Ханенко Александр Олегович. Вторичный рынок ипотечных кредитов в России : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Санкт-Петербург, 2007 185 с. РГБ ОД, 61:07-8/3258

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ 10

1.1. Особенности вторичного рынка ипотечных кредитов и его роль на ипотечном рынке 10

1.2. Классификация финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов 28

ГЛАВА 2. ОСОБЕННОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ УЧАСТНИКОВ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ 57

2.1. Продажа портфеля ипотечных кредитов: финансовое управление и экономическая оценка результатов 57

2.2. Эмиссия облигации с ипотечным покрытием и управление долговым займом 76

ГЛАВА 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ 104

3.1. Инвестиционная оценка финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов 104

3.2. Оценка рисков при инвестировании в финансовые инструменты вторичного рынка ипотечных кредитов 128

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 157

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 162

ПРИЛОЖЕНИЯ 176

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**

На современном этапе развития экономики в Российской Федерации роль ипотечного кредитования приобретает первостепенное значение. Проблема недостаточного обеспечения жильем является острейшей социально-экономической проблемой в России. Одним из основных способов решения проблемы, как показывает опыт экономически развитых стран, является развитие ипотечного кредитования.

Вторичный рынок ипотечных кредитов, в свою очередь, играет ключевую роль на ипотечном рынке, обеспечивая наибольшую эффективность формирования ресурсов для долгосрочного, массового и доступного для населения ипотечного кредитования. В связи с ростом и большими перспективами вторичного рынка ипотечных кредитов в Российской Федерации особую актуальность приобретают теоретические и практические исследования в этой области.

Немаловажно отметить, что многие проблемы российского ипотечного рынка получили достаточно широкое отражение в работах Довдиенко И. В., Цылиной Г. А., Кудрявцева В.А., Кудрявцевой Е.В., Логинова М.П., Максимова СИ., Матюхина Г.Г., Алексеева А,А. и других авторов. К наиболее изученным вопросам следует отнести исследования первичного рынка ипотечных кредитов в России, где авторы затрагивают многие аспекты взаимодействия участников первичного рынка (экономические, юридические, организационные) на всех этапах ипотечного кредитования. Рассмотрение проблем вторичного рынка ипотечных кредитов в России сводится либо к научному определению рынка, либо к анализу программ Агентства по ипотечному жилищному кредитованию, Московского ипотечного агентства и различных областных ипотечных агентств и фондов ипотечного жилищного кредитования, создаваемых в ряде регионов России.

Отдельные вопросы, связанные с ипотечными ценными бумагами, секьюритизацией ипотеки и ипотечным рефинансированием рассматриваются в работах следующих отечественных ученых и практиков: Суворова Г.П., Смирнова С.Н., Туктарова Ю.Е., Усоскина В.М., Шитова Н.П., Слекеничса А.Я., Исеева P.M., Маслова Д.В., Либкинда Н.М., Пастуховой Н.Г. и других.

До сих пор в отечественной экономической литературе наблюдается отсутствие достаточно полного исследования российского вторичного рынка ипотечных кредитов. Разработка научно-обоснованных методик и подходов, необходимых для эффективной практической работы участников вторичного рынка ипотечных кредитов в России, обозначена в литературе только как исследовательская перспектива, что в свою очередь подчеркивает актуальность поднятых в диссертации проблем. Недостаточная разработка теоретических и практических аспектов не позволяет в полной мере реализовать потенциал вторичного рынка по улучшению качественных и количественных характеристик ипотечного рынка в России.

**Цели, задачи и логика исследования**

Целью настоящей диссертационной работы является разработка научно-обоснованных практических методик и технологий, применяемых для эффективного принятия решений по финансовым сделкам на вторичном рынке ипотечных кредитов в России.

Поставленная цель определила необходимость решения следующих взаимосвязанных задач, а также логику исследования:

1. Исследование теоретических аспектов вторичного рынка ипотечных  
кредитов,

2. Классификация и анализ финансовых инструментов вторичного рынка  
ипотечных кредитов.

3. Разработка методов финансового управления операциями продажи  
кредитной организацией портфеля ипотечных кредитов на вторичном рынке,

применяемых в целях определения оптимального объема сделки, цены сделки и оценки финансовых последствий сделки.

1. Разработка методик и подходов, позволяющих кредитным организациям, эмитентам облигаций с ипотечным покрытием, эффективно принимать финансовые решения при финансовом инжиниринге параметров эмиссии и управлении долговым займом.
2. Рассмотрение теорий инвестиционной оценки финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов, проведение апробации на российском финансовом рынке.

6. Разработка методик и алгоритмов эффективного анализа рисков,  
связанных с инвестициями в финансовые инструменты вторичного рынка  
ипотечных кредитов в России.

**Теоретическую и методологическую основу**авторских разработок, полученных в ходе решения поставленных задач, составили труды российских и зарубежных ученых-экономистов в области банковского менеджмента, финансового менеджмента и финансового инжиниринга: Ковалева В.В., Вороновой Н.С., Халиловой MX, Миркина Я.М., Рубцова Б.Б., Батраковой Л.Г., Буевич С.Ю., Гиляровской Л.Т., Паневиной С.Н., Кулакова А.Е., Ларионовой И.В., Фабоцци Ф.Д., Шарпа У., РоузаП.С, Коха Т.У., Синки мл.Дж.Ф. и других авторов.

Объект **и**предмет исследования

Объектом исследования является вторичный рынок ипотечных кредитов в Российской Федерации. Предметом исследования служат теоретические и практические разработки, использование которых обеспечивает более эффективную работу коммерческих банков и других субъектов на российском вторичном рынке ипотечных кредитов.

Научная новизна исследования заключается в разработке и научном обосновании практических методик и технологий, применяемых для эффективного управления финансовыми операциями на вторичном рынке ипотечных кредитов в России.

Наиболее существенные научные результаты, полученные автором в ходе диссертационного исследования, состоят в следующем:

1. Определена структура российского ипотечного рынка (стр. 13-15); разработана схема функционирования рынка ипотечных кредитов, раскрывающая совокупность источников привлечения и направлений размещения финансовых ресурсов ипотечного кредитования (стр. 16-17).
2. Предложена авторская классификация финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов, заключающаяся в построении *видовой классификации*и *общей классификации*с учетом различных признаков (стр. 29,33-42,46-48, 51-55).
3. Разработаны методы финансового управления операциями продажи портфеля ипотечных кредитов на вторичном рынке, применяемые в целях определения оптимального объема сделки, цены сделки и оценки финансовых последствий сделки (стр. 60-75).
4. Предложен подход к управлению досрочными погашениями ипотечных кредитов (стр. 87-90) и управлению фондом погашения облигаций с ипотечным покрытием (стр. 90-101).
5. Разработана методика оценки рисков, связанных с инвестированием в финансовые инструменты вторичного рынка ипотечных кредитов, основанная на комплексном подходе к анализу факторов риска (стр. 133-150).
6. Предложен метод определения размера резерва на возможные потери по портфелю однородных ссуд, обеспеченных ипотекой, учитывающий оценку качества портфеля ссуд, качества обслуживания долга заемщиками и ликвидности залога, являющегося предметом ипотеки (стр. 152-155).

**Практическая значимость**исследования заключается в том, что основные положения диссертации могут применяться участниками ипотечного рынка в качестве методического инструментария, а также использоваться в качестве образовательного материала при преподавании учебных курсов. Кроме того, ряд выводов диссертации могут приниматься во внимание законодателем при разработке нормативно-правовой базы, регулирующей вторичный рынок ипотечных кредитов, и концепций развития ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации.

Апробация результатов исследования

Основные положения диссертации опубликованы в статьях и  
сборниках. Результаты исследования докладывались на научных  
конференциях, в частности на VI межвузовской конференции аспирантов и  
докторантов «Теория и практика финансов и банковского дела на  
современном этапе» (СПбГИЭУ, 2004); теоретических семинарах  
«Актуальные проблемы финансового мира» (СПбГУ, 2004 г., 2005 г.); 11  
международной конференции молодых ученых-экономистов

«Предпринимательство и реформы в России» (СПбГУ, 2005 г.). Теоретические положения диссертации могут применяться в процессе преподавания курсов «Банковское дело» и «Банковский менеджмент».

Структура работы

Цель работы и поставленные задачи определили структуру диссертации, которая состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

В первой главе «Теоретические аспекты вторичного рынка ипотечных кредитов» проводится критический анализа различных взглядов на ипотечный рынок отечественных авторов, предлагается авторский взгляд на структуру ипотечного рынка в России; приводится схема функционирования рынка ипотечных кредитов, определяется

экономическое пространство, занимаемое вторичным рынком ипотечных кредитов; проводится сравнительная характеристика первичного и вторичного рынков ипотечных кредитов по различным критериям; уточняется понятие «секьюритизация ипотечных кредитов»; предлагается классификация финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов.

Во второй главе «Особенности деятельности участников вторичного рынка ипотечных кредитов» разрабатываются альтернативные методы, которые используются для определения оптимального объема портфеля ипотечных кредитов, планируемых к продаже кредитной организацией на вторичном рынке; предлагаются способы оценки финансовых и экономических последствий продажи портфеля ипотечных кредитов; приводится способ определения цены портфеля ипотечных кредитов, подлежащего продаже. Дается характеристика положительным и отрицательным (проблемным) аспектам эмиссии и обращения облигаций с ипотечным покрытием российских кредитных организаций; предлагаются рекомендации по решению практических задач, стоящих перед кредитной организацией - эмитентом облигаций с ипотечным покрытием на этапах эмиссии и управления долговым займом; разрабатываются метод управления досрочными погашениями ипотечных кредитов *и*методы управления фондом погашения облигации с ипотечным покрытием.

В третьей главе «Инвестиционный анализ финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов» исследуются методы инвестиционной оценки финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов, применяемые в мировой практике; проводится апробация методов инвестиционной оценки на примере корпоративных облигаций ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»; выявляются сдерживающие факторы возможности применения методов оценки на российском ипотечном рынке; разрабатываются методы анализа

и оценки рисков, связанных с вложениями в финансовые инструменты вторичного рынка ипотечных кредитов в России.

В заключении делаются выводы о проведенной работе.

## Особенности вторичного рынка ипотечных кредитов и его роль на ипотечном рынке

В процессе анализа учебных пособий, монографий и статей, изданных в последние годы в России, обнаружено, что представление ипотечного рынка учеными и практиками осуществляется с различных точек зрения. В настоящее время исследователями рассматриваются элементы рынка ипотечного кредитования, системы ипотечного кредитования, модели организации ипотечного кредитования, системы финансирования ипотеки, финансовые схемы ипотечного кредитования и т.д. (см. Приложение 1).

Приведем несколько примеров. Печатникова СМ. рассматривает рынок ипотечного кредитования как совокупность одноуровневой и двухуровневой схемы ипотечного кредитования. Одноуровневая схема ипотечного кредитования, в свою очередь, классифицируется на: 1) классическую (континентальную) модель и 2) модель ссудосберегательных учреждений . Ужегов А.Н. выделяет первичный и вторичный рынок ипотечного кредитования, классифицирует систему финансирования ипотеки на: 1) открытую и 2) замкнутую, - кроме того, выделяет три модели организации ипотечного кредитования (одноуровневую, двухуровневую и систему сбережений)2.

Логинов МЛ. рассматривает систему ипотечного кредитования, выделяя в ней следующие элементы: 1) рынок недвижимости; 2) первичный рынок ипотечных кредитов; 3) вторичный рынок ипотечных кредитов; 4) рынок ипотечных ценных бумаг; 5) страховой рынок. На первичном рынке ипотечных кредитов исследователь выделяет автономную модель (закрытую или модель депозитного института) и усеченно-открытую модель3.

Максимов С.Н. исследует модели ипотечного кредитования: открытую (англо-американскую) и закрытую (германскую) .

В своей работе Довдиенко И.В. классифицирует ипотечный рынок на первичный рынок и вторичный рынок, в финансово-кредитном механизме жилищной ипотеки в России выделяет системы ипотечного кредитования: 1) одноуровневую систему; 2) двухуровневую систему; 3) модель кредитных союзов5.

В работе Тарасевича Е.И. исследуется рынок закладных, который классифицируется автором на первичный и вторичный6.

В работе Кудрявцева В.А. и Кудрявцевой Е.В. система ипотечного кредитования представлена первичным и вторичным рынками закладных. Авторы исследуют модели ипотечного кредитования: 1) усеченно-открытую; 2) расширенно-открытую («американскую модель ипотеки»); 3) сбалансированную автономную .

Цылина Г.А. выделяет следующие финансовые схемы ипотечного кредитования: 1) одноуровневую (классическая континентальная модель, ссудо-сберегательная модель); 2) американскую с вторичным рынком ипотечного кредита8.

Алексеев А.А. в своей работе классифицирует ипотечный рынок на первичный и вторичный9.

## Продажа портфеля ипотечных кредитов: финансовое управление и экономическая оценка результатов

Как было отмечено в разделе 1.1 одним из способов осуществления ипотечного рефинансирования кредитной организации в России является продажа находящихся у нее на балансе прав требований по кредитным договорам или закладным. Покупателями могут выступить инвесторы (кредитные организации, страховые компании, управляющие пенсионными фондами, ПИФ, ОФБУ и т.д.), в т.ч. ипотечные агентства, которые приобретают права требования с целью последующего осуществления эмиссии облигаций с ипотечным покрытием и (или) выпуска ипотечных сертификатов участия.

При поступлении денежных средств за реализованные права требования по кредитным договорам или закладным можно выделить следующие направления изменений в структуре актива баланса кредитной организации:

1) Происходит увеличение статьи актива баланса «Денежные средства и счета в Центральном банке Российской Федерации», т.к. денежные средства от продажи портфеля ипотечных кредитов поступают, как правило, на корреспондентский счет банка в ЦБ РФ;

2) Происходит уменьшение статьи «Ссудная и приравненная к ней задолженность».

При прочих равных условиях примерное направление изменений в статьях агрегированного балансового отчета банка представлено на Рис. 5.

Кроме того, кредиі пая организация увеличивает доход отчетного периода за счет восстановления (уменьшения) резервов на возможные потери но ипотечных кредитам, которые продаются кредитной организацией и снимаются с ее баланса. Соответствующие изменения в пассиве баланса могут иметь место при составлении ежемесячного баланса, когда происходит пересчет резервов ка возможные потери по сеудам, но ссудной и приравненной к ней задолженности в соответствии с Положением ЦБ РФ ХЙ 254-П37.

В результате уменьшения в балансе кредитной организации работающих активов, в краткосрочной перспективе будет оказано влияние ка изменение структуры формирования финансового результата; снижение процентного дохода и увеличение комиссионного дохода, (на практике, как правило, первичный кредитор получает за обслуживание проданных ипотечных кредитов комиссионное вознаграждение). Возможно также увеличение .прочих операционных и внереализационных доходов кредитной организации за счет продажи ипотечных кредитов по цене выше ссудной задолженности, т.е. продажи с премией продавца.

В связи с тем, что продажа портфеля ипотечных кредитов (особенно при реализации значительной доли работающих активов) оказывает, прежде

всего, влияние на структуру активов и финансовые результаты продавца, на наш взгляд подобные операции требуют разработки методов финансового управления этими операциями. Методы финансового управления направлены, на наш взгляд, на решения как минимум трех практических задач, стоящих перед кредитной организацией на этапе принятия решения о предстоящей сделке продажи портфеля ипотечных кредитов:

1) Определение доли портфеля ипотечных кредитов (закладных), которую следует продать, и которую, следовательно, необходимо оставить на балансе кредитной организации, либо принятие решения о полном отказе от продажи.

2) Оценка финансовых последствий для кредитной организации в случае продажи определенного объема портфеля ипотечных кредитов.

3) Определение целевой цены продажи портфеля ипотечных кредитов.

## Инвестиционная оценка финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов

Существование разнообразных видов и разновидностей финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов, различных по параметрам и характеристикам, исследованных в разделе 1.2., поднимает перед инвесторами актуальную задачу выбора и применения методов инвестиционного анализа этих инструментов. Как показывает практика, при принятии инвестиционных решений, инвесторы опираются на результаты оценки справедливой стоимости и доходности финансового инструмента, а также проводят анализ рисков, связанных с вложениями.

Данный раздел посвящен исследованию методов оценки финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов, следующий раздел посвящен разработке методики комплексного анализа инвестиционных рисков.

Исследование методов инвестиционной оценки, применяемых на практике крупнейшими кредитно-финансовыми институтами, позволяет выделить два подхода к оценке финансовых инструментов вторичного рынка ипотечных кредитов в зависимости от их вида:

1) Оценка ипотечных и квазиипотечных облигаций;

2) Оценка пулов закладных, переводных ипотечных ценных бумаг и производных инструментов, основанных на них;

Рассмотрим методы оценки ипотечных и квазиипотечных облигаций.

С финансовой точки зрения ипотечные и квазиипотечные облигации представляют собой долговые обязательства ипотечного кредитного института или ипотечного агентства, характеризующиеся тем, что денежные потоки от ипотечных кредитов, находящихся на их балансе, напрямую не обеспечивают выплаты доходов инвесторам. Как правило, кредитный рейтинг таких бумаг строго соответствует кредитному рейтингу эмитента, риски дефолта заемщиков и досрочных погашений берет на себя эмитент, в то время как инвестор берет на себя риски, связанные с эмитентом и с тем, как он будет управлять риском досрочного погашения ипотечных кредитов.

В зарубежной практике при оценке таких облигаций применяют метод дисконтирования стоимости будущих поступлений, генерируемых данной бумагой. Расчет текущей стоимости (Present Value - PV) для ипотечной облигации с серией потоков наличности осуществляется по следующей формуле: