

**ՀԻՓՈՔԵԶԱՅԻՆ ՎԱՐԿԵՐԻ ԱՐԺԵՐՔՎՈՐՄԱՆ
ԵՎ ԵՐԿՐՈՐԴԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐԻ ԱՏԵՂԾՄԱՆ ՀԱՐՑԻ ՇՈՒՐՁ**

Ե. Է. ՊԱՋԱԶՅԱՆ

Հիփոթեքային վարկերը անշարժ գույքի գրավով ապահովված վարկեր են, որոնք տրամադրվում են գրավադրված գույքի ձեռքբերման համար, նպատակային են, երկարաժամկետ և ունեն հարաբերականորեն ցածր տոկոսադրույքներ: Հիփոթեքային վարկավորման շուկայի զարգացումը պետության տնտեսական քաղաքականության առաջնահերթ խնդիրներից մեկն է՝ հաշվի առնելով այս վարկերի շնորհիվ բնակչության բնակարանային պայմանների բարելավման հնարավորությունը:

Հիփոթեքային վարկերը սովորաբար տրվում են երկար ժամկետով (օրինակ՝ ԱՄՆ-ում և Դանիայում 30 տարի ժամկետով վարկերը սովորական երևույթ են), և, հետևաբար, վարկառուից պահանջում են երկարաժամկետ միջոցներ կամ, այսպես կոչված, «երկար փողեր» ունենալ՝ նման գործիքներում տեղաբաշխելու համար: Միաժամանակ հայտնի է, որ բանկային ավանդների (դեպոզիտների) առավելագույն ժամկետը չի գերազանցում մի քանի տարին, և դրանց միջոցով հիփոթեքային վարկերը ֆինանսավորելիս վարկատուն մի քանի տարի անց կարող է ակտիվների և պասիվների ժամկետային անհամապատասխանության լուրջ խնդիրներ ունենալ:

Այս խնդրի լուծմանն է կոչված արժեթղթավորման մեխանիզմը: Հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը վարկավորող հաստատության տրամադրած հիփոթեքային վարկերը հատուկ նշանակության ինստիտուտներին փոխանցելն է, որոնք այդ վարկերի ապահովմամբ թողարկում են պարտքային արժեթղթեր, որոնք ընդունված է անվանել հիփոթեքներով ապահովված արժեթղթեր (“mortgage-backed securities” կամ MBS): Դրանց թողարկման մեխանիզմը հնարավորություն է տալիս վարկատուներին օգտվել կապիտալի շուկայում առկա մատչելի երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսներից, ինչպես նաև ներդրողներին փոխանցել իրենց ստանձնած ռիսկերի որոշակի մասը:

Ընդհանրապես, արժեթղթերի թողարկման միջոցով հիփոթեքային վարկերի ֆինանսավորումը կարող է իրականացվել երկու մոդելով:

1. Վարկատուն թողարկում է հիփոթեքային վարկերով ապահովված պարտատուներ և, հիփոթեքային վարկերը պահելով իր հաշվեկշռում, ընդլայնում է ֆինանսավորման աղբյուրները և իր վարկային պորտֆելը: Այս դեպքում պարտատուները ապահովված են լինում վարկատուի բոլոր ակտիվներով, այլ ոչ թե հիփոթեքներով, ինչն իր հերթին նշանակում է, որ հիփոթեքային պարտատուների թողարկումն ուղղակի փոխառու միջոցների ներգրավման եղանակ է, սակայն չի ապահովում ռիսկերի կառավարման օպտիմալացումը բանկի տեսանկյունից, քանի որ վարկերն ամբողջությամբ մնում են վերջինիս հաշվեկշռում, և բանկը շարունակում է կրել վարկի հետ կապված բոլոր ռիսկերը:

2. Հիփոթեքային վարկատուն համագործակցում է հատուկ նշանակության ինստիտուտի հետ, որին զեղչադրույքով փոխանցում է իր տրամադրած վարկերը՝ «մաքրելով» իր հաշվեկշիռը: Հատուկ նշանակության ինստիտուտը, ստեղծելով վարկերի որոշակի «փուլ», իրականացնում է դրանց արժեթղթավորումը և երկրորդային շուկայում վարկատուների կարողությունների գնահատման (անդերաայթինգի), տեղաբաշխման ու շրջանառության կազմակերպումը:

Հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումն ունի ավելի քան 300 տարվա պատմություն: Առաջին մոդելով իրենց վարկերը ավանդաբար ֆինանսավորել են Սկանդինավյա

յի, Գերմանիայի, Ֆրանսիայի և Իսպանիայի հիփոթեքային բանկերը: ԱՄՆ-ում հիփոթեքային արժեթղթերի երկրորդային շուկան սկսեց զարգանալ 1970-ական թթ., և հաստատվեց երկրորդ մոդելը, որը մայրցամաքային եվրոպական մոդելից տարբերվում էր մի շարք առանձնահատկություններով.

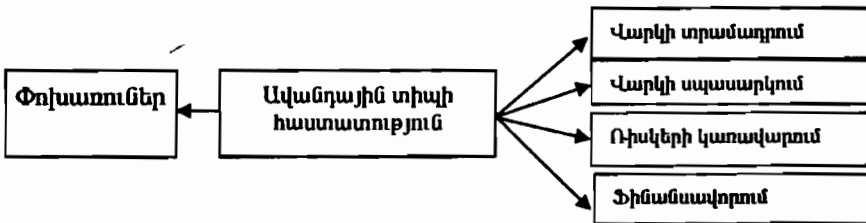
1. գործառույթների առանձնացում. ժամանակակից երկրորդային շուկայում վարկի տրամադրման, սպասարկման, վարկային բազայի ընդլայնման և ֆինանսավորման գործառույթները առանձնացված են և բաժանված տարբեր ինստիտուտների միջև.

2. հիփոթեքային արժեթղթերը թողարկվում են ոչ թե վարկը տրամադրող ինստիտուտի ակտիվների, այլ արժեթղթերի հիմքում ընկած հիփոթեքային վարկերի գրավների ապահովմամբ:

Բաժանված (առանձնացված) գործառույթներով մոդելի առավելությունն այն է, որ դրանք կիրառող ինստիտուտները կախված չեն ֆինանսավորման ներհաշվեկշռային աղբյուրներից, ինչպիսիք են, օրինակ, ավանդները: Ընդհանրապես, հիփոթեքային շուկան կարող է աշխատել ավանդային մոդելով, երբ տրամադրվող հիփոթեքային վարկերի ֆինանսավորումը կատարվում է ֆինանսական ինստիտուտի կողմից ներգրավված ավանդների հաշվին (տե՛ս գծապատկեր 1):

Գծապատկեր 1

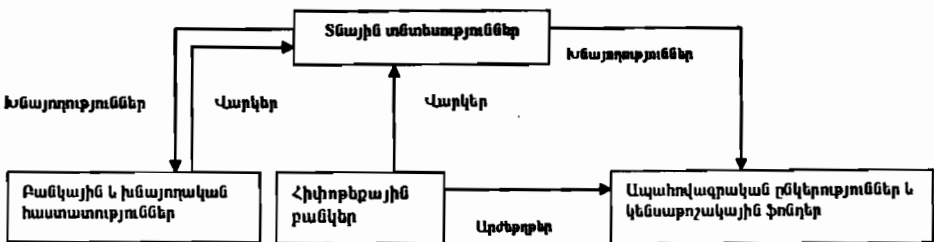
Հիփոթեքային շուկայի ավանդային մոդելը



Ավանդային տիպի հաստատությունների կողմից ղեկավարվող ավանդային հիփոթեքային շուկայի այլընտրանքներից մեկը հիփոթեքային բանկերի մասնակցությամբ իրականացվող համակարգն է, որը ներկայացված է գծապատկեր 2-ում:

Գծապատկեր 2

Հիփոթեքային բանկերի մասնակցությամբ հիփոթեքային վարկավորման մոդելը

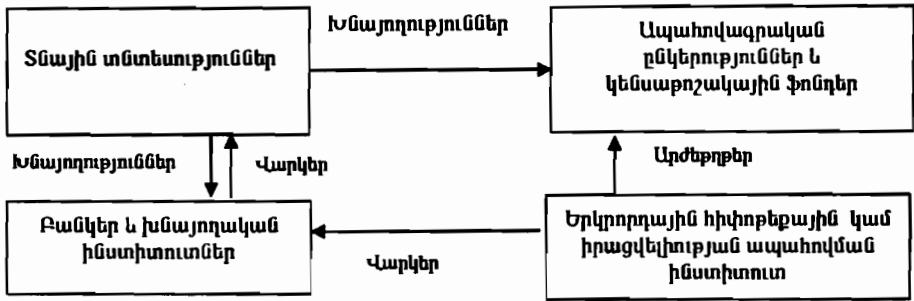


Նման մոդելներում մասնագիտացված ինստիտուտները (հիփոթեքային բանկերը) ստեղծում և սպասարկում են հիփոթեքային վարկերի պորտֆելներ, որոնք ապահովված են իրենց կողմից թողարկվող արժեթղթերով: Վերջիններս սովորաբար ձեռք են բերվում ֆինանսավորման երկարաժամկետ աղբյուրներ ունեցող ինստիտուտների կողմից, ինչպիսիք են ապահովագրական ընկերությունները և կենսաթոշակային ֆոնդերը, ինչպես նաև ներդրումային ֆոնդերը: Նմանատիպ մոդելները գործում են 1800-ական թվականներից և տարածված են Եվրոպայում (Գերմանիա, Դանիա, Իսպանիա), ինչպես նաև ասիական մի շարք երկրներում (Պակիստան, Հնդկաստան):

Շատ երկրներում գործում են միայն խոշոր փողերով գործարքներ կատարող ինստիտուտներ, որոնք հեշտացնում են միջոցների փոխանցումը առաջնային շուկա. նման ինստիտուտները կոչվում են իրացվելիության ապահովման կամ երկրորդային հիփոթեքային ինստիտուտներ և հաճախ հիմնադրվում են պետության կողմից կամ գործում նրա աջակցությամբ (տե՛ս գծապատկեր 3):

Գծապատկեր 3

Երկրորդային հիփոթեքային ինստիտուտների աշխատանքը



ԱՄՆ-ում բնակարանային վարկերի դաշնային բանկերը վարկառուներին ապահովված հիփոթեքային վարկեր են տրամադրում սկսած 1930-ական թթ., Ֆրանսիայում նմանատիպ գործառույթներ է իրականացնում «Caisse de Refinancement de Hypothecaire»-ն (CRH), իսկ Ասիայում ստեղծվել են Հնդկաստանի ազգային բնակարանային բանկը, Ֆիլիպինների բնակարանային վարկերի ֆինանսավորման ազգային կորպորացիան, Մալայզիայի «Cagamas»-ը, որը վարկատուներից հիփոթեքային վարկեր է գնում «տեպո» տիպի համաձայնագրերով և այլ կազմակերպություններ¹:

Բացի վերոնշյալ երեք մոդելներից՝ գոյություն ունի նաև հիփոթեքային վարկերի երկրորդային շուկայի մոդելը (տե՛ս գծապատկեր 4), որը ներառում է հիփոթեքային վարկերի կամ արժեթղթերի վաճառքը, որոնք ապահովված են հիփոթեքների հատուկ փուլերով՝ ստեղծելով հիփոթեքային վարկերի երկրորդային շուկա: Նմանատիպ մոդել է գործում ԱՄՆ-ում, որտեղ հիփոթեքային վարկերի մեծ մասը ֆինանսավորվում է երկրորդային շուկայի միջոցով: Վերջին տարիներին ԱՄՆ-ում երկրորդային շուկաները զարգանում են արդեն առանց պետության աջակցության, քանի որ ներդրողները իրենք են ձգտում ձեռք բերել ապահովված արժեթղթերը, որոնք իրենց մեծ ծավալների հաշվին ավելի մատչելի և վստահելի են, քան ներդրման այլընտրանքային գործիքները:

Հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման ժամանակ արտասահմանյան երկրներում իրականացվում է «վարկի ամրացում» (credit enhancement), այսինքն՝ վարկային ռիսկի նվազեցում լրացուցիչ գրավի ապահովմամբ, ապահովագրության, երաշխավորման կամ այլ մեխանիզմների միջոցով, որոնք բարձրացնում են վարկատուի և ներդրողի վստահությունը փոխառուի անվճարումակության դեպքում իրենց պարտքի ամբողջությամբ և ժամանակին մարման հարցում:

Երկրորդային շուկայի միջոցով ապահովվում է այսպես կոչված «Pass-through»² մեխանիզմի իրագործումը, որը նշանակում է, որ երկրորդային շուկայի միջոցով վարկառուն ներդրողից ստանում է իրեն անհրաժեշտ միջոցները՝ վճարելով համապատասխան պարգևավճար, որը հաշվարկվում է ներդրողի ստանձնած վարկային, տոկոսային, իրացվելիության և այլ ռիսկերի աստիճանից ելնելով, իսկ ներդրողը կարողանում է ձեռք բերել

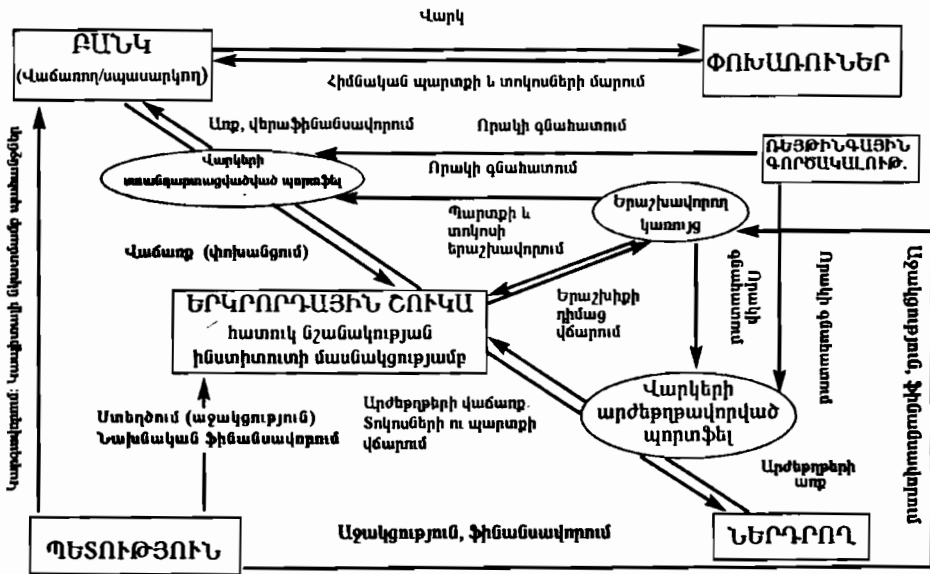
¹ St' u J. Lea Michael, International Union For Housing Finance: Secondary Mortgage Markets: International Perspectives, 1998:

² «Pass through» արտահայտությունը անգլերեն նշանակում է «աղբյուլ անցնել»:

գրավիչ որակական հատկանիշներով արժեթղթեր, որոնց դիմաց ստանում է իրեն ձեռն-տու տոկոսներ՝ պայմանով, որ տոկոսագումարների և պարտքի բուն գումարի ստացումը ապահովված լինեն «pass-through» մեխանիզմով գործող մի շարք ինստիտուտների կող-մից, ինչպես նաև ուղղակի կամ անուղղակի՝ պետության կողմից: Այս մոդելի շրջանակնե-րում թողարկվող արժեթղթերը կոչվում են հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղ-թեր. սրանք պետք է տարբերել հիփոթեքային պարտատոմսերից, որոնք թողարկում է վարկավորող կառույցը:

Գծապատկեր 4

Հատուկ նշանակության ինստիտուտի մասնակցությամբ հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման մոդելը



2005 թ. ԱՄՆ-ում տարբեր ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի նոր թողարկումը կազմել է 727 մլրդ դոլար, որից 453 մլրդ դոլարը կազմել են անշարժ գույքի գրավով ապա-հովված արժեթղթերը: Հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերի ծավալների վերաբերյալ տվյալները բերված են թիվ 1 աղյուսակում:

Աղյուսակ 1

Հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերը ԱՄՆ-ում (մլրդ դոլար)³

Արժեթղթի տեսակը	2005	2006 (կանխատեսում)	Փոփոխությունը (%)
Դաշնային գործակալությունների «MBS» տիպի արժեթղթեր	915	755	-17.5
Ապահովված հիփոթեքային պարտքային արժեթղթեր (Collateralized mortgage obligations, CMO)	315	260	-17.5
«MBS»-ի մասնավոր թողարկումներ	873	664	-23.9
Ընդամենը	2103	1679	-20.1

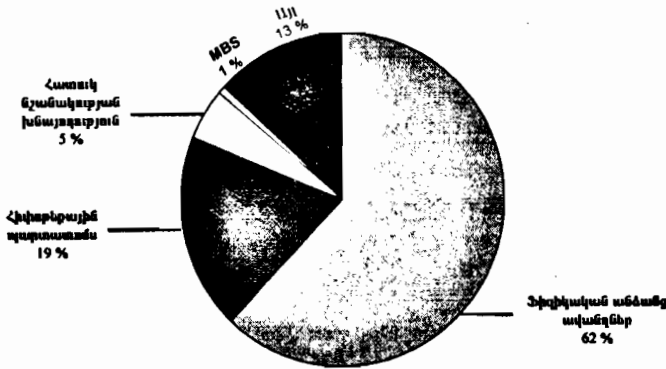
ԱՄՆ հիփոթեքային վարկատուների ասոցիացիայի տվյալների համաձայն՝ 2005 թ. տրված հիփոթեքային վարկերը կազմել են 2.78 տրիլիոն դոլար: Վերաֆինանսավորման գործունեության ծավալը ԱՄՆ-ում 2005 թ. կազմել է 44%⁴:

³ S&P THE BOND MARKET Association. Research. US Credit Market Outlook:
⁴ S&P Office of the Chief Economist. Freddie Mac. July 2006 Economic Outlook:

Եվրոպական երկրներում ավելի քիչ է տարածված հիփոթեքային վարկերի ֆինանսավորումը արժեթղթերի հաշվին, և գերակայող է ավանդների հաշվին ֆինանսավորման մեխանիզմը (տե՛ս գծապատկեր 5).

Գծապատկեր 5

Եվրոպական երկրներում հիփոթեքային վարկերի ֆինանսավորման կառուցվածքը⁵



Առհասարակ, հիփոթեքային շուկայի կառուցման մոդելի ընտրությունը պայմանավորված է երկրում կապիտալի շուկաների զարգացման աստիճանով, ինչպես նաև կախված է պետության դրամավարկային քաղաքականությունից: Երկրորդային շուկայի կայացման և գործունեության անհրաժեշտ ու հիմնական նախապայմաններից է ինստիտուցիոնալ ներդրողների առկայությունը:

Երկրորդային հիփոթեքային շուկաների ստեղծման անհրաժեշտություն է առաջանում այն ժամանակ, երբ բանկային համակարգը ի վիճակի չէ ամբողջությամբ բավարարել հիփոթեքային վարկերի նկատմամբ եղած պահանջարկը՝ կարճաժամկետ ավանդների հաշվին ձևավորված կապիտալի ֆինանսավորմամբ երկարաժամկետ վարկեր տրամադրելու անհնարինության պատճառով կամ կապիտալի, իրացվելիության և նմանատիպ այլ նորմատիվների պահպանման նկատառումներից ելնելով: Այն երկրներում, որտեղ պետության աջակցությամբ իրականացվում են արտոնյալ պայմաններով հիփոթեքային վարկավորման ծրագրեր, շուկայական պայմաններով աշխատող վարկատուների համար լրացուցիչ բարդություններ են առաջանում՝ կապված աճող մրցակցության հետ:

Հիփոթեքային վարկերի երկրորդային շուկաների և դրանցում գործող հատուկ նշանակության ինստիտուտների միջոցով հնարավոր է իրականացնել արժեթղթերի ստանդարտացված թողարկումներ (ի տարբերություն առանձին հաստատությունների հիփոթեքային պարտատուների, որոնց թողարկումը բարդ գործընթաց է և կապված է բավական մեծ գործարքային ծախսերի հետ), որոնց շնորհիվ նշյալ ծախսերը նվազում են և ապահովվում է ռիսկերի առավել լայն բազմազանացում (դիվերսիֆիկացիա):

Գործունե երկրորդային շուկաների միջոցով հնարավոր է դառնում մեղմել բնակարանային սուբսիդիաների գծով պետական բյուջեի ծանրաբեռնվածությունը, բարձրացնել հիփոթեքային վարկերի մատչելիությունը և զարգացնել կապիտալի շուկաները՝ ապահովելով ընդհանուր տնտեսական աճ:

Մասնավորապես, երկրորդային շուկայի շնորհիվ կարող է իջեցվել հիփոթեքային վարկի գինը՝ առավել արդյունավետ բաշխելով ռիսկերը տոկոսադրույքների ռիսկը կառավարվում է հիփոթեքային վարկերի և դրանց ֆինանսավորման գործիքների

⁵ Տե՛ս Եվրոպական հիփոթեքային ֆեդերացիայի պաշտոնական ինտերնետային կայքը՝ www.iuyro.org.

մարման ժամկետները համապատասխանեցնելով, վարկային ռիսկը՝ ամբողջ երկրով մեկ դիվերսիֆիկացված պորտֆելի ապահովմամբ, իսկ իրացվելիության ռիսկը՝ առաջնային վարկառուների «մաքրված» հաշվեկշիռների շնորհիվ դրանց ֆինանսական կայունության բարձրացման և վարկավորման հնարավորությունների ընդլայնման միջոցով⁶:

Երկրորդային հիփոթեքային շուկայի գործողության հիմնական սկզբունքները և նախադրյալները հետևյալն են.

1. առաջնային շուկայի և բուն հիփոթեքային վարկերի նկատմամբ առաջադրված պահանջների բավարարումը. վերջիններիս գծով ստացվող տոկոսային եկամուտը պետք է սահմանվի շուկայական մեխանիզմներով և բավարարի ներդրողների ֆոնդերի դիմաց վճարման, առաջացող ռիսկերի դիմաց պարգևավճարների, ինչպես նաև սպասարկման և այլ վարչարարական ծախսերի ծածկման և անհրաժեշտ եկամտաբերության ապահովման համար:

2. Հիփոթեքային վարկերի ստանդարտացումը, որը դրանց առաջնային շուկայական բնութագրիչներից է. վաճառքի և արժեթղթավորման ենթակա են միայն այնպիսի վարկեր, որոնք ստանդարտացված են ըստ փաստաթղթերի, ժամկետների, մարման և տոկոսադրույքի հաշվարկման պայմանների, գրավի տեսակի և անվճարունակության ռեպրուի առգրավման գործընթացի և այլ հիմնական բնութագրիչների:

3. Հիփոթեքային վարկերի անդերույթինգի ստանդարտացումը՝ նախապես հաստատված սկզբունքների և չափանիշների հիման վրա. այստեղ կարևոր է սահմանել հիփոթեքային վարկի գծով ձևավորվող պարտքի և վարկառուի ընդհանուր եկամտի հարաբերակցության նվազագույն ընդունելի մակարդակը, կանխավճարի չափը, ինչպես նաև վարկառուի նկատմամբ ներկայացվող այլ պահանջներ, ինչպես, օրինակ, վարկային պատմության առկայությունը: Անհրաժեշտ է սահմանել նաև վարկավորման գործընթացում գրավադրվող գույքի գնահատման ստանդարտացված ընթացակարգ՝ որոշելով գնահատման արժեքի տեսակը (շուկայական, լիկվիդացիոն արժեքներ և այլն):

4. Հիփոթեքային վարկերի պատշաճ սպասարկումը, որը երկրորդային շուկայի կարևորագույն բաղկացուցիչներից է և ներառում է վճարների զանձումը ու դրանց պարբերաբար փոխանցումը ներդրողներին (կամ միջնորդին), ինչպես նաև հիփոթեքային վարկավորման մասին անհրաժեշտ տեղեկության տրամադրումը: Այսպիսով, սպասարկող կառույցի գործառույթներից է հիփոթեքային վարկերի հաշվեկշիռների վերաբերյալ արժանահավատ, ճշգրիտ և շարունակ թարմացվող տվյալների շտեմարանի վարումը, ինչպես նաև ներդրողներին հաշվետվությունների ներկայացումը:

Ընդհանուր առմամբ, հիփոթեքային վարկերի և արժեթղթերի գրավչությունը պայմանավորված է նաև ներդրողի՝ հիփոթեքային վարկավորման գործիքները լավ հասկանալու և դրանց հետ կապված ռիսկերը ու սպասվող եկամտաբերությունը գնահատելու կարողությամբ: Հիփոթեքային վարկավորման գործիքների ստանդարտացումը ներդրողների տեղեկատվական ծախսերի նվազեցմանն ուղղված հիմնական քայլերից է. ռիսկի գնահատման տեսանկյունից չափազանց կարևոր է նաև վարկային պատմության առկայությունը, որտեղ գրանցվում են վճարումների ժամանակին կատարումը, անվճարումակության և վաղաժամկետ մարման ղեպերը: Ռիսկերի գնահատման գործընթացում կարևոր է սպասարկող կառույցների և միջնորդների դերը, որոնք պետք է հավաքագրեն, մշակեն և պահեն մեծ ծավալով տեղեկատվություն՝ ստեղծելով ավտոմատացված տեղեկատվական համակարգեր:

Իրավական դաշտում առաջնահերթ է ներդրողների իրավունքների պաշտպանությունը, մասնավորապես՝ գրավադրվող գույքի հարկադիր վաճառքի գործընթացի կարգավորումը, անշարժ գույքի նկատմամբ իրավունքի տիտղոսի «մաքրությունը», ինչպես նաև գրավային պահանջների բավարարման առաջնահերթության հաստատման հնարավորությունը:

⁶ St' u Michael J. Lea, International Union For Housing Finance: The Applicability of Secondary Mortgage Markets to Developing countries, originally published March, 1994:

Անհրաժեշտ է սահմանել հիփոթեքային վարկի տրամադրման առավելագույնս պարզ գործընթաց և նվազագույնի հասցնել իրավունքների գրանցման և փոխանցման դիմաց գանձվող տուրքերը և այլ ծախսերը:

Արժեթղթեր թողարկողների գործունեությունը պետք է լինի թափանցիկ՝ հանրամատչելի հաշվետվությունների ներկայացման միջոցով:

Հիփոթեքային շուկայի կարգավորման ոլորտում առաջնահերթ նշանակություն ունի հիփոթեքային վարկերի և արժեթղթերի գծով կապիտալի պահանջների սահմանումը, որը պետք է հիմնված լինի ռիսկերի գնահատականի, ինչպես նաև շուկայի բոլոր մասնակիցների նկատմամբ անկողմնակալության վրա: Երկրորդային շուկայում վարկատուների հաշվեկշիռների «մաքրման» նպատակով անհրաժեշտ է հաշվապահական հաշվառման համապատասխան քաղաքականության հրակամացումը՝ կապված արտահաշվեկշռային հաշվառման և ակտիվների «իրական» վաճառքի ապահովման հետ: Բարենպաստ հարկային դաշտի ստեղծումը նույնպես կարևորագույն նախապայման է, քանի որ դրա բացակայությունը որոշ երկրներում լրջորեն խոչընդոտում է հիփոթեքային արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը:

Կապիտալի զարգացած շուկաներով երկրներում մեծածախ ֆինանսավորումը և երկրորդային շուկաների զարգացումը կարող է իրագործել մասնավոր հատվածը, սակայն զարգացման բարձր աստիճանի չհասած երկրներում բարենպաստ ներդրումային դաշտի ստեղծման և ֆոնդերի մատչելիության բարձրացման համար անհրաժեշտ է պետական աջակցությունը: Երկրորդային շուկայի ինստիտուտները պետք է ունենան բավականաչափ կապիտալ՝ ստեղծման միանվագ ծախսերը, հետագա շուկայավարման ծախսերը կատարելու և հիփոթեքային շուկայում աշխատելու հետ կապված ռիսկերը կրելու համար: Մինևույն ժամանակ պետական կառույցներում մասնավոր կապիտալի օգտագործումը կարող է բարելավել ռիսկերի կառավարումը և բարձրացնել արդյունավետությունը:

Հայաստանում հիփոթեքային վարկավորման նկատմամբ եղած վճարունակ պահանջարկը, որը, ըստ մեր գնահատման, կազմում է մոտ 115 մլն ԱՄՆ դոլար⁷, ներկայումս ցածր առաջարկի պատճառով բավարարված չէ: Վերջինս ակնհայտորեն պայմանավորված է տնտեսությունում «երկար փողերի» բացակայությամբ. նման պարագաներում առաջարկվում է կապիտալի շուկայի զարգացում հիփոթեքային առկա և ապագայում ձևավորվելիք պարտքի արժեթղթավորման միջոցով:

Հիփոթեքային արժեթղթերի գրավչությունը ապագա ներդրողների համար պայմանավորված է այլընտրանքային ներդրումային գործիքներ հանդիսացող պետական արժեթղթերի և բանկային ավանդների եկամտաբերության շարունակական անկմամբ: Հիփոթեքային արժեթղթերի փուլի թողարկումը բնութագրող հիմնական ցուցանիշը փուլի միջին կշռված տոկոսադրույքի և գործարքին մասնակցող ներդրողների նկատմամբ պարտավորությունները կատարելու համար անհրաժեշտ տոկոսադրույքի միջև առկա տարբերությունն է (սփրեդը)⁸:

Հիփոթեքային վարկերի նվազագույն տոկոսադրույքը ներկայումս կազմում է տարեկան 12%, իսկ կապիտալի շուկայի գործիքների տոկոսադրույքը, որոնք օգտագործվում են վարկը վերաֆինանսավորելու համար, պարզ հաշվարկի դեպքում պետք է համապատասխանի հետևյալ սահմանափակումներին.

$$\left. \begin{aligned} \Omega Q_6 + U Q_6 + U \Omega_7 + U C &= \nu Q_6 \\ \Delta S &= \nu Q_6 + P Q_6 + P \Omega_6 + P C \end{aligned} \right\}$$

որտեղ՝

νQ_6 -ն հիփոթեքային վարկերի վերաֆինանսավորման գործիքի տարեկան եկամտաբերությունն է (տոկոսներով),

⁷ Տե՛ս Ե. Է. Գազազյան, Հիփոթեքային վարկերի մատչելիության գնահատումը բնակչության համար՝ սոցիոլոգիական հարցման հիման վրա, «Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», № 9 (73), օգոստոս, 2006, էջ 184-189:

⁸ Տե՛ս Руслан Исеев, Секьюритизация ипотечных кредитов: экономика сделки, «Рынок ценных бумаг», декабрь, 2004:

ՈԳԵ-ն՝ ոչ ռիսկային գործիքների եկամտաբերությունը, որոնց թվին են դասվում պետական պարտատոմսերը (տոկոսներով),

ԱԳԾ-ն՝ արժեթղթավորողի գործարքային ծախսերը, արժեթղթերի սպասարկման և այլ ծախսերը, որոնք անմիջականորեն կապված են հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերի թողարկման, տեղաբաշխման հետ (տոկոսներով),

ԱՌՊ-ն՝ արժեթղթավորողի ռիսկի դիմաց պարգևավճարը, որը գնահատվում է ըստ Շարպի մոդելի⁹ և հաշվի է առնում վարկառուի անվճարումնակության, նրա կողմից վարկի վաղաժամկետ մարման, ինչպես նաև բանկային հաստատության կողմից վարկը արժեթղթավորողին փոխանցելու հետ կապված ռիսկերը (տոկոսներով),

ԱՄ-ն՝ արժեթղթավորողի կողմից ակնկալվող շահույթը, որը կարող է ներառվել ԱՌՊ-ում կամ հաշվարկվել առանձին (տոկոսներով),

ԲԳԾ-ն՝ բանկի գործարքային ծախսերը, որոնք հիմնականում կապված են վարկառուների կարողությունների գնահատման և վարկերի սպասարկման հետ (ներառյալ հնարավոր իրավաբանական, դատական ծախսերը),

ԲՌՊ-ն բանկի ռիսկերի դիմաց պարգևավճարն է, որը գնահատվում է ըստ Շարպի մոդելի և ներառում է հիմնականում այն ռիսկերը, որոնք արժեթղթավորման պայմանագրի համաձայն չեն փոխանցվել արժեթղթավորողին: Քանի որ վերջինիս կողմից գնագոյացումը կատարվում է արժեթղթերի շուկայում գործող ոչ ռիսկային տոկոսադրույքի հիման վրա, իսկ բանկերի ակտիվներն ու պասիվները կախված են դրամի շուկայի տոկոսադրույքներից, առաջանում է տոկոսադրույքի ռիսկը: Բացի այդ՝ կարող է առաջանալ բանկի ակտիվների և պասիվների ժամկետների անհամապատասխանության ռիսկը (որը բերում է իրացվելության և վճարումնակության մորմատիվների խախտմանը) այն դեպքում; եթե չի իրականացվել իրական արտահաշվեկշռային ֆինանսավորում, և վարկերը փաստացի մնացել են բանկի հաշվեկշռում,

ԲՇ-ն բանկի կողմից ակնկալվող շահույթն է,

ՀՏ-ն՝ հիփոթեքային վարկերի տոկոսադրույքը:

Ներկայացված սահմանափակումների տնտեսագիտական մեկնաբանությունն այն է, որ վերաֆինանսավորման գործիքի եկամտաբերությունը պետք է հիմնված լինի ռիսկերի գնահատականի վրա, որպեսզի գործիքը գրավի լինի ներդրողների համար, իսկ բանկը, ստանալով անհրաժեշտ ֆինանսավորումը և փոխանցելով ռիսկերի մեծ մասը, ակնկալում է փոխհատուցել իր գործարքային ծախսերը և ստանալ գործարքի բնույթին ու ռիսկայնությանը համարժեք կամ բարձր շահույթ: Նման վերաֆինանսավորման գործիքներ թողարկողը պետք է ապահովի առնվազն ոչ ռիսկային գործիքների գծով եկամտաբերություն և ստանձնած լրացուցիչ ռիսկին համարժեք եկամտաբերություն. հակառակ դեպքում թողարկումը տնտեսապես արդյունավետ չէ:

Շուկայում ներկայումս ձևավորվել են ՈԳԵ-ի տարեկան 6-8% (հաշվարկներում օգտագործվում է 6%-ը), իսկ ՀՏ-ի տարեկան 12% միջին մակարդակները¹⁰: Վերաֆինանսավորման գործիքի եկամտաբերությունը կգտնվի այս միջակայքի միջին մասում և ռիսկերի ամբողջ ծավալով փոխանցման դեպքում կձգտի վերին սահմանին: Եթե, օրինակ, բանկը փոխանցում է բոլոր ռիսկերը հատուկ նշանակության ինստիտուտին և կատարում է միայն վարկի տրամադրման ու սպասարկման հետ կապված ծախսերը (գարգացած երկրներում դրանք չեն գերազանցում 50-100 բազիսային կետը կամ վարկի գումարի 0.5%-1%), ապա բանկի կողմից պահվող գումարը (գործարքային ծախսերը և շահույթը) վարկի 1%-ով սահմանափակելով, կստանանք, որ վարկի գործող՝ 12% տոկոսադրույքի պայմաններում բանկը կկարողանա վաճառել վարկերը 11% «գնով»: Ստացված 1%-ից արժեթղթավորողը «պահում» է իր կատարած ծախսերը, ռիսկի դիմաց պարգևավճարը և

⁹ Տե՛ս **У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж.В. Бэйли, Инвестиции, М., 2003:**

¹⁰ Անհրաժեշտ է նկատի ունենալ, որ ձևավորված ՀՏ-ն հիմնված չէ կապիտալի շուկայի գործիքներով ֆինանսավորվող հիփոթեքային վարկավորման սկզբունքների վրա և ներառում է դրամի շուկայում փողի միջին գինը, վարկավորման հետ կապված բոլոր ռիսկերի փոխհատուցումը, բանկի գործարքային ծախսերն ու ակնկալվող շահույթը:

ակնկալվող շահույթը՝ ստանալով ներդրողներին առաջարկվող գինը, որն, իր հերթին, ներդրողի համար պետք է ապահովի ոչ ռիսկային ներդրումների համեմատությամբ ընդունելի պարզակավճար և վերջինիս մեծության չափով գերազանցի ոչ ռիսկային գործիքների եկամտաբերությունը՝ 6%-ը: ՎԳԵ-ի գնահատման ժամանակ պետք է հաշվի առնել նաև այլընտրանքային (կորպորատիվ) արժեթղթերի եկամտաբերությունը (այն պետք է լինի ավելի բարձր՝ հաշվի առնելով կորպորատիվ ռիսկերը), որոնց շուկան ներկայումս Հայաստանում սաղմնային վիճակում է: Եթե ընդունենք, որ արժեթղթավորողի գործարքային ծախսերը կազմում են մոտավորապես 50 բազիսային կետ, իսկ ակնկալվող շահույթը՝ 15%, ապա տրված սահմանափակումների պայմաններում ՎԳԵ-ն կզանվի (6; 9,5) միջակայքի միջին մասում և կախված կլինի ներդրողների և արժեթղթավորողի ռիսկերի դիմաց պարզակավճարների միջև օպտիմալ հավասարակշռությունից: «Pass-through» մեխանիզմի լրիվ իրագործման դեպքում բոլոր ռիսկերը փոխանցվում են ներդրողին, և եկամտաբերությունը ձգտում է միջակայքի վերին սահմանին: Եթե արժեթղթավորողն իր մոտ է պահում ռիսկերի նշանակալի մասը, ապա եկամտաբերությունը կմտտենա միջակայքի ստորին սահմանին:

Անհրաժեշտ է նշել, որ հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերի շուկայի կայացման նախապայման է ինստիտուցիոնալ ներդրողների ձևավորումը Հայաստանում, մասնավորապես ապահովագրական ընկերությունների և մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի: Վերջիններիս կապակցությամբ առաջին հերթին անհրաժեշտ է համապատասխան օրենսդրության ներդրումը (օրենքի նախագիծը ներկայումս գտնվում է քննարկման փուլում): Մասնավոր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի շրջանակներում ձևավորված երկար փողերի՝ օրենքով սահմանված մասնաբաժինը կարող է ուղղվել հիփոթեքային արժեթղթերի երկրորդային շուկա: Հիփոթեքային վարկերի ֆինանսավորման աղբյուրներից են նաև ապահովագրական ընկերությունների կողմից՝ օրենքի համաձայն ձևավորվող ապահովագրական պահուստները (հիմնականում ապահովագրության կուտակային տեսակների գծով), որոնց տեղաբաշխման ուղղությունները սահմանում է կառավարությունը: Հիփոթեքներով ապահովված արժեթղթերին իրացվելիության և հուսալիության բարձր գնահատական շնորհելով, ինչպես նաև խթանման այլ լծակներ օգտագործելով կարելի է ձևավորված ապահովագրական պահուստների առնվազն 20%-ն ուղղել հիփոթեքային արժեթղթերի շուկա:

Ընդհանրացնելով՝ կարելի է եզրակացնել, որ արժեթղթավորումը հիփոթեքային վարկերի շուկայի ընդլայնման ու զարգացման հիմնական և արդյունավետ մեխանիզմներից է, իսկ Հայաստանում առկա են արժեթղթավորման ներդրման և զարգացման համար անհրաժեշտ ինստիտուցիոնալ և իրավական հիմնական նախադրյալները: Միջազգային փորձի ուսումնասիրության հիման վրա կարելի է առաջարկել, որ սկզբնական փուլում մեր երկրում արժեթղթավորումը կատարվի կառավարության կամ Կենտրոնական բանկի կողմից հիմնադրված կառույցի միջոցով. հետագայում կարելի է քննարկել նաև արժեթղթավորողի մասնավորեցման նպատակահարմարությունը: Արժեթղթավորողի պետական կարգավիճակը կնպաստի նրա թողարկած արժեթղթերի բարձր վարկանիշին և իրացվելիությանը, ինչպես նաև հնարավորություն կտա այդ արժեթղթերում ներդրումներ կատարել այնպիսի կառույցներին, որոնց ներդրումների ուղղությունները և ռիսկայնությունը սահմանափակվում են օրենքով:

Е. Э. ГАЗАЗЯН - К вопросу о секьюритизации и создании вторичных рынков ипотечных кредитов. - В статье рассмотрены различные системы ипотечного кредитования и представлена необходимость и эффективность процесса секьюритизации в условиях отсутствия долгосрочных ресурсов финансирования ипотечного кредитования, обсуждены возможные инструменты секьюритизации. Приведены тенденции развития крупнейших мировых рынков секьюритизации. Проведен расчет экономики процесса секьюритизации в Армении с определением приемлемых процентных ставок, инструментов рефинансирования ипотечных кредитов.