 / <http://nasdaqomx.am/am/9/trading/13/monthly-bulletins>

<sup>67</sup> Nasdaq OMX Armenia - Բորսայի պատմությունը

Գ ծ ա պ ա տ կ ե թ 1.3.7 «Ն Ա Ս Դ Ա Ք Օ Է Մ Է Ք Ս Ա Ր Մ Ե Ն Ի Վ» Բ Բ Ը - Ն Լ Մ Բ ա ժ ն ե տ ո մ ս ե թ ո վ գ ո թ ար ք ն ե թ ի ք ա ն ա կ ը ( հ ա տ ) և գ ո թ ար ք ն ե թ ի ծ ա վ ա լ ը ( հ ա գ . դ թ ր ա մ ) 2007-2017 թ թ .<sup>68</sup>



Գ ծ ա պ ա տ կ ե թ 1.3.8 «Ն Ա Ս Դ Ա Ք Օ Է Մ Է Ք Ս Ա Ր Մ Ե Ն Ի Վ» Բ Բ Ը - Ն Լ Մ Բ ա ժ ն ե տ ո մ ս ե թ ո վ գ ո թ ար ք ի առարկա արժեքների և գ ո թ ար ք ն ե թ ի ք ա ն ա կ ը 2007-2017 թ թ :

Ա ղ յ ո լ ս ա կ 1.3.4-ն լ մ ն ե թ կ յ ա յ ա գ վ ա ծ Է Բ ա ժ ն ե տ ո մ ս ե թ ի թ ո ղ ար կ ո ղ ն ե թ ի առաջատար հնգյակն ը ս տ կ ա պ ի տ ա լ ա գ մ ա ն :

Ա ղ յ ո լ ս ա կ 1.3.4

Բ ա ժ ն ե տ ո մ ս ե թ ի թ ո ղ ար կ ո ղ ն ե թ ի առաջատար հնգյակն ը ս տ կ ա պ ի տ ա լ ա գ մ ա ն <sup>69</sup>

<b>Թ ո ղ ար կ ո ղ</b>	<b>Կ ա պ ի տ ա լ ի ց ո լ մ (Զ Յ դ թ ա մ)</b>	<b>Տ ե ս ա կ ար ար կ շ ի ն ը %</b>
«Մ ա ք ո լ ր ե թ կ ա թ ի գ ո թ ար ա ն » Բ Բ Ը	60 640 024 194	45,15
«Յ Ո Բ Ն Ի Բ Ա Ն Կ » Բ Բ Ը	33 245 978 360	24,75
«Ա Ր Ա Ր Ա Տ Բ Ա Ն Կ » Բ Բ Ը	14 052 511 000	10,46
«Ա թ ց ա խ Յ Է Կ » Բ Բ Ը	10 490 250 000	7,81

<sup>68</sup> Տ ե ս Nasdaq OMX Armenia - Առևտրի տվյալներ, Բ ա ժ ն ե տ ո մ ս ե թ

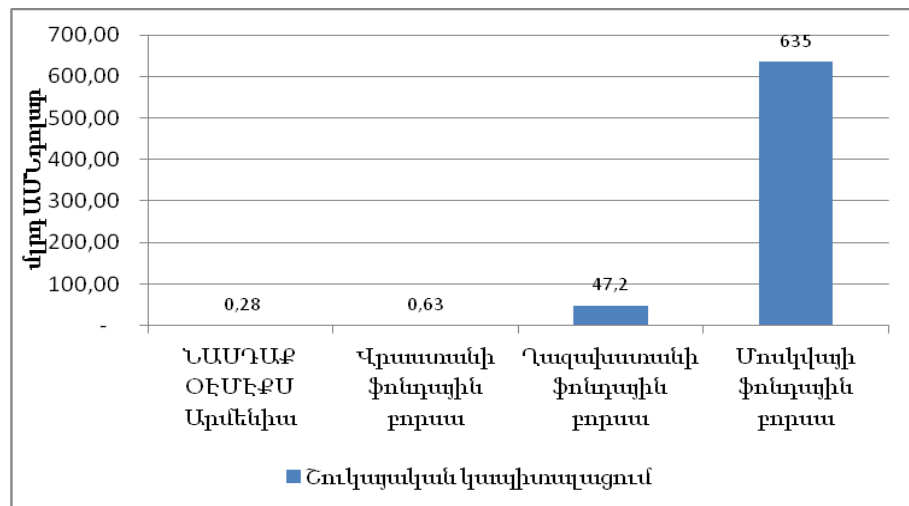
<sup>69</sup> Nasdaq OMX Armenia, Տ ե ղ ե կ ա գ թ ե թ , Դ ե կ տ ե ք ե թ , 2016թ . .

<http://nasdaqomx.am/am/9/trading/13/monthly-bulletins>

«Յայաստանի Էկոնոմիկայի գարգացման բանկ» ԲԲԸ	9 393 972 500	6,99
Այլ թողարկողներ	6 482 459 500	4,83
<b>Ընդամենը</b>	<b>134 305 195 554</b>	<b>100</b>

Կապիտալացման առավելագույն մակարդակը գրանցվել է «Մաքուր երկաթի գործարան» ԲԲԸ-ում՝ 60,6 մլրդ ՀՀ դրամ կամ ընդհանուր շուկայական կապիտալացման 45.15%-ը:

Գծապատկեր 1.3.9-ում ներկայացված է ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի և տարածաշրջանի այլ երկրների ֆոնդային բորսաների կապիտալացման մակարդակը ըստ 2016թ.-ի դեկտեմբերի գնահատումների:



Գծապատկեր 1.3.9 Շուկայական կապիտալացման մակարդակը 2017թ./մլրդ ԱՄՆ դոլար /<sup>70</sup>

Համեմատական վերլուծության արդյունքում ակնհայտ է դառնում, որ ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի կապիտալացման մակարդակը բավականին ցածր է, և այս ցուցանիշով ՀՀ-ն չի գերազանցում անգամ հարևան Վրաստանին: ՀՀ-ում արժեթղթերի շուկայի պասիվությունը ավելի քան 10 անգամ ցածր է ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիայի և Վրաստանի շուկայի ցածր գրավչությունը քաղաքացիների և խոշոր ներդրողների համար, բորսայում բաժնետոմսերով և պարտատոմսերով իրականացված

<sup>70</sup> Nasdaq OMX Armenia, GSE, KASE, Moscow Stock Exchange

գործարքների ծավալների անկայունությունը: Ակտիվների արժեթղթավորումը Հայաստանի Հանրապետությունում դիտարկվում է որպես համեմատաբար նոր \$հիսանսական գործընթաց, մինչդեռ արևմուտքում այն տասնամյակների պատմություն ունի և ուրույն գործառնություններ է իրականացնում տնտեսության ակտիվացման գործընթացում: Մասնագիտական գրականությունում ակտիվների արժեթղթավորմանը անվանում են նաև «սեքյուրիթիզացիա», որն առավել ապես փոխառնչվում է ոչ թե ապահովել քով տնտեսական գործարքների՝ այլ պարզապես անգլերեն արժեթղթեր (securities) տերմինի հետ:

Հայաստանի Հանրապետությունում դեռևս զգուշավորություն է ցուցաբերվում հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման գործընթացին: Այսպես, միայն 2015 թվականի դեկտեմբերի 15-ին տեղի ունեցան ակտիվների արժեթղթավորում՝ հատուկ ստեղծված «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ 1»-ի կողմից: Այդ ակտիվների պորտֆելի համախմբված արժեթղթերը (asset-backed securities - ABS) ապահովված էին կանխիկ դրամական միջոցների հոսքերով, որոնք ստացվում էին օրիգինատորներին մոտ գործող ակտիվներից<sup>71</sup>: «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ 1»-ը կազմավորվեց 55% ԱՄՆ դոլարով և 45% ՀՀ դրամով ակտիվներից, ձևավորելով պորտֆելը հայաստանյան՝ «CARD Agro-credit», «Գառնի Ինվեստ», «Global Credit», «Կամուրջ» և «Նոր Հորիզոն» ունիվերսալ վարկային ընկերությունների կողմից: Ակտիվների պորտֆելը ՀՀ դրամով կազմեց 495.8 մլն դրամ: ABS-ն ապահովվեց վարկերի պորտֆելի ակտիվներով, որոնք ուղղվեցին ագրոհատվածի (36%), ՓՄՁ (25%) և սպառողական վարկերի (39%) \$հիսանսակավորմանը: Մեկ վարկի միջին չափը

<sup>71</sup> Arminfo, [http://finport.am/full\\_news.php?id=23682&lang=1](http://finport.am/full_news.php?id=23682&lang=1)

կազմեց 1.6 մլն դրամ: Պորտֆելը միավորեց 298 վարկ: Մարման միջին ժամկետը (դյուրացումը) կազմեց 21 ամիս, ֆիքսված տոկոսադրույքը՝ տարեկան 22.04%<sup>72</sup>:

Այսպիսով, արժեթղթավորումը նախատեսվեց մինչև \$5 մլն պարտատոմսերի համար, որից ներդրողների կապիտալում ունեցած հնարավոր կորստի 50%-ը երաշխավորվեց ԱՄՆ ՄԶԳ շարժացման վարկային մարմնի կողմից: Թողարկվող պարտատոմսերի արժեքը ներառեց վարկերի մայր գումարը, ինչպես նաև տոկոսները<sup>73</sup>: Սակայն, դրան գուժահեռ, դեռևս ՀՀ-ում չկան վարկային ունեցող խիքային այն ինստիտուցիոնալ համակարգը (թրասթեր, պարտատոմսերի ապահովագրումներ, ակտիվների վարկանիշավորում), ուղղված ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի կանխարգելմանը:

Հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը դանդաղում է նաև ՀՀ վարկային շուկայում վերջին տարիներին նկատվող միտումների պատճառով: Հատկանշական է, որ միայն 2016 թվականին 2015 թվականի համեմատ, հիփոթեքային վարկերի կազմում չաշխատող վարկերի աճը կազմել է 19,9%<sup>74</sup>: Դրան գուժահեռ, անշարժ գույքի շուկայի պասիվոլթյան պայմաններում առևտրային բանկերում դեռևս առկա է գրավադրված ակտիվների իրացվելի ու թյան բարձր ռիսկը:

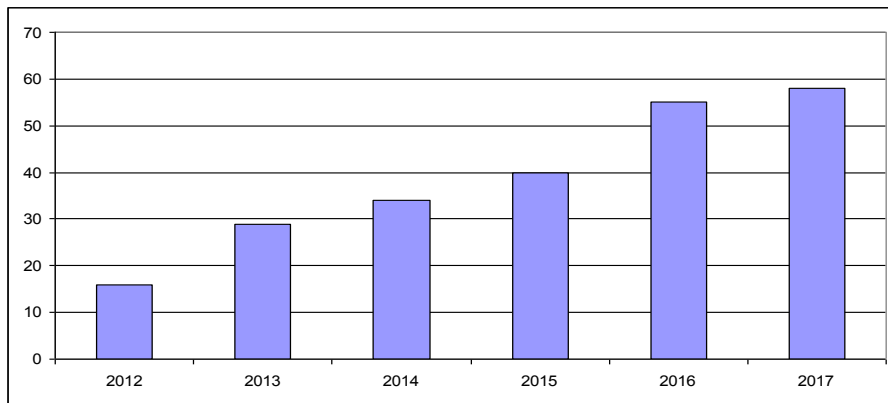
Ներկայումս գրավադրված գույքի վաճառահանման աճի տեմպերը գերազանցում են հիփոթեքային ակտիվների գծով տրամադրված վարկավորման աճին: ՀՀ առևտրային բանկերում, շահագործումից դուրս, վաճառքի համար պահվող և գրավ համարվող անշարժ գույքի ծավալների աճը

<sup>72</sup>Նույն տեղում

<sup>73</sup>Banks.am [http://www.banks.am/am/news/capital\\_market/11670](http://www.banks.am/am/news/capital_market/11670)

<sup>74</sup>ՀՀ Կենտրոնական բանկ, ֆինանսական կայունություն հաշվետվություն, 2016թ. էջ 25

(տես գծապատկեր 1.3.10) Լուրջ խոչընդոտ է հանդիսանում հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման համար: Արդյոք կարող ենք փաստել, որ շվեդ արագ զիտնականի<sup>75</sup> «արժեթղթավորեք ամենինչ, եթե կան դրամական հոսքեր» եզրահանգումը՝ տնտեսության ակտիվացման նպատակով ՀՀ-ում չի կարող արդյունավետ գործել և անգամ \$ինանսական կայունության խաթարման Լուրջ ռիսկեր է պարունակում:



Գծապատկեր 1.3.10 ՀՀ առևտրային բանկերում շահագործումից դուրս, վաճառքի համար պահվող անշարժ գույքի ծավալները (մլրդ դրամ)<sup>76</sup>

Կարծում ենք, այս պահին ակտիվների արժեթղթավորումից բխող իրոք նման \$ինանսական սպառնալիքներ և մտահոգություններ կան, սակայն դրանք կարող են չեզոքացվել, եթե հանրապետությունում օրենսդրական և ինստիտուցիոնալ բարեփոխումների միջոցներ ձեռնարկվեն արժեթղթավորման \$ինանսատնտեսական ակտիվության բարելավման մի շարք ուղղություններով (տես գծապատկեր 1.3.11):

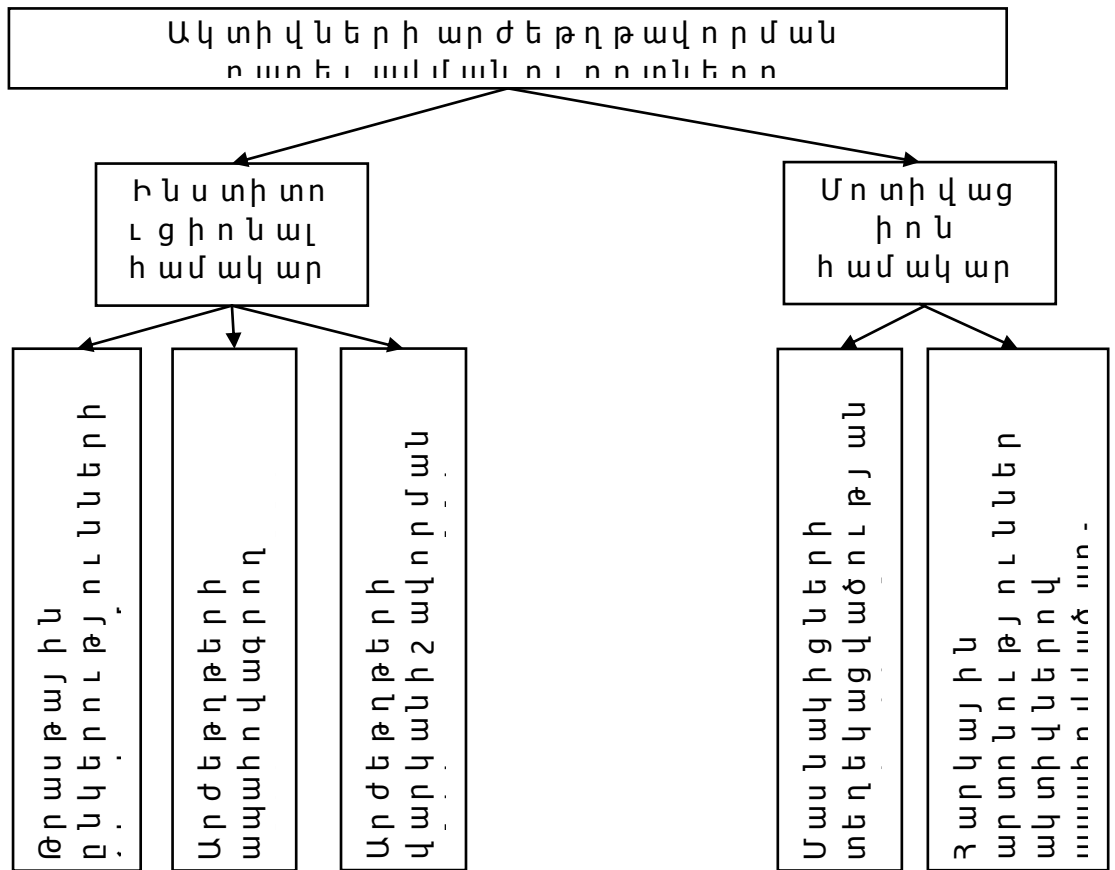
Ինչպես երևում է գծապատկեր 1.3.11-ից, ակտիվների արժեթղթավորման ակտիվության բարելավման գործընթացին ՀՀ-ում անհրաժեշտ է ցուցաբերել

<sup>75</sup>Հանս Փիթերսենի

<sup>76</sup>ՀՀ Կենտրոնական բանկ, \$ինանսական կայունություն, 2017թ. Լիսամյակ



համալիր մոտեցում, լուծելով ինստիտուցիոնալ և ֆինանսատնտեսական մոտիվացիոն խնդիրներ:



Գծապատկեր 1.3.11 Ազտիվների արժեթղթավորման ակտիվություն քարտեզավման

հիմնական ուղղությունները ՀՀ-ում<sup>77</sup>

Այսպես, դեռևս 2007 թվականին ընդունված «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում ներկայացվում են ներդրումային ծառայություններ մատուցման դրույթները,<sup>78</sup> սակայն գուցահեռաբար դրանց մեկնաբանումները լիարժեքորեն չեն ներկայացվում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացների ենթաօրենսդրական կարգավորման ակտերում:

«Ազտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքում<sup>79</sup>

<sup>77</sup> Կազմված է ակտիվների արժեթղթավորման ՀՀ օրենսդրական և ենթաօրենսդրական դաշտերի վերլուծության վրա:  
<sup>78</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը, քաժիՆ 3, քաժիՆ 4 11.10. 2007  
<sup>79</sup> Ազտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին ՀՀ օրենքը, 25.05.2008

ուշադրության կենտրոնից դուրս է մնում  
ակտիվների արժեթղթավորման գործառույթներից  
բխող ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի ապահով-  
վագրման կանոնակարգման հարցերը: Բնականաբար,  
ոչ միշտ է, որ ապահովագրության նսնայս ոլորտում  
կարող է հանդես գալ որպես օրենսդրական  
պարտադրանք: Սակայն այն չափազանց կարևորվում է  
ինչպես արժեթղթեր գնորդների, այնպես էլ  
թողարկողների շրջանում, որոնք ինքնակամ կարող  
են գնալ դրան, անգամ դիտարկելով  
արժեթղթավորման գործընթացի ծախսատարության  
ավելացումը:

Ավելին, սույն օրենքում նշվում է վաճառողի  
կամ սպասարկող բանկի մասնակցությանը արժե-  
թղթավորման ենթակա ակտիվների հավաքագրման և  
արժեթղթավորման հիմնադրամին հանձնման  
գործառույթներում, սակայն այդ գործընթացի  
կանոնակարգումը դեռևս խորքային իր-  
մեկնաբանումները չի ստանում հողվածում (գլուխ 3,  
կետ 1): Նույնը վերաբերում է արժեթղթավորման  
հիմնադրամի պարտավորությաններին (գլուխ 2,  
հողված 7), որոնք մեր կարծիքով, օրենքում առավել  
ընդգրկուն մեկնաբանումների կարիք ունեն:  
Ակտիվների արժեթղթավորման վերը նշված  
օրենսդրական կարգավորման հարցերն իրենց  
լուծումները նույնպես դեռևս չեն ստանում  
ոլորտին առնչվող ՀՀ-ում գործող այլ  
օրենքներում<sup>80</sup>:

Բացի այն, որ ակտիվների արժեթղթավորման  
օրենսդրական դաշտը դեռևս բարեփոխումների  
կարիք ունի, նաև կարծում ենք, որ ներկայումս  
անհրաժեշտ է նաև այդ գործընթացի կայունության  
երաշխիքների տրամադրման ինստիտուցիոնալ

<sup>80</sup>Բանկերի և բանկային գործունեության մասին ՀՀ օրենքը,  
30.06.1996,  
Ներդրումային ֆոնդերի մասին ՀՀ օրենքը, 22.12.2010

համակարգի բարելավումը, որի  
անհրաժեշտությունը ՀՀ-ում ներկայումս զգում են  
արժեթղթավորման գործընթացների բոլոր  
մասնակիցները (թողարկողները, ներդրողները,  
բանկերը, նախաձեռնողները): Միջազգային փորձը  
ցույց է տալիս, որ վաճառահանվող արժեթղթերն  
իրենց որակական գնահատականներն են ստանում  
վարկանիշային կազմակերպությունների կողմից,  
որոնք մեծ դերակատարում ունեն շուկայում  
արժեթղթերի առքուվաճառքի ժամանակ: Բացի այդ,  
արժեթղթի գծով գնորդների վստահության  
աստիճանը էականորեն բարձրանում է  
մասնագիտացված կազմակերպությունների կողմից  
պարտատոմսերի ապահովագրման պարագայում: Թերևս,  
2015 թվականին ՀՀ-ում իրականացված ակտիվների  
արժեթղթավորման ռիսկերի 50%-ը երաշխավորվեց ԱՄՆ  
Մ29 Չարգացման վարկային մարմնի կողմից, սակայն  
դա ընդամենը պիլոտային ծրագիր էր և բնականաբար  
միանվագ բնույթ պետք է կրեր: Հետևաբար, կարծում  
ենք, որ ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը  
ՀՀ-ում զգալիորեն կակտիվանա, նրանում  
ապահովագրական ընկերությունների, վար-  
կանիշավորման կազմակերպությունների,  
դրամական հոսքերը կանոնակարգող թրասթային  
հիմնադրամների ընդգրկման պարագայում: Այս  
դեպքում կբարձրանա արժեթղթավորման  
գործընթացի ծախսատարությունը, որը մեր  
կարծիքով, կհակադարձվի արժեթղթավորման  
հնարավոր ակտիվացման հետևանքով տնտեսական  
հատույցի բարձրացումով, որն ի դեպ  
գործնականում ապացուցվեց Սինգապուրում, որտեղ  
մեծ թափ հավաքեց թրասթային ընկերությունների  
գործունեությունը: Վերջին տարիներին, ՀՀ-ում  
միջոցներ են ձեռնարկվում \$իսանսական  
ակտիվների ներգրավման և արժեթղթավորման

ուղղութիւնով<sup>81</sup>, սակայն դրանք նույնպէս չի արժեքորեն չեն անդրադառնում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացների համարժեք կանոնակարգմանը և դրան առնչվող վարչակառավարման համակարգի քարտէշավմանը:

Եվ, վերջապէս, ֆինանսատնտեսական շարժառիթը նույնպէս կարևոր դերակատարում ունի ակտիվների արժեթղթավորման ընդլայնման մասնակից կողմերի շրջանակում, որը դեռևս ՀՀ-ում իրեն զգացնել չի տալիս: Արժեթղթավորման գործընթացներին մասնակից կողմերը մակերեսային տեղեկացված ություն ունեն գործարքների ֆինանսատնտեսական արդյունավետ ության, գրավադրված ակտիվների և դրանից բխող պարտավոր ությունների մարման իրատեսական գնահատումների մասին, որը բնավ չի շահադրդում նրանց առավել հուսալիորեն մասնակցելու արժեթղթերի առքուվաճառքի գործարքներին: Անհրաժեշտ ենք համարում նաև այդ ակտիվ ության բարձրացման նկատառումով պետ ության կողմից հարկային արտոն ությունների սահմանումը ակտիվների արժեթղթավորման գործարքների տարբեր ոլորտների նկատմամբ, որն իր արտացոլումը պիտի ունենար Հարկային օրենսգրքում:

Հետևաբար, ակտիվների արժեթղթավորումը արդյունավետ ֆինանսական գործընթաց է տնտեսական գործ ունեն ության աշխուժացման գործում, երբ ձևավորված «երկար փողերը» վերաորակավորվելով, ուղղորդվում են ներդրումային ոլորտներ: Սակայն, այդ

<sup>81</sup>Հրապարակային եղանակով դրամական միջոցների ներգրավման մասին պաշտոնական պարզաբանում, ՀՀ Կենտրոնական բանկի խորհուրդ, 15.05.2012, Իրական հատվածի համար ֆինանսական ռեսուրսների հասանելի ության բարձրացման համակարգին և գործ ող ությունների ծրագրին հավան ություն տալ ու մասին. ՀՀ Կառավար ության նիստի թիվ 47 արձանագր ություն, 14 նոյեմբեր 2013

գործընթացները պահանջում են ոչ միայն օրենսդրական կարգավորումներ և ենթաօրենսդրական հստակ ընթացակարգեր, այլ և մասնակիցներին ուղղված շարժառիթային ազդակներ, որոնց ուղղությունը ԶԶ-ում դեռևս համակարգային բարեփոխումների պահանջ է զգացվում:

Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի կարգավորմանը որոշակիորեն անդրադարձ է կատարվում ԶԶ Կառավարության փաստաթղթերում: Այսպես, ԶԶ Կառավարությունը 2013 թվականին քննարկման հարց դարձրեց տնտեսության իրական հատվածի համար \$ինանսական ռեսուրսների հասանելիության էական բարձրացման խնդիրը՝ նախատեսելով համապատասխան հայեցակարգի ընդունումը<sup>82</sup>: Բացի այդ ԶԶ Կառավարության 2013 թվականի նոյեմբերի 14-ի նիստի թիվ 47 արձանագրության մրազրվեց տնտեսության իրական հատվածի համար \$ինանսական ռեսուրսների հասանելիության բարձրացման հայեցակարգին և գործողությունների ծրագրին հավանություն տալու մասին որոշումը<sup>83</sup>:

Այդ փաստաթղթի 10-րդ կետով նախատեսվում է տեղական ընկերությունների կողմից բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի խրախուսման ուղղություն, իսկ 12-րդ կետը վերաբերում է հաջորդող գրավին առնչվող խնդիրների կանոնակարգմանը: Գործնականում լրացուցիչ գույքային արժեքների բացակայության պայմաններում անհրաժեշտություն է առաջանում գրավադրել արդեն իսկ գրավադրված գույքը, որի համար

<sup>82</sup> ԶԶ Կառավարության 2013 թվ. հունիսի 18-ի N800-Ն որոշման N2 հավելվածի 58-րդ կետ

<sup>83</sup> ԶԶ Կառավարության 2013 թվականի 14 նոյեմբերի նիստի տնտեսության իրական հատվածի համար «\$ինանսական ռեսուրսների հասանելիության բարձրացման հայեցակարգին և գործողությունների ծրագրին հավանություն տալու մասին որոշումը», թիվ 47 արձանագրություն

ն երկայ ու մ ս գ ո Ր ծ ո ղ օ Ր Ե Ն ս դ Ր ու թ յ ա ն հ ա մ ա ձ ա յ ն  
պ ա Ր տ ա դ ի Ր պ ա յ մ ա ն Է ս կ գ բ ն ա կ ա ն վ ա Ր կ ա տ ու  
կ ա գ մ ա կ Ե Ր պ ու թ յ ա ն (գ Ր ա վ ա ռ ու ի) հ ա մ ա ձ ա յ ն ու -  
թ յ ու ն ը : Օ Ր Ե Ն ս դ Ր ա կ ա ն ա յ ս ն ո Ր մ ը կ ի Ր ա ռ Է լ ի Է ն ա ն  
ա կ տ ի վ ն Ե Ր ի ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն պ ա յ մ ա ն ն Ե Ր ու մ <sup>84</sup>:  
Բ ա յ ց ք ա ն ի ո Ր Յ Յ Կ ա ռ ա վ ա Ր ու թ յ ա ն ս ու յ ն ո Ր ո շ ու մ ը  
գ ո Ր ծ ո ղ ու թ յ ու ն ն Ե Ր ի ծ Ր ա գ Ր ի ն հ ա վ ա ն ու թ յ ու ն  
տ ա լ ու մ ա ս ի ն Է , ա պ ա ն Ր ա ն ու մ խ ո Ր ք ա յ ի ն  
մ Ե կ ն ա ք ա ն ու թ յ ու ն ն Ե Ր չ Ե ն ս տ ա ն ու մ ա կ տ ի վ ն Ե Ր ի  
ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն գ ո Ր ծ ը ն թ ա ց ն Ե Ր ի  
Ե ն թ ա օ Ր Ե Ն ս դ Ր ա կ ա ն կ ա Ր գ ա վ ո Ր ու մ ն Ե Ր ը :

Ա յ ս պ ի ս ո վ , ա կ տ ի վ ն Ե Ր ի ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն Յ Յ -  
ու մ գ ո Ր ծ ո ղ օ Ր Ե Ն ս դ Ր ա կ ա ն և Ե ն թ ա օ Ր Ե Ն ս դ Ր ա կ ա ն  
դ ա շ տ ի վ Ե Ր լ ու ծ ու թ յ ա ն հ ի մ ա ն վ Ր ա մ Ե Ր կ ո ղ մ ի ց  
կ ա տ ա Ր վ Ե լ Ե ն հ Ե տ ն յ ա լ Ե գ Ր ա կ ա ց ու թ յ ու ն ն Ե Ր ը :

Ա ռ ա ջ ի ն , օ Ր Ե Ն ս դ Ր ու թ յ ու ն ը մ ի տ վ ա ծ Է  
Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն ռ ի ս կ Ե Ր ի կ ա ն խ ա Ր գ Ե լ մ ա ն ը , և ո չ թ Ե  
ա կ տ ի վ ն Ե Ր ի ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն խ թ ա ն մ ա ն ը , ու ս տ ի  
հ ա Ր կ ա յ ի ն օ Ր Ե Ն ս գ Ր ք ու մ և Կ Ե ն տ Ր ո ն ա կ ա ն ք ա ն կ ի  
կ ա ն ո ն ա կ ա Ր գ ա յ ի ն փ ա ս տ ա թ ղ թ Ե Ր ու մ ար տ ո -  
ն ու թ յ ու ն ն Ե Ր պ Ե տ ք Է տ Ր ա մ ա դ Ր վ Ե ն ար ժ Ե -  
թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն գ ո Ր ծ ը ն թ ա ց ի ն , Յ Յ -ու մ ա յ ն  
ը ն դ լ ա յ ն Ե լ ու և ա կ տ ի վ ա ց ն Ե լ ու ն պ ա տ ա կ ո վ :

Ե Ր կ Ր ո Ր դ , ար ժ Ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն թ ա փ ա ն ց ի կ ու թ յ ա ն  
ա պ ա հ ո վ մ ա ն ա ռ ա վ Ե լ ը ն դ գ Ր կ ու ն օ Ր Ե Ն ս դ Ր ա կ ա ն  
պ ա հ ա ն ջ ն Ե Ր պ Ե տ ք Է ն Ե Ր կ ա յ ա ց վ Ե ն , ա յ ն պ Ե ս , ո Ր մ ի  
կ ո ղ մ ի ց դ Ր ա ն ք պ ա շ տ պ ա ն Ե ն ն Ե Ր դ Ր ո ղ ն Ե Ր ի շ ա հ Ե Ր ը , և  
մ յ ու ս կ ո ղ մ ի ց չ խ ա թ ա Ր Ե ն ն ա խ ա ձ Ե ռ ն ո ղ ն Ե Ր ի  
տ Ե դ Ե կ ա տ վ ա կ ա ն հ ա մ ա կ ա Ր գ ի ա ն վ տ ա ն գ ու թ յ ու ն ը ու  
վ ն ա ս Ե ն վ Ե Ր ջ ի ն ն Ե Ր ի ս մ Ր ց ա կ ց ա յ ի ն դ ի Ր ք ա վ ո Ր մ ա ն ը  
Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն շ ու կ ա ն Ե Ր ու մ :

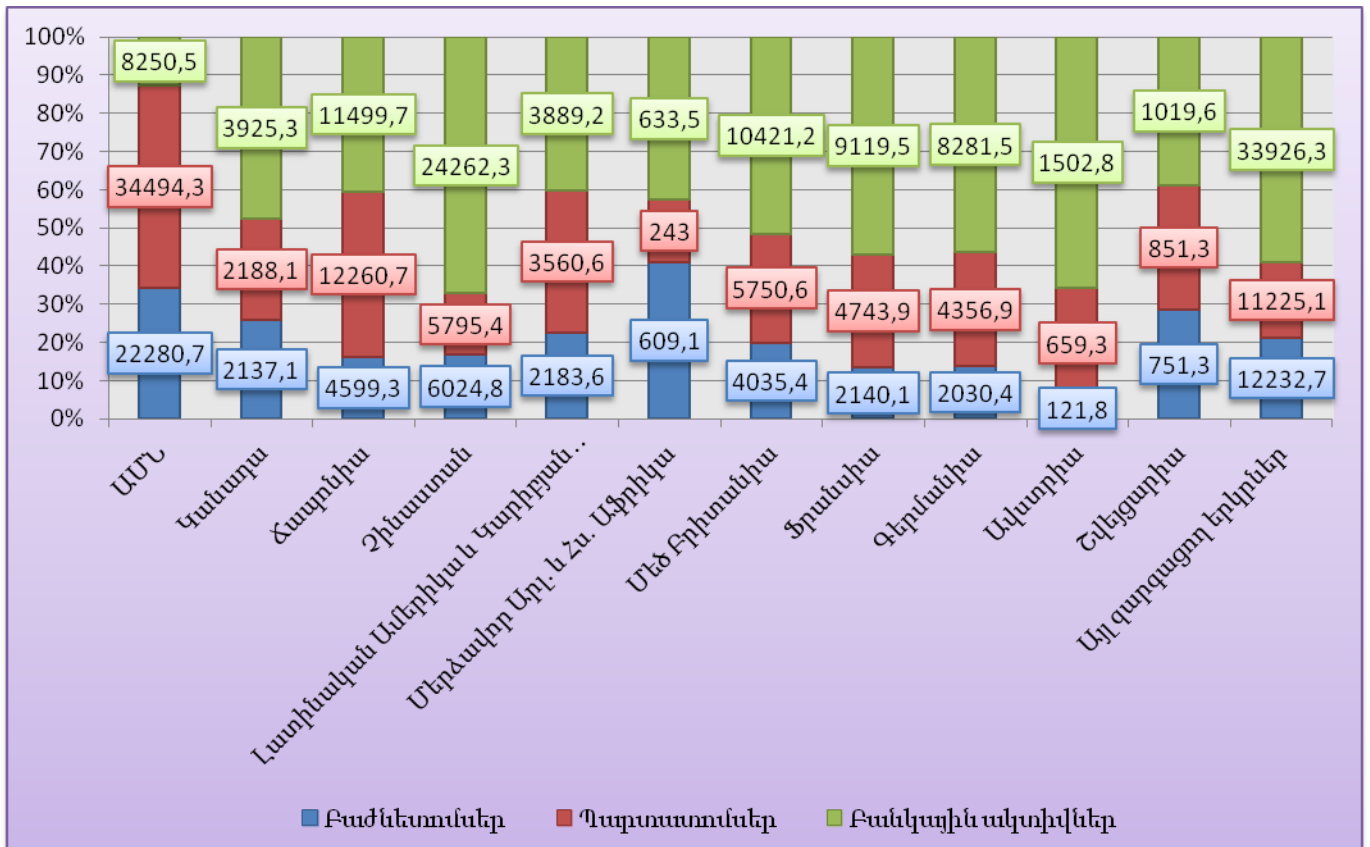
---

<sup>84</sup> Յ Յ կ ա ռ ա վ ա Ր ու թ յ ա ն 2013 թ վ ա կ ա ն ի 14 ն ո յ Ե մ ք Ե Ր ի ն ի ս տ ի  
տ ն տ Ե ս ու թ յ ա ն ի Ր ա կ ա ն հ ա տ վ ա ծ ի հ ա մ ա Ր «Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն  
ռ Ե ս ու Ր ս ն Ե Ր ի հ ա ս ա ն Ե լ ի ու թ յ ա ն ք ա Ր ձ Ր ա ց մ ա ն հ ա յ Ե ց ա կ ա Ր գ ի ն  
և գ ո Ր ծ ո ղ ու թ յ ու ն ն Ե Ր ի ծ Ր ա գ Ր ի ն հ ա վ ա ն ու թ յ ու ն տ ա լ ու մ ա ս ի ն  
ո Ր ո շ ու մ ը », թ ի վ 47 ար ձ ա ն ա գ Ր ու թ յ ու ն և

## Գ Լ ՈՒ ԽՁԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ-ում

### 2.1 Ակտիվների արժեթղթավորման միջազգային փորձի ներդրման մոտեցումները ՀՀ-ում

Ակտիվների արժեթղթավորման միջազգային փորձը դիտարկվում է կապիտալի միջազգային շուկայի վերլուծության շրջանակում: Տարբերակներում բաժնետոմսերի, պարտատուսերի և բանկային ակտիվների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ ԱՄՆ-ն արժեթղթերի շուկայում խոշոր բաժնեմաս ունեցող երկիրն է (տես գծապատկեր 2.1.1):



Գծապատկեր 2.1.1 Երկրների տնօրինած ֆինանսական գործիքների ծավալների ամփոփ ցուցանիշները (մլն դոլար)<sup>85</sup>

<sup>85</sup> Գծապատկերը կառուցված է Global Financial Stability Report, IFM, Statistical Appendix, 2017 APR տվյալների հիման վրա:

Ինչպես տեսնում ենք բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի խոշորագույն շուկան ԱՄՆ-ինն է: Իսկ Արևմտյան Եվրոպայի տարբեր երկրներում և Չինաստանում գերակշռում են ֆինանսավորման վարկային գործիքները, որտեղ բանկային փոխառություններին բաժին է ընկնում գրեթե կեսը, իսկ պարտատոմսային ֆինանսավորմանը ավելի քան մեկ երրորդը: Չարգացող երկրներին ինչպես և Յայաստանին բնորոշ է բանկային վարկերի գերակայությունը: Իսկ ինչ վերաբերում է ճապոնիային, ապա պարտատոմսային և բանկային ֆինանսավորումը իրականացվում է գրեթե նույն տեմպերով ետ մղելով բաժնետոմսային ֆինանսավորմանը, չնայած նրան, որ ըստ երկրների բաժնետոմսերի ծավալներով երրորդ տեղում գտնվում է ճապոնիան՝ զիջելով ԱՄՆ-ի բաժնետոմսերի ծավալներին շուրջ 5անգամ:

Դրան գուցա հենց ակտիվներով ապահովված արժեթղթավորումն աստիճանաբար արմատավորվում է ֆինանսական շուկաներում՝ ներկայանալով որպես ֆինանսավորման ինովացիոն գործիք: Այն համարվելով ֆինանսական մի շարք ինստիտուցիոնալ կառույցների համակցված և փոխկապակցված գործունեություն, չի կարող արդյունավետ իրագործվել առանց պատշաճ օրենսդրական դաշտի առկայության: Պատահական չէ, որ ԱՄՆ-ում, որը պատմականորեն համարվում է ակտիվների արժեթղթավորման բորսայական գործարքների զարգացման հայրենիքը, վերջին երեք տասնամյակում շուրջ քսան տասնյակը գերազանցող օրենսդրական բարեփոխումներ են իրականացվել, ուղղված հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավոր-

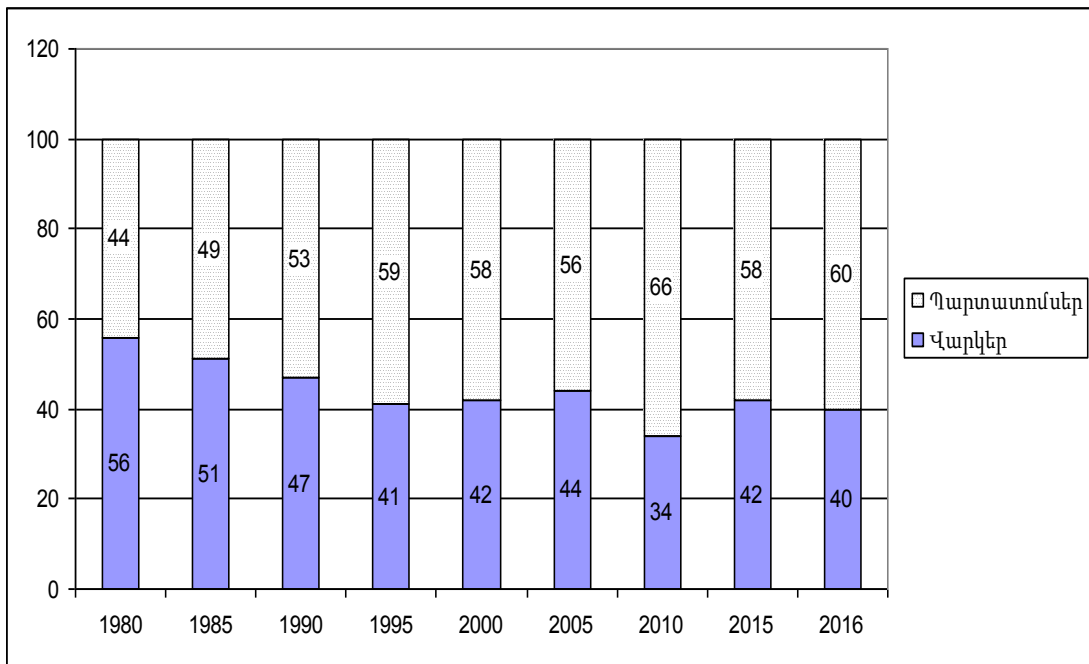


մանը <sup>86</sup>: Եվ անգամ նման օրենսդրական միջոցառումները չկարողացան կանխարգելել 2008-2010 թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը, որն ի դեպ ծագեց հենց ԱՄՆ հիփոթեքային շուկայում և այնուհետև համակարգային բնույթ կրեց:

ԱՄՆ պարտքային շուկայում վերջին երեսուցուց տարիներին նկատվում է ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկման տեսակարար կշիռի աճ (տես գծապատկեր 2.1.2): Միայն, ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ընթացքում այդ աճը փոքրիկ չդանդաղեց, սակայն հետճգնաժամային տարիներին պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը պարտքային շուկայում նորից աճ գրանցեց: Բնականաբար, պարտատոմսերի նկատմամբ արժեթղթերի շուկայի նման վստահությունը էականորեն պայմանավորված էր գործող օրենսդրական նորմերի առկայությամբ: Եվ միայն ԱՄՆ-ում չէր, որ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի նկատմամբ շուկան դրսևորեց զգալի հետաքրքրություն: Գծապատկեր 2.1.3-ում ներկայացվում են մի շարք երկրներ, որոնց համախառն ներքին արդյունքում արժեթղթավորված ակտիվներն ունեն զգալի տեսակարար կշիռ, որը վկայում է այդ ուղղությամբ առկա բավարար օրենսդրական ամրագրումների մասին:

---

<sup>86</sup> Ключников И. К. Финансовые кризисы: теория, история и современность. СПб.: изд-во СПбГУЭФ, 2011, стр. 26-27, (258 с)

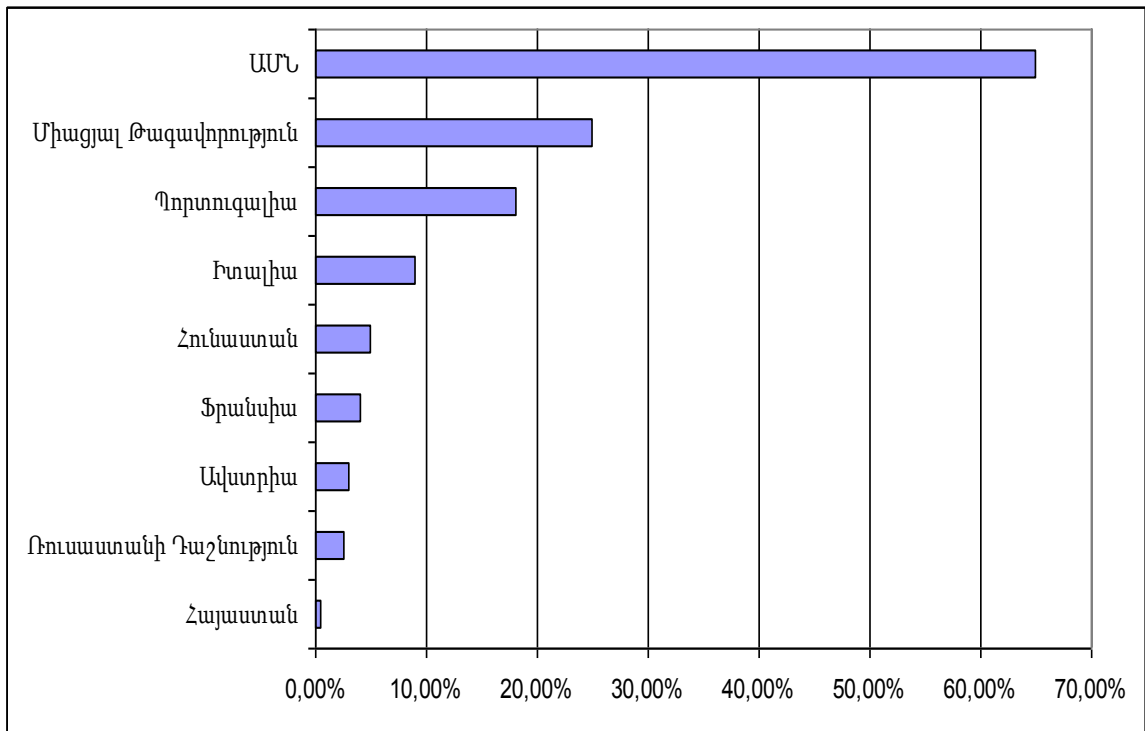


Գծապատկեր 2.1.2. Պարտատոմսերի տեսակարար կշիռի դինամիկան ԱՄՆ պարտքային շուկայում<sup>87</sup>

Մասնագիտական գրականությունում ակտիվներին արժեթղթավորման զարգացումը հիմնականում ներկայացվում է փոփոխվելով, որպես սկզբնական համարելով հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը, այնուհետև հաջորդական փոփոխվելով ֆինանսական ակտիվների արժեթղթավորումը և դրամական հոսքերի արժեթղթավորումը<sup>88</sup>: Սակայն, մեր կարծիքով, արժեթղթավորման գործընթացի փոփոխվելը զարգացման մեկնաբանումներն այնքան էլ համոզիչ չեն, քանի որ ակտիվների արժեթղթավորումը իր տարբեր դրսևորումներն է ստացել տարբեր դարաշրջաններում և հասել մինչև մեր օրերը իր բազմազանությամբ:

<sup>87</sup> US Depth Market Data, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>

<sup>88</sup> Хуыз 3. М, Из истории ипотечного кредитования в США // Финансы и кредит. 2003. № 14., стр. 51-54



Գծապատկեր 2.1.3 Ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի տեսակարար կշիռը երկրների 2016 թվականի ՀՆԱ-ի կազմում<sup>89</sup>

ԱՄՆ-ում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի զարգացման նախադրյալները պայմանավորվեցին հետևյալ հանգամանքներով.

- Ֆոնդային շուկայի զարգացված ության աստիճանը և ֆինանսավարկային համակարգի արդյունավետ գործ ունենալը,
- պետական հատուկ կառույցների ձևավորումը (ինչպես օրինակ՝ *Federal Housing Administration*), որը 1934 թվականից սկսած պետական աջակցություն էր ցուցաբերում ցածր եկամուտներով ազգաբնակչությանը բնակարաններով ապահովման ուղղությամբ, և 90%-ով փոխհատուցում էր արժեթղթավորված ակտիվների ռիսկերի ապահովագրական վճարները,

<sup>89</sup> European Securitization forum, June, 2017

- հիփոթեքային վարկերի երկրորդային շուկայում 3խոշոր գործակալները (Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac) արդյունավետ գործունեությունը, որոնք կարողացան կազմակերպել հիփոթեքային վարկերի հիման վրա թողարկված պարտատոմսերի տեղաբաշխման հասուն թիվ պատակային վերառնումը քիզնեսու լորտ,

- ակտիվների արժեթղթավորման ռիսկերի պետական և մասնավոր ապահովագրական ինստիտուտների գործունեության ներդրած նակեցումը,

- տեղեկատվական համակարգի արդյունավետ օգտագործումը, որը թույլ տվեց օպերատիվ կերպով տվյալներ ձեռքբերելու ակտիվների արժեթղթավորման արդյունքների մասին:

Հատկապես 2000-2006 թվականներին ԱՄՆ-ում արձանագրվեց հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերի (mortgage backed securities - MBS) թողարկման բուռն աճ (802,1%) և ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի (asset-backed security ABS) տեղաբաշխման ծավալների ակտիվացում (167,8%)<sup>90</sup>: Հատկանշական է, որ ԱՄՆ \$ի նանսական շուկայում ձևավորվեցին արժեթղթավորումը ակտիվացնող նոր գործիքներ և ինստիտուտներ, որոնց միջոցով հեշտացավ ռիսկային ակտիվների արժեթղթավորումը: Մասնավորապես, ձևավորվեց հիփոթեքային արժեթղթավորման երկրորդային շուկա, երբ արդեն իսկ գրավադրված անշարժ գույքի վրա երկրորդ անգամ էր կատարվում արժեթղթավորում և նմանատիպ ակտիվները կուտակվելով՝ վերավաճառվում էին ներդրումային հիմնադրամներին (RMBS - Residential Mortgage-Backed Securities): Դրանով

<sup>90</sup> Можаровский Е., Международный опыт использования секьюризации активов на примере США, // Вопросы экономики и права, 2013, #2, стр. 164

ի ս կ , ք ա ն կ ե ռ ն ա վ ե լ ա գ ռ ե ց ի ն մ ի ջ ն ո ռ դ  
կ առ ու յ ց ն ե ռ ի ն ար ժ ե թ դ թ ա վ ո ռ մ ա ն գ ո ռ ծ ը ն թ ա գ ու մ , և  
ս տ ե դ ծ վ ա ծ ի ռ ա վ ի ճ ա կ ու մ ն ե ռ դ ռ ո ղ ն ե ռ ը  
գ ո ռ ծ ը ն թ ա գ ի մ ի ջ ն ո ռ դ ա վ ո ռ վ ա ծ ա յ դ ք ա ռ դ շ ղ թ ա յ ու մ  
ս կ ս ե ց ի ն լ ի ար ժ ե ք ո ռ ե ն չ կ առ ա վ ար ե լ  
ար ժ ե թ դ թ ա վ ո ռ մ ա ն ռ ի ս կ ե ռ ը ` հ ու յ ս ը դ ն ե լ ո վ  
հ ի մ ն ա կ ա ն ու մ պ ար տ ա տ ո մ ս ե ռ ը վ ար կ ա ն ի շ ա վ ո ռ ո ղ  
գ ո ռ ծ ա կ ա լ ու թ յ ու ն ն ե ռ ի վ ը ա<sup>91</sup>:

Մ ի ջ ն ո ռ դ \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն կ առ ու յ ց ն ե ռ ը ,  
օ գ տ ա գ ո ռ ծ ե լ ո վ First Isaac Corporation կ ա գ մ ա կ ե ռ պ ու թ յ ա ն FICO  
ի ն դ ե ք ս ն ե ռ ը , ս կ ս ե ց ի ն « գ ո վ ա գ դ ե լ ռ ի ս կ ա յ ի ն  
ար ժ ե թ դ թ ե ռ ը », ք ա ն ի ո ռ ա յ դ ի ն դ ե ք ս ն ե ռ ո վ ` 400-900  
ք ա լ ա յ ի ն հ ա մ ա կ ար գ ո վ գ ն ա հ ա տ վ ու մ է ի ն  
պ ար տ ա տ ո մ ս ե ռ ի փ ո խ հ ա տ ու ց մ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ն ե ռ ը  
թ ո ղ ար կ ու մ ի ց ս կ ս ա ծ ե ռ կ ու տ ար վ ա ը ն թ ա գ ք ու մ : Ը ն դ  
ո ռ ու մ , 900 ք ա լ տ ը վ ու մ է ռ ք ա ռ ծ ը փ ո խ հ ա տ ու ց մ ա ն  
ա ս տ ի ճ ա ն ու ն ե ց ո ղ պ ար տ ա տ ո մ ս ի ն :

Յ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն գ ո ռ ծ ա կ ա լ ու թ յ ու ն ն ե ռ Fannie Mae, Ginnie  
Mae և Freddie Mac-ը չ է ի ն թ ո ղ ար կ ու մ պ ար տ ա տ ո մ ս ե ռ ` 620  
ք ա լ ի ց ն վ ա գ վ ար կ ա ն ի շ ո վ և ար դ յ ու ն ք ու մ  
ն ե ռ դ ռ ո ղ ն ե ռ ը հ ա մ ար ու մ է ի ն ն ռ ա ն ց կ ո ղ մ ի ց  
տ ե դ ա ք ա շ խ ու մ ն ե ռ ը ո չ ռ ի ս կ ա յ ի ն : Ս ա կ ա յ ն ,  
ն ե ռ դ ռ ո ղ ն ե ռ ը չ է ի ն գ ն ա հ ա տ ու մ հ ե տ ա գ ա յ ու մ  
մ ի ջ ն ո ռ դ ա յ ի ն կ ա գ մ ա կ ե ռ պ ու թ յ ու ն ն ե ռ ի շ ղ թ ա յ ո վ  
ա յ դ պ ար տ ա տ ո մ ս ե ռ ի ո ռ ա կ ա գ ը կ մ ա ն ռ ի ս կ ե ռ ը և  
թ ո ղ ար կ ու մ ի ց ե ռ կ ու -ե ռ ե ք տ ար ի ա ն ց փ ա ս տ ո ռ ե ն  
մ ի ջ ն ո ռ դ ն ե ռ ի ց գ ն ու մ է ի ն ռ ի ս կ ա յ ի ն ար ժ ե թ դ թ ե ռ ,  
ո ռ ո ն ք առ ա ջ ա ց ը ի ն « \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն փ ու չ ի կ ն ե ռ » և  
ա յ ն ու հ ե տ ն ` \$ ի ն ա ն ս ա տ ն տ ե ս ա կ ա ն ճ գ ն ա ժ ա մ :

Յ ե տ ճ գ ն ա ժ ա մ ա յ ի ն շ ը ջ ա ն ու մ ար ժ ե թ դ թ ա վ ո ռ վ ա ծ  
ա կ տ ի վ ն ե ռ ի շ ու կ ա ն ԱՄՆ- ու մ պ ա ս ի վ ա ց ա վ ,  
կ ը ճ ա տ վ ե ց ի ն մ ի ջ ն ո ռ դ ա վ ո ռ վ ա ծ ս պ ե կ ու լ յ ա տ ի վ  
գ ո ռ ծ ար ք ն ե ռ ը , ռ ի ս կ ա յ ի ն ար ժ ե թ դ թ ե ռ ի ն տ ը վ ե ց

<sup>91</sup> Каменщик Д.В. Механизм формирования “пузырей” на мировых финансовых рынках // Вопросы экономики и права. 2012. № 9. стр 31

առավել ողջամիտ վարկանիշավորում և արդյունքում ABS արժեթղթերի վաճառքը 2012 թվականին արդեն կտրուկ իջավ և կրճատվեց շուրջ 3,8 անգամ, իսկ մասնավոր կազմակերպությունների կողմից թողարկվող MBS արժեթղթերի վաճառքը կրճատվեց՝ 23,3 անգամ<sup>92</sup>:

Ի տարբերություն ԱՄՆ-ի, ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը եվրոպայում կազմակերպվեց առավել պարզ սխեմաներով: Այստեղ մինչ այժմ էլ չեն գործում Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac և այլ նմանատիպ գործակալություններ և հնարավորինս կրճատված են միջնորդային ինստիտուտները և հիմնականում արժեթղթավորում են դեպոզիտները: Ըստ փորձագետների գնահատումների, եվրոպական \$ինանսական շուկաներում արժեթղթավորված ակտիվների շուրջ 50%-ը դեպոզիտներն են և միայն 20%-ը՝ հիփոթեքային վարկերը<sup>93</sup>:

Ի տարբերություն ամերիկյան փորձի, եվրոպական իրականությունում ակտիվների արժեթղթավորումն իրականացվում է հաշվեկշռային սկզբունքով, և արժեթղթավորման ռիսկերը չեն վերաբաշխվում՝ այլ հիմնականում մնում են նախածեռնող կազմակերպության վրա: Յիփոթեքային վարկերի հիման վրա թողարկվում են պարտատոմսեր (covered bonds), որոնցից ամենատարածվածը գերմանական արժեթղթերն են (pfandbrief). Արժեթղթավորման առանձնահատկությունը կայանում է նրանում, որ պարտատոմսերը թողարկվում են հիփոթեքային բանկի միջոցով, որը կարգավորում է արժեթղթավորման ողջ շղթան, գնահատում է վարկային փոփոխությունները, սահմանում է վարկերի սինդիկացման և փոփոխ ձևավորման նորմատիվներ:

<sup>92</sup> Ширалиев М.О. Эволюция мирового финансового кризиса: от ипотечного кризиса в США к долговому кризису в Европе // Вопросы экономики и права. 2013. № 12, стр. 22  
<sup>93</sup> The Association for Financial Markets in Europe: <http://www.afme.eu>

Պարտատոմսերի իրավունքներն այս դեպքում պաշտպանվում են երեք սկզբունքով՝ մասնագիտացմամբ, ապահովվածությամբ և համարժեքությամբ: Առաջին սկզբունքի եռթյունը կայանում է նրանում, որ հիփոթեքային բանկը թույլ է տալիս իրականացնել ու միայն որոշակի ակտիվների արժեթղթավորում, որպեսզի ձևավորվի հնարավորինս մասնագիտացված փուլ: Երկրորդ սկզբունքի կիրառումը պահանջում է, որ արժեթղթավորման ընթացքում հիփոթեքային բանկը ապահովի պահուստներ, որպեսզի բանկերի սնանկացման պարագայում պարտատոմսերի տիրապետողներին որոշակիորեն փոխհատուցվեն կորուստները: Համարժեքություներն ախանջում է, որ հիփոթեքային բանկին արժեթղթավորում նախաձեռնող բանկը պետք է ներկայացնի իր ֆինանսական հնարավորությունները՝ պարտատոմսերի տիրապետողներին արժեթղթի գումարը և տոկոսային եկամուտը փոխհատուցելու հարցում:<sup>94</sup>

Այսպիսով, ի տարբերություն ամերիկյան մոդելի, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման եվրոպական մոդելը առավել կոշտ դրսևորումներով է հանդես գալիս նախաձեռնող բանկերի նկատմամբ և հնարավորինս կանխարգելում է արժեթղթավորման ռիսկերը:

Արժեքավոր է համարվում նաև ակտիվների արժեթղթավորման ասիական փորձը, հատկապես Սինգապուրի ֆինանսական շուկայի օրինակով: Ներկայումս այդ երկրում գործում է շուրջ 120 առևտրային բանկ, և որ հատկանշական է՝ դրանց գույքահեն 50 լիցենզավորված ընկերություններ:<sup>95</sup>

<sup>94</sup> Кияткина В.. Мировой рынок ипотечных облигаций covered bonds и MBS: возвращение секьюритизации или новый виток в ее развитии? // Банковский ритейл, №1, 2011

<sup>95</sup> Прайм Эдвайс консультационная группа, //www.hibprime.com/preimuschestva\_singapurskish\_trastov

Ուսումնասիրությունները վկայում են, որ ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի էական խթան է հանդիսացել ոլորտի օրենսդրական դաշտի բարելավումը, հարկային և արագուցիչ արտոնությունների տրամադրումը: Այսպես, Սինգապուրում ընդունված «Վստահելի կառավարիչների մասին», ինչպես նաև «Թրասթային կազմակերպությունների մասին» օրենքներով ամրագրվել են ակտիվների արժեթղթավորման արդյունավետ գործընթացների ուղենիշներ, իսկ հարկային օրենսդրությամբ արժեթղթավորման գործընթացների շահառուները ձևավորվող հարկային պարտավորությունների արտոնություններն<sup>96</sup>:

Սինգապուրում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացների ակտիվացմանը նպաստեցին նաև առևտրական բանկերի հիմնադրումը, որոնք երկրորդային ֆինանսական միջնորդների դեր սկսեցին կատարել առևտրային բանկերի միջև: Առևտրական բանկերն ակտիվների արժեթղթավորման իրենց մասնակցությունը կառուցեցին բացառապես ասիական դրամային արժույթների հենքով, դրանով իսկ փորձելով կանխարգելել ոլորտի դոլարիզացման բարձր մակարդակը:

### **2.23 ի փոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնահատման առանձնահատկությունները**

Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը որոշակիորեն չի խրախուսվում ինչպես տեսաբանների կողմից, այնպես էլ գործնականում, հենց այն պատճառով, որ կրում է ֆինանսական էական ռիսկեր: Ընդ որում, ֆինանսական ռիսկերը տեղային

<sup>96</sup>Նույն տեղը:

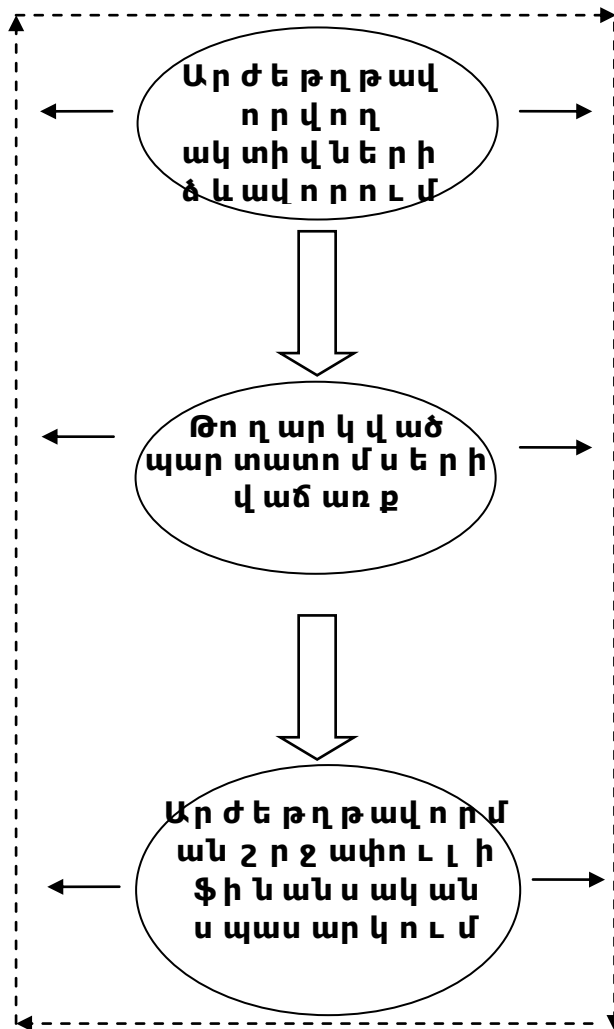


լի ն ե լ ու ց բ ա ց ի , կ ա ր ո ղ ե ն վ ե ր ա ծ վ ե լ հ ա մ ա կ ա ր գ ա յ ի ն բ ն ու յ թ ի և ան գ ա մ պ ա տ ճ առ դ առ ն ա լ հ ա մ ա շ խ ա ր հ ա յ ի ն \$ ի ն ան ս ա տ ն տ ե ս ա կ ան ճ գ ն ա ժ ա մ ի , ո ր ի ց ա յ տ ու ն օ ր ի ն ա կ ը հ ա ն դ ի ս ա ց ա վ Ա Մ Ն հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն շ ու կ ան <sup>97</sup>: Ա յ ս առ ու մ ո վ , մ ա ս ն ա գ ի տ ա կ ան գ ր ա կ ան ու թ յ ան մ ե ջ բ ա գ մ ի ց ս ն շ վ ու մ է , ո ր ա կ տ ի վ ն ե ր ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո ր մ ան ը պ ե տ ք է գ գ ու շ ա վ ո ր մ ո տ ե ց ու մ ց ու ց ա բ ե ր ե լ և գ ն ա հ ա տ ե լ ա յ դ գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ի ն ու ղ ե կ ց ո ղ \$ ի ն ան ս ա կ ան ռ ի ս կ ե ր ը , ք ա ն ի ո ր ար ժ ե թ դ թ ա վ ո ր ու մ ը կ ա ր ո ղ է ը ն դ ա մ ե ն ը « գ ե ղ ե ց ի կ փ ա թ ե թ ա վ ո ր ե լ » ց ա ծ ր և ան գ ա մ ո չ ի ր ա ց վ ե լ ի ա կ տ ի վ ն ե ր ը , դ ր ա ն ց տ ա լ ո վ « գ ր ա վ ի չ ա պ ր ա ն ք ա յ ի ն տ ե ս ք » , ո ր ի տ ա կ թ ա ք ն վ ա ծ ե ն բ ա գ ու մ \$ ի ն ան ս ա կ ան ռ ի ս կ ե ր <sup>98</sup>:

\$ ի ն ան ս ա կ ան ռ ի ս կ ե ր ի ձև ա վ ո ր ու մ ը ա կ տ ի վ ն ե ր ի ար ժ ե թ դ թ ա վ ո ր մ ան գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ու մ կ ր ու մ է շ ղ թ ա յ ա կ ան բ ն ու յ թ , ո ր ը պ ա հ ան ջ ու մ է հ ա մ ա պ ար փ ա կ մ ո տ ե ց ու մ ց ու ց ա բ ե ր ե լ ռ ի ս կ ե ր ի գ ն ա հ ա տ մ ան ո լ ո ր տ ու մ : \$ ի ն ան ս ա կ ան ռ ի ս կ ե ր ը ձև ա վ ո ր վ ու մ ե ն ո չ մ ի ա յ ն պ ար տ ա տ ո մ ս ե ր ի մ ար մ ան ժ ա մ ան ա կ ա հ ա տ վ ա ծ ու մ , ա յ լ և պ ար տ ա տ ո մ ս ե ր ը տ ե ղ ա բ ա շ խ ե լ ի ս և ա յ դ գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ի ս պ ա ս ար կ ու մ ն ա պ ա հ ո վ ո ղ \$ ի ն ան ս ա կ ան պ ա շ ար ն ե ր ը ձև ա վ ո ր ե լ ի ս : Յ ա տ կ ա պ ե ս , մ ե ծ է \$ ի ն ան ս ա կ ան ռ ի ս կ ե ր ի մ ա ս ն ա բ ա ժ ի ն ը հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն ա կ տ ի վ ն ե ր ն ար ժ ե թ դ թ ա վ ո ր ե լ ի ս , ե ր բ շ ղ թ ա յ ա բ ար փ ո խ կ ա պ ա կ ց վ ա ծ ռ ի ս կ ա յ ի ն գ ո ր ծ ո ն ն ե ր ի ն ե ր ա գ դ ե ց ու թ յ ան շ ն ո ր հ ի վ ա ն գ ա մ գ ր ա վ ա դ ր վ ա ծ ան շ ար ժ գ ու յ ք ո վ հ ն ար ա վ ո ր ու թ յ ու ն չ ի ս տ ե ղ ծ վ ու մ լ ի ո վ ի ն փ ո խ հ ա տ ու ց ե լ ու տ ե ղ ա բ ա շ խ վ ա ծ պ ար տ ա տ ո մ ս ե ր ի ժ ա մ կ ե տ ա յ ի ն մ ար ու մ ը , ո ր ն է լ ի ր հ ե ր թ ի ն ձև ա վ ո ր ու մ է է ա կ ան ռ ի ս կ ե ր : Ս տ ա ց վ ու մ է ա յ ն պ ե ս , ո ր

<sup>97</sup> Осипов А.Ю., Причины мирового финансовго кризиса и последствия для России, // Российское предпринимательство, 2012, том 13, 314, стр. 4-10  
<sup>98</sup> Белозеров С.А., Лупырь А.А., Исторические формы и концепции секьюритизации активов, // Финансы и кредит, 31(559), 2013, стр. 69-71

հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման  
 ֆինանսական ռիսկերի շղթայական  
 փոխներգործություններն ընդգրկում էինչպես  
 ակտիվների ձևավորման ոլորտը, այնպես էլ  
 պարտատոմսերի վաճառքի, արժեթղթավորման  
 շրջափոխի ֆինանսական սպասարկման գործընթացը  
 (տես գծապատկեր 2.2.1), արդյունքում խաթարելով  
 ակտիվների արժեթղթավորման ողջ գործընթացը,  
 ձևավորելով տնտեսավարման անբարենպաստ  
 միջավայր, ինչը որտեղի ունեցավ վերջին  
 տասնամյակում ԱՄՆ հիփոթեքային շուկայում:



Գ ծ ապատկ եր 2.2.13 ի փոթեք այ ի ն ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա -  
վ ո Ր մ ա ն      \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն      ռ ի ս կ եր ի      շ ղ թ ա յ ա կ ա ն  
փ ո խ կ ա պ վ ա ծ ու թ յ ու ն ը <sup>99</sup>

Մ եր    կ ո ղ մ ի ց ,    ա կ տի վ ն եր ի    ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն  
գ ո Ր ծ ը ն թ ա ց ու մ                      \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն                      ռ ի ս կ եր ի  
դ ա ս ա կ ար գ մ ա ն ը առ ա ջ ար կ վ ու մ է ց ու ց ա բ եր ե լ եր կ ու  
մ ո տ ե ց ու մ`    ը ս տ    ձ ա վ ո Ր մ ա ն    կ ե ն տր ո ն ն եր ի    և    ը ս տ  
կ առ ա վ ար ե լ ի ու թ յ ա ն    ա ս տի ճ ա ն ի :    Մ ա ս ն ա գ ի տ ա կ ա ն  
գ Ր ա կ ա ն ու թ յ ա ն                      մ ե ջ                      \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն  
հ ա ս տ ա տ ու թ յ ու ն ն եր ի    ռ ի ս կ եր ի    դ ա ս ա կ ար գ ու մ ը ը ս տ  
կ առ ա վ ար մ ա ն    ք ն ու յ թ ի ն եր կ ա յ ա ց վ ու մ է    ռ ի ս կ ա յ ի ն  
ո լ ո Ր տ ն եր ի    օ բ յ ե կ տի վ    և    ս ու բ յ ե կ տի վ    ձ ա վ ո Ր մ ա ն  
տ ե ս ա ն կ յ ու ն ի ց ,<sup>100</sup>    և    դ Ր ա ն ի ց    ե լ ն ե լ ո վ ,    \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն  
ռ ի ս կ եր ը    ն եր կ ա յ ա ց վ ու մ    ե ն    կ առ ա վ ար ե լ ի ու թ յ ա ն  
ն վ ա գ , մ ի ջ ի ն    և    ք ա Ր ձ Ր մ ա կ ար դ ա կ ն եր ո վ : Ա յ ս առ ու մ ո վ  
ն ա ն    կ ար ծ ի ք    է    հ ա յ տ ն վ ու մ    \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն    ռ ի ս կ եր ը  
գ ն ա հ ա տ ե լ ու                      ի Ր ե ն ց                      կ առ ու ց ո ղ ա կ ա ն                      և  
ար դ ար ա ց վ ե լ ի ու թ յ ա ն    տ ե ս ա ն կ յ ու ն ի ց`    ն ո Ր ի ց    շ ե շ -  
տ ա դ Ր ու մ    կ ա տ ար ե լ ո վ    ռ ի ս կ եր ի    օ բ յ ե կ տի վ    և  
ս ու բ յ ե կ տի վ    ձ ա վ ո Ր մ ա ն    գ ո Ր ծ ը ն թ ա ց ն եր ի վ Ր ա<sup>101</sup>:

Բ ն ա կ ա ն ա բ ար ,    ձ ա վ ո Ր մ ա ն    օ բ յ ե կ տի վ ու թ յ ա ն  
տ ե ս ա ն կ յ ու ն ի ց ,                      \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն                      կ ա գ -  
մ ա կ եր պ ու թ յ ու ն ն եր ու մ    ռ ի ս կ եր ի    դ ա ս ա կ ար գ ու մ ը  
կ ար և ո Ր վ ու մ                      է                      հ ա վ ա ն ա կ ա ն                      վ ն ա ս ն եր ի  
կ ա ն խ ար գ ե լ մ ա ն                      կ առ ա վ ար չ ա կ ա ն                      ո Ր ո շ ու մ ն եր ը  
կ ա յ ա ց ն ե լ ի ս ,    ք ա ն    թ ե    ռ ի ս կ եր ի    առ կ ա յ ու թ յ ու ն ը  
գ ն ա հ ա տ ե լ ի ս :

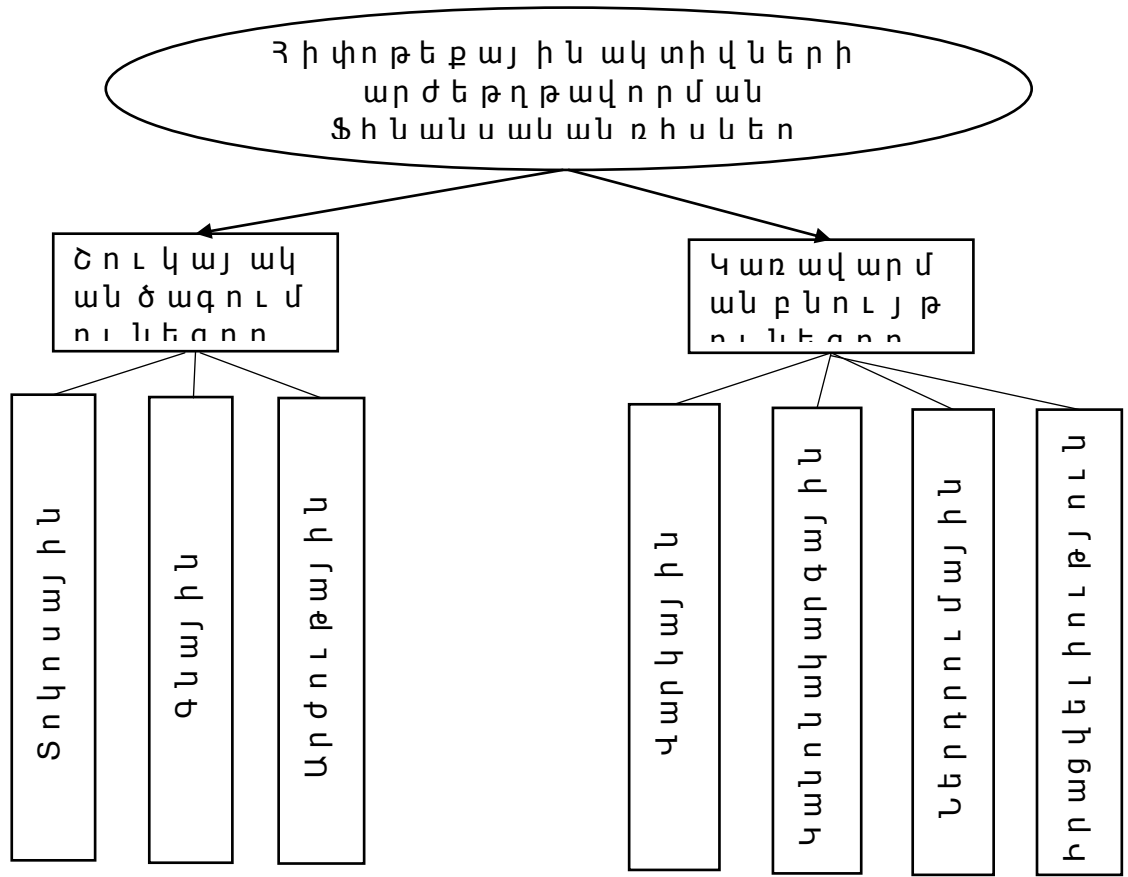
<sup>99</sup> Կ ա գ մ վ ա ծ է ա տ ե ն ա խ ո ս ի կ ո ղ մ ի ց , հ ի մ ք ը ն դ ու ն ե լ ո վ տ ե ս ա կ ա ն  
մ ո տ ե ց ու մ ն եր ը :

<sup>100</sup> Ա ն դ Ր ե ա ս յ ա ն Ն .Յ ., \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն    ռ ի ս կ եր ի    կ առ ա վ ար մ ա ն    ք ա գ ե լ -  
յ ա ն    ս կ գ բ ու ն ք ն եր ի    կ ի Ր առ մ ա ն    հ ի մ ն ա խ ն դ ի Ր ն եր ը ,    «Ս ո ց ի ա լ -  
տ ն տ ե ս ա կ ա ն    գ ար գ ա ց մ ա ն    ար դ ի    հ ի մ ն ա խ ն դ ի Ր ն եր ը    Յ Յ - ու մ »,    Գ ի տ ա կ ա ն    հ ո ղ վ ա ծ ն եր ի    ժ ո ղ ո վ ա ծ ու ,    Յ Յ    Գ Ա Մ . Բ ո թ ա ն յ ա ն ի    ա ն վ .  
տ ն տ ե ս ա գ ի տ ու թ յ ա ն    ի ն ս տ ի տ ու տ , եր . 2016, է ջ 28-32:

<sup>101</sup> Ա հ ար ո ն յ ա ն Ս .Ա ., Առ և տր ա յ ի ն ք ա ն կ եր ի հ ի մ ն ա կ ա ն  
ց ու ց ա ն ի շ ն եր ի փ ո խ հ ար ա բ եր ա կ ց ու թ յ ու ն ն եր ո վ ա կ տի վ ն եր ի և  
պ ա ս ի վ ն եր ի գ ն ա հ ա տ մ ա ն    ն ո Ր ո վ ի մ ո տ ե ց ու մ , « \$ ի ն ա ն ս ն եր և  
Է կ ո ն ո մ ի կ ա », N11-12 (161-162), ն ո յ    Ե մ բ եր -դ ե կ տ ե մ բ եր 2013, է ջ 58-60:

Ուստի կառավարման տեսանկյունից, հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական ռիսկերի դասակարգումը առավել նպատակահարմար է դիտարկել շուկայական գործունեների և արժեթղթավորման կառավարման մոտեցումներին տեսանկյունից (տես գծապատկեր 2.2.2):

Այսպես, տոկոսային դրոշմաչափերի և արտարժույթային փոխարժեքների շուկայական տատանումները ակտիվների արժեթղթավորման շրջափոխում կարող են եսական ֆինանսական ռիսկեր առաջացնել, հատկապես, երբ արժեթղթավորման շրջափոխը երկարաժամկետ բնույթ ունի: Սակայն, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերը չեն ձևավորվում միայն շուկայական գործունեություն, այլև սերտառնչություն ունեն արժեթղթավորման ողջ գործընթացի կառավարման հետ: Մասնավորապես, այստեղ կարևորություն է ստանում վարկային փոխի ձևավորման որակը, սինթետիկ արժեթղթավորման պարագայում բանկերի ֆինանսատնտեսական գործակիցների համապատասխանելիությունը 33 Կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված նորմատիվներին, տեղաբաշխվող պարտատոմսերի իրացվելիության գործունե և ներդրողների մոտիվացիան (տես գծապատկեր 2.2.2):



Գծապատկեր 2.2.23 Հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման \$հնանսական ռիսկերի դասակարգումը <sup>102</sup>

Այս առումով, հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման \$հնանսական ռիսկերը գնահատելիս մեր կողմից առաջարկվում է ուղղորդվել ոլորտային սկզբունքով, հաշվի առնելով արժեթղթավորվող ակտիվների ձևավորման, արժեթղթերի վաճառքի և արժեթղթավորման շրջափոխի \$հնանսական սպասարկման ուղղույթը (տես գծապատկեր 2.2.1):

Այսպես, երբ քննարկվում է ակտիվների արժեթղթավորման շրջափոխի որակական ոլորտը, ապա հիփոթեքային վարկերից ձևավորվող համախումբը (փուլը) պետք է որակական առումով միաստան լինի, որպեսզի դրանով հնարավոր լինի մեղմվեն այդ ոլորտում ծագող \$հնանսական

<sup>102</sup> Կազմված է առենախոսի կողմից, հիմքը նդունելով տեսական մոտեցումները:

նիսկերը: Արժեթղթավորվող վարկային համախմբի միասնականությանը պահանջում է մի շարք գործոններին առկայություն.

- վարկառուների կողմից վարկային պարտավորությունների մարման ժամանակացույցի միատեսակություն,

- վարկուկառության որակական հատկանիշների առկայություն և գնահատման միատիպություն,

- գրավադրված ակտիվի իրացվելիության աստիճանի միատիպություն:

Վերլուծությունը ցույց է տալիս (տես աղյուսակ 2.2.1), որ ՀՀ տարբեր առևտրային բանկերում հիփոթեքային վարկերի ոլորտում վարկուկառության աստիճանը տարբեր է, որը \$ինանսական նիսկեր է առաջացնում արժեթղթավորվող վարկային փոփոխական գործընթացում:

Աղյուսակ 2.2.1

Ժամկետանց հիփոթեքային վարկային պարտավորությունների ձևավորումը ՀՀ առևտրային բանկերում 2016թվականին<sup>103</sup>

Ժամկետանց վարկեր	մինչ և 30 օր	31-60 օր	61-90 օր	>90 օրից	Ընդամենը
<b>«ԱԿՐԱ Կրեդիտ Ագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ</b>					
ընդամենը Ժամկետանց վարկեր (հազ.դրամ)	445255	813076	422965	510663	2191959
այդ թվում՝ հիփոթեքային	26084	19160	79	34332	79655
հիփոթեքային վարկերի տեսակարար կշիռ (%)	5,86	2,36	0,02	6,72	3,63

<sup>103</sup> Կազմված է առևտրային բանկերի կողմից հրատարակված \$ինանսական տարեկան հաշվետվություններին հիման վրա

<b>«ՎՏԲ-3 այ աս տան Բանկ» ՓԲԸ</b>					
ը ն դ ա մ է ն ը Ժ ա մ կ ե տ ա ն ց վ ա ր կ ե ր (հ ա զ . դ ր ա մ )	1123100	646410	460856	2006723	4237089
ա յ դ թ վ ու լ մ` հ ի փ ո թ է ք ա յ ի ն	201133	154514	70051	200659	626357
հ ի փ ո թ է ք ա յ ի ն վ ա ր կ ե ր ի տ ե ս ա կ ա ր ա ր կ շ ի ո ( % )	17,91	23,90	15,20	10,00	14,78

**Ա ղ յ ու լ ս ա կ 2.2.1-ի շ ա ր ու ն ա կ ու թ յ ու ն**

Ժ ա մ կ ե տ ա ն ց վ ա ր կ ե ր	մ ի ն չ և 30 օ ր	31-60 օ ր	61-90 օ ր	>90 օ ր ի ց	Ը ն դ ա մ է ն ը
<b>«Ա ն է լ ի ք Բ ա ն կ» Փ Բ Ը</b>					
ը ն դ ա մ է ն ը Ժ ա մ կ ե տ ա ն ց վ ա ր կ ե ր (հ ա զ . դ ր ա մ )	24145	214521	1412326	196528	1847520
ա յ դ թ վ ու լ մ` հ ի փ ո թ է ք ա յ ի ն	5212	36022	170515	26144	237893
հ ի փ ո թ է ք ա յ ի ն վ ա ր կ ե ր ի տ ե ս ա կ ա ր ա ր կ շ ի ո ( % )	21,6	16,8	12,1	13,3	12,9

Այ ս տեղ կ արև ո ղ ը մ է ո չ մ ի ա յ ն վ ա ր կ առ ու ն եր ի  
կ ող մ ի ց վ ա ր կ ա յ ի ն պ ա ր տ ա վ ո ղ ու թ յ ու ն ն եր ի մ ա ր մ ա ն  
Ժ ա մ ա ն ա կ ա ց ու յ ց ի մ ի ա տ ե ս ա կ ու թ յ ու ն ը , ա յ լ և ա յ դ  
Ժ ա մ ա ն ա կ ա ց ու յ ց ի ն հ ե տ ն ող ա կ ա ն ու թ յ ա ն և վ ա ր կ ա-  
ռ ու ն եր ի կ ող մ ի ց վ ա ր կ ա յ ի ն  
պ ա ր տ ա վ ո ղ ու թ յ ու ն ն եր ի կ ա տ ա ր մ ա ն ի ր ա կ ա ն

ընթացքը<sup>104</sup>: Ժամկետանց հիփոթեքային վարկային պարտավորությունների տեսակարար կշռի շարունակական աճը ռիսկեր է ձևավորում արժեթղթերի ետ գնման գործընթացում, քանի որ մինչ այդ առևտրային բանկերը չեն կարողանում ձևավորել արժեթղթավորված ակտիվների գծով պարտատոմսերի մարման անհրաժեշտ պաշար<sup>105</sup>:

Թերևս, ֆինանսական ռիսկերը փոքր ինչ մեղմվում են ավանդական մոտեցմամբ հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման պարագայում, երբ ռիսկային էական տեսակարար կշիռ ունեցող վարկերը դուրս են գրվում առևտրային բանկերի հաշվեկշռից, դրանով իսկ բարելավելով ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված կապիտալի համարժեք ության նորմատիվը: Սակայն ներկայումս, ՀՀ առևտրային բանկերն ունեն վերոնշյալ նորմատիվի ապահովված ության զգալի պաշար (տես աղյուսակ 2.2.2) և այս ոլորտում ակտիվների արժեթղթավորման ռիսկայնությունն այնքան էլ էական չէ:

Ակտիվների արժեթղթավորումը ֆինանսական ռիսկեր է պարունակում ոչ միայն վարկառուների կողմից ստանձնած պարտավորությունների մարման հետաձգումից կամ ձախողումից, այլև վաղաժամկետ մարումներից: Արժեթղթերի վաճառքից ստացած հասույթը վերավարկավորման ուղղություններով օգտագործելիս կարող են առաջանալ վաղաժամկետ վճարումների ռիսկեր: Այսպես, վերավարկավորման ոլորտում հայտնված վարկառուները կարող են ժամանակից շուտ մարել իրենց վարկային պարտավորությունները: Իսկ երբ վարկը

<sup>104</sup> Անդրեասյան Ն.Յ., «Կառավարչական որոշումների ուղղու - թյունները բանկային ռիսկերի շրջանակում», «Ֆինանսներև Էկոնոմիկա», #4-5(198-199)2017, էջ 94-97

<sup>105</sup> Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / под ред. А. Хейра; пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, стр. 86-87 (416 с.)



վաղաժամկետ մարվում է, պարտատոմսերի արժեկտրոնների վճարը կարող է նվազել, քանի որ վարկային տոկոսային եկամուտների մուտքերը կփոքրանան, տոկոսներ չեն կուտակվի և կնվազի արժեթղթավորման արդյունքում տեղաբաշխված վարկերի եկամտաբերությունը: Հաշվի առնելով այս հանգամանքը, պարտատոմսերի թողարկման ազդագրերում ներկայացվում են վաղաժամկետ մարման ցուցանիշները՝ ըստ արժեթղթավորման նախաձեռնողների (տես աղյուսակ 2.2.3):

Աղյուսակ 2.2.2

ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալի համարժեքության ընդհանրացված ցուցանիշները 2013-2017 թթ.<sup>106</sup> (%)

Ցուցանիշներ	Նորմատիվ	2013	2014	2015	2016	2017
Ընդհանուր կապիտալ /ռիսկով կշռված ակտիվներ	≥12%	15,2	14,5	16,2	16,4	16,8
Հիմնական կապիտալ (Tier 1)/ռիսկով կշռված ակտիվներ	≥8%	12,6	12,7	14,0	14,4	14,6
Չաշխատող վարկեր /ընդհանուր վարկեր	-	6,3	7,0	7,8	8,2	8,1

Այսպես, «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի կողմից 2015 թվականին ներկայացված ազդագրում նշվում է վարկային պարտավորությունների վաղաժամկետ մարման հավանականությունը (տես աղյուսակ 2.2.3), որը ձևավորում է ակտիվների արժեթղթավորման համապատասխան ռիսկեր:

<sup>106</sup> <https://www.cba.am/> // ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալի համարժեքության և իրացվելիությունների նորմատիվները:

Պարտատոմսերի մարմանն ուղղված վարկային պարտավորությունների վաղաժամկետ մարման հավանականությունը <sup>107</sup>

Նախաձեռնող ունիվերսալ վարկային կազմակերպու- թյուններ	Վարկի տեսակը					
	Գյուղատն տեսական		ՓՄՁ		Սպառողա- կան	
	ԱՄՆ դոլ ար	ՀՀ դրամ	ԱՄ Ն դո լ ա ր	ՀՀ դր ամ	ԱՄ Ն դո լ ա ր	ՀՀ դր ամ
«Նորհորիզոն ՈԲՎԿ»	0,82%	0,49%	1,18%	-	-	0,80%
«Գառնի Ինվեստ ՈԲՎԿ»	-	-	-	-	-	0,97%
«Քարտ Ագրոկրեդիտ ՈԲՎԿ»	-	-	-	-	-	0,1%
«Գլոբալ Կրեդիտ» ՈԲՎԿ	-	-	0,50%	-	-	1,29%
«Կամուրջ ՈԲՎԿ»	-	-	0,24%	0,62%	-	0,34%

Գործնականում, ակտիվների արժեթղթավորման \$ինանսական ռիսկերի ներկայացման այլ ուղղություններ են ներկայացվում: Այսպես, վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ-ի ազդագրում արժեթղթավորման ռիսկերը ներկայացվում են հետևյալ խմբերով <sup>108</sup>.

- տոկոսային ռիսկ, երբ հաշվի են առնվում տոկոսադրույքների ուղղակի փոփոխությունները արժեթղթավորման հետ առնչվող դրամական հոսքերի վրա,

<sup>107</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ», Ազդագիր 2015, էջ 19

<sup>108</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ», Ազդագիր 2015, էջ 20-23

- պարտքային ռիսկ, երբ պայմանագրային գործընկերը չի կատարում իր պարտավորությունները, որը կարող է Յիմնադրամում առաջացնել հավանական \$ինանսական կորուստներ,
- իրացվելիության ռիսկ, երբ Յիմնադրամը չի կարող լիարժեք մարել իր կողմից սատնձնած պարտավորությունները:

Նմանատիպ \$ինանսական ռիսկերի մեղման համար Յիմնադրամը վարում է իրացվելիության կառավարման քաղաքականություն, բանկային հաշիվներում կուտակելով բավարարմիջոցներ՝ գործառնական պարտավորությունները ժամանակին և լիարժեք մարելու համար:

Աղյուսակ 2.2.4

Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ-ի \$ինանսական ակտիվների և \$ինանսական պարտավորությունները ստամարման ակնկալվող ժամկետներին 2017թ. հունիսի 30-ի դրությամբ (հազ. դրամ)<sup>109</sup>

Ցուցանիշներ	մինչև 1ամիս	1-3 ամիս	3-6 ամիս	6-12 ամիս
Դրամական միջոցներ	92,553	-	-	-
Վարկեր	18,292	52,078	63,023	21,193
Ընդամենը \$ինանսական ակտիվներ	110,845	52,078	63,023	21,193
Թողարկված պարտքային արժեթղթեր	-	(84,896)	(4,784)	-

<sup>109</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ», \$ինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրություններ, կետ 14, 2017թվ. հունիսի 30-ի դրությամբ

Ը ն դ ամ Ե ն ը Ֆ ի ն ան ս ակ ան պ ար տ ավ ո թ ռ ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե թ	-	(84,896)	(4,784)	-
Չ ո ւ տ դ ի թ	110,845	(32,818)	58,239	21,193
Չ ո ւ տ կ ո ւ տ ակ այ ի ն դ ի թ	110,845	78,027	136,266	157,459

Այս պես, Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ-ի կողմից 2017 թվականի համար ներկայացված է ֆինանսական ակտիվների և պարտավորությունների ձևավորման վերլուծությունը, որը վկայում է իրացվելիության ռիսկի բացակայության մասին (տես աղյուսակ 2.2.4)<sup>110</sup>:

Որպես կանոն, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը շղթայական ոլորտային ռիսկեր է պարունակում, որն էլ ֆինանսական ռիսկերը գնահատելիս ենթադրում է այդ գործընթացի հավանական վնասների շրջափակային դիտարկում:

Աղյուսակ 2.2.5

Հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի ձևավորման առաջարկվող ցուցիչները <sup>111</sup>

Ռիսկեր	Ցուցիչներ
<b>Արժեթղթավորվող ակտիվների ձևավորում</b>	<b>K<sub>1</sub></b>
Հիփոթեքային վարկերի համախմբի (փուլի) որակական կազմի ռիսկ	<b>K<sub>11</sub></b>
Ակտիվներում բանկային կապիտալի թույլատրելի տեսակարար կշռի	<b>K<sub>12</sub></b>

<sup>110</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ I», Ազդագիր 2015, էջ 20-23

<sup>111</sup> Կազմված է տեղափոխվող հիմքը նդունելով վերլուծական արդյունքները:

ռիսկայնություն	
<b>Արժեթղթերի վաճառք</b>	<b>K<sub>2</sub></b>
Պարտատոմսերի տեղաբաշխման իրացվելիությունն ու նիսկ	<b>K<sub>21</sub></b>
Արժեթղթերի ժամկետային ետգնման ֆինանսական ռեսուրսների առկայությունն ու նիսկ	<b>K<sub>22</sub></b>
<b>Արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական սպասարկում</b>	<b>K<sub>3</sub></b>
Տոկոսային և արժույթային ռիսկեր	<b>K<sub>31</sub></b>
Ֆինանսական պարտավորությունների սպասարկման զուտդիրքի ռիսկ	<b>K<sub>32</sub></b>
<b>Արժեթղթավորման համախմբված ռիսկի գնագիշ</b>	<b>6</b> <b><math>\sum_{i=1}^n K_i/n</math></b>

Այս առումով, մեր կողմից առաջարկվում է հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի ձևավորման գնահատման համախմբված մոտեցում, հիմնված դրամական հոսքերի նախատեսված և փաստացի մեծությունների համապատասխանեցման սկզբունքի վրա, որն ընդհանրացնում և համապարփակ գնահատման է ենթարկում բանկային գործունեության, պարտատոմսերի տեղաբաշխման և արժեթղթավորման տնտեսական եկամտաբերության գնագիշները (տես աղյուսակ 2.2.5):

Ընդ որում, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման յուրաքանչյուր փուլի գնագիշները համադրելի դարձնելու համար, առաջարկում ենք դրանք ներկայացնել գործակիցներով՝ ռիսկայնությունը չափելով 1,0 մեծությունից ձևավորվող շեղումով: Այսինքն, որքան գործակիցը հեռանում է 1-ից, այնքան

ռիսկայնության աստիճանը բարձր է գնահատվում: Յետևաբար, ֆինանսական ռիսկը հավասարվում է 0-ի այն դեպքում, երբ փաստացի ցուցանիշը համապատասխանում է նախատեսվածին, այսինքն նախատեսված և փաստացի ցուցանիշների հարաբերակցությունը ձգտում է 1,0-ի:

Ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի համընդհանուր գնահատման համար այս դեպքում առաջարկում ենք կիրառել արժեթղթավորման համախմբված ռիսկի ցուցիչը, այն ներկայացնելով որպես ոլորտային ռիսկերի ցուցիչների միջին թվաքանական (**ΣK/n**):

Ընդ որում, եթե ոլորտային փաստացի ցուցիչները գերազանցում են նախատեսվածը, ապա համեմատման հաշվարկներում ընդգրկվում է փոքրագույնը (տես աղյուսակ 2.2.6):

Ոլորտային ռիսկային ցուցիչների թվաքանակի (**n**) կոնկրետ սահմանափակում այս պարագայում չի դրվում: Այսինքն, պայմանավորված ռիսկերի գնահատման շրջանակի ընդգրկվածությունից, ոլորտային ցուցիչների փոփոխումից ուղ կարող է անընդհատ փոփոխվել:

Բայց բոլոր դեպքերում, **ΣK/n** համախմբված ռիսկի ցուցիչը չի կարող 1-ից մեծ լինել և լավագույն դեպքում այն կձգտի 1,0, երբ ակտիվների արժեթղթավորման տարբեր փուլերում ֆինանսական ռիսկերը նվազեն կամ դառնան աննշան:

Աղյուսակ 2.2.6

Յիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական համախմբված ռիսկի գնահատումը ըստ ոլորտային ցուցիչների <sup>112</sup>

Ռիսկեր	Նշանա-	Նախատեսված	Փաստացի	Ռիսկի ցուցիչ
--------	--------	------------	---------	--------------

<sup>112</sup>Կազմված է ատենախոսի կողմից հիմք ընդունելով վերլուծական արդյունքները:

	կ ու մ	ց ու գ ա ն ի շ	ց ու գ ա ն ի շ	ն ե թ
<b>Արժեթղթավորվող ակտիվների ձևավորում</b>	<b>K<sub>1</sub></b>	-	-	<b>0,845</b>
Հիփոթեքային վարկերի համախմբի (փոփոխ) որակական կազմի նիսկ	<b>K<sub>11</sub></b>	<b>100%</b>	<b>82%</b>	<b>0,82</b>
Ակտիվներում բանկային կապիտալի թույլատրելի տեսակարար կշռի նիսկայնություն	<b>K<sub>12</sub></b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>0,87</b>
<b>Արժեթղթերի վաճառք</b>	<b>K<sub>2</sub></b>	-	-	<b>0,940</b>
Պարտատոմսերի տեղաբաշխման իրացվելիություն նիսկ	<b>K<sub>21</sub></b>	<b>100%</b>	<b>93%</b>	<b>0,93</b>
Արժեթղթերի ժամկետային ետգնման ֆինանսական նեսուրսների առկայություն նիսկ	<b>K<sub>22</sub></b>	<b>100%</b>	<b>95%</b>	<b>0,95</b>
<b>Արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական սպասարկում</b>	<b>K<sub>3</sub></b>	-	-	<b>0,80</b>
Տոկոսային արժույթային նիսկեր	<b>K<sub>31</sub></b>	<b>2%</b>	<b>1,77%</b>	<b>0,89</b>
Ֆինանսական պարտավորություն	<b>K<sub>32</sub></b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>0,71</b>

Ն ն ե ռ ի ս պ ա ս ար կ մ ան գ ու տ դ ի ռ ք ի ռ ի ս կ				
<b>Արժեթղթավորման համախմբված ռիսկից ուղղիչ</b>	<b>6</b> ΣK/n i=1	-	-	<b>0,862</b>

Այս պիսով, քննարկվող դեպքում ակտիվների արժեթղթավորման համախմբված ռիսկից ուղղիչը (0,862) շատ մոտ է 1,0 մակարդակին (տես աղյուսակ 2.2.6): Ընդ որում, առավել ռիսկային է համարվում արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական սպասարկման ոլորտը, քան ի որ այդ ոլորտում ռիսկը գնահատվել է 0,80, իսկ առավել նվազ ռիսկային է համարվում արժեթղթերի վաճառքի ոլորտը՝ իր 0,940 ռիսկային գործակցով:

Հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնահատման առաջարկվող համակարգը հնարավորություն է ընձեռում.

Առաջին. համապարփակ մոտեցմամբ գնահատելու հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման շրջափակի յուրաքանչյուր օղակում ձևավորվող ֆինանսական ռիսկերը և դրանք ինտեգրելու մեկ ընդհանուր՝ արժեթղթավորման համախմբված ռիսկից ուղղիչ ուղղիչ:

Երկրորդ. բնորոշելու ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի յուրաքանչյուր օղակում ձևավորվող ֆինանսական ռիսկերը և դրանով իսկ կատարելու ռիսկային գոտիների համեմատական վերլուծություն: Ընդ որում, գնահատման համակարգը ճկունություն է ցուցաբերում ռիսկային գործունեության թվաքանակի ընտրության հարցում:

Երրորդ, կիրառելու արժեթղթավորման գործընթացում ձևավորվող ռիսկերի ճանաչման և չափման միասնական մոտեցում, և դրանով իսկ



հնարավորությունը նախատեսվում է նախատեսվում է համախմբված գործակցով՝ հաշվի առնելով նախապես ընտրված բոլոր գործունեների ազդեցությունը:

Չորրորդ, պարզեցնելու ակտիվների արժեթղթավորման \$ի նախասկան նիսկերի գնահատման մեթոդաբանությունը, քանի որ նախապես հավանական վնասների չափման վերջնարդյունքներում ընդամենը կիրառվում են գործակիցներ, որոնք համեմատման դաշտ են ստեղծում տարբեր չափիչներով ներկայացվող արժեթղթավորման փաստացի և նախատեսվող գուցանիշների վերլուծության համար:

**2.3 Ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի \$ի նախասկան կայունություն հիմնախնդիրները**

Արժեթղթավորման գործընթացի \$ի նախասկան կայունությունը մեծապես կապված է դրամական հոսքերի արդյունավետ կառավարման հետ, որը հիմնականում իր արդյունքներով դրսևորվում է արժեթղթավորող հիմնադրամներում: Եթե այդ կառույցներին հաջողվում է իրենց գործունեության ընթացքում ապահովել \$ի նախասկան կայունություն, ապա արժեթղթավորման գործընթացով պայմանավորված դեբիտորական և կրեդիտորական պարտքերի ձևավորման շրջանակում դիտարկվում է ներդաշնակություն: Այսինքն, հիմնադրամներին մի կողմից հաջողվում է ապահովել արժեթղթավորված ակտիվների օգտագործումից դրամական անհրաժեշտ ներհոսքեր, և մյուս կողմից, դրանք վերառնալով պարտատոմսերի գնորդների \$ի նախասկան պահանջների մարմանը: Այստեղ չափազանց կարևորվում է դրամական ներհոսքերի և

արտահոսքերի գծով շեղումների առկայության հանգամանքը, քանի որ դրանք բացասաբար են ազդում վատիվների արժեթղթավորման ֆինանսական կայուն- նության վրա<sup>113</sup>:

Այս առումով, արժեթղթավորող հիմնադրամները պարբերաբար հաշվետվություններ են ներկայացնում դրամական ներհոսքերի և արտահոսքերի գծով սահմանված ժամանակացույցի կատարողականի ուղղությունը, որոնք լինում են ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ երկարաժամկետ բնույթի: Այսպես, «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամի»-ի կողմից կատարվում են թողարկված պարտատմսերի վերաբերյալ էական փաստերի և տեղեկությունների բացահայտումներ (տես աղյուսակներ 2.3.1, և 2.3.2), որոնք հասցեագրված են վարկային փուլի օգտագործման արդյունքում դրամական հոսքերի հավաքագրմանը և բաշխմանը:

Որպես կանոն, գործնականում վերլուծվում է վարկի մայր գումարների մարումների բաշխվածությունը՝ ըստ նախաձեռնող վարկային կազմակերպությունների և տվյալ ժամանակաշրջանի համար կանխատեսված իջ դրանց շեղումների: Այսպես, եթե կարճաժամկետ կտրվածքով (2017 թվականի մարտի 14-ից, մինչև 2017թ հունիսի 14-ը) արժեթղթավորման հիմնադրամի դրամական ներհոսքերը, ըստ նախաձեռնողների վարկային պարտավորությունների, ունեն էական շեղումներ (Գառնի Ինվեստ ՈւՎԿ՝ 41,2%, Գլոբալ Կրեդիտ ՈւՎԿ՝ 44,3%), ապա երկարաժամկետ կտրվածքով, այդ շեղումները հարթվում և կրճատվում են:

<sup>113</sup> Разумова И. А. Ипотечное кредитование: учеб. пособ. 2-е изд. СПб.: Питер, 2009. стр. 56, 304 с

2017 թվականի մարտի 14-ից մինչև 2017թ հունիսի 14-ը փաստացի կատարված և Յիմնադրամիս փոխանցված վարկի մայր գումարների մարումների բաշխվածությունը ըստ նախածեռնող վարկային կազմակերպությունների և դրանց շեղումները տվյալ ժամանակաշրջանի համար կանխատեսվածից <sup>114</sup>

ՈՒՎԿ	Վարկառուի կողմից փաստացի մարում	Յետգնված վարկերը	Ընդամենը փաստացի մարում	Գրաֆիկով սահմանված մարում	Շեղում գրաֆիկից	Ազդագրով կանխատեսվող մարում	Շեղում ազդագրի կանխատեսումից
<b>ՅՅ դրամ</b>							
ՔԱՐԴ Ազրոկրեդիտ	11,146,236	-	11,146,236	10,693,856	4.2%	12,055,828	-7.5%
ԳԼՈՔԱԼ Կրեդիտ	8,200,420	1,043,500	9,243,919	8,982,956	2.9%	7,954,928	16.2%
Գառնի Ինվեստ	1,207,556	-	1,207,556	2,053,140	-41.2%	2,302,152	-47.5%
Նոր Յորիզոն	4,679,782	-	4,679,782	4,210,524	11.1%	4,028,808	16.2%
Կամուրջ	15,845,241	-	15,845,241	24,729,030	-35.9%	24,789,472	-36.1%

<sup>114</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամի»-ի կողմից թողարկված պարտատոմսերի վերաբերյալ էական փաստերի և տեղեկությունների բացահայտում, Երևան 15.06,17

<b>Ը ն դ ամ Ե ն ը</b>	<b>41,079,235</b>	<b>1,043,500</b>	<b>42,122,735</b>	<b>50,669,506</b>	<b>-16.9%</b>	<b>51,131,189</b>	<b>-17.6%</b>
	<b>ԱՄՆ դ ո Ն ար</b>						
Գ Լ ո ք ա Լ Կ ր Ե դ ի տ	16,222.2	-	16,222.2	29,146.3	-44.3%	28,818.0	-43.7%
Ն ո ր Յ ո ր ի գ ո ն ն	40,947.2	9,194.5	50,141.7	60,510.2	-17.1%	58,761.5	-14.7%
Կ ամ ո ւ ր ջ	35,027.6	10,012.3	45,039.9	41,463.2	8.6%	42,681.4	5.5%
<b>Ը ն դ ամ Ե ն ը</b>	<b>92,196.9</b>	<b>19,206.8</b>	<b>111,403.7</b>	<b>131,119.7</b>	<b>-15.0%</b>	<b>130,260.9</b>	<b>-14.5%</b>

Ձևավորված իրավիճակի պատճառն այն է, որ 2015 թվականի դեկտեմբերից իր գործունեությունը ծավալած «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ը որոշակիորեն դժվարություններ է կրել դրամական ներհոսքերի և արտահոսքերի ներդաշնակությունը կարգավորելու հարցում, քանի որ կարճաժամկետ կտրվածքով նախածեռնողների կողմից ստանձնած պարտավորությունների մարումները որոշակիորեն իրականացվել են սահմանված ժամանակացույցից շեղումներով, որոնք երկարաժամկետ հատվածում հարթվել են և մեղմվել (տես աղյուսակ 2.3.2):

Ձևավորված նման իրավիճակում պետք է փաստել, որ արժեթղթավորման հիմնադրամը տիրապետում է դրամական միջոցների նվազագույն անհրաժեշտ պորտֆելի: Հենց այս առումով էլ, մասնագիտական գրականության մեջ հեղինակների կարծիքով ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական կայունության կառավարման առաջնահերթություններին է համարվում հիմնադրամների դրամական միջոցների պորտֆելի ձևավորման բարելավված հաշվետվական համակարգի ներկայացումը և վերլուծությունը<sup>115</sup>:

Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական կայունության վրա առաջին հերթին ներգործում է արժեթղթավորվող ակտիվներից սպասվող դրամական ներհոսքերի լիարժեքությունը: Հետևաբար, առաջնային է համարվում վարկային համախմբի (փոլի) որակական կազմի ապահովումը, որը ձևավորում է արժեթղթավորման ֆինանսական

<sup>115</sup> Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / под ред. Л. Хейра; пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, стр. 102, 416 с. Ковалёв В. В., Уланов В. А. Курс финансовых вычислений. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2005. стр. 254-255, 560 с

անհրաժեշտ պաշար: Մասնագիտական գրական-  
նոլթյունում արժեթղթավորող հիմնադրամների  
ֆինանսական պաշարի գնահատման այլընտրանքային  
եղանակներ են առաջարկվում<sup>116</sup>, հիմնվելով սցենար-  
ային գնահատումների վրա, կիրառելով կանխա-  
տեսումների մաթեմատիկական մոտեցումներ:

---

<sup>116</sup> Лупырь А. А. Экономическая сущность и основные принципы секьюритизации активов // Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики: материалы 3 (14)-й международной научной конференции. 18–19 февраля 2010 г. Сборник докладов. Т. 2. / под ред. д.э.н., проф. В. Е. Леонтьева, д.э.н., проф. Н. П. Радковской. СПб.: изд-во СПбГУЭФ, 2010. С. 163–166.

Աղյուսակ 2.3.2

Պարտատոմսերի թողարկման օրվանից /14.12.2015/ մինչև 2017թ հունիսի 14-ը փաստացի կատարված և Յիմնադրամի ն փոխանցված վարկի մայր գումարների մարումների բաշխվածությունը ըստ նախաձեռնող վարկային կազմակերպությունների և դրանց շեղումները տվյալ ժամանակաշրջանի համար կանխատեսվածից <sup>117</sup>

ՈՒՎՎ	Վարկառուի կողմից փաստացի մարում	Յետգնված վարկերը	Ընդամենը փաստացի մարում	Գրաֆիկով սահմանված մարում	Շեղում գրաֆիկից	Ազդագրով կանխատեսվող մարում	Շեղում ազդագրի կանխատեսումից
	<b>Յ Յ դրամ</b>						
ՔԱՐԴ Ազրոկրեդիտ	122,632,911	19,160,020	141,792,93	127,010,419	11.6%	128,746,337	10.1%
ԳԼՈՔԱԼ Կրեդիտ	60,606,129	1,043,500	61,649,629	55,390,449	11.3%	57,857,088	6.6%
Գառնի Ինվեստ	34,048,687	-	34,048,687	32,316,724	5.4%	33,072,051	3.0%
Նոր Յորիզոն	26,766,999	-	26,766,999	23,732,113	12.8%	24,297,770	10.2%
Կամուրջ	156,961,544	-	156,961,544	132,662,003	18.3%	138,334,717	13.5%

<sup>117</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի կողմից թողարկված պարտատոմսերի վերաբերյալ էական փաստերի և տեղեկությունների բացահայտում, Երևան 15.06,17

<b>Ը ն դ ամ ե ն ը</b>	<b>401,016,270</b>	<b>20,203,520</b>	<b>421,219,789</b>	<b>371,111,708</b>	<b>13.5%</b>	<b>382,307,962.4</b>	<b>10.2%</b>
	<b>Ա մ ն դ ո լ ա թ</b>						
Գ լ ն բ ա լ Կ թ ե դ ի տ	196,893	15,354	212,247	164,956	28.7%	176,832	20.0%
Ն ո թ Յ ո թ ի գ ո ն ն	356,333	180,202	536,535	412,373	30.1%	442,623	21.2%
Կ ա մ ո լ ը ջ	243,442	10,012	253,454	221,762	14.3%	231,957	9.3%
<b>Ը ն դ ամ ե ն ը</b>	<b>796,668.0</b>	<b>205,567.9</b>	<b>1,002,235.9</b>	<b>799,090.6</b>	<b>25.4%</b>	<b>851,412.2</b>	<b>17.7%</b>



Սակայն, կարծում ենք, որ վարկային փուլի դրամաստեղծ հնարավորությունների գնահատումը հնարավոր է իրականացնել նաև առավել հեշտ կիրառելի մոտեցումներով:

Այսպես, աղյուսակ 2.3.3-ում ներկայացված «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի ձեռք բերված վարկերի ոլորտային կազմի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ վարկային համախմբում (փուլում) գգալի տեսակարար կշիռ են կազմում գյուղատնտեսական վարկերը, որոնք առավել ռիսկային են:

Աղյուսակ 2.3.3

«Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի ձեռք բերված վարկերի կազմը՝ ըստ ոլորտների (հազ.դրամ)<sup>118</sup>

Ոլորտներ	2017 թ. հունիսի 30-ի դրությամբ	2016 թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ
Գյուղատնտեսություն	62,754	151,664
Առևտուր	36,598	84,633
Սպառողական	27,858	76,177
Արդյունաբերություն	12,336	28,258
Այլ ոլորտներ	15,040	28,990
	154,586	369,722
Պահուստներ վարկերի գծով	(9,521)	(25,629)
Ընդամենը վարկեր	145,065	344,093

2017 թվականի առաջին կիսամյակում վարկային համախմբում գյուղատնտեսական վարկերը կազմում են շուրջ 43%: Նույն ժամանակահատվածում, առևտրային վարկերը, որոնք նվազ ռիսկային են,

<sup>118</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի ֆինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրություններ, Երևան 15.09.2017, էջ 15

իրենց տեսակարար կշռով արժեթղթավորման փուլի կազմում չեն գերազանցել 25%-ը: Հենց գյուղատնտեսական վարկերի գծով դրամական ներհոսքերի թերհավաքագրումներն էլ պատճառ են հանդիսացել վերլուծվող ժամանակահատվածում վարկերից սպասելիքների նկատմամբ պահուստների կրճատմանը, երբ պահուստներով փոխհատուցվել են թերհավաքագրման կորուստները:

Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ գործնականում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը իր տնտեսական վերլուծությունն է ստանում առավելապես \$ինանսական կարգապահության ապահովման կտրվածքով: Այսպես, «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամի»-ի կողմից հրապարակվող հաշվետվություններում ներկայացվում են պարտատոմսերի մարման գծով անհրաժեշտ մատչելի \$ինանսական պաշարների ձևավորումը (տես աղյուսակ 2.3.4)և բաշխումը (տես աղյուսակ 2.3.5):

Աղյուսակ 2.3.4

Հիմնադրամի կողմից թողարկված պարտատոմսերի վճարումներն ապահովող մատչելի \$ինանսական միջոցների ձևավորման արդյունքները 14/09/17 դրությամբ <sup>119</sup>

	Դրամային	Դոլարային
Հիմնադրամի կողմից ստացված վարկի մարումներ	46,684,473.70	134,256.17
Հիմնադրամի կողմից ստացված տոկոսագումարներ	4,413,532.70	13,305.59

<sup>119</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի կողմից թողարկված պարտատոմսերի վերաբերյալ էական փաստերի և տեղեկությունների բացահայտում, Երևան 20.09.17

Յիմնադրամի կողմից ստացված տոկոսեր, տոկոսաբաժնի	2,833,369.40	9,793.25
Յիմնադրամի կողմից ստացված այլ վճարներ	803,450.00	-
<b>Ընդամենը ներհոսք (14/06/17-14/09/17)</b>	<b>54,734,825.80</b>	<b>157,355.01</b>
<b>Յիմնադրամի կողմից կատարված և մինչև 14/09/2017թ. հաշվեգրված կանոնադրույթի ամբողջական ծախսեր</b>		
Կառավարման վարձ	150,441.8	517.6
Ակտիվների սպասարկման վարձ	93,366.0	366.49
Ծուկաստեղծողի վճար	15,747.5	82.2
Պարտատոմսերի սեփականատերերի գործակալի վճար	94,756.7	240.96

Աղյուսակ 2.3.4-ի շարունակություն

	Դրամային	Դոլարային
Պարտատոմսերի ցուցակման և պահպանման վճար	89,351.0	186.82
Արժեթղթերի պահանջանվճար	3,144.0	13.3
ԱՄՆ ՄՁԳ երաշխավորության վճար	1,038.7	39.93
Բանկային հաշիվների սպասարկման ծախսերի վճար	-	131.92
<b>Ընդամենը կատարված և հաշվեգրված ծախսեր</b>	<b>447,845.7</b>	<b>1,579.20</b>
<b>Մատչելի միջոցներ 14/09/17</b>	<b>54,286,980.1</b>	<b>155,775.81</b>

Այս տեղ կարևորվում են թողարկված պարտատոմսերի վճարումներն ապահովող մատչելի ֆինանսական միջոցների ձևավորման աղբյուրները, ինչպիսիք են Հիմնադրամի կողմից ստացված վարկի մարումները, Հիմնադրամի կողմից վաստակած տոկոսագումարները, տույժեր և տուգանքները: Հատկանշական է, որ պարտատոմսերի գծով կրեդիտորական պարտքերի գումարումները ներկայացնելիս հաշվի են առնվում նաև կանոնադրույթի նախատեսված Հիմնադրամի գործունեության վերադիր ծախսերը (տես աղյուսակ 2.3.4), որոնք կազմում են ՀՀ դրամային հոսքերի շուրջ 0,81 %-ը՝ և ԱՄՆ դոլարային ներհոսքերի՝ 1%-ը: Բնականաբար, հաշվետու ժամանակաշրջանի վերջում (14/09/17 դրույթի) Հիմնադրամը իր կողմից թողարկված պարտատոմսերի կրեդիտորական պարտավորությունների մարման գծով կուտակել է բավարար մատչելի դրամական միջոցներ՝ 54,3 մլն դրամային արժեքով, և 155 755 դոլարային արժեքով (տես աղյուսակ 2.3.4):

Հաշվետվության վերոնշյալ ձևը շաղկապված է Հիմնադրամի կողմից թողարկված պարտատոմսերի առնչվող գործարքներն ապահովող մատչելի ֆինանսական միջոցների բաշխման մեկ այլ հաշվետվության ձևի հետ, երբ ներկայացվում են պարտատոմսերի արժեկտրոնի վճարման միջոցները ՀՀ դրամային և ԱՄՆ դոլարային արժեքների կտրվածքով (տես աղյուսակ 2.3.5): Այս տեղեկատվության շրջանակում ընդգրկվում են նաև մատչելի միջոցները՝ արժեկտրոնների վճարումից: Ակտիվների արժեթղթավորման հիմնադրամները ձգտում են արտաքին օգտագործողներին ներկայացնել կազմակերպության ֆինանսական հնարավորությունները պարտատոմսերի

արժեկտրոնների վճարումից հետո և պարզաբանում մայր գումարների մարման ֆինանսական պաշարները <sup>120</sup>:

Աղյուսակ 2.3.5

Հիմնադրամի կողմից թողարկված պարտատոմսերի առևձվող գործարքներն ապահովող մատչելի ֆինանսական միջոցների բաշխումը 14/09/17 դրո՞ւթյամբ <sup>121</sup>

<b>Դրամային</b>		<b>Դոլարային</b>
<b>Մատչելի միջոցներ 14/09/17թ. դրո՞ւթյամբ</b>	<b>54,286,980.10</b>	<b>155,775.81</b>
<b>Արժեկտրոնի վճարում բոլոր պարտատոմսերի համար</b>	<b>937,146.00</b>	<b>2,773.09</b>
Արժեկտրոնի վճարում 1 պարտատոմսի համար	21.00	0.2448
Պարտատոմսերի քանակ	44,626	11,328
<b>Մատչելի միջոցներ արժե- կտրոնների վճարումից հետո</b>	<b>53,349,834.10</b>	<b>153,002.72</b>
Վարկառուների կողմից փաստացի կատարված վարկի մարումներ	46,684,473.70	134,256.17
Պարտատոմսերի պարտքային մնացորդը 14/09/17 դրո՞ւթյամբ	24,990,560.00	130,498.56
<b>Պարտատոմսի վճարման ենթակամայր գումար</b>	<b>24,990,560.00</b>	<b>130,498.56</b>
<b>Մայր գումարի վճարում 1 պարտատոմսի համար</b>	<b>560.00</b>	<b>11.52</b>

<sup>120</sup> Ефимова Ю. Как превратить долги в оборотные средства // Финансы-2004- № 5

<sup>121</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի կողմից թողարկված պարտատոմսերի վերաբերյալ էական փաստերի և տեղեկությունների բացահայտում, Երևան 20.09.17

Դրան հաջորդում են նաև պարտատոմսերի մայր գումարների գծով վճարումների ֆինանսական միջոցների մնացորդները, որոնք ամբողջական են դարձնում պարտատոմսերի գծով կրեդիտորական պարտքերի մարումները: Այս տեղեկատվությունը գույքորդում է պարտատոմսերի պարտքային գումարների և վճարման ենթակա մայր գումարների համեմատական ներկայացմամբ, որը փաստում է հաշվետու ժամանակաշրջանում բավարար ֆինանսական միջոցների առկայությունը (53,349 մլն ՀՀ դրամ և 153,002 ԱՄՆ դոլար):

Հատկանշական է, որ մասնագիտական գրականության մեջ առաջարկ է արվում կիրառելու արժեթղթավորման հիմնադրամների կողմից ստանձնած պարտավորությունների մարման ֆինանսական գործակիցներ, որպեսզի ներկայացվեն հիմնադրամի կարողությունները՝ տեղաբաշխված պարտատոմսերի արժեկտրոնների վճարումից առաջ և հետո<sup>122</sup>: Այսպես, «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ Լ»-ի մատչելի ֆինանսական միջոցներով արժեկտրոնների փոխհատուցման համապատասխան գործակիցները հաշվարկված են աղյուսակ 2.3.6-ում, որոնք ներկայացնում են, թե հաշվետու ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ ֆինանսական անհրաժեշտ ծածկույթը քանի անգամ է գերազանցում ներդրողների պարտավորությունները: Եվ բնականաբար, եթե նկատվում է ֆինանսական համապատասխան գործակիցների աճ, ապա արձանագրվում է ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական կայունությունը:

Աղյուսակ 2.3.6

<sup>122</sup> Стивен Ли Шварц. Алхимия секьюритизации активов. Журнал ЗАКОН № 12, 2008

Արժեթղթավորման արդյունքում ձևավորված պարտատոմսերի մարման \$ ինանսական պաշարի գործակիցներ <sup>123</sup>

Գործակիցներ	Դրամային	Դոլարային
մատչելի միջոցներ / արժեկտրոնների վճարումներ	54,286,980/937,146 = 57,93	155,775/2,773 = 56,17
մատչելի միջոցներ՝ արժեկտրոնների վճարումից հետո / պարտատոմսի վճարման ենթակամայր գումար	53,349,834/24,990,560 = 2,134	153,002/130,498 = 1,172

Սակայն, մեր կարծիքով, պարտավորությունների փոխհատուցման գործակիցների կիրառումը արդյունավետ կարող է համարվել իրավիճակային վերլուծության տեսանկյունից: Իսկ արժեթղթավորման \$ ինանսական կայունության գնահատումը առավել իրատեսակ է դառնում, երբ դիտարկվում են ոչ թե պարտավորությունների վճարման համար մատչելի \$ ինանսական միջոցների մնացորդները՝ այլ այդ միջոցները ձևավորող դրամական ներհոսքերի և արտահոսքերի շարժը: Հետևաբար, արժեթղթավորման պարտավորությունների մարման տեսանկյունից որքան ներդաշնակ են ձևավորվում դրամական ներհոսքերն և արտահոսքերը, այնքան իրատեսակ է համարվում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի \$ ինանսական կայունությանը տեսանելի ապագայում:

Ակտիվների արժեթղթավորման \$ ինանսական կայունության պահպանման համար կարևորվում է պարտատոմսերի գնորդների նկատմամբ հիմնադրամի վճարունակությունը, որը մեկնաբանվում է հետևյալ կերպ՝

<sup>123</sup> Հաշվարկված է աղյուսակ 2.3.5-ի տվյալներով:

$$P+R \geq E+F+C$$

որտեղ՝

P-ն -վարկի մայր գումար ,

R-ը -տոկոսագումար ,

E-ն - ծախս (նախաձեռնողի միջնորդավճար + հիմնադրամի պահպանման ծախսեր + կառավարչի միջնորդավճարներ + այլ ծախսեր /ապահովագրում, վարկանիշավորում,բանկային երաշխիք /),

C-ն - պարտատոմսերի գծով վճարվող ամսական տոկոսադրույք :

Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական կայունություն գնահատման մեր կողմից առաջարկվող մոտեցումը հմարավորություններ է ստեղծում .

Առաջին , գնահատելու արժեթղթավորման հիմնադրամի կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ֆինանսական կարողությունները՝ մարելու թողարկված պարտատոմսերի գծով պարտավորությունները :

Երկրորդ , գնահատելու արժեթղթավորող հիմնադրամում դրամական ներհոսքերի և արտահոսքերի ներդաշնակություն աստիճանը և բացահայտելու ներդրողների նկատմամբ վճարունակություն խաթարման միջանկյալ ժամանակային ռիսկերը :



## **Գ Լ ՈՒ ԽՅ ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ Ի ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄԱՆ Հ ԱՄԱԿԱՐԳԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԽԹԱՆՆԵՐԸ ՀՀ - ու մ**

### **3.1 Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական գնահատման մոտեցումների վերլուծությունը**

Ակտիվների արժեթղթավորումը, հանդիսանալով տնտեսության աշխուժացման գործիք, որպես կանոն հետազոտողների շրջանում հիմնականում ընկավ-վում է վերաֆինանսավորման շրջափոխի լիարժեք իրացման տեսանկյունից: Այսինքն, ակտիվների արժեթղթավորումը տնտեսական առումով դիտարկ-վում է «կազմակերպությունների ֆինանսական ակտիվները պարտատոմսերի փոխակերպում-արժեթղթերի տեղաբաշխում-վերավարկավորում-պարտատոմսերի մարում» շրջափոխի անխափան-թյան համատեքստում, այլ ոչ թե այդ շրջափոխի տնտեսական արդյունավետության շրջանակում: Հենց այս առումով, մասնագիտական գրականությու-նում կարծիք է հայտնվում առավել ընդգրկուն տնտեսական գնահատական տալու ակտիվների արժեթղթավորմանը, նաև շեշտադրումներ կատարելով այդ գործընթացի միկրո- և մեզամ-մակրոտնտեսական եկամտաբերությանը<sup>124</sup>:

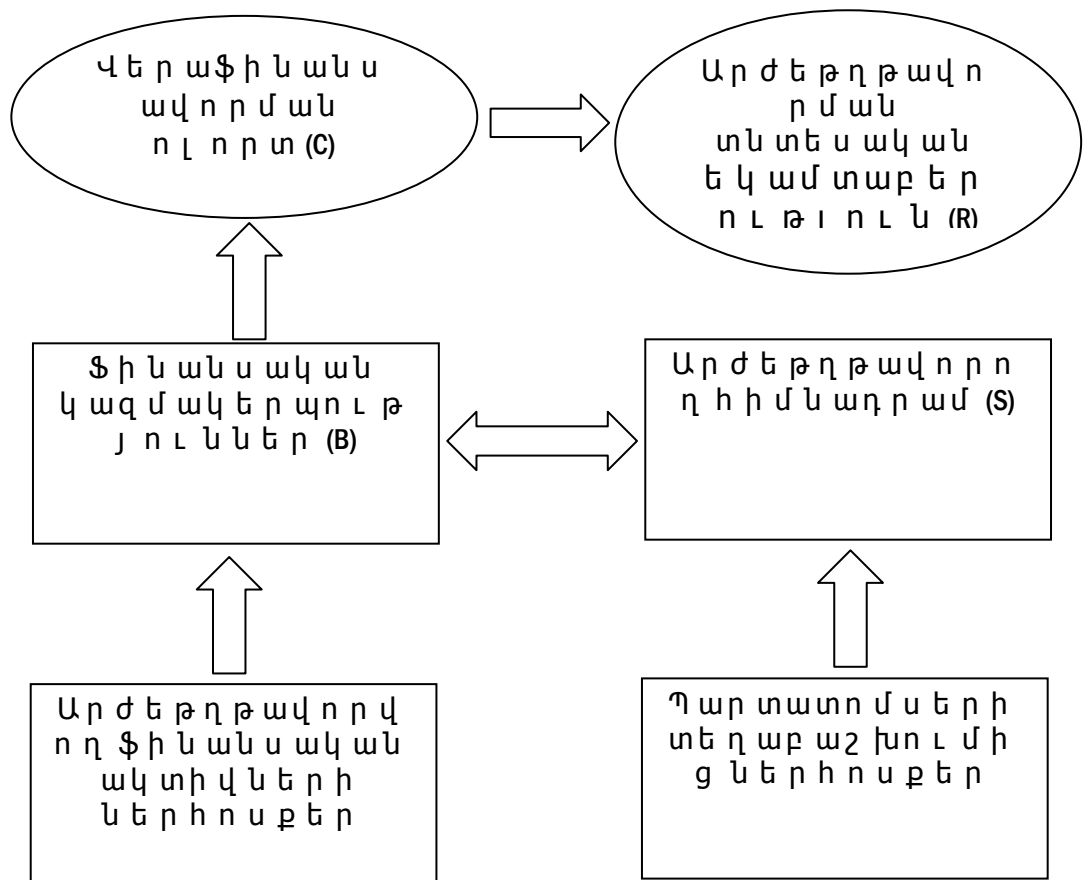
Ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ գործնականում վերլուծության է ենթարկվում ֆինանսական ակտիվների արժեթղթերի փոխա-կերպման գործընթացը, և դրանցով պայմանավորված դրամական հոսքերը, և ոչ թե արժեթղթավորման տնտեսական եկամտաբերությունը<sup>125</sup>: Այնինչ, մեր

<sup>124</sup> *Smallman S.* Securitization and the Global Market. Chicago: Probus Publishing Company, 1993. p. 104 (617 p.)

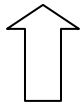
<sup>125</sup> Яразян А.Т. // Микрофинансирование в контексте предотвращения эмиграции из РА // Материалы межвузовской научной конференции «Проблемы развития бухгалтерского учета и аудита в Республике Армения», Международный центр обучения бухгалтерии, Ереван, 2015, 10-11 ноября, с. 79-88

կողմից կարևորվում է նաև ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքների չափումը՝ այսինքն այդ գործընթացի տնտեսական եկամտաբերության գնահատումը: Այդ առումով, առաջարկում ենք ակտիվների արժեթղթավորումը հատվածավորել ըստ գործընթացային ոլորտների (տես գծապատկեր 3.1.1) և գնահատել համապարփակ տնտեսական եկամտաբերությունը (R) արժեթղթավորման գործընթացի ողջ շղթայում, այսինքն՝ \$ինանսական կազմակերպություններում (B), արժեթղթավորող հիմնադրամներում (S) և պարտատմսերի վաճառքից ստացված հասույթի հենքով վերավարկավորող տնտեսության ոլորտներում (C).

$$\Sigma R = S + \Sigma B + \Sigma C$$



↔ վաճառահանվող պարտատմսերով ֆինանսական ակտիվների



### Ֆինանսական հոսքեր

Գծապատկեր 3.1.1 Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացն ըստ ուղորտների<sup>126</sup>

Որպես կանոն, արժեթղթավորող հիմնադրամները ոչ առևտրային կազմակերպություններ են, շահույթ չեն հետապնդում, ուստի արժեթղթավորման տնտեսական եկամտաբերությունն այս ուղորտում հիմնականում զրոյացվում է (S=0): Եվ այն դեպքերում, երբ այդ կազմակերպությունները շահույթահարկ են վճարում, ապա այն տեղի է ունենում հարկային հաշվետու ժամանակահատվածում (ֆինանսական տարի) հիմնադրամների եկամուտների և ծախսերի ոչ հավասարաչափ բաշխման արդյունքում, երբ ձևավորվում է շահույթահարկի գծով հարկվող եկամուտ (տես աղյուցակներ 3.1.1 և 3.1.2):

#### Աղյուցակ 3.1.1

«Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ Լ»-ի դրամական հոսքերի մասին 2017 թ. հաշվետվություն (հազ.դրամ)<sup>127</sup>

Չոդվածներ	01.01.2017 - 30.06.2017	01.01.2016 - 30.06.2016
Տարվա արդյունք	22,550	32,826
<b>Ճշգրտումներ</b>		
Տոկոսային եկամուտ	(29,911)	(56,290)
Տոկոսային ծախս	11,989	49,710
Շահույթահարկի գծով	7	2,665

<sup>126</sup> Կազմված է առենախոսի կողմից հիմք ընդունելով տեսական մոտեցումները:

<sup>127</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ Լ»-ի ֆինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրություններ, Երևան 15.09.2017, էջ 17

փոխհատուցում		
Արժեզրկման հակադարձումից օգուտ	(3,281)	(4,418)
Փոխարժեքային տարբերություններից օգուտ	528	265
Գործառնական արդյունք նախքան շրջանառու կապիտալի փոփոխությունները	1,882	24,758
Դեբիտորական պարտքերի փոփոխություններ	(880)	14,504
Վարկերի փոփոխություն	198,148	348,283

Աղյուսակ 3.1.1-ի շարունակություն

Հոդվածներ	01.01.2017 - 30.06.2017	01.01.2016 - 30.06.2016
Այլ պարտավորություններ փոփոխություն	(2,613)	(125,875)
<b>Գործառնական գործունեության համար օգտագործված գուտ դրամական միջոցներ</b>	<b>196,537</b>	<b>261,670</b>
Վճարված տոկոսներ	(13,205)	(51,923)
Ստացված տոկոսներ	33,659	78,627
Վճարված շահույթահարկ	(325)	0
<b>Գործառնական գործունեությունից ստացված/(գործունեության համար օգտագործված) գուտ</b>	<b>216,666</b>	<b>288,374</b>

<b>դրամական միջոցներ</b>		
Պարտատոմսերի մարումից ելքեր	(202,807)	(369,320)
<b>Ֆինանսավորման գործունեությունից ստացված գումարական միջոցներ</b>	<b>(202,807)</b>	<b>(369,320)</b>
Դրամական միջոցների գումարաճ / նվազում	<b>13,859</b>	<b>(80,947)</b>
Փոխարժեքի ազդեցություն	(359)	327
Դրամական միջոցների սկզբնական մնացորդ	76,880	140,230
Դրամական միջոցների վերջնական մնացորդ	<b>90,380</b>	<b>59,610</b>

Այս առումով, մեր կողմից դիտարկման է ենթարկվում ոչ թե պարտատոմսերի գնի որոշումը, այլ դրանց տեղաբաշխմանն առնչվող դրամական հոսքերի և դրանցից ակնկալվող տնտեսական եկամտաբերությունը՝ ըստ արժեթղթավորման գործընթացի առանձին փուլերի: Նման մոտեցմամբ հնարավորություն է ստեղծվում ոչ միայն մշտադիտարկման ենթարկել ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի դրամական հոսքերը, այլ և կատարել արժեթղթավորման տնտեսական արդյունավետության հաշվարկներ:

Հետևաբար, առավել ապես կարևորվում է արժեթղթավորման տնտեսական եկամտաբերության գնահատումը այդ գործընթացի (B) և (C) ոլորտներում, այսինքն՝ ֆինանսական կազմակերպություններում (առևտրային բանկեր, վարկային կազմակերպություններ), ինչպես նաև վերաֆինանսավորման ոլորտում (վարկառուների մոտ):

Աղյուսակ 3.1.2

«Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի եկամուտներին և տոկոսային ծախսերի փոփոխությունը 2016-2017թթ. (հազ. դրամ)<sup>128</sup>

Ցուցանիշներ	01.01.2017 - 30.06.2017	01.01.2016 - 30.06.2016
<b>Տոկոսային եկամուտներ</b>		
Հաճախորդներին տրված վարկերից	23,227	86,607
Ընթացիկ հաշիվներից	6,684	2,168
Ընդամենը տոկոսային եկամուտներ	<b>29,911</b>	<b>88,775</b>
<b>Տոկոսային ծախսեր</b>		
Թողարկված պարտքային արժեթղթերի գծով	(11,989)	(49,710)
Ընդամենը տոկոսային ծախսեր	<b>(11,989)</b>	<b>(49,710)</b>
Չուտոկոսային եկամուտ	17,922	39,065

Գործնականում, շատ ավելի հեշտ է արժեթղթավորման տնտեսական եկամտաբերության գնահատումը բանկերում և վարկային կազմակերպություններում (տես գծապատկեր 3.1.1. Երկրորդ):

Այսպես, «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի վարկային փուլը 2015թ. դեկտեմբերին ձևավորվել է 5 ունիվերսալ վարկային կազմակերպությունների (ՈւՎԿ) կողմից (տես աղյուսակ 3.1.3), որոնք պարտատմսերի վաճառքից ստացված

<sup>128</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի ֆինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրություններ, Երևան 30 հունիս, 2017, էջ 17

գումարները վերառնում են վարկավորման նոր  
 ոլորտներ՝ տրամադրել են նոր վարկեր:

Պարզապես համադրելով հիմնադրամի  
 ֆինանսական պաշարները ապահովող ՈւՎԿ-ների  
 վարկային տոկոսային ծախսերը, նույն կազմակեր-  
 պության ներկայումս կողմից նոր վարկերի տրամադրման  
 տոկոսային եկամուտների հետ, հնարավոր կլինի  
 որոշելու արժեթղթավորման տնտեսական  
 արդյունքը ԵՆՈՐՏՈՒՄ (տես գծապատկեր 3.1.1):

### Աղյուսակ 3.1.3

«Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման  
 հիմնադրամ»-ի ձեռքբերված վարկերի կազմը՝ ըստ  
 արժեթղթավորման նախաձեռնողների <sup>129</sup>

Նախաձեռնողներ	Դրամային պորտֆել (հազ.դրամ)	Դոլարային պորտֆել (հազ.դոլար)
Կամուրջ ՈՒՎԿ	198,242	392.3
ՔԱՐԴ Ագրո- Կրեդիտ ՈՒՎԿ	164,149	-
Գառնի-Ինվեստ ՈՒՎԿ	35,247	-
Գլոբալ Կրեդիտ ՈՒՎԿ	67,592	272.7
Նոր Յորիզոն ՈՒՎԿ	30,647	593.9
Ընդամենը	495,877	1,258.9

Ուսումնասիրողությունները ցույց են տալիս, որ  
 ակտիվների արժեթղթավորմանը մասնակցած ՅՅ  
 վարկային կազմակերպություններն իրենց

<sup>129</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի  
 ֆինանսական հաշվետվությունների կից  
 ծանոթագրություններ, Երևան 15. օգոստոս, 2017, էջ 14

հրապարակած \$ ֆինանսական հաշվետվություններում առանձին չեն ներկայացնում արժեթղթավորման գործընթացի տնտեսական արդյունքը: Ամփոփ ցուցանիշներով են ներկայացվում նաև վարկային կազմակերպությունների ակտիվների, պարտավորությունների, կապիտալի և գույքի շահույթի աճի մեծությունները (աղյուսակ 3.1.4), սակայն ձևավորված գույքի կազմում չի հստակեցվում ակտիվների արժեթղթավորումից ստացվող բաժնեմասը:

Աղյուսակ 3.1.4

ՀՀ վարկային կազմակերպությունների ակտիվների, պարտավորությունների և շահույթի մեծությունները (հազ.դրամ)<sup>130</sup>

Ցուցանիշ	31.12.2016	30.06.2017	Աճ (%)
Ակտիվներ	391 978 700	430 982 766	10,0%
Պարտավորություններ	209 939 988	223 648 356	6,5%
Կապիտալ	182 038 712	207 334 410	13,9%
Չուտշահույթ	19 231 554	21 678 314	12,7%

ՀՀ ԿԲ հաշվետվությունները վկայում են, որ ըստ ակտիվների (RoA), ըստ կապիտալի (RoE) շահույթաբերության ցուցանիշները 2017 թվականին՝ 2016 թվականի համեմատությամբ վարկային կազմակերպություններում աճել են համապատասխանաբար 6,7 և 13,7 տոկոսային կետով և կազմել համապատասխանաբար 10,3% և 22,2%: Մյուս կողմից, 2017 թվականին այդ կազմակերպությունների վարկային

<sup>130</sup> ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք, //www.cba.am



պորտֆելում չաշխատող վարկերի և դեբիտորական պարտքերի տեսակարար կշիռը նվազել է 0,5 տոկոսային կետով և կազմել 4,1%, իսկ ըստ տնտեսության ճյուղերի բաշխվածության՝ չաշխատող վարկերի և դեբիտորական պարտքերի տեսակարար կշիռները համեմատաբար բարձր են սպառողական, հանրային սննդի և սպասարկման այլ ոլորտներին, տրանսպորտի և կապի ոլորտներին տրամադրված վարկերում համապատասխանաբար 16,1%, 10,0% և 7,6%<sup>131</sup>: Այս պարագայում նույնպես տեղեկատվություն չի հրապարակվում չաշխատող վարկերի կազմում արժեթղթավորումից գոյացած գումարների վերաբերյալ :

Աղյուսակ 3.1.5

Վարկային պորտֆելի կառուցվածքը ՀՀ  
 ունիվերսալ վարկային  
 կազմակերպություններում 2016թ.(հազ.դրամ)<sup>132</sup>

Վարկավորման ուղղություններ	\$ինկա	Կամուրջ	Նոր հորիզոն	Քարդ Ազրոկրեդիտ
Գյուղատնտեսական վարկեր	7914237	5531031	3898093	3164225
Ապրանքային վարկեր	7865044	1012380	995137	-
Սպառողական վարկեր	-	3589987	2311747	-
Արդյունաբերական վարկեր	1932631	157779	60534	-
Այլ վարկեր	3571627	61280	96717	708781

<sup>131</sup>ՀՀ Կենտրոնական բանկ, \$ինանսական կայունության  
 հաշվետվություն 2017թ.1-ին կիսամյակի հաշվետվություն,  
 Երևան, 2017թ., էջ 39

<sup>132</sup>Կազմված է ՀՀ վարկային կազմակերպությունների կողմից  
 հրատարակված տարեկան հաշվետվությունների հիման վրա:

Ներկայումս նաև դժվարություններ են առաջանում վերավարկավորման ոլորտում արժեթղթավորման արդյունքը գնահատելիս (Շոկորտ): Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքը թերևս տեսանելի է, սակայն մեթոդաբանական առումով դժվար չափելի է վերավարկավորման ոլորտում, որտեղ վարկային ներդրումների տեսքով \$ինանսավորվում են գործարարության կոնկրետ ոլորտներ: Ընդհանուր առմամբ մասնագիտական գրականությանում հեղինակները անդրադառնալով այս հիմնախնդրին, նշում են, որ դեռևս գործնականում առևտրային բանկերի կամ վարկային կազմակերպությունների կողմից ուղարկվող չի դարձվում վարկային տեղաբաշխումների տնտեսական արդյունավետությանը<sup>133</sup>: \$ինանսական կազմակերպությունների վարկառուների առումով շահագրգռված են հիմնականում տրամադրված վարկային պարտավորությունների մարման մասով, և որպես կանոն՝ շեշտը չեն դնում գործարարության տվյալ ոլորտում փոխառությունների տնտեսական եկամտաբերության գնահատականներին:

Հատկապես, եթե պարտատոմսերի վերածված արժեթղթավորված ակտիվների վաճառքի հասույթը վերառնողվում է միկրո\$ինանսավորման ոլորտ և փոխառության է վերածվում միկրո և միջին բիզնեսում, ապա նույնիսկ ռիսկեր են առաջանում վարկավորման բացասական տնտեսական հետևանքների ձևավորման ուղղությամբ: Փորձը ցույց է տալիս, որ միկրո ձեռնարկատերերը կամ փոքր բիզնեսի ներկայացուցիչները ունիվերսալ վարկային կազմակերպություններից ստանալով

<sup>133</sup> Яразян А.Т. // Микрофинансирование в Армении // Вестник УМО, Москва, 2014, №2, с. 143-146

փոխառու թյուր և դրանք արդյունավետ  
չօգտագործելով, փոշիացնում են այդ ֆինանսական  
ռեսուրսները և գնում են սնանկացման<sup>134</sup>:  
Յայաստանի Յանրապետությունում 2015 թվականին  
իրականացված ակտիվների արժեթղթավորման գոր-  
ծընթացից ձևավորված ֆինանսական ռեսուրսները  
ուղարկվել են վարկային կազմակերպությունները  
տեղաբաշխել են գործարարության մի շարք  
ոլորտներում (տես աղյուսակ 3.1.5), սակայն դեռևս չի  
տրվել գնահատական, թե ինչ արդյունավետությամբ  
են դրանք օգտագործվել և ինչպիսին է վերավարկա-  
վորման տնտեսական եկամտաբերության չափը՝ ըստ  
ներդրումային առանձին ուղղությունների:

Այս առումով, ակտիվների արժեթղթավորման  
գործընթացի վերջին փուլում, երբ պարտատոմսերի  
վաճառքից հասույթը փոխակերպվում է վարկային  
ռեսուրսների, հիմնախնդիրներ են ծագում  
վերավարկավորման տնտեսական եկամտաբերության  
չափման, արձանագրման և առավել ևս, ամփոփման  
համար: Ուսումնասիրությունները ցույց են  
տալիս, որ այս հիմնախնդրի լուծման ուղղությամբ  
առաջարկներ են արվում կազմակերպել  
վիճակագրական հաշվառում և ամփոփել այնպիսի  
տեղեկատվություն, որը կընդգրկեր  
գործարարության նպատակային վարկավորման  
արդյունքում նոր աշխատատեղերի ստեղծման,  
արտագաղթի կասեցման, բնակչության եկամուտների  
աճի, հարկային մուտքերի ավելացման ցուցա-  
նիշների շրջանակ<sup>135</sup>:

Մասնագիտական գրականության մեջ կարծիք է  
հայտնվում նաև, որ եթե մակրոտնտեսական

<sup>134</sup> Хачатрян Н., Яразян А. // Улучшение системного управления микрофинансирования в РА // Ա կ ու ն ք ե Պ Յ ,  
2015, №2(12), է ջ . 114-120  
<sup>135</sup> Milford Bateman Microfinance as a development and poverty reduction policy: is it everything it's cracked up to be? Overseas  
Development Institute, March 2011, p. 5

մակարդակով դժվար իրագործելի է վարկային տեղաբաշխումների տնտեսական եկամտաբերության գնահատումը (արտագաղթի կասեցում, մարդկային կապիտալի փոշիացման ռիսկերի նվազեցումնայլն), ապա միկրոմակարդակով գործարարության վարկավորման տնտեսական եկամտաբերությունը բիզնես միավորներում հնարավոր է չափելի դարձնել և անգամ գնահատել բալային համակարգով (տես աղյուսակ 3.1.6):

Աղյուսակ 3.1.6

Ֆինանսավորման արդյունքների վարկանիշային գնահատման առաջարկվող ցուցիչներ<sup>136</sup>

Ցուցիչ	Բիզնես միավորների ֆինանսավորման սոցիալ-տնտեսական ցուցիչներ	Ցուցիչի նշանակություն	Բալային գնահատում
A	Վարկառուների եկամուտների աճ (%)	5% < A < 10%	=1
		10% < A < 20%	=2
		20% < A < 30%	=3
		30% < A < 40%	=4
		A > 50%	=5
P	Նորաշխատատեղերի ստեղծումը բիզնես միավորներում (մարդ)	P=1	=3
		P=2	=4
		P=3	=5

Աղյուսակ 3.1.6-ի շարունակություն

Ցուցիչ	Բիզնես միավորների ֆինանսավորման սոցիալ-տնտեսական ցուցիչներ	Ցուցիչի նշանակություն	Բալային գնահատում
--------	--	-----------------------	-------------------

<sup>136</sup> Яразян Артак, Становление и развитие микрофинансирования малого предпринимательство (на примере республики Армения), автореферат, диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 – «Финансы, бухгалтерский учет», Ереван 2016, стр.17

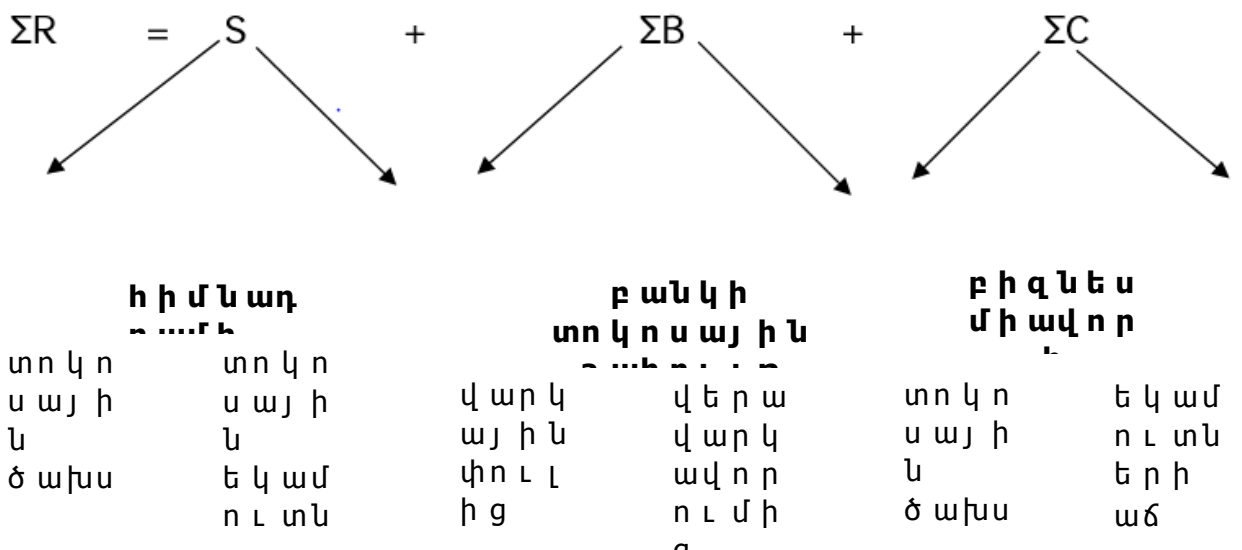
C	Մի կրոնկազմակերպությունների անդամների սոցիալական նվազագույն պահանջների բավարարում (%)	40% < C < 50%	=1
		50% < C < 60%	=2
		60% < C < 70%	=3
		70% < C < 80%	=4
		C > 90%	=5
H	Չարկային մուտքերի ավելացում (%)	5% < H < 10%	=1
		10% < H < 15%	=2
		15% < H < 20%	=3
		20% < H < 25%	=4
		H > 30%	=5
B	Գործազուրկների տեսակարար կշիռը ընտանիքում (%)	50% < B < 60%	=1
		40% < B < 50%	=2
		30% < B < 40%	=3
		20% < B < 30%	=4
		B < 20%	=5
П	Բիզնես միավորներում վերաորակավորված աշխատակիցների քանակը (մարդ)	П = 1	=3
		П = 2	=4
		П = 3	=5

Ընդ որում, քանի որ բիզնես միավորներում վարկավորման սոցիալ-տնտեսական եկամտաբերության ցուցիչները տարբեր չափիչներով են ներկայացվում, ապա եկամտաբերության միասնական չափման մոտեցում է առաջարկվում բալերի կիրառումը:

Մեր կարծիքով, մի կողմից վարկային տեղաբաշխումների սոցիալ-տնտեսական ցուցիչները չափման միասնական բալային համակարգով ներկայացնելը լուծում է գնահատման միասնականության և համեմատական դաշտի ձևավորման խնդիրը, բայց մյուս կողմից այնուհետև

պայմանական թյուրեւն էր՝ կապված յուրաքանչյուր ցուցիչի նտերվալի գծով բալային ամրագումներին հետ (տես աղյուսակ 3.1.6):

Յետևաբար, առավել հիմնավոր ենք համարում ակտիվների արժեթղթավորման արդյունքում ձևավորված վարկային ներդրումների տնտեսական եկամտաբերությունը բիզնես միավորներում գնահատել դրամական չափիչներով՝ ըստ առաջացման առանձին ոլորտների, որով համարելի կդառնան ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքները այդ գործընթացի բոլոր փուլերում (S, B, C) և հնարավորություն կստեղծվի համապարփակ գնահատելու տնտեսական եկամտաբերությունը (R) արժեթղթավորման գործընթացի ողջ շղթայում (տես գծապատկեր 3.1.2).



Գծապատկեր 3.1.2 Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքների ձևավորման տեղեկատվական կենտրոնները <sup>137</sup>

Սակայն, ակտիվների արժեթղթավորման համընդհանուր եկամտաբերության գնահատումը հնարավոր է իրականացնել առանց համապատասխան

<sup>137</sup> Կազմվել է առենախոսի կողմից հիմքը նդունելով վերլուծական արդյունքները:

տեղեկատվական ապահովվածություն, որը պահանջում է .

- տեղեկատվական հոսքերի համակարգման նպատակային ինստիտուտի ձևավորում, ընդգրկելով ակտիվներին արժեթղթավորման ողջ շղթան ,
- ոչ միայն ակտիվներին արժեթղթավորման փոխակերպման ֆինանսական հոսքերի շրջափոխային մշտադիտարկում , այլև դրան գույքահետք արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքների չափում և գնահատում ըստ ձևավորման ոլորտների ,
- արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքների ամփոփ հաշվառում այնպես , որ տեղեկատվական հոսքերի արձանագրումը իրականացվի անընդհատություն և հաշվետվողականություն սկզբունքով :

**3.2 Արժեթղթավորման արդյունավետություն  
տեղեկատվական հոսքերի ձևավորման  
հիմնախնդիրները**

Ակտիվներին արժեթղթավորման գործընթացի տնտեսական գնահատումը գործնականում առավելապես միտված է պարտատոմսերի փոխակերպման և հետգնման դրամական հոսքերին : Այս դեպքում կարևորվում է արժեթղթավորման ավարտուն շրջափոխի ֆինանսական կայունությունը : Յետևաբար , նման պարագայում հիմնականում շեշտադրումներ են կատարվում վարկային փոխակերպման պարտատոմսերի սահուն փոխակերպման , արժեթղթերի տեղաբաշխումից ստացվող դրամական ներհոսքերի լիարժեքություն , վերավարկավորման լրացուցիչ ռեսուրսների

ձևավորման վրա, շրջանցելով արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքի գնահատումը:

Սակայն, ինչպես նշվում է մասնագիտական գրականության մեջ, արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական կայունությունից բացի, ոչ պակաս կարևոր է նաև պարտատոմսերով «երկար փողերի» ձևավորման գործընթացի տնտեսական արդյունքների գնահատումը, որոնք առնչվում են արժեթղթավորման ողջ շղթային<sup>138</sup>: Միայն այս դեպքում է հնարավոր դառնում որոշել ոչ միայն արժեթղթավորման կայունությունը ֆինանսական տեսանկյունից, այլև գնահատել այդ գործընթացի տնտեսական նպատակահարմարությունը:

Սակայն, դրա հետ մեկտեղ, ինչպես գործնականում, այնպես էլ տեսություն մեջ դեռևս լուծված չեն ակտիվների արժեթղթավորման արդյունավետության գնահատման տեղեկատվական հոսքերի ներկայացման խնդիրները, և այս առումով, մեր կողմից կարևորվում է արժեթղթավորման արդյունքների ոլորտային հաշվառման համակարգի ստեղծումը «վարկային փուլը արժեթղթերով ֆինանսական ակտիվների փոխակերպում-պարտատոմսերի տեղաբաշխում-վերավարկավորում-պարտատոմսերի հետգնում» ամբողջական շղթայում:

Մասնագիտական գրականության մեջ նշվում է նաև, որ արժեթղթավորման նպատակադրումը չի ենթադրում միայն «երկար փողերի» ձևավորում, այլ գլոբալ առումով նպատակ է հետապնդում արժեթղթերի շուկայի ակտիվացում և տնտեսական արդյունավետության բարձրացում, որը և պահանջում է արժեթղթավորման ամբողջ

<sup>138</sup> Добрынин А. В., Беркалиева М. Е., Гуров М. П., Мутовин С. И. Ипотечные ценные бумаги. М.: МАКС Пресс, 2005. стр. 57, (188 с.)



գործընթացի տնտեսական արդյունքի գնահատում<sup>139</sup>: Սակայն, պետք է նշենք, որ ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքի համապարփակ գնահատումը, և առավել ևս մշտադիտարկումն ու հաշվառումը գործնականում դեռևս իր կիրառումը չի գտնում մի շարք պատճառներով:

Նախևառաջ, դեռևս ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը հիմնականում դիտարկվում է գուտ գործընթացի ֆինանսական մշտադիտարկման, և ոչ թե տնտեսական արդյունավետության տեսանկյունից: Փորձը ցույց է տալիս, որ ոչ արժեթղթավորող հիմնադրամները, և ոչ էլ վարկային ամբարներ (վարկային փոփոխություն) ձևավորող բանկերը դեռևս շահադրդված չեն գնահատելու, թե ինչպես է արժեթղթավորումն ազդում արժեթղթերի շուկայի զարգացման վրա, կամ թե ինչպիսին է «պասիվ փողերի» ակտիվացման տնտեսական արդյունքը՝ վերավարկավորման ոլորտում:

Բացի այդ, դեռևս գործնականում իր լուծումը չի գտել ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքների տեղեկատվական հոսքերի համակարգման խնդիրը: Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում ընդգրկված բոլոր կազմակերպչական միավորները տեղեկատվության փոխանցման առումով գործում են միմյանցից անկախ, վարում են առանձնացված հաշվապահական հաշվառում: Յետևաբար, նման պարագայում անհրաժեշտության է ծագում ձևավորելու տեղեկատվական կենտրոն, որը ոչ միայն կհամակարգեր ակտիվների արժեթղթավորման տեղեկատվական հոսքերը, այլև դրանց գծով անընդհատության

<sup>139</sup> Кондрацкая Н.В., Краткий обзор основных видов секьюритизации, // Право и экономика, 2016, #5, стр 28

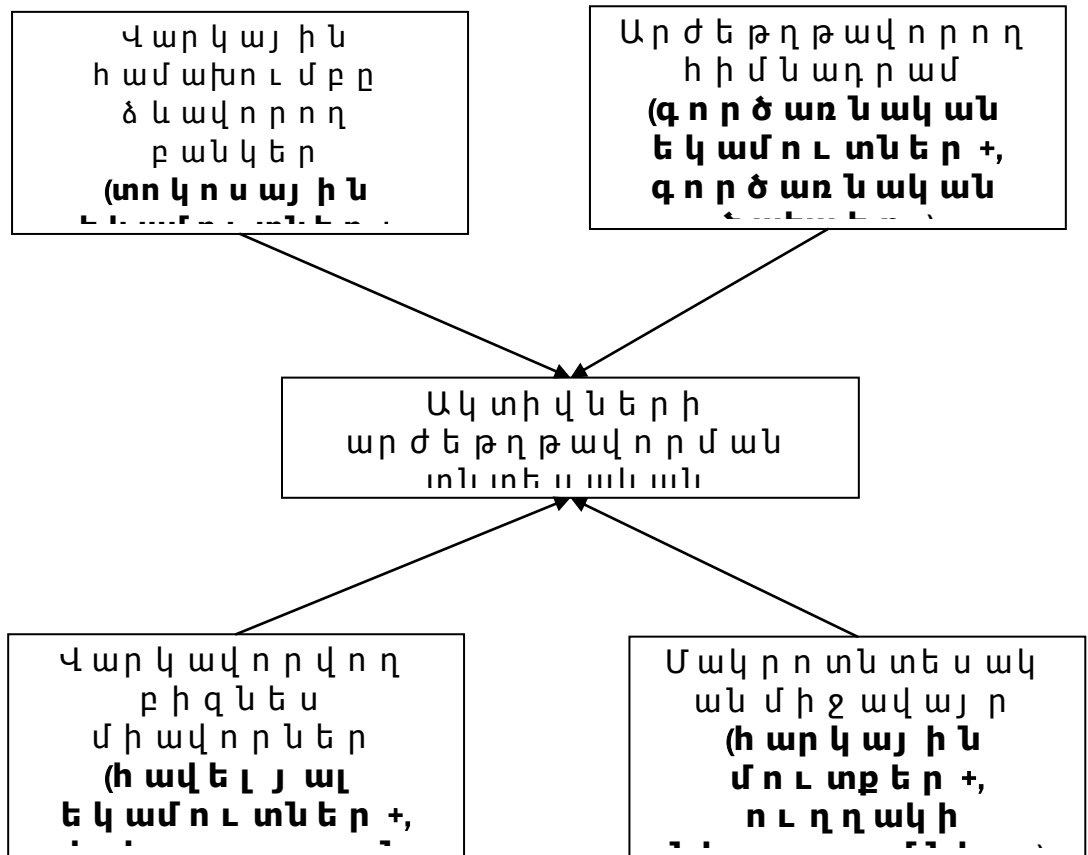
ս կ գ բ ու ն ք ո վ                    կ կ ա գ մ ա կ ե ր պ ե ր                    հ ա մ ա պ ա ր փ ա կ  
հ ա շ վ առ ու մ :

Այ ս ն պ ա տ ա կ ո վ , մ ե ր կ ո ղ մ ի ց առ ա ջ ա ր կ վ ու մ է  
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն                    հ ի մ ն ա դ ր ա մ ն ե ր ի                    կ ա գ մ ու մ  
ս տ ե ղ ծ ե լ հ ա տ ու կ ս տ ո ր ա ք ա ժ ա ն ու մ , ո ր ը կ ա մ փ ո փ ե ր  
ա կ տ ի վ ն ե ր ի                    ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն                    գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ու մ  
ձ և ա վ ո ր վ ո ղ տ ն տ ե ս ա կ ա ն ա ր դ յ ու ն ք ն ե ր ը ` ը ս տ ի ր ե ն ց  
ձ և ա վ ո ր մ ա ն                    կ ե ն տ ր ո ն ն ե ր ի ,                    և                    դ ր ա ն ո վ  
հ ն ա ր ա վ ո ր ու թ յ ու ն                    կ ս տ ե ղ ծ ե ր                    գ ն ա հ ա տ ե լ ու  
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն                    տ ն տ ե ս ա կ ա ն  
ա ր դ յ ու ն ա վ ե տ ու թ յ ու ն ը `                    տ ն տ ե ս ու թ յ ա ն                    մ ի կ ր ո                    և  
մ ա կ ր ո մ ա կ ա ր դ ա կ ո վ (տ ե ս գ ծ ա պ ա տ կ ե ր 3.2.1):

Ն պ ա տ ա կ ա հ ա ր մ ա ր                    ե ն ք                    հ ա մ ա ր ու մ                    ա կ տ ի վ ն ե ր ի  
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն                    գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ի                    ա մ ք ո ղ ջ շ ղ թ ա յ ու մ  
ձ և ա վ ո ր վ ո ղ                    տ ն տ ե ս ա կ ա ն                    ա ր դ յ ու ն ք ն ե ր ը                    ն ե ր առ ե լ  
կ ե ն տ ր ո ն ա ց վ ա ծ                    հ ա շ վ ա պ ա հ ա կ ա ն                    հ ա շ վ առ մ ա ն  
հ ա մ ա կ ա ր գ ու մ : Ո ր պ ե ս                    կ ա ն ո ն ,                    կ ր կ ն ա կ ի                    գ ր ա ն ց մ ա ն  
ե ղ ա ն ա կ ո վ                    հ ա շ վ ա պ ա հ ա կ ա ն                    հ ա շ վ առ ու մ ը                    ի ր ա կ ա -  
ն ա ց վ ու մ                    է                    կ ա գ մ ա կ ե ր պ ու թ յ ու ն ն ե ր ի                    ն ե ր ս ու մ ,                    և  
ն պ ա տ ա կ ա դ ր վ ու մ                    է                    տ ն տ ե ս ա կ ա ն                    գ ո ր ծ ու ն ե ու թ յ ա ն  
ա ր դ յ ու ն ք ն ե ր ի                    հ ա շ վ ե տ վ ո ղ ա կ ա ն ու թ յ ա ն ը ,                    ե ր ք  
պ ա ր ք ե ր ա ք ա ր                    կ ա գ մ վ ու մ                    ե ն                    \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն                    կ ա մ  
կ առ ա վ ա ր չ ա կ ա ն                    հ ա շ վ ե տ վ ու թ յ ու ն ն ե ր :                    Ս ա կ ա յ ն ,  
հ ն ա ր ա վ ո ր                    է                    ն ա ն                    կ ր կ ն ա կ ի                    գ ր ա ն ց մ ա ն                    հ ե ն ք ո վ  
կ ա գ մ ա կ ե ր պ ե լ                    հ ա շ վ ա պ ա հ ա կ ա ն                    հ ա շ վ առ ու մ                    տ ե ղ ե կ ա -  
տ վ ա կ ա ն                    ա յ ն                    հ ա մ ա կ ա ր գ ի                    հ ա մ ա ր ,                    ո ր ը                    ձ և ա վ ո ր վ ու մ                    է  
կ ա գ մ ա կ ե ր պ ու թ յ ու ն ն ե ր ի ց                    դ ու ր ս ,                    ք ա յ ց  
փ ո խ կ ա պ ա կ ց վ ա ծ                    է                    վ ե ր ջ ի ն ի ն ն ե ր ի ս                    գ ո ր ծ ու -  
ն ե ու թ յ ա ն                    հ ե տ :

Վ ե ր ո ն շ յ ա լ                    հ ա շ վ ա պ ա հ ա կ ա ն                    հ ա շ վ առ մ ա ն  
մ ո տ ե ց ու մ ը                    մ ա ս ն ա գ ի տ ա կ ա ն                    գ ր ա կ ա ն ու թ ա ն                    մ ե ջ  
հ ե ղ ի ն ա կ ն ե ր ն                    առ ա ջ ա ր կ ու մ                    ե ն                    ն ա ն                    ա յ ն                    դ ե պ ք ու մ ,  
ե ր ք                    տ ե ղ ե կ ա տ վ ա կ ա ն                    փ ո խ կ ա պ ա կ ց վ ա ծ                    շ ղ թ ա                    է  
ա ր ձ ա ն ա գ ր վ ու մ                    տ ն տ ե ս ու թ յ ա ն                    տ ա ր ք ե ր

մակարդակներում (ճյուղ, ոլորտ, տարածաշրջան) գործող կազմակերպությունների փոխհարաբերություններում<sup>140</sup>:



Գծապատկեր 3.2.1 Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքների տեղեկատվական հոսքերի համակարգումը<sup>141</sup>

Եվ քանի որ ակտիվների արժեթղթավորումը իր բնույթով չի սահմանափակվում մեկ կազմակերպության շրջանակում, և մյուս կողմից, տնտեսական եկամտաբերության հետագիծ էթոզնում ինչպես ներդրողների, այնպես էլ բանկերի, վարկառուների շրջանում, ուստի ոչ միայն հնարավոր է դառնում, այլև անհրաժեշտություն է առաջանում համակարգելու այդ

<sup>140</sup> Абрютинa М.С., От бухгалтерского учета к национальным счетам, учебное практическое пособие, М., ЗАО, «Фин-татинформ», 2001, стр. 54-55

<sup>141</sup> Կազմված է առենախոսի կողմից հիմքը նդունելով տեսական մոտեցումները:

տեղեկատվությունը կենտրոնացված հաշվապահական հաշվառման միջոցով:

Այս նպատակով, մեր կողմից առաջարկվում են հատուկ հաշիվներ և հաշվային թղթակցություններ, որոնցով կարձանագրվեն, կհամակարգվեն և կամփոփվեն արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքները (տես գծապատկեր 3.2.2): Ընդ որում, առաջարկվում են այնպիսի կառավարչական հաշիվներ, որոնք փոխկապակցված չեն կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվությունների հետ, սակայն մյուս կողմից, կրկնակի գրանցմամբ թղթակցություններով ներքին փոխկապակցվածություններն միմյանց հետ՝ ներկայացնելով արժեթղթավորման գործընթացի շղթային առնչվող տեղեկատվական համակարգ: Յետևաբար, առաջարկվող հաշիվները մնացորդ չեն ունենում և չեն թղթակցում հաշվապահական հաշվառման գործող հաշվային պլանում ընդգրկված ֆինանսական կամ կառավարչական հաշիվների հետ, քանի որ այս դեպքում գործում է ոչ ինտեգրացված հաշվառման սկզբունքը:

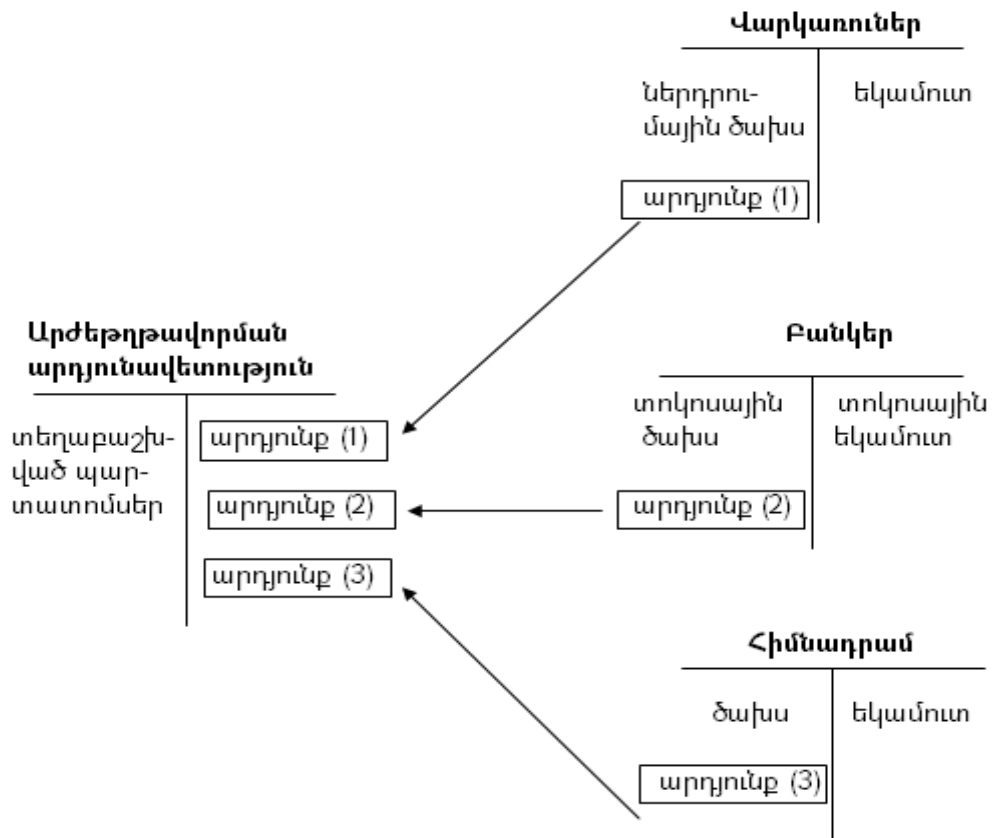
Ակտիվների արժեթղթավորման հիմնադրամը ոչ առևտրային կազմակերպություն է և այդ կազմակերպության գործունեությունը չի կարող իրականացվել առանց վերադիր ծախսերի, որոնք ուղղված են արժեթղթերի ցուցակմանը, վարչարարությունը, վարկերի սպասարկմանը և այլն (տես աղյուսակ 3.2.1): Միայն այն դեպքում, երբ հիմնադրամի գործունեության եկամուտները գերազանցում են ծախսերին, ապա ձևավորվում են ֆինանսական հետևանքներ, որոնք ի դեպ հարկվում են շահույթահարկի արտոնյալ պայմաններով:

Այսպես, շահուժառուար կիբազան «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի հիման վրա ստեղծված արժեթղթավորման հիմնադրամի գուտակտիվների հանրագումարն է<sup>142</sup>: ՀՀ հարկային օրենսգրքով սահմանված է նաև, որ «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի հիման վրա ստեղծված արժեթղթավորման հիմնադրամի հարկման բազայի նկատմամբ շահուժառուար կը հաշվարկվում է 0,01% դրույքաչափով<sup>143</sup>: Բոլոր դեպքերում, (շահուժառուար կիբազա ձևավորելիս կամ հակառակը), արժեթղթավորման հիմնադրամի գործունեության համար մեր կողմից առաջարկվող հաշվի դեբետում գրանցվում է տնտեսական արդյունք (դրական, կամ գրոյական), որը թղթակցում է «Արժեթղթավորման արդյունավետության» հաշվի կրեդիտի հետ (տես գծապատկեր 3.2.2):

---

<sup>142</sup> ՀՀ Հարկային օրենսգրք, 2016թ., հոդված 104, կետ 2

<sup>143</sup> ՀՀ Հարկային օրենսգրք, 2016թ., հոդված 125, կետ 2



Գ ծ ա պ ա տ կ ե ր 3.2.2 Ա կ տ ի վ ն ե ր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն ար դ յ ու լ ն ք ն ե ր ի հ ա մ ա պ ար փ ա կ հ ա շ վ առ մ ա ն առ ա ջ ար կ վ ո ղ մ ե խ ա ն ի գ մ ը ս ի ն թ ե տ ի կ ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն պ ար ա գ ա յ ու մ <sup>144</sup>

Ի ն չ վ ե ր ա բ ե ր ու մ Է առ ա ջ ար կ վ ո ղ «Բ ա ն կ ե ր » հ ա շ վ ի ն , ա պ ա ա յ ս տ ե ղ ար ժ ե թ ղ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն գ ո Ր ծ ը ն թ ա գ ի ն առ ն չ վ ո ղ տե ղ ե կ ա տ վ ա կ ա ն ար ձ ա ն ա գ Ր ու մ ն ե ր ը հ ա մ ե մ ա տ ա բ ար շ ա տ ե ն , ք ա ն ի ո Ր գ Ր ա ն ց վ ու մ ե ն ո չ մ ի ա յ ն վ ար կ ա յ ի ն փ ու լ ի ն առ ն չ վ ո ղ փ ո խ առ ու ն ե ր ի ց ս տ ա գ վ ո ղ տ ո կ ո ս ա յ ի ն ե կ ա մ ու տ ն ե ր ը , ա յ լ և տե ղ ա բ ա շ խ վ ա ծ պ ար տ ա տ ո մ ս ե ր ի գ ծ ո վ վ ճ ար վ ո ղ տ ո կ ո ս ա յ ի ն ծ ա խ ս ե ր ը : Ե վ ա յ դ տ ո կ ո ս ա յ ի ն ե կ ա մ ու տ ն ե ր ի ու ծ ա խ ս ե ր ի հ ա մ ա դ Ր ու մ ո վ Է լ ձ և ա վ ո Ր վ ու մ Է ա կ տ ի վ ն ե ր ի ար ժ ե թ ղ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն ը ն դ հ ա ն ու Ր ար դ յ ու լ ն ք ը Բ ա ն կ ե ր ու մ , ո Ր ը «Բ ա ն կ ե ր » հ ա շ վ ի դ ե բ ե տ ի ց տե ղ ա փ ո խ վ ու մ Է

<sup>144</sup> Կ ա գ մ վ ա ծ Է ա տ ե ն ա խ ո ս ի կ ո ղ մ ի ց հ ի մ ք ը ն դ ու ն ե լ ո վ հ ե տ ա գ ո տ ու թ յ ա ն ար դ յ ու լ ն ք ն ե ր ը : «Ս ի ն թ ե տ ի կ » ար ժ ե թ ղ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն դ ե պ ք ու մ տե ղ ա բ ա շ խ վ ա ծ վ ար կ ե ր ը մ ն ու մ ե ն առ և տ Ր ա յ ի ն Բ ա ն կ ի հ ա շ վ ե կ շ ռ ու մ :

«Արժեթղթավորման արդյունավետություն» հաշվի կրեդիտ (տես գծապատկեր 3.2.2):

Աղյուսակ 3.2.1

«Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի կոմիսիոն նայլ վերադիր ծախսերի փոփոխությունը 2016-2017թթ. (հազ.դրամ)<sup>145</sup>

Ծախսային հոդվածներ	01.01.2017	01.01.2016
	30.06.2017	30.06.2016
Վարկերի սպասարկման ծախսեր	(1,043)	(3,414)
Կառավարման վարձի ծախսեր	(1,389)	(3,874)
Պարտատոմսերի գուցակման ծախսեր	(374)	(774)
Մարքեթինգային ծախսեր	(270)	(898)
Ռեեստրավարման ծախսեր	(252)	(235)
Բանկային այլ ծախսեր	(153)	(219)
Ընդամենը կոմիսիոն նայլ վճարների ծախսեր	<b>(3,481)</b>	<b>(9,414)</b>

«Վարկառուներ» հաշիվն ամփոփում է ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի արդյունքները՝ վերավարկավորվող ոլորտի անդիսացող քիզնեսումիավորներում, երբ բանկերը պարտատոմսերի վաճառքից ստացված հասույթը վարկերի ձևով վերատեղաբաշխում են գործարարության ոլորտում՝ ակտիվացնելով իրենց նախորդ պասիվ վարկային ներդրումները: Այս դեպքում, նոր վարկառուները (քիզնեսումիավորները) համեմատում են բանկերից

<sup>145</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ»-ի ֆինանսական հաշվետվություններին կից ծանոթագրություններ, Երևան 15. օգոստոս, 2017, էջ 17

ստացած փոխառու թյան ծախսերը՝ վարկավորման հետևանքով ձևավորված արդյունքի հետ: Այդ համեմատման դաշտում գտնվող ֆինանսական արդյունքներն արտացոլվում են «Վարկառուներ» հաշվի դեբետում, և նաև կրկնակի գրանցման սկզբունքով՝ «Արժեթղթերի արդյունավետություն» հաշվի կրեդիտում:

Ակտիվների արժեթղթավորման շրջափոխի ավարտին տնտեսական արդյունքների կրկնակի գրանցումով փակվում են մերկողմից առաջարկվող հավաքիչ-բաշխիչ «Վարկառուներ», «Բանկեր» և «Յիմնադրամի գործունեություն» հաշիվները, որոնցից յուրաքանչյուրն ընդգրկում է արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքը՝ ըստ ձևավորման առանձին կենտրոնների (բիզնես միավորներ, բանկեր, հիմնադրամներ): Իսկ դրան գույքահեն, ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի տնտեսական արդյունքներն ամբողջությամբ ամփոփվում են «Արժեթղթերի արդյունավետություն» հաշվի կրեդիտում (տես գծապատկեր 3.2.2): Մյուս կողմից, հաշվի դեբետում արձանագրվում է տեղաբաշխված պարտատոմսերի արժեքը, որով և հնարավորություն է ստեղծվում գնահատելու ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական արդյունավետությունը (E) հետևյալ հարաբերությամբ.

$E = \frac{\text{ակտիվների արժեթղթավորման համընդհանուր տնտեսական արդյունք}}{\text{տեղաբաշխված պարտատոմսերի արժեք}}$

Այսպես, կիրառելով առաջարկվող հաշիվները և նրանցում տեղեկատվության համակարգման մեխանիզմը, հաշվապահական հաշվառման թղթակցություններով հնարավոր է ներկայացնել ակտիվների արժեթղթավորման շրջափոխի



տն տես սակասն արդյունքներին ամբողջական արդյունքը (տես հավելված 2):

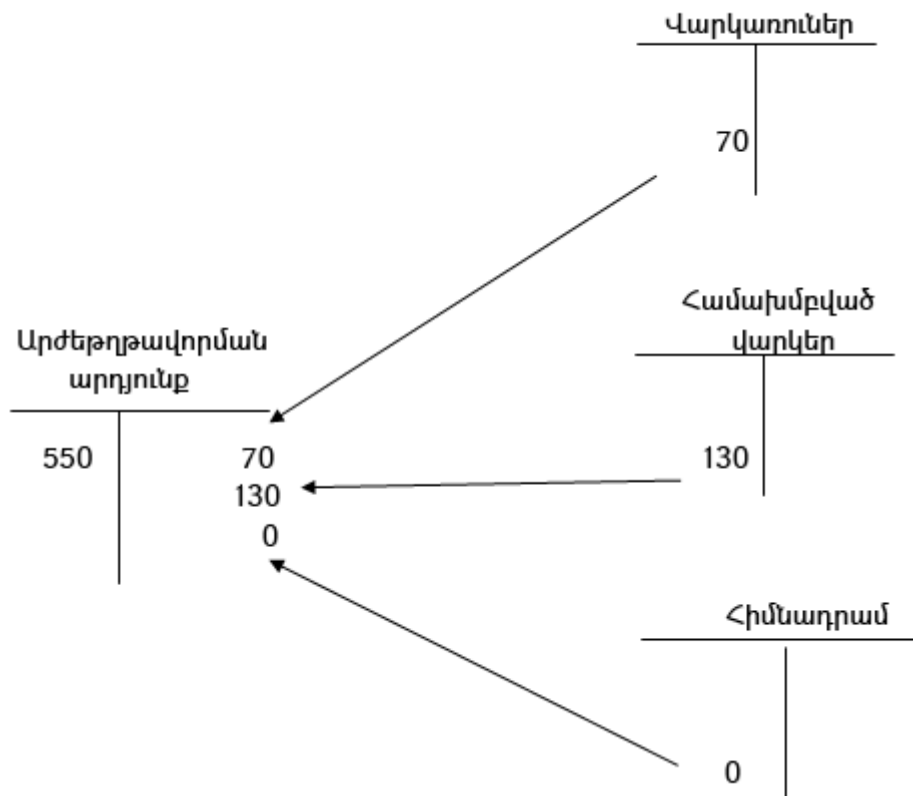
Տեղադրելով հավելված 2-ի հաշվային թղթակցություններին արդյունքները առաջարկվող հաշիվներում, կարող ենք ընդհանրացնել ակտիվներին արժեթղթավորման գործընթացի տնտեսական համընդհանուր արդյունքը (տես գծապատկեր 3.2.3), որով կգնահատվի արժեթղթավորման արդյունավետությունը հետևյալ տեղեկատվությամբ.

Ակտիվներին արժեթղթավորման արդյունավետություն =

արժեթղթավորման համախառն տնտեսական արդյունք /

$$\text{տեղաբաշխված պարտատոմսեր} = (70 + 130 + 0) / 550 = 0,36$$

Այսպիսով, բանկային ակտիվներին արժեթղթավորումը ոչ միայն տնտեսապես նպատակահարմար էր վարկային փոփոխությունների համար, որտեղ տոկոսային ծախսերը գերազանցեցին եկամուտներին և ձևավորվեց տոկոսային 130 մլն դրամի շահույթ, այլև արժեթղթավորման ողջ շրջափոփումը համար, երբ տեղաբաշխված պարտատոմսերը ընդհանուր առմամբ ապահովեցին 36% շահույթաբերություն ակտիվներին արժեթղթավորման ամբողջ գործընթացում:



Գ ծ ապատկ է ր 3.2.3 Ա կ տի վ ն ե ր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն ար դ յ ու ն ք ն եր ի կր կ ն ա կ ի գ ր ա ն ց ու մ ը ` առ ա ջ ար կ վ ո ղ հ ա շ ի վ ն եր ու մ <sup>146</sup>

Յ ե տ ն ա բ ար , առ ա ջ ար կ վ ո ղ մ ե խ ա ն ի գ մ ը հ ն ար ա վ ո Ր ու թ յ ու ն կ ս տ ե ղ ծ ի .

Առ ա ջ ի ն , ո չ մ ի ա յ ն ա ն ը ն դ հ ա տ ու թ յ ա ն ս կ գ բ ու ն ք ո վ գ ր ա ն ց ե լ ու հ ա շ վ ա պ ա հ ա կ ա ն հ ա շ ի վ ն ե - ր ու մ ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն տ ն տ ե ս ա կ ա ն ար դ յ ու ն ք ն եր ը , ա յ լ և մ շ տ ա դ ի տ ար կ մ ա ն ե ն թ ար կ ե լ ու պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի տ ե ղ ա բ ա շ խ մ ա ն և մ ար մ ա ն ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն հ ե տ ն ա ն ք ն եր ն ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն ա մ բ ո ղ ջ շ Ր ջ ա փ ու լ լ ի ը ն թ ա ց ք ու մ :

Եր կ ր ո Ր դ , ի ր ա կ ա ն ա ց ն ե լ ու հ ա մ ե մ ա տ ա կ ա ն վ եր լ ու ծ ու թ յ ու ն ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն տ ն տ ե ս ա կ ա ն ար դ յ ու ն ա վ ե տ ու թ յ ա ն գ ծ ո վ ո չ մ ի ա յ ն ա յ դ գ ո Ր ծ ը ն թ ա ց ի յ ու Ր ա ք ա ն չ յ ու Ր փ ու լ լ ու մ , ա յ լ և տ ար բ եր վ ար կ ա յ ի ն փ ու լ լ եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն շ ղ թ ա յ ու մ , գ ն ա հ ա տ ե լ ո վ « եր կ ար փ ո ղ եր ի » ձ ն ա վ ո Ր մ ա ն

<sup>146</sup> Կ ա գ մ վ ա ծ Է հ ա վ ե լ վ ա ծ 3-ի հ ի մ ա ն վ ր ա

ն պատակ ահարմար ու թյունն  
եկամ տաբեր ու թյունը:

ու

### **3.3 Ակտիվներով երաշխավորված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման ուղիները ՀՀ-ում**

Արժեթղթերի շուկան, հատկապես իր  
երկրորդային հատվածով, հիմնականում  
դիտարկվում է որպես պարտատոմսերի,  
բաժնետոմսերի, ածանցյալ գործիքների առքու  
վաճառքի մասնագիտացված հարթակ, որն իր մեջ  
ներառում է գնորդների և վաճառողների տնտեսական  
հարաբերություններն ու դրանց կարգավորումը ար-  
ժեթղթերի տեղաբաշխման և շրջանառության  
ընթացքում: Այս տեսակետից, արժեթղթերի շուկան  
որոշ առումներով իրականացնում է դասական  
շուկայի գործառնություններ, նպաստելով  
գնագոյացմանը, տեղեկատվության ապահովմանը, երբ  
լուծվում է առքուվաճառքի պայմանների  
հասանելիությունը գնորդների և վաճառողների  
շրջանակում, ինչպես նաև կատարվում են  
կարգավորիչ գործառնություններ՝ սահմանելով  
վաճառքի պայմանները, առևտրի մասնակիցների միջև  
ծագող վիճահարույց խնդիրների լուծման  
ուղիները, կիրառելով վերահսկողությունը և լծակներ:  
Բացի այդ, արժեթղթերի շուկային բնորոշ են  
առանձնահատուկ գործառնություններ, ինչպիսիք են  
դրամական միջոցների վերաբաշխումները  
տնտեսության ճյուղերի և ոլորտների միջև,  
ինչպես նաև արժեքային և \$իսանսական ռիսկերից  
ապահովագրման միջոցները<sup>147</sup>:

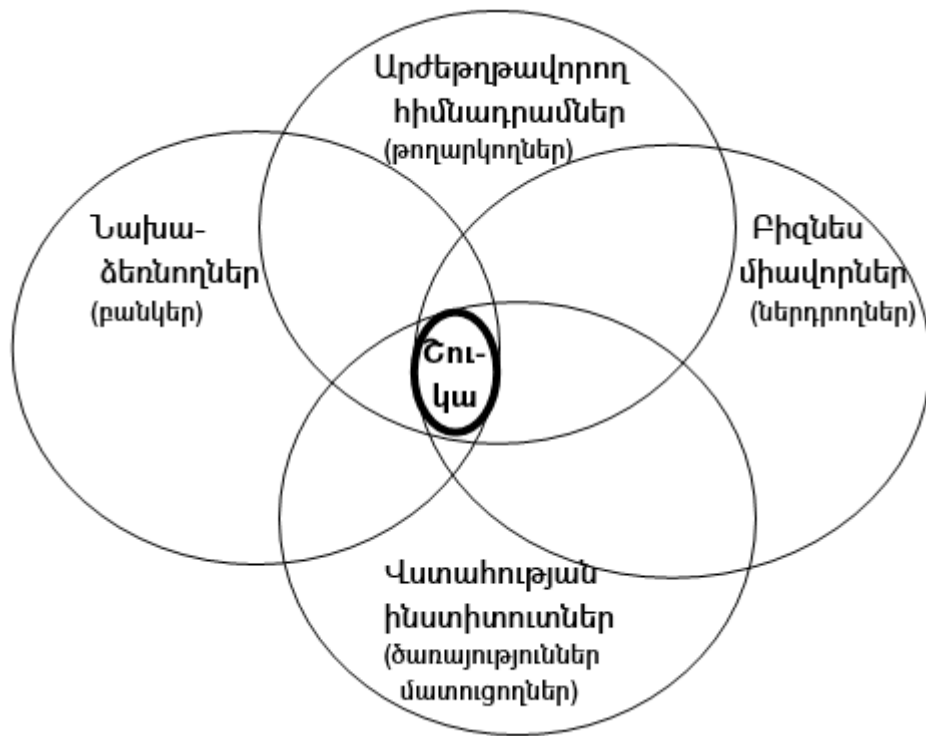
<sup>147</sup> Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / под ред. Л. Хейра; пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. стр. 18-19 416 с.

Չնայած, «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում հստակ չի ներկայացվում արժեթղթերի շուկայի բնորոշումը, սակայն դրան գուգահեռ մեկնաբանվում է դրա կարգավորիչ բնույթը, համաձայն որի այն համարվում է հանրության համար ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն մատչելի կազմակերպական, իրավական և տեխնիկական միջոցների համակարգ, որը կանոնավոր կերպով արժեթղթերի առք ու վաճառքի առաջարկների հանդիպման վայր կամ միջոց է<sup>148</sup>:

Հետևաբար, օրենսդրորեն արժեթղթերի շուկան նույնպես դիտարկվում է նեղ իմաստով, այսինքն որպես արժեթղթերի առք ու վաճառքի հարթակ՝ իր գործունեությունը ապահովող անհրաժեշտ միջոցներով: Սակայն մեր կարծիքով, արժեթղթավորված ակտիվների շուկան անհրաժեշտ է մեկնաբանել ավելի լայն իմաստով, նրանում ոչ միայն ընդգրկելով վարկային, ներդրումային և բիզնես կազմակերպությունների գործունեության ոլորտները, այլև ակտիվների արժեթղթավորմանը նպաստող ինստիտուցիոնալ կառույցների գործունեության ծավալները (տես գծապատկեր 3.3.1):

---

<sup>148</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 2007թ., հոդված 3, կետ 31



Գ ծ ա պ ա տ կ ե ր 3.3.1 Ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր վ ա ծ ա կ տ ի վ ն ե ր ի շ ու կ ա յ ի ձ ն ա վ ո ր մ ա ն մ ե խ ա ն ի գ մ ը <sup>149</sup>

Ա յ ս ի ն ք ն ` ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր վ ա ծ ա կ տ ի վ ն ե ր ի շ ու կ ա ն մ ե ր կ ո ղ մ ի ց դ ի տ ա ր կ վ ու մ է ո չ թ ե պ ար զ ա պ ե ս ա ռ ք ու վ ա ճ ա ռ ք ի վ ա յ ր , կ ա մ բ ո ր ս ա , ա յ Լ ա ր ժ ե - թ ղ թ ա վ ո ր ու մ ը ն ա խ ա ձ ե ռ ն ո ղ ն ե ր ի , պ ար տ ա տ ո մ ս ե ր ի գ ն ո ր դ ն ե ր ի , վ ե ր ա վ ա ր կ ա վ ո ր վ ո ղ կ ա զ մ ա կ ե ր պ ու թ յ ու ն ն ե ր ի տ ն տ ե ս ա կ ա ն շ ա հ ե ր ի փ ո խ կ ա պ ա կ ց մ ա ն շ ր ջ ա ն ա կ ` ի ր ս պ ա ս ա ր կ ո ղ կ ա զ մ ա կ ե ր պ չ ա կ ա ն ե ն թ ա կ ա ռ ու ց վ ա ծ ք ն ե ր ո վ :

Ա յ ս պ ե ս , գ ծ ա պ ա տ կ ե ր 3.3.1-ու մ ն ե ր կ ա յ ա ց վ ա ծ է գ ր ա վ ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի շ ու կ ա ն , ո ր ը մ ե ր մ ե կ ն ա ք ա ն ու թ յ ա մ բ հ ա ն դ ի ս ա ն ու մ է ն ա խ ա ձ ե ռ ն ո ղ կ ա զ մ ա կ ե ր պ ու թ յ ու ն ն ե ր ի (բ ա ն կ ե ր , Ո Ի Վ Կ -ն ե ր , պ ար տ ա տ ո մ ս ե ր թ ո ղ ա ր կ ո ղ ա ր տ ա դ ր ա կ ա ն ձ ե ռ ն ա ր - կ ու թ յ ու ն ն ե ր ) , վ ս տ ա հ ու թ յ ա ն ի ն ս տ ի տ ու տ ն ե ր ի (թ ր ա ս թ ա յ ի ն կ ա զ մ ա կ ե ր պ ու թ յ ու ն ն ե ր , ա պ ա հ ո վ ա գ ր ա կ ա ն ը ն կ ե ր ու թ յ ու ն ն ե ր ) , ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր ո ղ հ ի մ ն ա դ ր ա մ ն ե ր ի և

<sup>149</sup> Կ ա զ մ վ ա ծ է ա տ ե ն ա խ ո ս ի կ ո ղ մ ի ց հ ի մ ք ը ն դ ու ն ե Լ ո վ հ ե տ ա գ ո տ ա կ ա ն ա ր դ յ ու ն ք ն ե ր ը :

վերավարկավորող բիզնես միավորների գործունեության շրջանակների ընդհանուր հատույտը: Այսինքն, հենց այդ հատույտի սահմաններում են համակցվում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի մասնակից իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց տնտեսական շահերը, որոնք ուղղվում են արժեթղթավորված ակտիվների առքուվաճառքին:

Հայաստանի Հանրապետությունում վերջին տասնամյակում նույնպես օրենսդրական հիմքեր ստեղծվեցին ակտիվների արժեթղթավորման համար: Ներկայումս, գործողության մեջ է «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը, որը կարգավորում է ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկման և այդ համալիր գործընթացի նկատմամբ վերահսկողության հետ կապված հարաբերությունները<sup>150</sup>: Սակայն, մինչ այդ, մեր հանրապետությունում արժեթղթավորումն իր արտացոլումն էր գտել ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքում, Արժեթղթերի շուկայի մասին ՀՀ օրենքում և ՀՀ կառավարության մի շարք որոշումներում:

Այսպես, ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքում նշվում է, որ արժեթուղթը գույքային իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ է, որի իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն այն ներկայացնելիս<sup>151</sup>: Սակայն օրենսգրքում ներկայացնելով արժեթղթերի տեսակները,<sup>152</sup> ընդհանուր դրույթներում հստակ չեն նշվում ակտիվներով ապահովագրված արժեթղթերի բնութագրիչ գծերը: Նույն սկզբունքով է ներկայացվում նաև

<sup>150</sup> «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենք, 2008, հոդվ. 1

<sup>151</sup> ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրք, 1998թ., հոդվ. , 146

<sup>152</sup> Նույն տեղը, հոդվ. 151

«Պարտատոմսեր» հոդվածը, որտեղ արժեթուղթը բնութագրվում է որպես տիրապետողի իրավունքը հավաստող փաստաթուղթ, հստակեցված ժամկետներում պարտատոմս թողարկողից ստանալու արժեթղթի անվանական արժեքը կամ այլ գույքային համարժեք: Փաստորեն, պարտատոմսի տիրապետողին իրավունք է վերապահվում ստանալու անվանական արժեքից տոկոս կամ գույքային իրավունքներ<sup>153</sup>:

ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի 8-րդ գլուխը ամբողջությամբ նվիրված է արժեթղթերին և հիմնականում ընդգրկում է ընդհանուր դրույթներ, իսկ արժեթղթերի թողարկման և տեղաբաշխման գործընթացը մեր հանրապետությանում կարգավորվում է «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով, որի հիմնական նպատակներն են «ներդրողների իրավունքների և օրինական շահերի պաշտպանությունը, արժեթղթերի շուկայի թափանցիկության, կայուն և արդյունավետ զարգացման ապահովումը, արժեթղթերի գնագոյացման համակարգի արժանահավատության ապահովումը, արժեթղթերի շուկայում համակարգային ռիսկերի նվազեցումը»<sup>154</sup>: Սակայն, այս օրենքում նույնպես ակտիվների արժեթղթավորման առումով հատուկ մեկնաբանություններ չեն տրվում:

Այսպես, օրենքի բաժին երրորդը ամբողջությամբ նվիրված է ներդրումային ծառայությունների մատուցման կարգավորմանը, և առավելապես թիրախավորված է ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից ներդրումային գործընթացների վերահսկողությունը և ֆինանսական ռիսկերի կանխարգելմանը: Օրենքում առավելապես իրենց մեկնաբանություններն են ստացել ներդրումային

<sup>153</sup> ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգրքի 1998թ. հոդվ. 154

<sup>154</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 2007թ. հոդվ. 1

գործունենությունն ծավալող  
կազմակերպությունների գրանցման և  
լիցենզավորման (հոդվածներ 33-46), մասնագիտական  
որակավորման պահանջները (հոդվածներ 50-53), ինչպես  
և ներդրումային ծառայությունների  
մատուցողների գործունենության նկատմամբ  
սահմանվող պահանջները (հոդվածներ 62-80):

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում  
հատուկ կարգավորման առարկա է դառնում  
շուկայում տեղի ունեցող գործարքների  
թափանցիկությունը: Մասնավորապես, պահանջ է  
ներկայացվում արժեթղթերը թողարկելիս և  
տեղաբաշխելիս հրապարակել ազդագիր, որը պետք է  
պարունակի թողարկողի և առաջարկվող արժեթղթերի  
վերաբերյալ ամբողջական տեղեկատվությունը, որը  
տիրապետողի համար ավարար կլինի արժեթղթերով  
ամրագրված իր իրավունքների վերաբերյալ  
հիմնավորված գնահատական կազմելու համար<sup>155</sup>: Ընդ  
որում, ազդագրի ձևի ու բովանդակության  
նկատմամբ պահանջները սահմանվում են ՀՀ  
Կենտրոնական բանկի կողմից, երբ սահմանվում է  
ազդագրի ձևի և բովանդակության նկատմամբ տարբեր  
պահանջներ՝ կախված առաջարկվող արժեթղթերի  
տեսակից<sup>156</sup>:

Համաձայն օրենքի, ՀՀ Կենտրոնական բանկը  
փաստացի պատասխանատվությունն չի կրում  
ազդագրում ներառված տեղեկությունների ճշտու-  
թյան կամ հավաստիության գծով: Այս առումով,  
օրենքում պահանջ է դրվում, որպեսզի ազդագիրը  
ներառի դրոյթայն մասին, որ Կենտրոնական բանկի  
կողմից դրա գրանցումը չի հավաստում ներդրման

<sup>155</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 2007թ., հոդվ. 8, կետ 1

<sup>156</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 2007թ., հոդվ. 8, կետ 4



ապահովումը, ներկայացված տեղեկության ճշտությունը կամ իսկությունը<sup>157</sup>:

Թվում էր, թե վերը թվարկած օրենսդրական և րացումները պետք է տեղ գտնեին «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքում, որի ընդունումը հաջորդեց «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի գործունեությանը, սակայն մեր կարծիքով, դեռևս այս օրենսդրական դաշտում նույնպես բարեփոխումների կարիք է գագվում:

Այսպես, օրենքում արժեթղթավորող ակտիվների խմբի միասնության պահանջ չի դրվում և միայն շեշտադրում է կատարվում այն փաստին, որ ակտիվները արժեթղթավորման հիմնադրամին վաճառքի պահին ծանրաբեռնված չեն և ինքնուրույն կատմամբ երրորդ անձանց իրավունքներով ու պահանջներով, և ազատ են և ինքնուրույն որևէ սահմանափակումից<sup>158</sup>: Սակայն կարծում ենք, որ միասնության առկայությունը հատկապես օրենսդրական պահանջ պետք է և ինի ակտիվների «փուլը» ձևավորելիս, քանի որ դրամական նմանատիպ ներհոսքեր ապահովող ակտիվների համախումբը ֆինանսական կայուն պաշարներ է ձևավորում պարտատոմսերի ժամանակին և ամբողջական մարման համար:

Ընդորում, սույն օրենքի հոդված 24-ի համաձայն՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկն է ակտիվների խմբի գրանցումն իրականացնում, արժեթղթավորման հիմնադրամից պահանջելով անհրաժեշտ փաստաթղթերի ցանկ: Սակայն, փաստաթղթերի ներկայացման ցանկում առավելապես կարևորվում է ներառված ակտիվների նկատմամբ արժեթղթավորման

<sup>157</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 2007թ., հոդվ. 10, կետ 6

<sup>158</sup> «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենք, 2008, հոդված 23

հիմնադրամիս փոխանցված սահմանված  
սեփականություն փրավունքը հավաստող  
փաստաթղթերը <sup>159</sup>:

Մեր կարծիքով, դրան զուգահեռ, «Ակտիվներ  
արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված  
արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքում անհրաժեշտ է  
առավել հստակեցնել արժեթղթավորման  
գրավչությունն ապահովող պայմանները: Այսպես,  
հոդված 31-ի կետ 1-ով արժեթղթավորված ակտիվների  
հանրային գրավչության պահանջ չի դրվում,  
ընդամենը նշելով, որ ակտիվներով ապահովված  
արժեթղթերի գծով նախաձեռնողի կամ վաճառողի,  
ինչպես նաև այլ անձանց կողմից կարող են  
կիրառվել վարկային գրավչության մոտեցումներ:  
Այդ ոլորտին օրենքը անդրադառնում է ակտիվներով  
ապահովված արժեթղթերի գծով վճարումների համար  
պահուստի ստեղծման, ակտիվների  
ապահովագրության, ակտիվներով ապահովված արժե-  
թղթերի գծով շուկայական պայմաններով վճարման  
պարտավորություն կատարման երաշխիքների  
մասով <sup>160</sup>, սակայն, զուգահեռաբար, վաճառահանվող  
արժեթղթերի վարկանիշավորման օրենսդրական  
պահանջ չի դրվում:

Ընդհանուր առմամբ, գործող ՀՀ  
օրենսդրությունն անդրադառնում է արժեթղթերի  
գրավչության նշանակությանն ու ռիսկերին,  
նշելով, որ դրանք չպետք է վտանգեն ներդրողների  
շահերը <sup>161</sup>, սակայն օրենքը չի պարզաբանում, թե որ  
դեպքերի պարագայում պետք է արձանագրել

<sup>159</sup> «Ակտիվներ արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված ար-  
ժեթղթերի մասին» ՀՀ

օրենք, 2008, հոդված 24, կետ 2

<sup>160</sup> «Ակտիվներ արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված ար-  
ժեթղթերի մասին» ՀՀ

օրենք, 2008, հոդված 31

<sup>161</sup> «Ակտիվներ արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված ար-  
ժեթղթերի մասին» ՀՀ

օրենք, 2008, հոդված 32, կետ 2

«Ներդրողների շահերի վտանգում»: Թերևս, այդ հիմնախնդրին ընհանուր գծերով անդրադառնում է «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը, որտեղ նշվում է, որ ազդագրում տեղեկությունների ներկայացումը էապես չպետք է վնասի թողարկողի օրինական շահերը, ինչպես նաև ապակողմնորոշի ներդրողներին՝ թողարկողի, տեղաբաշխողի, երաշխավորի (առկայության դեպքում) ներկա և ապագա ֆինանսական վիճակի կամ առաջարկվող արժեթղթերով ամրագրված իրավունքների վերաբերյալ գնահատական կազմելիս<sup>162</sup>: Մեր կարծիքով, այս պարագայում օրենքը տալիս է հիմնադիրների համար տեղեկատվության ապահովվածության համընդհանուր, բայց ոչ նրանց շահերին թիրախավորված պահանջներ:

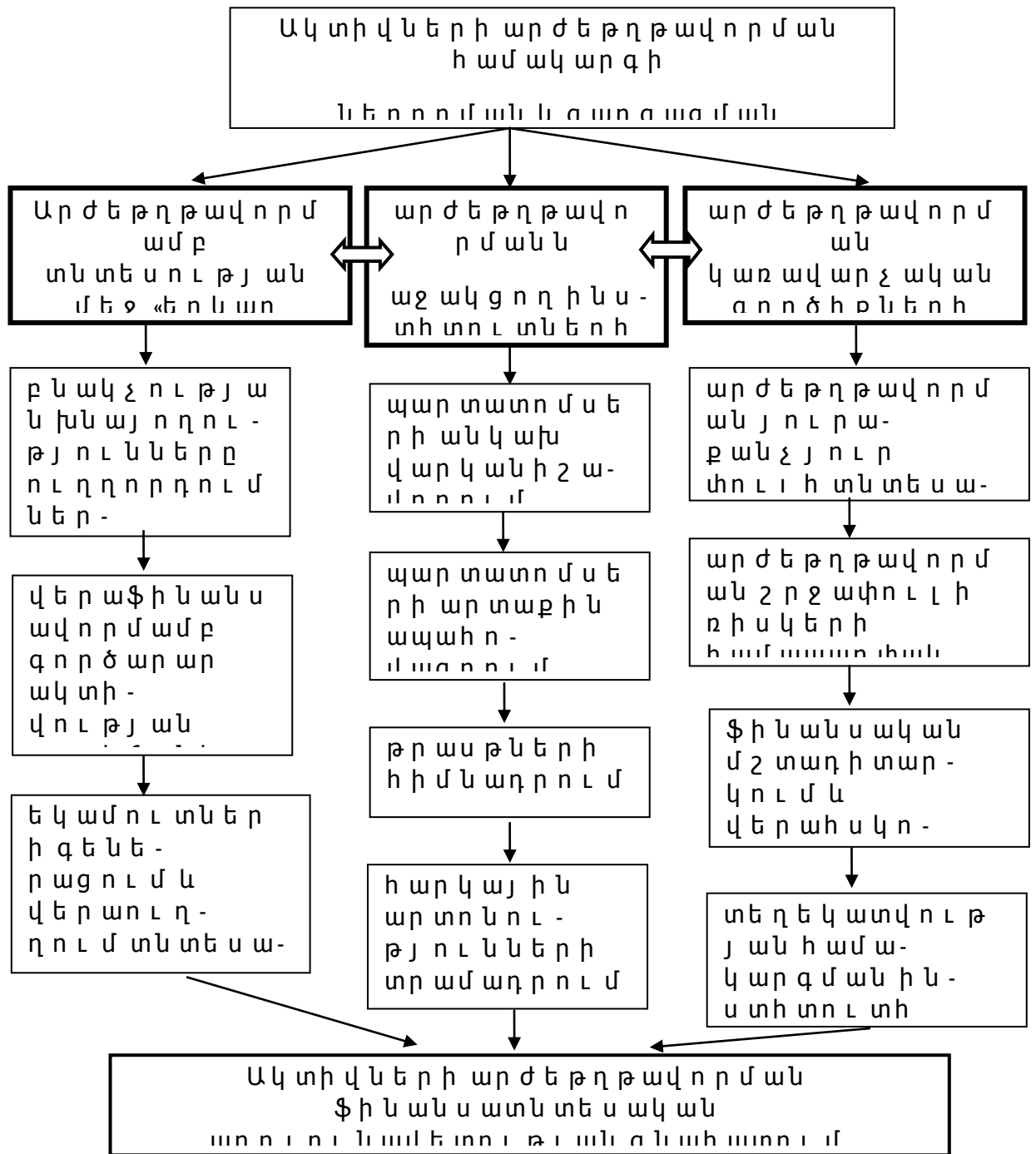
Ակտիվներով երաշխավորված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման խթանիչ ուղիներ կարող են հանդիսանալ արժեթղթավորումը նախաձեռնողների, պարտատոմսերի գնորդների, վերավարկավորող կազմակերպությունների տնտեսական շահերի ներդաշնակեցումը, երբ մի կողմից պետության կողմից օժանդակություն կդրսևորվի արժեթղթավորման ֆինանսահարկային բարենապաստ միջավայրի ձևավորմանը, մյուս կողմից, պարտատոմսերի շուկան կդիտարկվի առավել լայն հիմաստով և նրամասնակիցների միջև փոխկապակցված մոտիվացիոն լծակներ կդրսևորվեն ակտիվների երկար փողերի արդյունավետ կառավարման և տնտեսական շահերի ետապնդելու համար:

Այս առումով, առաջ է մղվում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հայեցակարգային դրոյթների ներկայացումը, որտեղ հաշվի են առնվում

<sup>162</sup> «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 2007թ., հոդված 8, կետ 5, ենթակետ 2

տնտեսություն մեջ «երկար փողերի»,  
արժեթղթավորմանն աջակցող ինստիտուտների և  
կառավարչական ինովացիոն գործիքների  
կիրառումը (տես գծապատկեր 3.3.6):

Առաջարկվող համակարգի հիմքում դրվում է  
ակտիվների արժեթղթավորման \$ինանսատնտեսական  
արդյունավետության գնահատումը, գույքահեռաբար  
հաշվի առնելով նաև այդ գործընթացի  
կայունությանն ուղղված \$ինանսական վերահսկո-  
ղությունը և մոնիտորինգը:



Գծապատկեր 3.3.6 Ակտիվների արժեթղթավորման ներդրումն ու զարգացման համակարգ<sup>163</sup>

Այս դեպքում, ակտիվների արժեթղթավորումը դիտարկվում է որպես բնակչության խնայողությունների, կազմակերպությունների ֆինանսական հոսքերը «երկար փողերի» փոխակերպման գործիք, երբ անձնական եկամուտները և կազմակերպությունների ֆինանսական հոսքերը

<sup>163</sup> Կազմված է ատենախոսի կողմից հիմք ընդունելով հետազոտության արդյունքները:

գ Ե ն Ե ր ա ց վ ո ւ մ և վ Ե ր ա ո ւ ղ ղ վ ո ւ մ Ե ն տ ն տ Ե ս ա վ ա ր մ ա ն  
շ ա հ ո ւ թ ա ք Ե ր ո լ ո ր տ ն Ե ր , դ ր ա ն ո վ ի ս կ ք ա ր ձ ր ա ց ն Ե լ ո վ  
տ ն տ Ե ս ա վ ա ր մ ա ն ա կ տ ի վ ո ւ թ յ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ը :

Ս ա կ ա յ ն , ա ռ ա ջ ա ր կ վ ո ղ հ ա մ ա կ ա ր գ ը չ ի կ ա ր ո ղ  
ա ր դ յ ո ւ ն ա վ Ե տ գ ո ր ծ Ե լ , Ե թ Ե հ ա շ վ ի չ ա ռ ն ի  
ա կ տ ի վ ն Ե ր ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն ն ա ջ ա կ ց ո ղ  
ա ն հ ր ա ժ Ե շ տ ի ն ս տ ի տ ո ւ տ ն Ե ր ի ն Ե ր դ ա շ ն ա կ  
գ ո ր ծ ո ւ ն Ե ո ւ թ յ ո ւ ն ը , ի ն չ ա ի ս ի ք Ե ն թ ր ա ս թ ա յ ի ն  
կ ա գ մ ա կ Ե ր պ ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ը , ա պ ա հ ո վ ա գ ր ա կ ա ն  
ը ն կ Ե ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ը , պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ր ը վ ա ր կ ա -  
ն ի շ ա վ ո ր ո ղ ա ն կ ա խ գ ո ր ծ ա կ ա լ ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ը , և  
վ Ե ր ջ ա պ Ե ս պ Ե տ ո ւ թ յ ո ւ ն ը ` ա կ տ ի վ ն Ե ր ի  
ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն ո ղ ջ շ ր ջ ա փ ո ւ լ ո ւ մ ի ր հ ա ր կ ա յ ի ն  
ա ր տ ո ն ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ի տ ր ա մ ա դ ր մ մ ք :

Ե վ վ Ե ր ջ ա պ Ե ս , ա կ տ ի վ ն Ե ր ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն  
հ ա մ ա կ ա ր գ ի ն Ե ր դ ր մ ա ն և գ ա ր գ ա ց մ ա ն ա ռ ա ջ ա ր կ վ ո ղ  
հ ա մ ա կ ա ր գ ը կ գ ո ր ծ ի ա ր դ յ ո ւ ն ա վ Ե տ , Ե թ Ե ա յ ն հ ա շ վ ի  
ա ռ ն ի ն ա ն կ ա ռ ա վ ա ր չ ա կ ա ն ի ն ո վ ա ց ի ո ն ա յ ն ա ի ս ի  
գ ո ր ծ ի ք ն Ե ր ի ի ր ա ց ո ւ մ ը , ի ն չ ա ի ս ի ք Ե ն `  
ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն յ ո ւ ր ա ք ա ն չ յ ո ւ ր փ ո ւ լ ո ւ մ  
տ ն տ Ե ս ա կ ա ն Ե կ ա մ տ ա ք Ե ր ո ւ թ յ ա ն չ ա փ մ ա ն մ Ե -  
խ ա ն ի գ մ ն Ե ր ի կ ի ր ա ռ ո ւ մ ը , ի ն տ Ե գ ր ա լ ա յ ի ն ց ո ւ ց ի չ ո վ  
ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ի շ ր ջ ա փ ո ւ լ ա յ ի ն  
ռ ի ս կ Ե ր ի հ ա մ ա պ ա ր փ ա կ գ ն ա հ ա տ ո ւ մ ը ,  
տ Ե ղ Ե կ ա տ վ ո ւ թ յ ա ն կ Ե ն տ ր ո ն ա ց վ ա ծ հ ա մ ա կ ա ր գ մ ա ն  
ի ն ս տ ի տ ո ւ տ ի ս տ Ե ղ ծ ո ւ մ ը (տ Ե ս գ ծ ա պ ա տ կ Ե ր 3.3.6):

Յ Ե տ ն ա ք ա ր , ա կ տ ի վ ն Ե ր ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն  
ն Ե ր դ ր մ ա ն և գ ա ր գ ա ց մ ա ն հ ա մ ա կ ա ր գ ի ա ռ ա ջ ա ր կ վ ո ղ  
մ Ե խ ա ն ի գ մ ը հ ն ա ր ա վ ո ր ո ւ թ յ ո ւ ն կ ս տ Ե ղ ծ ի  
ի ր ա կ ա ն ա ց ն Ե լ ո ւ հ ա մ Ե մ ա տ ա կ ա ն վ Ե ր լ ո ւ ծ ո ւ թ յ ո ւ ն `  
տ ա ր ք Ե ր ժ ա մ ա ն ա կ ա հ ա տ վ ա ծ ն Ե ր ո ւ մ և տ ա ր ք Ե ր  
Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն հ ո ս ք Ե ր ո վ ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն  
տ ն տ Ե ս ա կ ա ն ա ր դ յ ո ւ ն ա վ Ե տ ո ւ թ յ ա ն գ ծ ո վ , գ ն ա -  
հ ա տ Ե լ ո վ « Ե ր կ ա ր փ ո ղ Ե ր ի » ձ և ա վ ո ր մ ա ն ն ա պ ա տ ա -

Կահարմարություններն ու ֆինանսատնտեսական  
եկամտաբերությունը:

## ԵՁՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ

Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական նշանակության և զարգացման ընթացքի միջազգային և հայրենական փորձի ուսումնասիրությունների հիման վրա մեր կողմից կատարվել են մի շարք եզրակացություններ և ներկայացվել առաջարկություններ՝ ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման ներդրման գործընթացի բարելավման ուղղությամբ.

1. Ակտիվների արժեթղթավորման զարգացման պատմական ընթացքի վերլուծությունը թույլ է տալիս հրականացնել ու հետևյալ եզրակացությունները:

Առաջին. ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական շարժառիթները ձևավորվում են ինչպես տնտեսավարման մասնավոր, այնպես էլ հանրային հատվածում, երբ անհրաժեշտություն է առաջանում «երկար փողերի» ձևավորման և օգտագործման համար: Եթե հանրային ոլորտը ակտիվների արժեթղթավորմամբ լուծում է մակրոտնտեսական խնդիրներ՝ բնակչության խնայողությունները ուղղորդելով ներդրումային ոլորտ, ապա բիզնեսի ոլորտը ակտիվների արժեթղթավորման ճանապարհով բարձրացնում է գործարար ակտիվության աստիճանը:

Երկրորդ. ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական շարժառիթներն առնչվում են վերաֆինանսավորման հետ, երբ տնտեսական գործունեության որևէ ժամանակահատվածում անհրաժեշտություն է առաջանում վերաֆինանսավորման ճանապարհով եկամուտները գեներացնելու և դրանք վերառղղելու տնտեսավարման առավել շահավետ ոլորտ:

Երրորդ. ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ընդլայնմանը գուլգընթաց



Ֆինանսական շուկաներին առընթեր սկսում են ձևավորվել աջակցող ինստիտուտներ, որոնք շուկաներում իրենց առկայությունը ամբապահովում են ոչ միայն արժեթղթավորման սահուն ընթացքը, այլև նպաստում են այդ գործընթացի արդյունավետության բարձրացմանը:

Այս առումով, առաջարկվում է ՀՀ-ում ակտիվացնել արժեթղթավորման գործընթացին աջակցող ինստիտուտների գործունեությունը, դրահամար ստեղծելով անհրաժեշտ ֆինանսատնտեսական մոտիվացիոն ծակներ: Մասնավորապես, ձևավորելով պարտատոմսերի վարկանիշավորման կառույցներ, ընդլայնելով ապահովագրական ընկերությունների գործունեության շրջանակը ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում:

2. Ակտիվների արժեթղթավորման ակտիվության բարելավման գործընթացին ՀՀ-ում անհրաժեշտ է ցուցաբերել համալիր մոտեցում, լուծելով օրենսդրական, կանոնակարգային և ֆինանսատնտեսական մոտիվացիոն խնդիրներ:

Նախ և առաջ, ակտիվների արժեթղթավորման օրենսդրական դաշտը դեռևս բարեփոխումների կարիք ունի և ներկայումս անհրաժեշտ է այդ գործընթացի կայունություն երաշխիքների տրամադրման ինստիտուցիոնալ համակարգի բարելավում, որի անհրաժեշտությունը ՀՀ-ում ներկայումս զգում են արժեթղթավորման գործընթացների բոլոր մասնակիցները (թողարկողները, ներդրողները, բանկերը, նախաձեռնողները):

Բացի այդ, միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ վաճառահանվող արժեթղթերը իրենց որակական գնահատականներն են ստանում վարկանիշային կազմակերպությունների կողմից, որոնք մեծ դերակատարում ունեն շուկայում արժեթղթերի

առք ու վաճառքի ժամանակ : Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը ՀՀ-ում զգալիորեն կակտիվանա, նրանում ապահովագրական ընկերություններին, վարկանիշավորման կազմակերպություններին, դրամական հոսքերը կանոնակարգող թրասթային հիմնադրամների ընդգրկման պարագայում :

Եվ, վերջապես, ֆինանսատնտեսական շարժառիթը նույնպես կարևոր դերակատարում ունի ակտիվների արժեթղթավորման ընդլայնման մասնակից կողմերի շրջանակում, որը դեռևս ՀՀ-ում իրեն զգացնել չի տալիս : Արժեթղթավորման գործընթացներին մասնակից կողմերը մակերեսային տեղեկացվածություն ունեն գործարքների ֆինանսատնտեսական արդյունավետության, գրավադրված ակտիվների և դրանից բխող պարտավորությունների մարման իրատեսական գնահատումների մասին, որը բնավ չի շահադրդում նրանց առավել հուսալիորեն մասնակցելու արժեթղթերի առք ու վաճառքի գործարքներին : Անհրաժեշտ ենք համարում նաև այդ ակտիվության բարձրացման նկատառումով պետության կողմից հարկային արտոնություններին սահմանումը ակտիվների արժեթղթավորման գործարքների տարբեր ոլորտների նկատմամբ, որն իր արտացոլումը պիտի ունենար Հարկային օրենսգրքում :

**3. Ակտիվների արժեթղթավորումը ուղեկցվում է** Եական ֆինանսատնտեսական ռիսկերով, որոնք պետք է ոչ միայն իրատեսորեն գնահատվեն, այլև հստակ վերահսկվեն արժեթղթավորման գործընթացի ամբողջ շրջափոխում : Այս առումով, ՀՀ ֆինանսատնտեսական իրականությունը հաշվի առնելով, առաջարկվել է հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնա-

հատման համակարգը, որը հնարավորություն է  
ընձեռում.

➤ համապարփակ մոտեցմամբ գնահատելու  
հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման  
չըջափուլի յուրաքանչյուր օղակում  
(վարկային համախմբի ձևավորում,  
պարտատոմսերի տեղաբաշխում,  
վերավարկավորում) ձևավորվող \$ինանսական  
ռիսկերը և դրանք ինտեգրելու մեկընդհանուր  
արժեթղթավորման համախմբված ռիսկի  
ցուցիչում:

➤ բնորոշելու ակտիվների արժեթղթավորման  
գործընթացի յուրաքանչյուր օղակում  
ձևավորվող \$ինանսական ռիսկերը և դրանով իսկ  
կատարելու ռիսկային գոտիների համեմատական  
վերլուծություն: Ընդ որում, գնահատման  
համակարգը ճկունություն է ցուցաբերում  
ռիսկային գործոնների թվաքանակի  
ընտրության հարցում:

➤ կիրառելու արժեթղթավորման գործընթացում  
ձևավորվող ռիսկերի ճանաչման և չափման  
միասնական մոտեցում, և դրանով իսկ  
հնարավորություն ընձեռելու ռիսկը  
գնահատելու ինտեգրալային գործակցով՝ հաշվի  
առնելով ռիսկային ընտրված բոլոր  
գործոնների ազդեցության բնույթը:

4. Արժեթղթավորման գործընթացի \$ինանսական  
կայունությունը մեծապես կախված է դրամական  
հոսքերի արդյունավետ կառավարման հետ, որը հիմ-  
նականում իր արդյունքներով դրսևորվում է  
արժեթղթավորող հիմնադրամներում: Եթե այդ  
կառույցներին հաջողվում է իրենց  
գործունեության ընթացքում ապահովել  
\$ինանսական կայունություն, ապա  
արժեթղթավորման գործընթացով պայմանավորված

դեբիտորական և կրեդիտորական պարտքերի ձևավորման շրջանակում դիտարկվում է ներդաշնակությունը: Այս առումով, առաջարկվել է ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական կայունության գնահատման նոր մոտեցում, որը հնարավորություն է ստեղծում.

Առաջին, գնահատել արժեթղթավորման հիմնադրամի կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ֆինանսական կարողությունները՝ մարելու թողարկված պարտատոմսերի գծով պարտավորությունները:

Երկրորդ, գնահատելու արժեթղթավորող հիմնադրամում դրամական ներհոսքերի և արտահոսքերի ներդաշնակության աստիճանը և բացահայտելու ներդրողների նկատմամբ վճարունակության խաթարման միջանկյալ ժամանակային ռիսկերը:

5. Գործնականում ակտիվների արժեթղթավորումը տնտեսական առումով դիտարկվում է «կազմակերպությունների ֆինանսական ակտիվները պարտատոմսերի փոխակերպում - արժեթղթերի տեղաբաշխում - վերավարկավորում - պարտատոմսերի մարում» շրջափոխի անխափանություն համատեքստում, այլ ոչ թե այդ շրջափոխի տնտեսական արդյունավետության շրջանակում: Սակայն, մյուս կողմից, ակտիվների արժեթղթավորման համընդհանուր եկամտաբերության գնահատումը հնարավոր չէ իրականացնել առանց համապատասխան տեղեկատվական ապահովվածության, որը պահանջում է տեղեկատվական հոսքերի համակարգման նպատակային ինստիտուտի ձևավորում, ընդգրկելով ակտիվների արժեթղթավորման ողջ շղթան: Այս առումով, առաջարկվում է ակտիվների արժեթղթավորման տեղեկատվական հոսքերի համ-

ակարգման մեխանիզմ, որը հնարավորություն է  
կատարել.

Առաջին, ոչ միայն անընդհատությամբ  
սկզբունքով գրանցելու հաշվապահական հաշիվներ-  
րում արժեթղթավորման տնտեսական արդյունքները,  
այլև մշտադիտարկման ենթարկելու պարտատոմսերի  
տեղաբաշխման և մարման ֆինանսական հետևանքները  
արժեթղթավորման ամբողջ շրջափուլի ընթացքում:

Երկրորդ, իրականացնելու համեմատական  
վերլուծություն արժեթղթավորման տնտեսական  
արդյունավետության գծով ոչ միայն այդ  
գործընթացի յուրաքանչյուր փուլում, այլև  
տարբեր վարկային փուլերի արժեթղթավորման  
շղթայում, գնահատելով «երկար փողերի» ձևավորման  
նպատակահարմարությունն ու  
եկամտաբերությունը:

6. Արժեթղթավորված ակտիվների շուկան ավանդաբար  
դիտարկվել է պարզապես պարտատոմսերի առթու-  
ված առթիվայր, կամ բոսա: Սակայն, դրան գուգահեռ,  
կարևորվում է արժեթղթավորման գործընթացը  
ենթարկել ֆինանսատնտեսական դիտարկման՝ նախա-  
ձեռնողների, պարտատոմսերի գնորդների, վերավար-  
կավորվող կազմակերպությունների տնտեսական  
շահերի փոխկապակցման շրջանակի կտրվածքով, իր  
սպասարկող կազմակերպչական  
ենթակառուցվածքներով: Այս առումով, առաջարկվել  
է ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի  
ներդրման և զարգացման հայեցակարգ, որում  
ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի շուկայի  
զարգացման խթանիչ ուղիներ են ներկայացվել  
արժեթղթավորում նախաձեռնողների, պար-  
տատոմսերի գնորդների, վերավարկավորող  
կազմակերպությունների տնտեսական շահերի  
ներդաշնակեցման ճանապարհով:

Հետազոտող թյան արդյունքում կատարված առաջարկությունները կարող են նպաստել ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրմանը և զարգացմանը և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ակտիվացմանը, ինչպես նաև տնտեսությունում «երկար փողերի» ձևավորման աջակցմանը:

## ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ ՑԱՆԿ

1. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը, քաժի ն 3, քաժի ն 4 11.10.2007 [78, 148, 154, 155-157, 162]
2. «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը, Երևան, 2008թ., գլուխ 2 [61, 150, 158, 159-161]
3. «Բանկերի և ֆանկային գործուներու թյան մասին» ՀՀ օրենքը, 30.06.1996 [80]
4. Բանկերի գործուներու թյան կարգավորումը, ֆանկային գործուներու թյան հիմնական տնտեսական նորմատիվները, Հաստատված է ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2007թվականի փետրվարի 9-ի թիվ 39-Ն որոշմամբ [50]
5. «Ներդրումային ֆունդերի մասին» ՀՀ օրենքը, 22.12.2010 [80]
6. ՀՀ Հարկային օրենսգիրք, 2016, հոդված 104, կետ 2 [47, 48, 142-143]
7. ՀՀ Քաղաքացիական օրենսգիրք, 1998թ., հոդ., 146 [151, 153]
8. ՀՀ կառավարության 2013թվ. հունվարի 18-ի N800-Ն որոշման N2 հավելվածի 58-րդ կետ [82]
9. ՀՀ կառավարության 2013թվականի 14 նոյեմբերի նիստի տնտեսության իրական հատվածի համար «Ֆինանսական ռեսուրսների հասանելիության բարձրացման հայեցակարգի և գործողությունների ծրագրի և հավանություն և տալու մասին որոշումը», թիվ 47 արձանագրություն թյուն [83-84]
10. Հայաստանի ֆինանսների վիճակագրություն, ՀՀ ԱՎԾ 2017թ. [41, 43, 46]
11. ՀՀ կենտրոնական բանկ, Ֆինանսական կայունություն հաշվետվություն, 2016թ. [42, 74, 76, 131]
12. Հրապարակային եղանակով դրամական միջոցների ներգրավման մասին պաշտոնական

պարզաբանում, ՀՀ Կենտրոնական բանկի  
խորհուրդ, 15.05.2012 [81]

13. Հիփոթեքային վարկի սպասարկման համար  
վճարված տոկոսների գումարների չափով  
վարձու աշխատողների, անհատ ձեռնարկատերերի  
և նոտարների կողմից վճարված եկամտային  
հարկի գումարների վերադարձման կարգը  
սահմանելու մասին ՀՀ Կառավարության 19  
փետրվարի 2015 թվականի N205-Ն որոշում [49]
14. «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման  
հիմնադրամ», Ազդագիր 2015 [107-108, 110]
15. «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման  
հիմնադրամ», Ֆինանսական  
հաշվետվություններին կից  
ծանոթագրություններ, կետ 14, 2017 թվ. հունիսի 30-  
ի դրությամբ [109, 118, 127-129, 145]
16. Անդրեասյան Ն.Յ., Ֆինանսական ռիսկերի  
կառավարման բազելյան սկզբունքների  
կիրառման հիմնախնդիրները, «Սոցիալ-տնտես-  
ական զարգացման արդի հիմնախնդիրները ՀՀ-  
ում», Գիտական հոդվածների ժողովածու, ՀՀԳԱՄ.  
Քոթանյանի անվ. տնտեսագիտությունից ստիտուտ,  
Եր. 2016, էջ 28-32 [100]
17. Անդրեասյան Ն.Յ., Կառավարչական որոշումների  
նախնայությունները բանկային ռիսկերի  
շրջանակում, «Ֆինանսներև էկոնոմիկա», Երևան, #  
4-5 (198-199) 2017, էջ 94-97 [104]
18. Ահարոնյան Ս.Ա., Առևտրային բանկերի հիմնական  
ցուցանիշներ  
փոխհարաբերակցություններով ակտիվների և  
պասիվների գնահատման նորովի մոտեցում,  
«Ֆինանսներև էկոնոմիկա», Երևան, N11-12 (161-162),  
նոյեմբեր-դեկտեմբեր 2013, էջ 58-60 [101]
19. Գազազյան Ե.Է., Հիփոթեքային վարկերի  
արժեթղթավորման և երկրորդային շուկաների



- ստեղծման հարցի շուրջ, Բանբեր Երևանի համալսարանի, 3(120), 2006, էջ 187-194 [51]
20. Թովմասյան Ա., Յարժեթղթերի շուկայի առկա վիճակը և դրահնարավորմանակցությունը անշարժ գույքի արժեթղթավորման գործընթացում, // Յայաստան, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, Երևան, #9-10, (181-182), 2015, էջ 39-41 [52]
21. Թովմասյան Ա., Անշարժ գույքի արժեթղթավորման գործընթացը, այդ գործընթացում առկա հիմնախնդիրները և դրանց լուծման նպատակները ՅՅ-ում, // Յայաստան, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, Երևան, #9-10, (181-182), 2015, էջ 36-38 [20]
22. Մամիկոնյան Կ., Յավաքական (սինդիկատ) վարկերի տրամադրման համաշխարհային փորձի օգտագործումը ՅՅ-ում, Բանբեր ՅՊՏՅ, 2(26), 2012, էջ 63-75 [26]
23. Սալնազարյան Ա., Մամիկոնյան Կ., Բանկային ակտիվների արժեթղթավորումը որպես ՅՅ կապիտալի շուկայի ակտիվացման և «երկար փողերի» ձևավորման նախապայման, // Յայաստան, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, Երևան, 2 (164), 2014. էջ 12-15 [28]
24. Абрютин М.С., От бухгалтерского учета к национальным счетам, учебное практическое пособие, М., ЗАО, «Фин-татинформ», 2001, стр. 54-55 [140]
25. Аникин А. В. История финансовых потрясений: от Джона Ло до Сергея Кириенко. М.: Олимп-Бизнес, 2000., 114 стр. [9]
26. Бер Х., Секьюритизация активов, Москва, Волтерс Клувер 2007, 320 стр [11]
27. Белозеров С.А., Лупырь А. А. Современный механизм секьюритизации активов: экономическое содержание исходных категорий // Финансы и кредит. 2010. № 29. С. 7-8 [4]
28. Белозеров С.А., Лупырь А.А., Исторические формы и концепции секьюритизации активов, // Финансы и кредит, 31(559), 2013, стр. 69-71 [98]
29. Газман В.Д. Инновационное финансирование лизинга. М.: Вопросы экономики, 2011, № 9, С. 108-120 [62]

30. Добрынин А. В., Беркалиева М. Е., Гуров М. П., Мутовин С. И. Ипотечные ценные бумаги. М.: МАКС Пресс, 2005, 188 с. [138]
31. Ерошенков К. М., Мутовин С. И. Первые шаги и актуальные проблемы секьюритизации ипотеки в России / под ред. С. Г. Ерошенкова/, М.: МАКС Пресс, 2007, 120 стр [58]
32. Ефимова Ю. Как превратить долги в оборотные средства // Финансы-2004- № 5 [120]
33. Иванов В. В., Канаев А. В., Соколов Б. И., Топровер И. В., // Теории кредита. СПб.: Изд. С.-Петербур-та, 2007, 326 стр [10]
34. Казаков А. История секьюритизации, // Рынок ценных бумаг, 2003, #19, стр 18 [15]
35. Киселева М., Классификация субъектов секьюритизации активов и их роли в сделке. Экономические выгоды секьюитизации для участников сделки. // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия «Экономика и право», # 2-2012, стр 17-22 [33]
36. Ключников И. К. Финансовые кризисы: теория, история и современность. СПб.: изд-\_во СПбГУЭФ, 2011, 258 с. [86]
37. Ковалёв В. В., Уланов В. А. Курс финансовых вычислений. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2005, 560 с [115]
38. Кондрацкая Н.В., Краткий обзор основных видов секьюритизации, // Право и экономика, 2016, #5, стр 28 [139]
39. Копейкин А.Б., Рогожина Н. Н., Туктаров Ю. Е. // Ипотечные ценные бумаги. М.: «Институт экономики города», 2008.124 с. [57]
40. Лупырь А. А. Классификация как способ сравнения российских и зарубежных ипотечных ценных бумаг // Предпринимательство и реформы в России: материалы семнадцатой международной конференции молодых ученых-экономистов. 24–25 ноября 2011 г., ЭФ СПбГУ, 2011. стр. 293–295 [63]
41. Лупырь А. А. Экономическая сущность и основные принципы секьюритизации активов // Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики: материалы 3 (14)-й международной научной конференции. 18–19 февраля 2010 г. Сборник докладов. Т. 2. / под ред. д.э.н., проф. В. Е. Леонтьева, д.э.н., проф. Н. П. Радковской. СПб.: изд-во СПбГУЭФ, 2010. С. 163–166. [116]
42. Механизмы защиты интересов участников финансового рынка /Под \_ред. Е. М. Поповой. СПб.: Изд-\_во МБИ, 2012, стр 26 [55]
43. Некторов А., Философия секьюритизации активов, Рынок ценных бумаг, #\*, 2207, стр 50-56 [32]
44. Осадчая Ю. Залог и банкротство при секьюритизации ипотечных активов // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22. стр. 40–43. [65]
45. Осипов А.Ю., Причины мирового финансового кризиса и последствия для России, // Российское предпринимательство, 2012, том 13, 314, стр. 4-10 [97]

46. Разумова И. А. Ипотечное кредитование: учеб. пособ. 2-е изд. СПб.: Питер, 2009. 304 с [113]
47. Рачкевич А., Алексеева И., Секьюритизация: характерные признаки и определение, //Деньги и кредит, 8, 2008, стр. 22-31 [31]
48. Стародубцева Е.В., Рынок ценных бумаг, М.: ИНФРА-М, 2006, 12 стр [1]
49. Финансовые пузыри и мировой финансово-экономический кризис, М., Финансы, 2013, стр.26-27 [30]
50. Хачатрян Н., Яразян А. // Улучшение системного управления микрофинансирования в РА // Ա Վ ը Ն Ա Ք Ե Պ Յ , 2015, №2(12), Էջ . 114-120 [134]
51. Хуыз З. М, Из истории ипотечного кредитования в США // Финансы и кредит. 2003, № 14., стр. 51–54 [88]
52. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / под ред. Л. Хейра; пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, 416 с. [105, 115, 147]
53. Шварц С. Л. , Алхимия секьюритизации активов, Журнал ЗАКОН № 12, 2008 [122]
54. Яразян А.Т. // Микрофинансирование в Армении // Вестник УМО, Москва, 2014, №2, с. 143-146 [133]
55. Яразян А.Т. // Микрофинансирование в контексте предотвращения эмиграции из РА // Материалы межвузовской научной конференции «Проблемы развития бухгалтерского учета и аудита в Республике Армения», Международный центр обучения бухгалтерии, Ереван, 2015, 10-11 ноябрь, с. 79-88 [125]
56. Яразян Артак, Становление и развитие микрофинансирования малого пред-при-нимательство (на примере республики Армения), автореферат, диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 – «Финансы, бухгалтерский учет», Ереван 2016, стр.17 [136]
57. Ярошук О., Лазорина Е. Секьюритизация в России // Рынок ценных бумаг. 2005. № 23. стр. 72–73. [14]
58. Andreades A. M. A History of Greek Public Finance. Vol. 1. Translated by Carroll Brown. Cambridge: Cambridge University Press, 1933. pp. 159-161. [5]
59. Bateman M., Microfinance as a development and poverty reduction policy: is it everything it's cracked up to be?, Overseas Development Institute, March 2011, p. 5 [135]
60. Choudhry M., Baig S., The Mechanics of Securitization, Wiley 1 edition 2013, 208 p. [56]
61. Comptroller's Handbook on assets securitization, November 1997, 220 page [13]
62. European Securitization forum, june, 2017 [89]
63. Gamer B. A., Black's Law Dictionary, West Publishing Company, 1999, page 15 [12]
64. Hu J. C., Asset Securitization – Theory and Practice 2011, John Wiley & Sonas, 271 p [18]
65. Jeffrey P., A practitioner's Guide to Securitization, City and financial publishing, 2006, 56 p

66. Lejot P., Arner D., Schou-Zibell L. Securitization in East Asia // Working Paper Series on Regional Economic Integration №12. Office of Regional Economic Integration. Asian Development Bank. January, 2008. P. 4 [8]
67. Petram L., The World's First Stock Exchange, Columbia University Press, 1st edition 2014, 304 p. [2]
68. Sauvant K. P., Foreign Direct Investments from Emerging Markets, 1st edition 2010, 475 p. [53]
69. Schwarcz S. L., Securitization, Structured Finance, and Capital Markets, LexisNexis, 4 th edition 2001, 1002 p. [60]
70. Smallman S. Securitization and the Global Market. Chicago: Probus Publishing Company, 1993. 617 p. [124]
71. Smith B. M., A History of the Global Stock Market: From Ancient Rome to Silicon Valley, University of Chicago Press; 1 edition 2004, 350 p. [3]
72. The Economic History of Byzantium: From the Seventh through the Fifteenth Century // Editor-in-Chief Angeliki E. Laiou. Vol. 1. Washington, D.C.: Dumbarton Oaks Research Library and Collection, 2002. pp. 7-8 [6]
73. US Securitization 2016: Year in Review, Part 1, Securitization Market Trends [29]

**Է Լ Ե Կ տր ո ն ա յ ի ն աղ թ յ ո ւ ը ն ե թ**

74. Arminfo, [http://finport.am/full\\_news.php?id=23682&lang=1](http://finport.am/full_news.php?id=23682&lang=1)
75. ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, <https://www.armstat.am/am/>
76. Banks.am [http://www.banks.am/am/news/capital\\_market/11670](http://www.banks.am/am/news/capital_market/11670)
77. Nasdaq OMX Armenia, Տեղեկագրեր 2004, 2005, 2006, 2007 <http://nasdaqomx.am/am/9/trading/13/monthly-bulletins>
78. ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալի համարժեք ու թյան և իրացվելի ու թյան նորմատիվները, <http://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx> <https://www.nmc.am>
79. «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպություն պաշտոնական կայք, <http://www.nmc.am>
80. ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք, <http://www.cba.am>
81. Прайм Эдвайс консультационная группа, [http://www.hibprime.com/preimuschestva\\_singapurskish\\_trastov](http://www.hibprime.com/preimuschestva_singapurskish_trastov)
82. S&P Global Rating, Global Securitization Lending, July 21 2017, <http://www.STANDARDANDPOORS.com/RATINGSDIRECT>
83. US Depth Market Data, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>
84. Doing Business Armenia, <http://www.doingbusiness.org/>

85. World Bank Data – Armenia, / <http://data.worldbank.org/country/armenia/>

## Հ Ա Վ Ե Լ Վ Ա Ճ Ն Ե Ր

### Հ ա վ Ե Լ Վ ա ծ 1

#### Հ Հ կ ա պ հ տ ա լ ի շ ո ւ կ ա յ ի վ ր ա ա գ դ ո ղ գ ո թ ծ ո ն ն Ե ր ը ` 2009-2017թ թ

Տ ա - ր Ե - թ ի վ	Հ Ն Ա (մ լ ն . Հ Հ դ ր ա մ ) <sup>164</sup>	Կ ո Ր ա ղ ո ր ա տ հ Վ պ ա Ր տ ա տ ո մ ս Ե Ր ի առ ա ջ ն ա յ ի ն տ Ե դ ա ք ա շ խ մ ա ն ծ ա վ ա լ (մ լ ն . Հ Հ դ ր ա մ ) <sup>165</sup>	Պ Ե տ ա կ ա ն պ ա Ր տ ա տ ո մ ս Ե Ր ի առ ա ջ ն ա յ ի ն տ Ե դ ա ք ա շ խ մ ա ն ծ ա վ ա լ (մ լ ն . Հ Հ դ ր ա մ )	Ա վ ա ն դ ն Ե Ր ի ծ ա վ ա լ (մ լ ն . Հ Հ դ ր ա մ ) <sup>166</sup>	Վ ա Ր կ ի ծ ա վ ա լ (մ լ ն . Հ Հ դ ր ա մ )	Բ ա ն կ ա յ ի ն տ ո կ ո ս ա դ Ր ո ւ յ ք <sup>167</sup>	Գ ն ա ճ <sup>168</sup>	Պ Ե տ ա կ ա ն պ ա Ր տ ա տ ո մ ս Ե Ր ի մ ի ջ ի ն Ե կ ա մ տ ա ք Ե Ր ո ւ թ յ ո ւ ն <sup>169</sup>	Կ ո Ր ա ղ ո ր ա տ հ Վ պ ա Ր տ ա տ ո մ ս Ե Ր ի մ ի ջ ի ն ա Ր ժ Ե կ տ ր ո ն ա յ ի ն Ե կ ա մ տ ա ք Ե Ր ո ւ թ յ ո ւ ն	Ա վ ա ն դ ի տ ո կ ո ս	Վ ա Ր կ ի տ ո կ ո ս
2009	3141651	1250	140581	642291	749552	12%	3,4%	10,39%	9,50%	7,90%	16,03%
2010	3460202	2000	172998	761505	949139	12,83%	8,2%	11,67%	12,75%	8,05%	15,37%
2011	3777945	1511	210037	1023114	1268789	12%	7,7%	12,95%	11,10%	8,85%	15,08%
2012	4266460	8100	249389	1212145	1605680	12%	2,6%	13,58%	10,10%	9,14%	14,16%
2013	4555638	7606	274175	1612442	1798255	12%	5,8%	13,95%	10,21%	8,98%	13,91%
2014	4828626	6347	289889	1757514	2188357	12%	3%	13,48%	11%	9,55%	13,85%
2015	5043633	10664	320765	1951107	2119513	12%	3,7%	13,97%	10,91%	10,38%	13,56%
2016	5067293	17690	508333	2413361	2436081	12%	-1.1%	13.15%	8.2%	9.7 %	13.5%
2017	5568901	63750	549730	2624592	2684582	12%	0.6 %	13.08%	7.84%	7.4%	12%

<sup>164</sup> [www.armstat.am](http://www.armstat.am) Հ ա յ ա ս տ ա ն ի վ ի ճ ա կ ա գ Ր ա կ ա ն տ ա Ր Ե Գ Ր Ք Ե Ր , 2009-2017թ թ :

<sup>165</sup> [www.nasdaqomx.am](http://www.nasdaqomx.am)

<sup>166</sup> [www.cba.am](http://www.cba.am) , Դ Ր ա մ ա վ ա Ր կ ա յ ի ն ն \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն վ ի ճ ա կ ա գ Ր ո ւ թ յ ո ւ ն :

<sup>167</sup> [www.cba.am](http://www.cba.am) , Դ Ր ա մ ա վ ա Ր կ ա յ ի ն ն \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն վ ի ճ ա կ ա գ Ր ո ւ թ յ ո ւ ն :

<sup>168</sup> [www.armstat.am](http://www.armstat.am) , Հ ա յ ա ս տ ա ն ի վ ի ճ ա կ ա գ Ր ա կ ա ն տ ա Ր Ե Գ Ր Ք Ե Ր , 2009-2017թ թ :

<sup>169</sup> [www.minfin.am](http://www.minfin.am) , Տ Ե դ Ե կ ա ն ք ա Ե տ ա կ ա ն պ ա Ր տ ա տ ո մ ս Ե Ր ի վ Ե Ր ա ք Ե Ր յ ա լ 2009-2017:

## Յ ա վ ե լ վ ա ծ 2

1. Վարկային 550 մլն դրամի փուլ է ձևավորվել երեք բանկերից (Քբանկ՝ 153 մլն դրամ, Կբանկ՝ 147 մլն դրամ, Շբանկ՝ 250 մլն դրամ), որը արժեթղթավորման հիմնադրամ է մուտքագրվել՝ երեք տարով արժեկտրոնային համակարգով պարտատոմսեր թողարկելու համար:

ԴտՅ հիմնադրամի գործունեություն .....550

ԿտՅ ամսվա վարկեր .....550

2. Ձևակերպվել են պարտատոմսերի տեղաբաշխման և արժեթղթերի գործառնությունների սպասարկման 10 մլն վերադիր ծախսերը, որոնք փոխհատուցվել են վարկային փուլ ձևավորած բանկերը.

ԴտՅ ամսվա վարկեր .....10

ԿտՅ հիմնադրամի գործունեություն .....10

3. Արժեթղթավորման հիմնադրամ է մուտքագրվել պարտատոմսերի վաճառքից ձևավորված հասույթը.

Դտ Արժեթղթավորման արդյունք .....550

Կտ Յ հիմնադրամի

գործունեություն .....550

4. Պարտատոմսերի ձեռքբերողներին փոխհատուցվել է տոկոսային եկամուտ՝ 40 մլն դրամ՝ յուրաքանչյուր տարվա համար.

ԴտՅ ամսվա վարկեր .....120 (3x40)

Կտ Դրամական միջոցներ .....120

5. Երրորդ տարվա վերջին հիմնադրամը ներդրողներին փոխհատուցվել է պարտատոմսերի 550 մլն դրամի մայր գումարը.

ԴտՅ ամսվա վարկեր .....550

Կտ Դրամական միջոցներ .....550

6. Փոխհատուցվել են հիմնադրամի վերադիր ծախսերը.

ԴտՅ հիմնադրամի գործունեություն .....10

Կտ Դրամական միջոցներ .....10

7. Բանկերն իրենց ակտիվներին արժեթղթավորման 550 մլն դրամ հասույթը ուղղորդել են 3 տարով վերավարկավորման՝ բիզնես միավորներին.

ԴտՅ ամսվա վարկեր .....550

Կտ Վարկառուներ .....550

8. Վերավարկավորման տոկոսային  
եկամուտը երեք տարիների համար կազմել է 160 մլն  
դրամ .

Դրավարկառուներ ..... 160

Կտրամախմբված վարկեր ..... 160

9. Մուտքագրվել է վարկային փուլի  
տոկոսային եկամուտը՝ երեք տարիների համար,  
որը կազմել է 100 մլն դրամ

Դրամական միջոցներ .....100

Կտրամախմբված վարկեր .....100

10. Բիզնես միավորումներով  
վարկավորման արդյունքում երեք տարիների  
ընթացքում ստացվել է հավելյալ 230 մլն դրամի  
եկամուտ.

Դրամական միջոցներ .....230

Կրավարկառուներ .....230

11. Վերավարկավորված բիզնես  
միավորները վերադարձրել են բանկերին՝  
փոխառու թյան մայր գումարը 550 մլն դրամով .

Դրավարկառուներ .....550

Կտրամախմբված վարկեր .....550

12. Ձևակերպվել է ակտիվների  
արժեթղթավորման արդյունքը վարկառուների  
մոտ (230 - 160)

Դրավարկառուներ ..... 70

Կտրժեթղթավորման արդյունք .....70

13. Ձևակերպվել է ակտիվների  
արժեթղթավորման արդյունքը բանկերում (160+100-  
120-10).

Դրամախմբված վարկեր ..... 130

Կտրժեթղթավորման արդյունք .....130

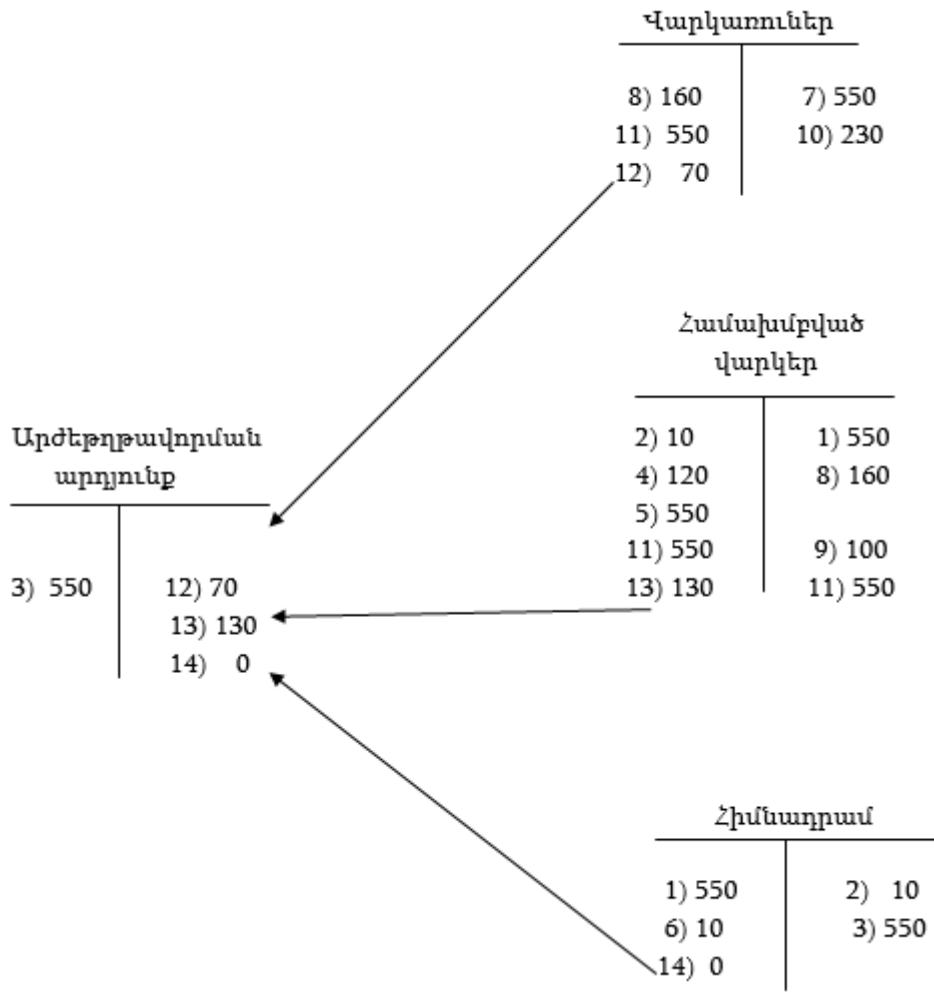


### **Յ ա վ ե լ վ ա ծ 3**

Ա կ տ ի վ ն ե թ ի                      ա թ ժ ե թ ղ թ ա վ ո թ մ ա ն                      տ ն տ ե ս ա կ ա ն  
ա թ դ յ ու ն ք ն ե թ ի                      հ ա մ ա կ ա թ գ վ ա ծ                      հ ա շ վ ա ռ մ ա ն  
հ ա շ ի վ ն ե թ ու մ   կ թ կ ն ա կ ի գ թ ա ն ց ու մ ն ե թ ղ <sup>170</sup>

---

<sup>170</sup> Գ թ ա ն ց ու մ ն ե թ ղ կ ա տ ա թ վ ե լ ե ն Յ ա վ ե լ վ ա ծ 2-ու մ ն ե թ կ ա յ ա ց վ ա ծ հ ա շ վ ա պ ա հ ա կ ա ն հ ա շ վ ա ռ մ ա ն թ ղ թ ա կ ց ու թ յ ու ն ն ե թ ի հ ի մ ա ն վ թ ա :



## Հավելված 4

Հիփոթեքային վարկավորման ծավալները <sup>171</sup>

Տարի	Եռամսյակ	ՀՀ Դրամ (մլն ՀՀ դրամ) (%)		Արտարժույթ (մլն ՀՀ դրամ) (%)	
2011	3	65 100,23	56,46%	50 205,26	43,54%
	4	66 305,59	54,13%	56 181,48	45,87%
2012	1	65 791,21	52,53%	59 450,38	47,47%
	2	67 478,61	49,59%	68 592,11	50,41%
	3	69 471,13	49,68%	70 378,84	50,32%
	4	70 916,96	48,98%	73 873,36	51,02%
2013	1	70 070,29	47,31%	78 038,78	52,69%
	2	71 827,77	47,75%	78 595,35	52,25%
	3	74 302,54	47,08%	83 507,71	52,92%
	4	75 419,38	46,22%	87 742,51	53,78%
2014	1	76 340,19	46,24%	88 763,13	53,76%
	2	77 723,87	45,86%	91 760,51	54,14%
	3	79 376,12	45,92%	93 472,19	54,08%
	4	80 363,10	41,98%	111 077,59	58,02%
2015	1	81 285,95	43,22%	106 806,27	56,78%
	2	84 188,05	44,21%	106 250,10	55,79%
	3	88 517,11	45,60%	105 603,84	54,40%
	4	91 689,43	45,95%	107 845,37	54,05%
2016	1	92 410,25	46,55%	106 107,26	53,45%
	2	93 982,71	47,15%	105 331,79	52,85%
	3	97 567,00	48,12%	105 203,23	51,88%
	4	101 679,24	49,32%	104 497,69	50,68%
2017	1	102 644,83	49,62%	104 209,82	50,38%
	2	105 293,79	50,29%	104 061,86	49,71%
	3	109 839,83	50,97%	105 648,22	49,03%
	4				

<sup>171</sup> «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն»  
 վերահսկման սավորում հրականացնող վարկային  
 կազմակերպության պաշտոնական կայք, //www.nmc.am

**Հավելված 5<sup>172</sup>**

<b>ԱՅԸ կողմից վերաֆինանսավորված վարկերի դինամիկան</b>			
<b>Տարի</b>	<b>Եռամսյակ</b>	<b>Միջին կշռված տոկոս</b>	<b>ԱՅԸ վերաֆինանսավորման ծավալը (մլն.ՀՀ դրամ)</b>
<b>2012</b>	2	12,5	1 977,29
	3	12,85	1 825,38
	4	12,64	2 874,78
<b>2013</b>	1	12,61	1 579,56
	2	12,49	1 904,73
	3	12,51	2 545,59
	4	12,51	2 423,95
<b>2014</b>	1	12,35	2 122,74
	2	12,54	1 847,81
	3	12,69	2 263,27
	4	12,91	2 360,76
<b>2015</b>	1	12,97	1 434,34
	2	13,04	2 748,31
	3	12,92	3 914,14
	4	12,99	3 756,71
<b>2016</b>	1	12,84	3 082,48
	2	12,86	2 991,59
	3	12,80	3 358,38
	4	12,58	2 761,88
<b>2017</b>	1	12,50	2 293,49
	2	12,25	2 444,81
	3	12,09	3 155,50
	4		

<sup>172</sup> «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» վերաֆինանսավորումի րականացնող վարկային կազմակերպության պաշտոնական կայք, //www.nmc.am