

**Հ Ա Յ Ա Ս Տ Ա Ն Ի Պ Ե Տ Ա Կ Ա Ն Տ Ն Տ Ե Ս Ա Գ Ի Տ Ա Կ Ա Ն Հ Ա Մ Ա Լ Ս Ա Ր Ա Ն**

Ո ս կ ա ն յ ա ն Ա ն դ ր ա ն ի կ Ա թ թ ու ը թ ի

**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  
Ե Վ Հ Ա Ր Գ Ա Ց Մ Ա Ն Ո Ի Ղ Ի Ն Ե Ր Ը Հ Հ -Ո Ի Ս**

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 ու մ » մ ա ս -  
ն ա գ ի տ ու թ յ ա մ ք տ ն տ ե ս ա գ ի տ ու թ յ ա ն թ ե կ ն ա ծ ու ի  
գ ի տ ա կ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ի հ ա յ ց մ ա ն ա տ ե ն ա խ ո ս ու լ թ յ ա ն  
ս ե ղ մ ա գ ի թ

**Ե Ր Ե Վ Ա Ն 2018**

**Ատենախոսությունների թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:**

**Գիտական դեկավար՝** տնտեսագիտությունների դոկտոր, պրոֆեսոր **Աշոտ Բորիսի Սալևազարյան**

**Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝** տնտեսագիտությունների դոկտոր **Արմեն Աշմատի Հակոբյան**  
տնտեսագիտությունների թեկնածու **Կոնստանտին Ռաֆիկի Սարոյան**  
ՀՀ ԳԱԱՄ. Քոթանյանի անվան տնտեսագիտությունների և ստիտուտի նստիտուտ

**Առաջատար կազմակերպչություններ՝**

Ատենախոսությունների պաշտպանությունները կայանալու է 2019 թ. հունվարի 24-ին, ժամը 15:30-ին Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈԿ-ի տնտեսագիտությունների թիվ 014 մասնագիտական խորհրդում:

Հասցե՝ 0025, Երևան, Մ. Նալբանդյան 128:

Ատենախոսությունը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2018թ. դեկտեմբերի 14-ին:

014 մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար,  
տնտեսագիտությունների դոկտոր  
**Գրիգորյան**

 **Լ.Յ.**

**ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ**

**Թե մ այ ի**

**ար դ ի ակ ան ու թ յ ու ն ը :**

Ակ տի վ ն եր ի

ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր Մ Ա Ն հ ա մ ա կ ար գ ի ն եր դ Ր Մ Ա Ն և գ ար գ ա գ մ ա ն հ ի մ ն ա խ ն դ ի Ր ն եր ը մ ի շ տ է լ գ տ ն վ ե լ ե ն հ ե տ ա գ ո տ ո ղ ն եր ի ու շ ա դ Ր ու թ յ ա ն կ ե ն տր ո ն ու մ , ո Ր ի պ ա տ ճ ա ռ ը մ ի ա յ ն \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն ի ն ո վ ա գ ի ո ն ա յ դ գ ո Ր ծ ի ք ի կ ի Ր ա ռ ու մ ը չ է , ա յ լ և ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր Մ Ա Ն ն շ ա ն ա կ ա լ ի գ ա գ դ ե գ ու թ յ ու ն ը տ ն տ ե ս ու թ յ ա ն գ ար գ ա գ մ ա ն վ Ր ա : Ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր Մ Ա Ն գ ար գ ա գ ու մ ը հ ի մ ն ա կ ա ն ու մ ն եր կ ա յ ա գ վ ու մ է փ ու լ լ եր ո վ , ո Ր պ ե ս ս կ ի գ բ հ ա մ ար ե լ ո վ հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն վ ար կ եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր ու մ ը , ա յ ն ու հ ե տ ն հ ա ջ ո Ր դ ա կ ա ն փ ու լ լ եր հ ա մ ար ե լ ո վ \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր ու մ ը և դ Ր ա մ ա կ ա ն հ ո ս ք եր ի ար ժ ե - թ ղ թ ա վ ո Ր ու մ ը :

Մ ի ն ու յ ն ժ ա մ ա ն ա կ , ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր Մ Ա Ն տ ն տ ե ս ա կ ա ն շ ար ժ ա ռ ի թ ն եր ը ձ և ա վ ո Ր վ ու մ ե ն ի ն չ պ ե ս տ ն տ ե ս ա վ ար մ ա ն մ ա ս ն ա վ ո Ր , ա յ ն պ ե ս է լ հ ա ն Ր ա յ ի ն հ ա տ - վ ա ծ ու մ , եր բ ա ն հ Ր ա ժ ե շ տ ու թ յ ու ն է ա ռ ա ջ ա ն ու մ « եր կ ար փ ո ղ եր ի » ձ և ա վ ո Ր մ ա ն և օ գ տ ա գ ո Ր ծ մ ա ն հ ա մ ար : Ե թ ե հ ա ն Ր ա յ ի ն ո լ ո Ր տ ը ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա մ բ լ ու ծ ու մ է մ ա կ Ր ո տ ն տ ե ս ա կ ա ն խ ն դ ի Ր ն եր ը ք ն ա կ չ ու թ յ ա ն խ ն ա յ ո ղ ու թ յ ու ն ն եր ը ու ղ ղ ո Ր դ է լ ո վ ն եր դ Ր ու մ ա յ ի ն ո լ ո Ր տ , ա պ ա բ ի գ ն ե ս ի ո լ ո Ր տ ը ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն ճ ա ն ա պ ար հ ո վ բ ար ձ Ր ա գ ն ու մ է գ ո Ր ծ ար ար ա կ տի վ ու թ յ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ը :

Ս ա կ ա յ ն , դ ե ռ և ս ի ն չ պ ե ս տ ե ս ու թ յ ա ն մ ե ջ , ա յ ն պ ե ս է լ 33 \$ ի ն ա ն ս ա տ ն տ ե ս ա կ ա ն գ ո Ր ծ ն ա կ ա ն շ Ր ջ ա ն ա կ ու մ , ո Ր պ ե ս կ ա ն ո ն , 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 գ ը հ ի մ ն ա կ ա ն ու մ ը ն կ ա լ վ ու մ է վ եր ա \$ ի ն ա ն - ս ա վ ո Ր մ ա ն շ Ր ջ ա փ ու լ ի ի Ր ա գ մ ա ն տ ե ս ա ն կ յ ու ն ի գ : Ա յ ս ի ն ք ն , 33 - ու մ ի Ր ա կ ա ն ա գ վ ո ղ ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր ու մ ը դ ե ռ և ս դ ի տ ար կ վ ու մ է տ ն տ ե ս ա կ ա ն ա ռ ու մ ո վ « \$ ի ն ա ն ս ա կ ա ն հ ո ս ք եր ը պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի փ ո խ ա կ եր պ ու մ - ար ժ ե թ ղ թ եր ի տ ե ղ ա բ ա շ խ ու մ - վ եր ա վ ար - կ ա վ ո Ր ու մ - պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի մ ար ու մ » շ Ր ջ ա փ ու լ ի ա ն խ ա փ ա ն ու թ յ ա ն 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 ա ն ար դ յ ու ն ա վ ե տ ու թ յ ա ն շ Ր ջ ա ն ա կ ու մ : Ա յ ս պ ի ս ո վ , հ ի մ ն ա կ ա ն ու մ կ ար և ո Ր վ ու մ է 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 վ եր ա հ ս կ ո ղ ու թ յ ու 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 գ ի տ ն տ ե ս ա կ ա ն ար դ յ ու ն ա վ ե տ ու թ յ ա ն գ ն ա հ ա տ ու մ ը : Ի ս կ ա կ տի վ ն եր ի ար ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր ու մ ն ի Ր փ ա ս տ ա գ ի ե կ ա մ տ ա բ եր ու թ յ ու ն ն է ձ և ա վ ո Ր ու մ ի ն չ պ ե ս

Ն եր դ ր ո ղ ն եր ի , ա յ ն պ ե ս է լ ն ախաձեռնողների տնտեսական գործունեությունում, որն անհրաժեշտ է դառնում չափել, գնահատել և վերլուծել տնտեսական գործունեության ակտիվության տեսանկյունից: Ընդ որում, այս հիմնահարցի ուսումնասիրությունը դեռևս անհրաժեշտ խորությամբ ուսումնասիրված չէ ԶԶ-ում ձևավորվող ֆինանսատնտեսական հարաբերությունների գործնական և տեսամեթոդաբանական հարթություններում:

Մյուս կողմից, ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը որոշակիորեն կրում է ֆինանսական էական ռիսկեր: Ընդ որում, ֆինանսական ռիսկերը տեղային լիներուց բացի, կարող են վերածվել համակարգային բնույթի և անգամ պատճառ դառնալ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի, որից այտուտն օրինակը հանդիսացավ ԱՄՆ հիփոթեքային շուկան: Այս առումով, անհրաժեշտություն է ծագում գնահատել այդ գործընթացին ուղեկցող ֆինանսական ռիսկերը արժեթղթավորման համախմբված ռիսկից ուղղանիշով, որն իր խորքային մեկնաբանությունները դեռևս չի ստանում ինչպես տնտեսության մեջ, այնպես էլ գործնականում:

ԶԶ 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 միմյանցից անկախ: Եվ քանի որ ակտիվների արժեթղթավորումը 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:

ԶԶ-ում արժեթղթավորված ակտիվների շուկայի զարգացման էական ռեզերվներ է պարունակում հիփոթեքային վարկավորումը: Ավելի, ԶԶ հիփոթե-

քային 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 արժեթղթավորված ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման խթանիչ ուղիներ կներկայացվեն նախաձեռնողների, պարտատոմսեր գնորդների, վերավարկավորող կազմակերպությունների տնտեսական շահերի ներդաշնակեցման ոլորտում: Յետևաբար, արդիական է համարվում արժեթղթավորված ակտիվներով ապահովված պարտավորությունների շուկան դիտարկելու առավել լայն իմաստով և նրամասնակիցների միջև փոխկապակցված մոտիվացիոն լծակներ ստեղծելու՝ «երկար փողերի» արդյունավետ կառավարման և տնտեսական շահերի հետապնդելու համար:

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

Յարկ է նշել, որ ակտիվների արժեթղթավորման ինստիտուտների համակցման, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնահատման, արժեթղթավորման արդյունավետության գնահատման տեղեկատվական ապահովվածություն հիմնախնդիրները դեռևս իրենց խորքային լուծումները չեն ստացել նրանց հետազոտություններում, որն էլ կանխորոշել է ատենախոսության թեմատիկ ուղղվածությունը և կատարված հետազոտության նպատակադրումները:

**Յետագոտությունը նպատակը և խնդիրները:**

Յետագոտությունը նպատակն է հանդիսացել ներկայացնել ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման ուղիներ, որը նպաստում է հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի համապարփակ գնահատմանը, արժեթղթավորման գործընթացի

Ֆինանսական կայունության ամրապնդմանը, ինչպես նաև արժեթղթավորված 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 ֆինանսական կայունության ուղիները,

- բացահայտել ՀՀ-ում արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման խոչընդոտները և դրանց հաղթահարման ուղղությունները,

- հաշվի առնելով ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ամբողջական շղթայում ձևավորվող ֆինանսական ռիսկերը, ներկայացնել հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնահատման մոտեցումներ և ակտիվների արժեթղթավորմանը հատուկ ռիսկերի չափման առանձնահատուկ ցուցանիշներ,

- մշակել տեղեկատվական հոսքերի համապարփակ արձանագրման և համակարգման նպատակային մեխանիզմ, ընդգրկելով ակտիվների արժեթղթավորման ողջ շղթան և նպաստելով այդ գործընթացի տնտեսական արդյունավետության գնահատման աստիճանի բարձրացմանը,

- առաջարկել ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հայեցակարգ, ներկայացնելով արժեթղթավորված ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման խթանիչ ուղիները:

**Հետազոտության ուսումնասիրության օբյեկտը և առարկան:** Հետազոտության ուսումնասիրության օբյեկտ է հանդիսացել Հայաստանի Հանրապետությանում գործող արժեթղթերի շուկան, իրեն հատուկ գործառնությաների ոլորտով:

Հետազոտության առարկան ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացն է և արժեթղթավորման ֆինանսատնտեսական կառավարման հայեցակարգային շրջանակը:

**Յե տազոտու լթյան տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը:**

Յե տազոտու լթյան համար տեսական և տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի, հատկապես՝ հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման վերաբերյալ հայրենական և արտասահմանյան հետազոտողների աշխատությունները, գիտական հրատարակումները, աշխատանքային փաստաթղթերը, մակրոտնտեսական վերլուծությունները: Ատենախոսությունում օգտագործվել են ակտիվների արժեթղթավորող և պարտատոմսեր թողարկող կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսական արդյունքներին վերաբերող հաշվետվական տվյալներ, ՅՅ վիճակագրական և ուսումնասիրման բնագավառին առնչվող այլ նյութեր:

Յե տազոտու լթյան մեջ կիրառվել են գիտական արստրակցիայի, ֆինանսատնտեսական, վիճակագրական, գործունային և փորձագիտական վերլուծության մեթոդներ, ինչպես նաև ակտիվների արժեթղթավորման գծով փորձագիտական ուսումնասիրությունների եղանակներ:

**Յե տազոտու լթյան գիտական նորոլյթը:**

Յե տազոտու լթյան գիտական նորոլյթն է հանդիսացել ՅՅ-ում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի զարգացման հայեցակարգի մշակումը: Մասնավորապես.

1. Ակտիվների արժեթղթավորման ինստիտուտների համակցման ներկայիս խնդիրների, ինչպես նաև արժեթղթավորման առկա գործընթացների ֆինանսական կայունություն ուսումնասիրությունների հիման վրա բացահայտվել են ՅՅ-ում արժեթղթավորման համակարգի զարգացման խոչընդոտները և դրանց հաղթահարման ուղղությունները,
2. Մշակվել է հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնահատման համակարգ՝ ակտիվների արժեթղթավորման համընդհանուր շղթայի շրջանակում համախմբված ռիսկից ուղղիչ օգնություններ,
3. 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 :

4. Հիմնավորվել են ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հայեցակարգային դրույթները և ներկայացվել արժեթղթավորված ակտիվների ով ապահովված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման և մասնակիցների տնտեսական շահերի խթանման ուղիներ :

**Հետազոտող թյան արդյունքների գիտագործնական և կիրառական նշանակությունը :** Ատենախոսությունն իրենից ներկայացնում է ՀՀ-ում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման գծով տեսական և գործնական ուսումնասիրությունների հիման վրա մշակված համալիր հետազոտող թյուն, որը ներառում է որոշակի հիմնարար առաջարկություններ՝ ուղղված ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի բարելավման հայեցակարգային ուղիների բացահայտմանը :

Հետազոտող թյան արդյունքները, կատարված առաջարկությունները, մշակված մոտեցումները և մեթոդները կարող են գործնական կիրառություն գտնել ՀՀ արժեթղթերի շուկայում՝ նպաստելով ակտիվների երաշխավորված պարտատոմսերի թողարկման ռիսկերի կառավարման ոլորտում որոշումների կայացման արդյունավետության արժեթղթավորման տնտեսական արդյունավետության գործնական գնահատմանը, հաշվետվական համակարգի մեթոդաբանությունների բարելավմանը :

**Հետազոտող թյան փորձարկումը և հրատարակումները :**

Հետազոտող թյան հիմնադրույթները և գիտական արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսների ամբիոնում :

Ատենախոսության մեջ քննարկված հարցերն ու հիմնադրույթները իրենց նախնական լուսաբանումն են ստացել հեղինակի ճիշտարակումներում :

**Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը :**

Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունների բաժնից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից : Այն ընդգրկում է 28 գծապատկեր և 25 աղյուսակ : Ատենախոսությունը շարադրված է 135 էջի



վրա, որ տեղ գրականության ցանկը գրադեցնում է 7 էջ,  
իսկ հավելվածները՝ 6 էջ:

**ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ**

**Ներածող թյուրում** հիմնավորվել է թեմայի արդիական ու թյուրում, սահմանվել են հետազոտող թյան նպատակը և խնդիրները: Ներկայացվել են հետազոտող թյան օբյեկտը և առարկան, տեսական և տեղեկատվական հիմքերը, գիտական նորոյթը և ստացված արդյունքների գիտագործնական նշանակող թյուրում:

Ատենախոսող թյան առաջին՝ **«Ակտիվ ներհարժեթղթավորման գարգացումը և դրսևորման արդի առանձնահատկող թյուրումները»** գլխում քննարկվում է ակտիվ ներհարժեթղթավորման գարգացման փուլերը և ժամանակակից գործառնյթները: Արժեթղթերի շուկայի ակտիվ ու թյուրում կախված է երկրի տնտեսող թյան ծավալներից, թողարկող ընկերող թյուրումների գործող ներող թյան արդյունավետող թյուրումներից, բնակչող թյան կենսամակարդակից և խնայողող ու թյուրումների ձևավորելող նրանց կարողող ու թյուրումներից, ինչպես նաև ներդրման օբյեկտ հանդիսացող \$ինանսական գործիքների առկայող ու թյուրումներից: Արժեթղթերի շուկայի միջոցող, մի կողմից, տեղի է ունենում դրամական միջոցների հոսք դեպի տնտեսող թյան այն ոլորտները, որտեղ առկա է դրանց պակասը, մյուս կողմից՝ իրականացվում է կապիտալի ուղղորդող ու թյուրում դեպի այն ոլորտները, որոնք վերելք են ապրող և համապատասխանաբար կարիք ունեն մեծածավալ ներդրող ու թյուրումների<sup>1</sup>:

Հիմնականում, մասնագիտական գրականող ու թյուրում ակտիվ ներհարժեթղթավորող ու թյուրում կապակցող են \$ինանսական ակտիվ ներհարժեթղթերի նորորակ հաղորդելող և վաճառահանելող հետ, նշելող, որ արժեթղթավորող ու թյուրում \$ինանսական գործիքների համակցող ու թյուրում փաթեթավորող ու թյուրում են ուր գործիքակազմող, որը հնարավոր է վաճառել<sup>2</sup>, կամ արժեթղթավորող ու թյուրում կառողցողական գործընթաց է, որը թույլ է տալիս փաթեթավորելող վարկային տոկոսներն ու դեբիտորական պարտքերը, և դրանք վաճառելող ու թյուրում որպես ապահովված արժեթղթեր<sup>3</sup>: Նշվող է նաև, որ արժեթղթավորող ու թյուրում \$ինանսական գործարք է, որի դեպքող ու թյուրում կատարվող է որակապես միասեն ակտիվ ներհարժեթղթերի

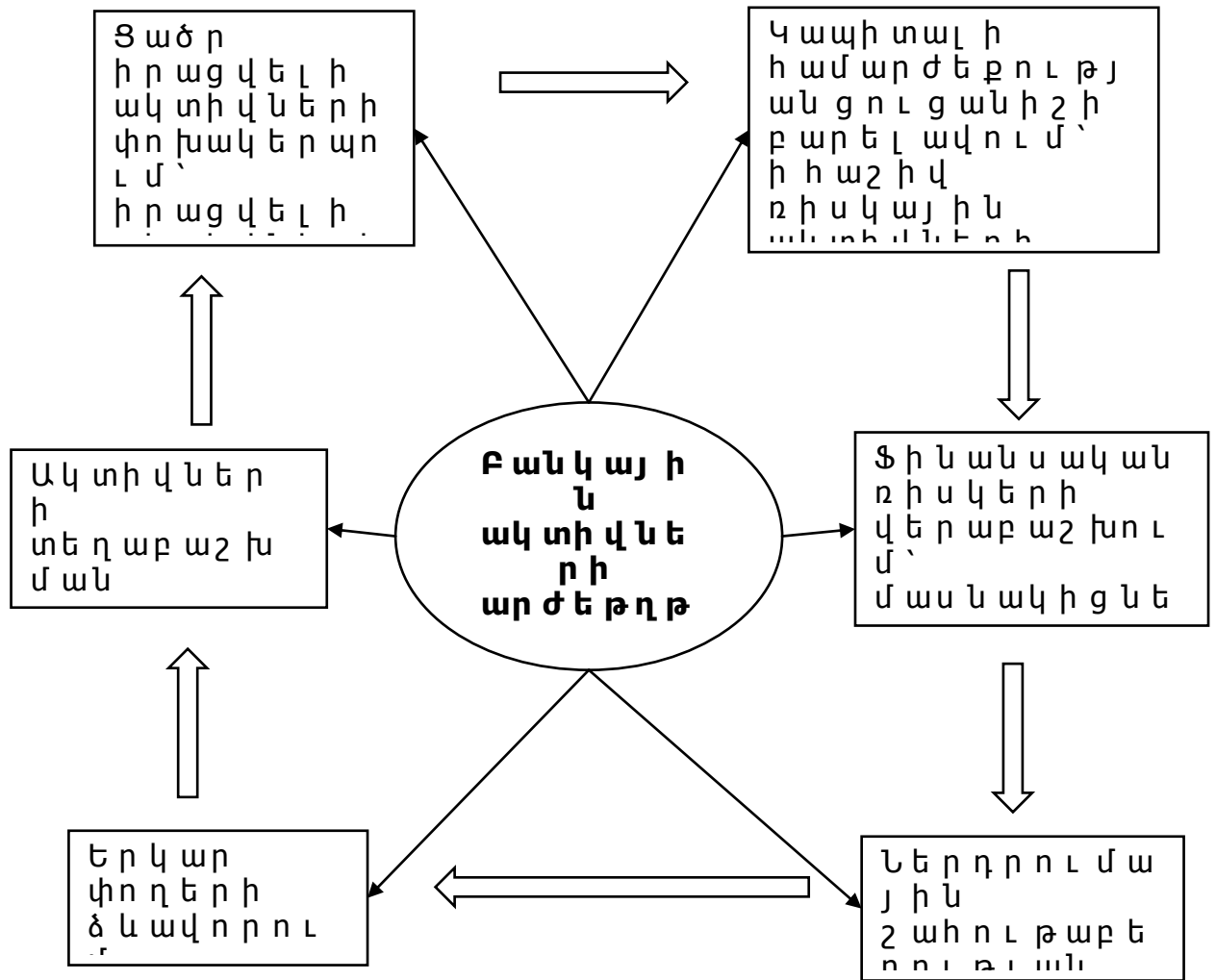
<sup>1</sup> Стародубцева Е.В., Рынок ценных бумаг, М.: ИНФРА-М, 2008, էջ 12  
<sup>2</sup> Bryan A. Garner, Black's Law Dictionary, 10<sup>th</sup> edition, West Publishing Company, 2014, page 15  
<sup>3</sup> Comptroller's Handbook on assets securitization, November 1997, page 11

համախմբում, դրահիման վրա արժեթղթերի թողարկում և տոկոսներն էլ վճարում<sup>4</sup>:

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: Նախ և առաջ, ակտիվների արժեթղթավորումը հնարավորություն է ստեղծում գործարարության ընդլայնմանն ուղղված ֆինանսական ներարկումների իրականացման համար: Գնելով պարտատոմսեր, ներդրողները դրանով օգնում են ֆինանսական ռեսուրսներ են ձևավորում գործարարության զարգացման համար. ակտիվացնում են կապիտալի շուկան և նրա վրա ազդող գործոնները: 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:

Գործնականում բանկային ակտիվների արժեթղթավորումը տնտեսական իր առավելություններով (տես գծապատկեր 1.) կրում է ֆինանսական ռիսկեր և «ֆինանսական փուլ չի կների» ձևավորման սպառնալիքներ, եթե չի գտնվում արդյունավետ կառավարման համակարգում:

<sup>4</sup> Ярошук О., Лазорина Е. Секьюритизация в России // Рынок ценных бумаг. 2005. № 23. стр. 72–73.



Գծապատկեր 1. Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական դրակն ազդակները բանկային համակարգում<sup>5</sup>

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

Բացի այդ, նմանատիպ ֆինանսական փուլիկների առաջացմանը նպաստում է նաև արժեթղթավորված ակտիվների վաճառքին և դրան հետևող պարտատոմսերի ետգնմանն առնչվող դրամական հոսքերի անարդյունավետ կառավարումը, ներհոսքերի և արտահոսքերի ներդաշնակության խախտումները, որոնք հանգեցնում են պարտատերերին անվճարունակության:

<sup>5</sup>Կազմված է հեղինակի կողմից:

Արժեթղթավորման ակտիվացման գործում էական դերակատարում ունեն ներդրումային ընկերությունները, որոնց գործարքների ծավալները արժեթղթերի շուկայում վերջին տարիներին զգալիորեն աճ է ապրել (տես՝ աղյուսակ 1-ը):

Աղյուսակ 1.

Արժեթղթերի շուկայի գործունեության  
ցուցանիշները ՀՀ-ում 2011-2016թթ. (մլն դրամ)<sup>6</sup>

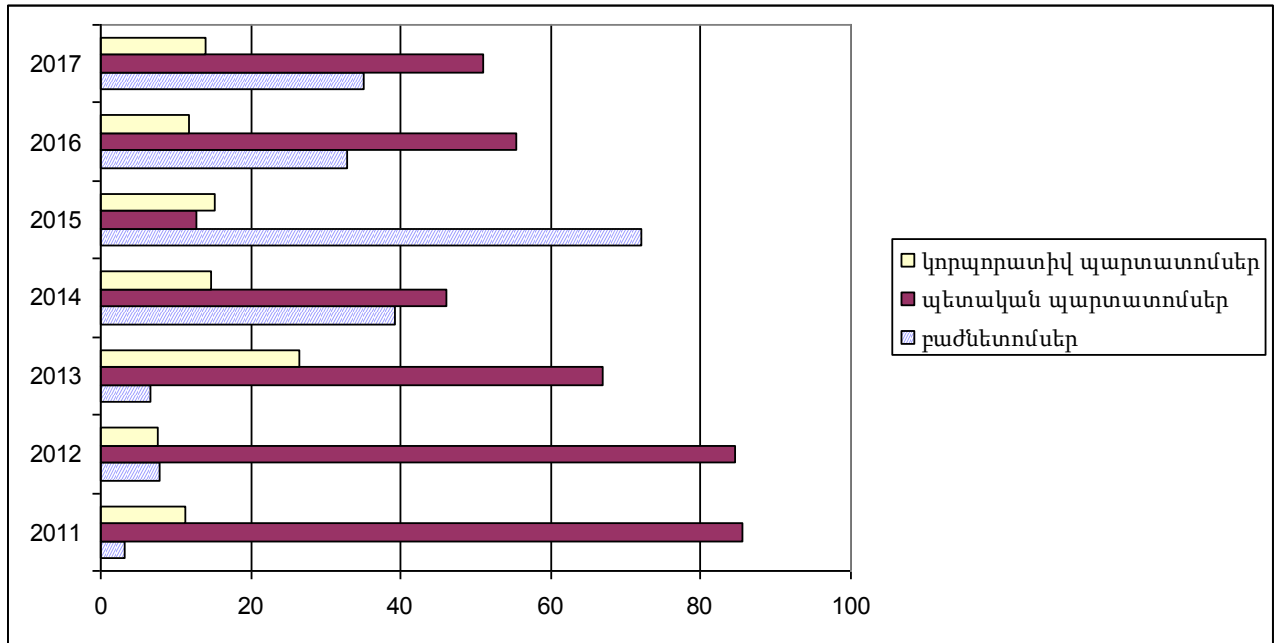
| Ցուցանիշներ   | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ֆոնդային բորսայում գործարքների ընդհանուր քանակը                   | 587     | 449     | 783     | 1554    | 1093    | 1633    |
| Ֆոնդային բորսայի գործարքների ծավալը այդ թվում՝                    | 17686,3 | 6198,4  | 24319,3 | 75493,3 | 33080,9 | 97238,9 |
| Ձեպո համաձայնագրեր,   | 1403,3  | 852,8   | 1773,3  | 2177,7  | 0,0     | 119,3   |
| որից երկարաձգված՝   | 9285,2  | 591,1   | 934,0   | 1685,8  | 0,0     | 0,0     |
| Բաժնետոմսերով   | 200,2   | 418,7   | 1494,3  | 28772,1 | 6767,7  | 31839,2 |
| Պետական պարտատոմսերով   | 5373,8  | 4525,7  | 15101,3 | 33766,1 | 12082,5 | 53798,0 |
| Կորպորատիվ պարտատոմսերով  | 709,0   | 401,2   | 5950,4  | 10777,4 | 14230,7 | 11482,3 |
| Արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձինք | 29      | 30      | 29      | 29      | 29      | 26      |
| Ներդրումային գործարքների ծավալը                                   | 2076741 | 3391321 | 5650479 | 7482624 | 2074379 | 4516836 |
| Ներդրումային ծառայություններ ընկերությունների թիվը                | 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 2-ը):

Կորպորատիվ պարտատոմսերի գծով արժեթղթերի շուկայում առկա գործարքների համեմատաբար

<sup>6</sup>Հայաստանի ֆինանսների վիճակագրություն, 2017, էջ 57

պասիվությունը բացատրվում է նաև վստահության ինստիտուտների պասիվ գործունեությամբ: 33-ում ներկայումս գործող ապահովագրական յոթ ընկերությունները տարեց տարի ապահովագրական պայմանագրերի թվաքանակի զգալի աճ են արձանագրում, սակայն ապահովագրավճարների կազմում դոմինանտ են համարվում ավտոտրանսպորտային միջոցների օգտագործմանն առնչվող ապահովագրական մուտքերը:



Գծապատկեր 2.33 արժեթղթերի շուկայում գործարքների ծավալների կառուցվածքային փոփոխությունները (%)<sup>7</sup>

Իսկ ինչ վերաբերում է պատասխանատվության ապահովագրությանը, որն իր մեջ ներառում է նաև ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը, ապա դրա գծով ապահովագրավճարներն էական չեն, ավելին, դեռևս 2015 թվականին ակտիվների արժեթղթավորման իրականացման պարագայում ապահովագրման հիմնական բեռը իր վրավերցրեց ԱՄՆ Չարգացման միջազգային գործակալությունը<sup>8</sup>: Բայց, քանի որ ծրագիրը պիլոտային էր, ապա արժեթղթավորված ակտիվների ապահովագրման նման ձևը պետք է կրեր միանվագ բնույթ:

Ատենախոսության արժեթղթավորման երկրորդ՝ **«Ակտիվների համակարգի»**

<sup>7</sup> www.armstat.am, cba.am  
<sup>8</sup> Banks.am [http://www.banks.am/am/news/capital\\_market/11670](http://www.banks.am/am/news/capital_market/11670)  
 14

**հիմնախնդիրները** **ՀՀ-ում** գլխում իրենց մեկնաբանություններն են ստանում հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի վերլուծությունները, ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի կայունության գնահատումները:

Գործնականում, ակտիվների արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի ներկայացման ավանդական ուղղություններն են ներկայացվում: Այսպես, Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ-ի ազդագրում արժեթղթավորման ռիսկերը ներկայացվում են ստորև բերվող խմբերով<sup>9</sup>.

- տոկոսային ռիսկ, երբ հաշվի են առնվում տոկոսադրույքների ուղղակի փոփոխությունները արժեթղթավորման հետ առնչվող դրամական հոսքերի վրա,
- պարտքային ռիսկ, երբ պայմանագրային գործընկերը չի կատարում իր պարտավորությունները, որը կարող է Հիմնադրամում առաջացնել հավանական ֆինանսական կորուստներ,
- իրացվելիության ռիսկ, երբ Հիմնադրամը չի կարող լիարժեք մարել իր կողմից ստանձնած պարտավորությունները:

Նմանատիպ ֆինանսական ռիսկերի նվազեցման համար Հիմնադրամը վարում է իրացվելիության կառավարման քաղաքականություն, բանկային հաշիվներում կուտակելով բավարար միջոցներ՝ գործառնական պարտավորությունները ժամանակին և լիարժեք մարելու համար:

Այսպես, 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-ը)<sup>10</sup>:

Որպես կանոն, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը շղթայական ոլորտային ռիսկեր է պարունակում, որն էլ ֆինանսական ռիսկերը գնահատելիս ենթադրում է այդ

<sup>9</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ», Ազդագիր 2015, էջ 20-23  
<sup>10</sup> «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ», Ազդագիր 2015, էջ 20-23

գործընթացի հավանական վնասների շրջափակումը հիտարկում:

Այս առումով, առաջարկվում է հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման \$հնանսական 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 ցուցիչները (տես աղյուսակ 3):

Աղյուսակ 2.

Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ-ի \$հնանսական ակտիվների և \$հնանսական պարտավորությունների վերլուծությունն ըստ մարման ակնկալվող ժամկետների 2017թ. հունիսի 30-ի դրությամբ (հազ.դրամ)<sup>11</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 \$հնանսական ակտիվներ           | 110,845     | 52,078   | 63,023   | 21,193    |
| Թողարկված պարտքային արժեթղթեր           | -           | (84,896) | (4,784)  | -         |
| Ընդամենը \$հնանսական պարտավորություններ | -           | (84,896) | (4,784)  | -         |
| Չուտդիրք                                | 110,845     | (32,818) | 58,239   | 21,193    |
| Չուտկուտակային դիրք                     | 110,845     | 78,027   | 136,266  | 157,459   |

Աղյուսակ 3

<sup>11</sup>Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ I, \$հնանսական հաշվետվությունների նկից ծանոթագրություններ, կետ 14, 2017թ.վ. հունիսի 30-ի դրությամբ



Հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման  
 \$ինանսական ռիսկերի ձևավորման  
 առաջարկվող ցուցիչները <sup>12</sup>

| Ռիսկեր  | Ցուցիչներ                 |
|---|---------------------------|
| <b>Արժեթղթավորվող ակտիվների<br/>ձևավորում</b>                                 | <b>K<sub>1</sub></b>      |
| Հիփոթեքային վարկերի համախմբի (փոփոխ)<br>որակական կազմի ռիսկ                   | <b>K<sub>11</sub></b>     |
| Ակտիվներում բանկային կապիտալի<br>թուլացումը տեսակարար կշռի<br>ռիսկայնություն  | <b>K<sub>12</sub></b>     |
| <b>Արժեթղթերի վաճառք</b>  | <b>K<sub>2</sub></b>      |
| Պարտատոմսերի տեղաբաշխման<br>իրացվելիություն ռիսկ                              | <b>K<sub>21</sub></b>     |
| Արժեթղթերի ժամկետային ետգնման<br>\$ինանսական ռեսուրսների<br>առկայություն ռիսկ | <b>K<sub>22</sub></b>     |
| <b>Արժեթղթավորման գործընթացի<br/>\$ինանսական սպասարկում</b>                   | <b>K<sub>3</sub></b>      |
| Տոկոսային նարժուկային ռիսկեր  | <b>K<sub>31</sub></b>     |
| \$ինանսական պարտավորությունների<br>սպասարկման գույքի ռիսկ                     | <b>K<sub>32</sub></b>     |
| <b>Արժեթղթավորման համախմբված ռիսկի<br/>ցուցիչ</b>                             | <b>6<br/>ΣK/n<br/>n=1</b> |

Ընդ որում, հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման յուրաքանչյուր փոփոխ ցուցիչները 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: Հետևաբար, \$ինանսական 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 \$ինանսական ռիսկերի համընդհանուր գնահատման համար այս դեպքում առաջարկվում է կիրառել արժեթղթավորման համախմբված ռիսկի ցուցիչը, այն ներկայացնելով որպես ոլորտային ռիսկերի ու ցուցիչների միջին թվաբանական (ΣK/n): Ընդ որում, եթե ոլորտային փաստացի ցուցիչները գերազանցում են նախատեսվածը, ապա

<sup>12</sup> Կազմված է հեղինակի կողմից:

համեմատման հաշվարկներում ընդգրկվում է փոքրագույնը (տես աղյուսակ 3):

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,  $\Sigma K/n$  համախմբված ռիսկի ցուցիչը չի կարող 1-ից մեծ լինել և լավագույն դեպքում այն կձգտի 1,0, երբ ակտիվների արժեթղթավորման տարբեր փուլերում \$ինանսական ռիսկերը նվազեն կամ դառնան աննշան:

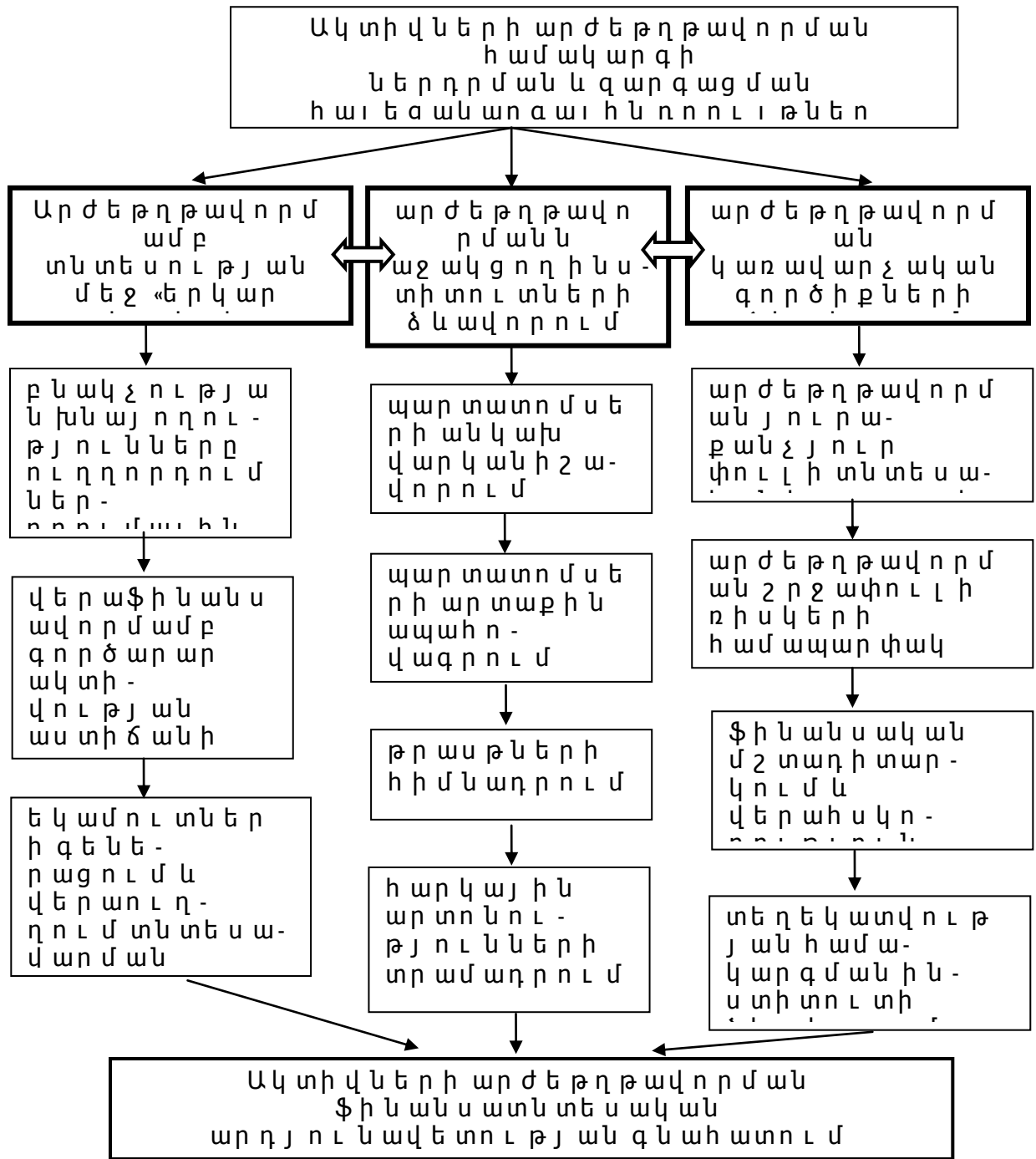
Ատենախոսության երրորդ՝ **«Ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի գարգացման \$ինանսատնտեսական խթանները 33-ում»** գլխում ներկայացվում են ռիսկերի վերլուծության ընթացակարգի բարելավման ուղիները:

Արժեթղթավորված 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 \$ինանսահարկային բարենապաստ միջավայրի ձևավորմանը, մյուս կողմից, պարտատոմսերի շուկան կդիտարկվի առավել լայն իմաստով և նրամասնակիցների միջև փոխկապակցված մոտիվացիոն լծակներ կդրսևորվեն ակտիվների երկար փողերի արդյունավետ կառավարման և տնտեսական շահերի հետապնդելու համար:

Այս առումով, առաջ է մղվում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հայեցակարգային դրույթների ներկայացումը, որտեղ հաշվի են առնվում տնտեսության մեջ «երկար փողերի», արժեթղթավորմանն աջակցող ինստիտուտների և կառավարչական նորարարական գործիքների կիրառումը (տես գծապատկեր 3):

Առաջարկվող համակարգի հիմքում դրվում է ակտիվների արժեթղթավորման \$ինանսատնտեսական արդյունավետության գնահատումը, գուգահեռաբար հաշվի առնելով նաև այդ գործընթացի կայունությունը

ուղղված ֆինանսական վերահսկողությունը և մոնիտորինգը:



Գծապատկեր 3. Ակտիվների արժեթղթավորման ներդրման և զարգացման համակարգ<sup>13</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>13</sup> Կազմված է հեղինակի կողմից: 19

գ Ե Ն Ե Ր ա ց վ ու մ և վ Ե Ր ա ու ղ ղ վ ու մ Ե Ն տ ն տ Ե ս ա վ ա ր մ ա ն  
շ ա հ ու թ ա ք Ե Ր ո լ 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 ու թ յ ա ն ա ս տ ի ճ ա ն ը : Ս ա կ ա յ Ն ,  
առ 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 ու Ն ա վ Ե տ  
գ ո Ր ծ Ե լ , Ե թ Ե հ ա շ վ ի չ առ 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 ու տ ն Ե Ր ի ն Ե Ր դ ա շ ն ա կ գ ո Ր ծ ու Ն Ե ու թ յ ու 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 ու թ յ ու Ն ն Ե Ր ը ,  
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 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 ու թ յ ու Ն ն Ե Ր ը , և  
վ Ե Ր ջ ա պ Ե ս պ Ե տ ու թ յ ու 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 ու լ լ ու մ ի Ր հ ա ր կ ա յ ի ն  
ա ր տ ո ն ու թ յ ու Ն ն Ե Ր ի տ ր ա մ ա դ Ր մ ա 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 առ 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 ու Ն ա վ Ե տ , Ե թ Ե ա յ Ն հ ա շ վ ի առ ն ի  
ն ա ն կ առ 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 ու 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 ու լ ր ա ք ա ն չ յ ու լ ր փ ու լ լ ու մ տ ն տ Ե ս ա կ ա ն  
Ե կ ա մ տ ա ք Ե Ր ու 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 առ ու մ ը , ի ն տ Ե գ ր ա լ ա յ ի ն ց ու 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 ու լ 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 ու մ ը , տ Ե ղ Ե կ ա տ վ ու 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 ու տ ի  
ս տ Ե ղ ծ ու մ ը (տ Ե ս գ ծ ա պ ա տ կ Ե Ր 3):

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 առ 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 ու թ յ ու Ն կ ս տ Ե ղ ծ ի  
ի Ր ա կ ա ն ա ց ն Ե լ ու հ ա մ Ե մ ա տ ա կ ա ն վ Ե Ր լ ու ծ ու թ յ ու Ն `  
տ ա ր ք Ե Ր ժ ա մ ա ն ա կ ա հ ա տ վ ա ծ ն Ե Ր ու 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 ու Ն ա վ Ե տ ու 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 ն ա վ ո Ր մ ա ն ն ա պ ա տ ա կ ա հ ա ր մ ա ր ու թ յ ու Ն ն ու  
Ֆ ի ն ա ն ս ա տ ն տ Ե ս ա կ ա ն Ե կ ա մ տ ա ք Ե Ր ու թ յ ու Ն ը :

**Ե գ Ր ա կ ա ց ու թ յ ու Ն ն Ե Ր** ք ա ժ ն ու մ ա մ փ ո փ վ ա ծ Ե Ն  
հ Ե տ ա գ ո տ ու թ յ ա ն կ ա ր ն ո Ր ա գ ու յ Ն ա ր դ յ ու Ն ք ն Ե Ր ը և  
կ ա տ ա ր վ Ե լ Ե Ն առ ա ջ ա ր կ ու թ յ ու Ն ն Ե Ր , ո Ր ո ն ց ի ց  
հ ի մ ն ա կ ա ն ն Ե Ր ը հ Ե տ ն յ ա լ ն Ե Ր ն Ե Ն `

1. Ա կ տ ի վ ն Ե Ր ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն տ ն տ Ե ս ա կ ա ն  
շ ա ր ժ առ ի թ ն Ե Ր ը ձ ն ա վ ո Ր վ ու մ Ե Ն ի ն չ ա Ե ս  
տ ն տ Ե ս ա վ ա ր մ ա ն մ ա ս ն ա վ ո Ր , ա յ Ն ա Ե ս Ե լ հ ա ն Ր ա յ ի ն հ ա տ -  
վ ա ծ ու մ , Ե Ր ք ա ն հ ր ա ժ Ե շ տ ու թ յ ու Ն Ե առ ա ջ ա ն ու մ «Ե Ր կ ա ր  
փ ո ղ Ե Ր ի » ձ ն ա վ ո Ր մ ա ն և օ գ տ ա գ ո Ր ծ մ ա ն հ ա մ ա ր : Ե թ Ե

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

2. Ակտիվների արժեթղթավորման տնտեսական  
շարժառիթներն առնչվում են վերաֆինանսավորման  
հետ, երբ տնտեսական գործունեության որևէ  
ժամանակահատվածում անհրաժեշտություն է  
առաջանում վերաֆինանսավորման ճանապարհով  
եկամուտները գեներացնելու և դրանք վերառողղելու  
տնտեսավորման առավել շահավետ ոլորտ:

3. Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի  
ընդլայնմանը գույքընթաց ֆինանսական շուկաներին  
առընթեր սկսում են ձևավորվել աջակցող  
ինստիտուտներ, որոնք շուկաներում իրենց  
առկայությունամբ ապահովում են ոչ միայն  
արժեթղթավորման սահուն ընթացքը, այլ և նպաստում են  
այդ գործընթացի արդյունավետության բարձրացմանը:  
Ուստի, առաջարկվում է ակտիվացնել արժեթղթավորման  
գործընթացին աջակցող ինստիտուտների  
գործունեությունը՝ ստեղծելով անհրաժեշտ  
ֆինանսատնտեսական մոտիվացիոն լծակներ,  
ձևավորելով պարտատոմսերի վարկանիշավորման  
կառույցներ և ընդլայնելով ապահովագրական  
ընկերությունների գործունեության շրջանակը  
ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում:

4. Ակտիվների արժեթղթավորման ակտիվության  
բարելավման գործընթացին ՀՀ-ում անհրաժեշտ է  
ցուցաբերել համալիր մոտեցում, լուծելով  
օրենսդրական, կանոնակարգային և  
ֆինանսատնտեսական մոտիվացիոն խնդիրներ, քանի որ  
ակտիվների արժեթղթավորման օրենսդրական դաշտը  
դեռևս բարեփոխումների կարիք ունի և ներկայումս  
անհրաժեշտ է այդ գործընթացի կայունության  
երաշխիքների տրամադրման ինստիտուցիոնալ  
համակարգի բարելավում: Մասնավորապես,  
միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ վաճառահանվող  
արժեթղթերը իրենց որակական գնահատականներն են  
ստանում վարկանիշային կազմակերպությունների  
կողմից, որոնք մեծ դերակատարում ունեն շուկայում  
արժեթղթերի աքումվաճառքի ժամանակ: Իսկ դրա

արդյունքում ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը զգալիորեն կակտիվանա, նրանում ապահովագրական ընկերությունների, վարկանիշավորման կազմակերպությունների, դրամական հոսքերը կանոնակարգող թրասթային հիմնադրամների ընդգրկման պարագայում:

5. Արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական կայունությունը մեծապես կախված է դրամական հոսքերի արդյունավետ կառավարման հետ, որը հիմնականում իր արդյունքներով դրսևորվում է արժեթղթավորող հիմնադրամներում: Եթե այդ կառույցներին հաջողվում է իրենց գործունեության ընթացքում ապահովել ֆինանսական կայունություն, ապա արժեթղթավորման գործընթացով պայմանավորված դեբիտորական և կրեդիտորական պարտքերի ձևավորման շրջանակում դիտարկվում է ներդաշնակություն: Այս առումով, առաջարկվել է ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացի ֆինանսական կայունության գնահատման նորմոտեցում, որը հնարավորություն է ստեղծում.

ա) գնահատել արժեթղթավորման հիմնադրամի կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ֆինանսական կարողությունները՝ մարելու թողարկված պարտատոմսերի գծով պարտավորությունները:

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

6. Անհրաժեշտ է ակտիվների արժեթղթավորումը դիտարկել «կազմակերպությունների ֆինանսական ակտիվները պարտատոմսերի փոխակերպում - արժեթղթերի տեղաբաշխում - վերավարկավորում - պարտատոմսերի մարում» շրջափուլի անխափանության համատեքստում, այլ ոչ թե այդ շրջափուլի տնտեսական արդյունավետության շրջանակում:

7. Արժեթղթավորված ակտիվների շուկան ավանդաբար դիտարկվել է պարզապես պարտատոմսերի առքու վաճառքի վայր, կամ բորսա: Սակայն, դրան զուգահեռ, առաջարկվել է ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման և զարգացման հայեցակարգ, որում արժեթղթավորված ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի շուկայի զարգացման խթանիչ ուղիներ են ներկայացվել արժեթղթավորում նախաձեռնողների,

պարտատոմսերի գնորդներին, վերավարկավորվող կազմակերպություններին տնտեսական շահերի ներդաշնակեցման ճանապարհով:

**Ատենախոսություն հիմնական դրոշմներն արտացոլվել են հեղինակի հետևյալ գիտական հոդվածներում`**

1. Ոսկանյան Ա.Ա., Ակտիվներին արժեթղթավորման նախադրյալներն ու խոչընդոտները ՀՀ-ում, «Այլընտրանք» գիտական հանդես, #4, հոկտեմբեր-դեկտեմբեր, 2017, էջ 57-65:
2. Ոսկանյան Ա.Ա., Ակտիվներին արժեթղթավորման պատմական զարգացումը և տնտեսական նշանակությունը, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 9-10 (205-206) 2017, էջ 128-132:
3. Ոսկանյան Ա.Ա., Ակտիվներին արժեթղթավորման օրենսդրական դաշտի բարելավման ուղիները ՀՀ-ում, «Եվրոպական ակադեմիա», գիտական հոդվածների ժողովածու 8, 2017, էջ 249-257:
4. Ոսկանյան Ա.Ա., Հիփոթեքային ակտիվներին արժեթղթավորման ֆինանսական ռիսկերի գնահատումը, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 1-2 (209-210) 2018, էջ 49-53:
5. Ոսկանյան Ա.Ա., Ակտիվներին արժեթղթավորման տնտեսական հատույցի գնահատման հիմնախնդիրները, «Այլընտրանք» գիտական հանդես, #2, ապրիլ-հունիս, 2018, էջ 331-339:
6. Ոսկանյան Ա.Ա., Ակտիվներին արժեթղթավորման արդյունավետության գնահատման տեղեկատվական ապահովումը, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», 3-4 (211-212) 2018, էջ 21-23:

**АНДРАНИК АРТУРОВИЧ ВОСКАНЯН**

**СПОСОБЫ ВНЕДРЕНИЯ И РАЗВИТИЯ СИСТЕМЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РА**

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 - «Финансы, бухгалтерский учет»

Защита диссертации состоится 24 января 2019г. в 15<sup>30</sup> часов, на заседании специализированного совета 014 ВАК РА по экономике, действующего в Армянском государственном экономическом университете по адресу: 0025, г. Ереван, ул. М. Налбандяна 128.

## РЕЗЮМЕ

**Цель и задачи исследования:** Целью исследования является представление способов внедрения и развития системы секьюритизации активов в Армении, которые способствуют всесторонней оценке финансовых рисков секьюритизации активов, укреплению финансовой устойчивости процесса секьюритизации, а также оценке экономической эффективности эмиссии секьюритизированных ценных бумаг. Исходя из цели исследования в диссертации были предложены следующие проблемы:

- изучить существующую систему комбинации институциональных структур при секьюритизации активов в Армении, выявить проблемы, пути совершенствования законодательной базы, а также финансовую устойчивость текущих процессов секьюритизации,
- определить препятствия для внедрения и развития системы секьюритизации в Армении и способы их преодоления,
- принимая во внимание финансовые риски, возникающие во всей цепочке секьюритизации активов, представлять подходы к оценке финансовых рисков секьюритизации ипотечных активов и показатели для измерения конкретных рисков секьюритизации,
- разработать целевой механизм для всестороннего учета и координации информационных потоков, включая целую цепочку секьюритизации активов и способствуя повышению уровня оценки экономической эффективности этого процесса,
- предложить концептуальные положения по внедрению и развитию системы секьюритизации активов в РА путем представления стимулирующих способов роста рынка ценных бумаг обеспеченных активами.

**Научная новизна исследования:** Научная новизна исследования заключалась в разработке концепции внедрения и развития системы секьюритизации активов в РА. В частности:

- на основе текущих вопросов комбинации институтов секьюритизации активов, а также исследований финансовой устойчивости существующих процессов секьюритизации, были выявлены препятствия внедрения и развития системы секьюритизации в Армении и пути их преодоления,
- разработана система оценки финансовых рисков секьюритизации ипотечных активов на основе использования совокупного индикатора риска в рамках всеобщей цепочке секьюритизации,
- разработана система учета информационных потоков общего процесса секьюритизации активов, что позволяет регистрировать экономические результаты секьюритизации с



помощью новых и корреспондентских счетов и контролировать весь процесс размещения и погашения облигаций,

- обоснованы концептуальные положения по внедрению и развитию системы секьюритизации активов и представлены пути развития рынка ценных бумаг обеспеченных активами и пути содействия экономическим интересам участников.

**THE WAYS OF INTRODUCTION AND DEVELOPMENT OF ASSET SECURITIZATION  
SYSTEM IN RA**

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.03 – “Finance, Accounting”.

The defense of the thesis will take place on 24<sup>th</sup> of January, 2018, at 15<sup>30</sup> o'clock, at 014 Council of Economics of SCC RA at Armenian State University of Economics: 128 Nalbandyan str., Yerevan, 0025.

**ABSTRACT**

***The purpose and Objectives of the research:*** The purpose of the research is to present the ways of introduction and development of the asset securitization system in Armenia, which contribute to comprehensive assessment of financial risks of asset securitization, improvement of financial stability of securitization process as well as assessment of the economic effectiveness of securitized bond issuance. The following objectives were proposed in the thesis based on the purpose of the research:

- explore the current system of combination of asset securitization institutes in Armenia, identify the issues, the ways of improving the legislative field, as well as the financial stability of existing securitization processes,
- identify obstacles to the introduction and development of the securitization system in Armenia and ways to overcome them,
- taking into account the financial risks arising in the whole chain of asset securitization process, introduce financial risk assessment approaches for mortgage assets securitization and specific risk measurement indicators,
- develop a targeted mechanism for comprehensive record and coordination of information flows, including the whole chain of asset securitization and contributing to the increase of the level of assessment of the economic efficiency of that process,
- propose conceptual provisions for the introduction and development of asset securitization system in RA by introducing stimulating ways of development of asset-backed securities market.

***Scientific novelty of the research:*** The scientific novelty of the research is the development of the concept of introduction and development of the asset securitization system in RA. Specifically:

- on the basis of current issues of combination of asset securitization institutions, as well as studies of the financial sustainability of existing securitization processes, the obstacles to the introduction and development of the securitization system in Armenia and the ways to overcome them have been revealed,
- a system for assessing the financial risks of mortgage assets securitization has been developed, based on the use of an aggregate risk indicator within the universal securitization chain,

- an accounting system of information flows of overall process of asset securitization has been developed, which allows to register the economic results of securitization via new and correspondent accounts and to monitor the entire process of placement and redemption of bonds.
- conceptual provisions for the introduction and development of asset securitization system have been substantiated and the ways of development of the asset-backed securities market and promotion of the economic interests of the participants have been presented.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "The People", with a long horizontal flourish underneath.