



ՀՀ ԿՐԹՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԳԻՏՈՒԹՅԱՆ
ՆԱԽԱՐԱՐՈՒԹՅՈՒՆ



ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ
ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ
ՀԱՄԱՐԱԿԵՆՏՐ



**ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԵՎ
ՀԱՍԱՐԱԿՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄ.
21-րդ դարի մարտահրավերներ
և հնարավորություններ**

**DEVELOPMENT OF ECONOMY AND SOCIETY:
Challenges and Opportunities of 21st Century**

**РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ И ОБЩЕСТВА:
ВЫЗОВЫ И ВОЗМОЖНОСТИ 21-ого века**

ՀՊՏՀ 27-ՐԴ ԳԻՏԱԺՈՂՈՎ

2017 թ., նոյեմբերի 22-24

Երևան 2018

ՀՏԴ 330:06
ԳՄԴ 65
S 778

Հրատարակվում է
ՀՊՏՀ գիտական խորհրդի որոշմամբ

Խմբագրական խորհրդի նախագահ՝

ԿՈՐՅՈՒՆ ԱԹՈՅԱՆ

ՀՊՏՀ ռեկտոր, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր

Խմբագրական խորհուրդ՝

- ԴԻԱՆԱ ԳԱԼՈՅԱՆ** - ՀՊՏՀ միջազգային տնտեսական հարաբերությունների ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., դոցենտ
- ՍՈՒՐԵՆ ԳԵՎՈՐԳՅԱՆ** - ՀՊՏՀ բնօգտագործման տնտեսագիտության ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
- ԱՇՈՏ ՄԱԹԵՎՈՍՅԱՆ** - ՀՊՏՀ հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի ֆակուլտետի դեկան, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
- ԽՈՐԵՆ ՄԻՒԹԱՐՅԱՆ** - ՀՊՏՀ գիտության և ասպիրանտուրայի բաժնի պետ, Կ.գ.թ., դոցենտ
- ԱՇՈՏ ՍԱԼԼԱԶԱՐՅԱՆ** - ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
- ՎԱՐԴԱՆ ՍԱՐԳՍՅԱՆ** - ՀՊՏՀ տնտես. ինֆորմ. և տեղեկ. համակ. ամբիոնի վարիչ, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
- ՅՈՒՐԻ ՍՈՒՎԱՐՅԱՆ** - ՀՊՏՀ կառավարման ամբիոնի վարիչ, ՀՀ ԳԱԱ ակադ., Կ.գ.դ., պրոֆեսոր
- ԳԱԳԻԿ ՎԱՐԴԱՆՅԱՆ** - ՀՊՏՀ պրոռեկտոր, Կ.գ.դ., պրոֆեսոր

ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ՀԱՍԱՐԱԿՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄ. 21-րդ դարի մարտահրավերներ և
S 778 հնարավորություններ: ՀՊՏՀ 27-րդ գիտաժողովի նյութեր / ՀՊՏՀ: - Եր.: Տնտեսագետ,
2018, 780 էջ:

ՀՏԴ 330:06
ԳՄԴ 65

ISBN 978-9939-61-177-8

© «Տնտեսագետ» հրատարակչություն, 2018 թ.

ՈՂՋՈՒՅՆԻ ԽՈՍՔ

Գիտաժողովի հարգելի՛ մասնակիցներ,

շնորհավորում եմ բոլորիս Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի 27-րդ գիտաժողովի բացման առթիվ և ցանկանում եմ շնորհակալություն հայտնել գիտաժողովի բոլոր մասնակիցներին, ովքեր հեղափոխություն են ցուցաբերել տնտեսության և հասարակության զարգացմանն առնչվող հրապարակապ հարցերի նկատմամբ:

Մեր համալսարանի տարեկան գիտաժողովները գեղեցիկ ավանդույթ են դարձել, բայց ես ուրախությամբ եմ նշում, որ դրանց կողքին այսօր առկա են մեր համալսարանի գիտական գործունեությունն արտացոլող այլ ձևաչափեր նույնպես: Հպարտությամբ եմ նշում, որ հեղափոխական համալսարան դառնալու և մեր պետության տնտեսական կյանքին մասնագիտական մասնակցություն ունենալու իմ տեսլականը կամաց-կամաց կյանքի է կոչվում: Համալսարանի «Ամբերդ» հեղափոխական կենտրոնի գործունեությունն այսօր տալիս է նշանակալի արդյունքներ. այսօրեղ ոչ միայն իրականացվում են հանրապետության տնտեսական արդիական հիմնախնդիրների վերաբերյալ հեղափոխություններ, այլև կենտրոնի աշխատակիցները բուհի դասախոսական կազմի ներկայացուցիչների հետ, որպես փորձագետներ, հանդես են գալիս համապետական քննարկումներում:

Մինչ տարեկան գիտաժողովի կազմակերպումը գիտական սեմինարների ձևաչափերով հանդես եկան մեր ամբիոնները՝ շնորհանդեսներով ներկայացնելով իրենց ուսումնասիրության առանցքում առկա թեմաները: Այս ուսումնական տարվանից տրվեց գիտաուսումնական լաբորատորիաների մեկնարկը, ինչը գիտական դրամաշնորհներ, գիտաուսումնական խմբեր և գիտահեղափոխական կյանքի աշխուժացմանը միտված այլ ձևաչափեր ներդնելու մեր մոտեցումների հրաշալի շարունակությունն է:

Համալսարանի տարեկան գիտաժողովը ես հատկապես կարևորում եմ ակնկալիքով, որ այն պետք է վեր հանի մեր հավաքական գիտական ներուժը, ցույց տա համալսարանում գիտական կյանքի որակական փոփոխությունը և դառնա հեղափոխ գործունեության յուրօրինակ ուղենիշ: Այս գիտաժողովի հիմքում տնտեսության և հասարակության զարգացման հարցերն են, որոնք ի ցույց են դնում մեր դարաշրջանի մարտահրավերներն ու հնարավորությունները: Իսկապես, սրանք այնքան փոխկապակցված և կարևոր հարցեր են, որոնք չպետք է անտարբեր թողնեն տնտեսագետներին, չէ՞ որ չի կարող լինել հասարակական զարգացման որևէ մակարդակ՝ առանց կենսունակ տնտեսության:

Հուսով եմ, որ գիտաժողովը՝ իր բաժանմունքներով և կլոր սեղաններով, հնարավորություն կտա մասնագետներին ներկայացնելու իրենց մոտեցումները, բացահայտելու գիտաժողովի խորագրում արտացոլված թեման՝ իր բոլոր շերտերով և նրբություններով: Այնպես որ, արգասաբեր և աշխույժ աշխատանք եմ մտադրում Ձեզ:

Շնորհակալ եմ ուշադրության համար:

ԿՈՐՅՈՒՆ ԱԹՅԱՆ
ՀՊՏՀ ռեկտոր, պրոֆեսոր

ԱՐԵՎԻԿ ԱԼԵՔՍԱՆՅԱՆ

Հայցորդ, ԱրՊՀ

ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՈՒՄԸ ՈՐՊԵՍ ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԱՎՈՐՄԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄՆԵՐԻ ԿԱՏԱՐԵԼԱԳՈՐԾՄԱՆ ՈՒՂԻ ԱՐՑԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Հիմնաբառեր. հիփոթեքային վարկ, հիփոթեքային պարտատու, հիփոթեքային վկայագիր, սեքյուրիտիզացիա, ինժինիրինգ

Հիփոթեքային վարկավորման ժամանակակից մեխանիզմներից է հիփոթեքային պարտատուների թողարկումը: Այն տարածված է զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում: Հողվածում հիմնավորվում է արժեթղթավորման ներդրման անհրաժեշտությունը Արցախի Հանրապետությունում, վեր են հանվում այդ գործընթացում առկա հիմնախնդիրները և կատարվում են համապատասխան առաջարկություններ այդ ուղղությամբ:

Զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում հիփոթեքային վարկավորման շուկայի հետ սերտորեն առնչվում է արժեթղթավորումը¹: Արժեթղթավորում կամ սեքյուրիտիզացիա (անգլ. Securities բառից, որը նշանակում է արժեթղթեր) ասելով՝ նեղ իմաստով հասկանում ենք հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերի թողարկումը²: Տիրապետելով այդ արժեթղթերին՝ ներդրողները ձեռք են բերում հիփոթեքային վարկերի փուլի չկիսվող մասը, որին համապատասխան ստանում են տոկոսներ: Սեքյուրիտիզացիան մշակվել է ԱՄՆ-ում՝ որպես ֆինանսական ինժինիրինգի ձև³: Վերջինս ներկայացնում է բանկի հաշվեկշռի ակտիվների և պասիվների կառավարման մեխանիզմ, որի նպատակն է վարկային պորտֆելի կառուցվածքի փոփոխությունն ու փոխակերպումը ավելի ապահովված ձևերի (բարձր եկամտաբերություն և ցածր ռիսկայնություն):

Արժեթղթավորումը բարդ և բազմաբայլ գործողությունների ամբողջություն է, որին մասնակցում են տարբեր ֆինանսական հաստատություններ՝ կիրառելով ֆինանսական շուկայի տարաբնույթ գործիքներ: Արժեթղթավորումն իրականացվում է հետևյալ հաջորդական քայլերի իրականացմամբ՝

1. Առաջնային վարկատուն հիփոթեքային վարկ է տրամադրում վարկառուին: Դա առաջացնում վարկառուի պարտքային պարտավորությունների ձևավորում, որն արտացոլվում է վարկատուի (**արժեթղթավորման գործարքի նախաձեռնող**) վարկային պորտֆելում:

¹ Kendall, Leon T., and Michael J. Fishman., ed. 1997. A Primer on Securitization. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

² Հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթեր՝ MBS-mortgage backed pass-through securities.

³ Разумова И.А., Ипотечное кредитование: учебное пособие. Санкт-Петербург, 2005, с. 31.

2. Տրամադրված փոխառությունների հիման վրա ձևավորվում է գրավաթղթերի փուլ: Դրանք նախկինում տրամադրված, բայց չվճարված միասեռ պարտավորություններն են, որոնց մարման ժամկետը չի ավարտվել: Փաթեթավորումը նույնպես իրականացնում է նախաձեռնող ֆինանսական հաստատությունը:
3. Ընկերությունը վաճառում է այդ փուլը արժեթղթերի **էմիսիային**, որը մասնագիտացված ներդրումային ընկերություն է:
4. Հատուկ մասնագիտացված ընկերությունը (SPV – special purpose vehicle) գնված հիփոթեքային վարկերի փուլի համար երկրորդային շուկայում թողարկում և տեղաբաշխում է արժեթղթեր:
5. Վաճառելով՝ փուլը նախաձեռնողը միաժամանակ հնարավորություն է ստանում օգտվելու ամենից հայտնի և բարձր հեղինակություն ունեցող վարկանշային ընկերությունների ծառայություններից:

Վարկանշային ընկերությունը մանրամասն ուսումնասիրում է փուլի ռիսկի աստիճանը, արժեթղթավորման մասնակիցների ֆինանսական կայունության մակարդակը, որի արդյունքում որոշում է թողարկվող արժեթղթերի վարկանիշը, ինչը մեծ ազդեցություն է թողնում արժեթղթերի գնի և եկամտաբերության վրա և ազդում է հավանական ներդրողների որոշումների կայացման վրա:

Տարբերում են հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերի երկու տեսակ՝

1. Հիփոթեքային պարտատոմսեր, որոնք հավաստում են սեփականատերերի իրավունքները էմիտենտից ստանալու վճարումներ անվանական արժեքի և համապատասխան տոկոսների չափով:
2. Հիփոթեքային մասնակցության վկայագրեր, որոնք այլ կերպ անվանում են բաժնային արժեթղթեր: Տվյալ դեպքում թողարկվում է արժեթուղթ, որի սեփականատեր կարող են լինել մի քանի անձինք, և որոնք իրավունք ունեն պահանջելու դրամական միջոցներ հիփոթեքային վարկերի մարումներից՝ իրենց բաժիններին համապատասխան:

Հիփոթեքային պարտատոմսերը թողարկում են կազմակերպությունները, որոնց դեպքում որպես գրավ հանդես է գալիս հենց հիփոթեքային վարկը:

Հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկան զարգացած է Գերմանիայում, Նիդեռլանդներում, ԱՄՆ-ում և մի շարք այլ երկրներում: Դրանք ավելի նմանություններ ունեն ավանդական կորպորատիվ պարտատոմսերին, քան հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերին:

Արևմտյան Եվրոպայի երկրներում, որտեղ տարածված է հիփոթեքային վարկավորման միամակարդակ մոդելը,¹ հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկումը իրականացվում է հետևյալ կերպ: Տրամադրելով հիփոթեքային վարկ՝ բանկն ինքն է թողարկում

¹ Հիփոթեքային վարկավորման ամենից տարածված մոդելներն են՝ փակ ինքնավար, բաց հատյալ և բաց ընդլայնված: Վերջինս, իր հերթին, բաժանվում է միամակարդակ և երկմակարդակ մոդելների:

պարտատոմս՝ հիմք ընդունելով հիփոթեքային վարկերի գրավաթղթերը¹: Այդ գրավաթղթերի թողարկումն ու շրջանառությունը վերահսկվում և կանոնակարգվում են օրենսդրությամբ: Հիփոթեքային պարտատոմսի թողարկումից հետո բանկը այն վաճառում է բաց շուկայում:

ԱՄՆ-ում տարածված է երկմակարդակ մոդելը, որը գործում է հիփոթեքային վարկավորման երկրորդային շուկայի պայմաններում: Տվյալ դեպքում բանկը՝ էմիտենտը, տրամադրելով վարկ, այն անմիջապես վաճառում է մասնագիտացված կազմակերպությանը՝ կոնդուիտին: Արդյունքում հիփոթեքային վարկը բանկի հաշվեկշռից դուրս է գալիս և հաշվառվում է կոնդուիտի հաշվեկշռում: Կոնդուիտի կողմից իրականացվում է, այսպես կոչված, «վարկի ամրապնդում»: Նա ձեռք բերած հիփոթեքային վարկերը խնբավորում է ըստ տարբեր հատկանիշների, դրանց գրավադրմամբ թողարկում է հիփոթեքային պարտատոմսեր և վաճառում է ներդրողներին: Ընդ որում, կոնդուիտը ապահովագրում է հիփոթեքային ռիսկը: Սակայն, ոչ բոլոր հիփոթեքային վարկերն են ենթարկվում սեքյուրիտիզացիայի: Դա վերաբերում է միայն այն ակտիվներին, որոնք համապատասխանում են հիփոթեքային վարկերի սահմանված ստանդարտներին:

Հարկ է ընդգծել, որ ՀՀ-ում 2008 թ. մայիսի 26-ին ընդունվել է օրենք «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին», որի նպատակն էր հիփոթեքային վարկավորման բաց ընդլայնված մոդելի ներդնումը, որը դեռևս չի իրագործվել: Օրենքով ամրագրվում են հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկողների և սեփականատերերի իրավունքներն ու պարտականությունները, ընդգծվում շահառուների այն շրջանակը, որ կարող է օգտվել այս գործիքի կիրառումից: Սակայն, օրենքում առկա են թերություններ, որոնցից է այն, որ հիփոթեքային պարտատոմսեր կարող են գնել միայն իրավաբանական անձինք: Պետք է արձանագրենք, որ օրենքի ընդունումը հիմնավոր ազդակ չդարձավ հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկայի զարգացման համար:

ԱՀ-ում հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկան հնարավոր է ձևավորել և զարգացնել, սակայն, անշուշտ, այդ գործընթացը դժվար կլինի: Դրան խոչընդոտում են հետևյալ հանգամանքները.

- Հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկայի զարգացման համար նախ՝ անհրաժեշտ է, որ զարգացման բարձր մակարդակի վրա լինի վարկավորման համապատասխան շուկան: Դրան խոչընդոտում են նաև հասարակության հոգեբանական և երկրում տիրող ռազմական անկայուն իրավիճակները: 2016 թ. Ապրիլյան քառօրյա պատերազմից հետո հիփոթեքային վարկերի պահանջարկի կտրուկ նվազման հետևանքով որոշ ֆինանսավարկային հաստատություններ դադարեցրին վարկերի տրամադրումը և մինչև հիմա չեն վերսկսել այդ գործընթացը:
- Արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությունը: ԱՀ-ում համեմատաբար շատ շրջանառվող արժեթղթերից կարելի է համարել բաժնետոմսերը, ապահովագրական պոլիսները, չեկերը և այլն: ԱՀ-ում գրանցված կազմակերպություններից մեծա-

¹ Демченко Н.Л., 'Зарубежный опыт развития ипотечного кредитования жилой недвижимост', Всероссийская государственная налоговая академия Министерства финансов РФ, М. 2012.

մասնություն են կազմում սահմանափակ պատասխանատվությամբ և փակ բաժնետիրական ընկերությունները, ինչը ենթադրում է, որ բաժնետոմսերի բաժանորդագրությունը կունենա սահմանափակ բնույթ:

- Ինչպես ցանկացած նորարարություն, այնպես էլ հիփոթեքային պարտատոմսերի ներդրմանն անհրաժեշտ է գիտելիքների խոր մակարդակ, քանի որ անհրաժեշտ է ուսումնասիրել միջազգային փորձը, այնուհետև կատարել վերլուծություններ, և լավագույն տարբերակը ներդնել մեր երկրում:

Վերոնշյալ խնդիրների հաղթահարման միջոցով հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկայի ձևավորման համար նպատակահարմար և շահավետ ենք համարում հետևյալ միջոցառումների իրականացումը.

1. Յուրաքանչյուր բարեփոխում իրականացնելուց առաջ պետությունը նախ և առաջ պետք է ընդունի այնպիսի նորմատիվ-իրավական ակտեր, որոնցով կկարգավորվեն գործարքի բոլոր մասնակիցների շահերը: Տվյալ դեպքում պետք է ընդունվեն իրավական ակտեր, հստակեցվեն հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկման և շրջանառության պայմանները, ներդրողների շրջանակները, պատասխանատվության միջոցները և այլն:
2. Հիփոթեքային շուկայի առավել զարգացման համար պետությունը պետք է շարունակի իրականացնել միջոցառումներ այդ ուղղությամբ: Պետք է շարունակվի հիփոթեքային վարկերով բնակչության աջակցության ծրագրերի իրականացումը, որը պետք է բխի ոչ միայն վարկառուի, այլև վարկատուի շահերից:
3. ԱՀ-ում, որպես հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկման և վաճառքի օպերատոր կարող է հանդես գալ «Արցախ ՀԷԿ ՓԲԸ»-ը, քանի որ արժեթղթերի շուկայի ոլորտում այն ունի երկար տարիների փորձ, անվանական հասարակ բաժնետոմսերը վաճառվում են Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայում՝ NASDAX OMX ARMENIA ֆոնդային բորսայում¹: Վարկատու կազմակերպությունները տրամադրված հիփոթեքային վարկերի գրավադրմամբ կարող են թողարկել պարտատոմսեր և դրանք վաճառել բաց շուկայում կամ փոխանցել «Արցախ ՀԷԿ ՓԲԸ»: Վերջինս կիրականացնի այդ պարտատոմսերի գնանշում, ձեռքբերման պայմանների կարգավորում և կվաճառի երկրորդային շուկայում: Գծապատկերի միջոցով վերոնշյալ գործընթացը կունենա հետևյալ տեսքը.



Գծապատկեր 1. Հիփոթեքային պարտատոմսերի իրականացման մեխանիզմը

¹ NASDAX OMX ARMENIA ընկերության պաշտոնական կայքէջի տվյալներ՝ <http://nasdaqomx.am>

1-ին քայլում վարկատուն հիփոթեքային վարկերի գրավադրմամբ թողարկում է պարտատոմսեր և վաճառում միջնորդ կազմակերպությանը:

2-րդ քայլում միջնորդ կազմակերպությունը հավաքագրում է բոլոր պարտատոմսերը, դասակարգում է ըստ տարբեր փուլերի և իրականացնում բաց բաժանորդագրություն կամ պարտատոմսերի վերավաճառք: Այդ պարտատոմսերի դիմաց գնորդները կստանան ամրագրված տոկոսադրույքով եկամուտներ:

3-րդ քայլում իրականացվում է պարտատոմսերի վերադարձ: Քանի որ հիփոթեքային վարկերը երկարաժամկետ են, ուստի դրանց գրավադրմամբ հիփոթեքային պարտատոմսերը նույնպես պետք է լինեն երկարաժամկետ:

4-րդ քայլում միջնորդ կազմակերպությունը վերադարձնում է այդ պարտատոմսերը թողարկողին: Պարզ է, որ մեկ հիփոթեքային վարկի գրավադրմամբ պետք է թողարկվի միայն մեկ պարտատոմս:

Կարծում ենք՝ նշված միջոցառումները կխթանեն հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկայի ձևավորումը, ինչը կնպաստի նաև հիփոթեքային շուկայի զարգացմանը:

АРЕВИК АЛЕКСАНИЯН

СЕКЮРИТИЗАЦИЯ КАК СПОСОБ УЛУЧШЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ МЕХАНИЗМОВ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ АРЦАХ

Ключевые слова: ипотечный кредит, ипотечная облигация, ипотечные сертификаты, секюритизация, инжиниринг

Одним из современных механизмов ипотечного кредитования является выпуск ипотечных облигаций. Механизм широко распространен в странах с развитыми финансовыми рынками. В статье подчеркивается необходимость инвестиций в секюритизацию в Республике Арцах, вводится вопрос о внедрении этого процесса и предлагаются соответствующие рекомендации по применению этого инструмента.

AREVIK ALEKSANYAN

SECURITIZATION AS A WAY TO IMPROVE FINANCIAL MECHANISMS OF MORTGAGE LENDING IN THE REPUBLIC OF ARTSAKH

Key words: mortgage loan, mortgage bond, mortgage certificate, securitization, engineering

One of the modern mechanisms of mortgage lending is the issuance of mortgage bonds. It is widespread in countries with developed financial markets. The article stresses the necessity of securitization investment in the Republic of Artsakh, introduces the issues of introducing this process and provides appropriate recommendations for the introduction of this tool.