Самтонова Гелена Анатольевна. Развитие вторичного рынка ипотечных облигаций : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Элиста, 2004 200 c. РГБ ОД, 61:05-8/176

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Системная организация рынка ипотечного кредитования 11

1.1. Подсистемы и элементы рынка ипотечного кредитования 11

1.2. Формы ипотечного кредитования, организованные на вторичном рынке 30

1.3. Рефинансирование в рамках системы ипотечного

кредитования 49

Глава 2. Секьюритизация ипотечного кредита на вторичном рынке 66

2.1. Рынок ипотечных облигаций в РФ 66

2.2. Создание двухуровневой модели ипотечного кредитования в РФ 81

2.3. Финансовый риск двухуровневой модели ипотечного кредитования 98

Глава 3. Управление системой рефинансирования ипотечных кредитов 113

3.1. Организационный и экономический аспекты эмиссии и размещения ипотечных облигаций 113

3.2.Снижение финансовых рисков участников процесса секьюритизации

ипотечных кредитов 130

Заключение 148

Литература 163

Приложение 177

**Введение к работе**

В условиях высокой стоимости внутренних кредитных ресурсов, необходимых для организации ипотечного кредитования, учитывая их долгосрочный характер, проблема развития вторичного рынка ипотечного кредитования представляется актуальной. Поскольку ипотечные кредиты долгосрочны (10-30 лет), а источники привлечения ресурсов в ипотечную систему носят ограниченный характер, целесообразно использовать механизм рефинансирования ипотечных кредитов на основе эмиссии ипотечных облигаций, обеспеченных залогом закладных.

Изменение структуры финансового рынка в сторону увеличения доли долгосрочных ресурсов может произойти благодаря запуску вторичного рынка закладных бумаг. Актуальность развития этого сегмента фондового рынка была отмечена и руководством Банка России.

В России существует ярко выраженная тенденция к выбору американского пути развития рынка ипотечного кредитования двухуровневой инвестиционной модели финансирования с вторичным рынком ипотечных кредитов и секьюритизированных ценных бумаг. Данная финансовая технология (продажа ипотечных долгов) имеет большой инвестиционный потенциал, так как позволяет привлекать дополнительные средства в крупных объемах, создает непрерывный цикл ипотечного кредитования.

Построение самофинансируемой системы ипотечного кредитования представляется наиболее перспективным направлением в области развития ипотечных отношений. При организации системы рефинансирования ипотечного кредитования возникают определенные противоречия. Для того, чтобы стать привлекательной ценной бумаги на российском фондовом рынке, ипотечная облигация при невысокой доходности должна иметь невысокий уровень финансового риска. В современной экономике уровень финансового риска ипотечных облигаций значителен, а высокая ставка

данных ценных бумаг повышает стоимость ипотечного кредита, и таким образом, препятствует выполнению им своих функций.

Необходимость преодоления данного противоречия в

рефинансировании ипотечного кредитования обусловило большой научный интерес к проблемам развития рынка ипотечных облигаций. Степень разработанности проблемы.

Исторические аспекты формирования и развития ипотечного кредитования представлены в работах таких зарубежных и отечественных ученых, как И. Кнайт, Р. Ланглойз, Н. Мэнкью, Д. Норт, Г. Саймон, Р. Страйк, Г. Харисон, И. Гиндин, В. Кудрявцев, Е. Черных и др. Анализ состояния ипотечного кредитования в современной экономике России содержится в работах А. Воробьева, Ю. Ильиной, А. Кретова, А. Ларионова, В. Лимаренко, В. Полякова, А. Ткаченко, В. Усова.

Теоретическую основу рефинансирования ипотечных кредитов заложили в своих исследованиях зарубежные ученые: Г. Александер, Т. Стейнметц, Ф. Уитт, У.Шарп. Также большой вклад в разработку проблемы внесли отечественные авторы научных статей и монографий: Ю. Головин, Н. Горина, В. Гуртов, А. Евтух, В. Ем, М. Логинов, В. Минц, Н. Пастухова, С. Печатникова, Л. Рябченко, Г. Суворов, Ю. Цауне, Г. Цылина и др. Для более глубокого исследования финансирования инвестиций на рынке недвижимости и его взаимосвязи с рынком ценных бумаг были рассмотрены работы Е. Г. Жукова, Я.М. Миркина, Г. Александера, Дж. Бейли, Г. Поляковского, Дж. М. Розенберга, Дж. Фридмена и Н. Ордуэйя, Г. Харисона, У. Шарпа.

В работе применены подходы к проблемам риска в различных экономических системах, изложенные в трудах российских ученых: И.Т.Балабанова, И.А.Бланка, К.Г.Воблого, В.Б.Гомелля, Р. М. Качалова, В.В. Ковалева, Е.В.Коломина, Ф.В.Коныпина, М.П Лапусты, Л.А.Орланюк-Малицкой, В.М. Павлюченко, В.К.Райхера, Л.И.Рейтмана, К.Е.Турбиной, Т.А. Федоровой, Н.В.Хохлова, В.Д. Шапиро, В.В. Шеремета, Э.А. Уткина,

В.В.Шахова и др. а также зарубежных исследователей У. Бека, Л. Бернстайна, В. Бивера, NT. Бочкаи, В. Буриена, Дж. Ван Хорна, Дж. Гэлбрейта, П. Драккера, П. Кеттлера, Д.Месена, Д. Мико, Б. Розенберга, А. Шлайфера, М. Шулса, Й. Шумпетера.

Однако направления развития вторичного рынка и использования механизма рефинансирования ипотечных кредитов на основе эмиссии ипотечных облигаций требуют дальнейшего изучения с учетом российских экономических и правовых условий. Большее внимание должно быть уделено также теории и практике снижения уровня финансового риска возникающего в процессе реинвестирования.

Цель исследования - теоретически обосновать направления развития  
вторичного рынка ипотечных облигаций и разработать инструментарий у  
снижение, уровня финансового риска в процессе рефинансирования  
ипотечного кредита.-\*^ ^ v

*С*разработка системы мероприятий, обеспечивающих обращения *О*ипотечных облигаций.

В соответствии с поставленной целью сформулированы задачи:

представить рынок ипотечного кредитования как часть финансового рынка, определить структуру и принципы функционирования;

выделить наиболее рациональную форму привлечения ресурсов в систему ипотечного кредитования, организованную на вторичном рынке *^/*выявить ее основных субъектов; */ \/*

определить факторы формирования процентной ставки по ипотечным облигациям;

выявить основные виды риска связанного с эмиссией ил/  
обращением ипотечных облигаций; *\*^*

разработать инструменты управления различными видами риска-) ^/ возникающими в процессе эмиссии и обращения ипотечных облигаций.

В качестве **объекта**исследования определен рынок ипотечных облигаций, обеспеченных пулом закладных, и механизмы рефинансирования ипотечного кредитования.

**Предметом**исследования стала система мероприятий, обеспечивающих понижение уровня финансового риска ипотечных облигаций **и**уровня процентной ставки по ним.

Теоретический **базис**данного исследования составили классические и современные труды отечественных и зарубежных ученых, создавших концептуальную основу современной теории финансовых рынков, теории хозяйственного риска. В диссертации использовались результаты научных трудов по методологии науки и системному подходу Ю.М. Горского, А.В. Дьяченко, О.В. Иншакова, В.И. Кремянского, В.П. Кузьмина, A.M. Минасяна, В.Д. Морозова, В.В. Морозова, Л.А. Петрушенко, Г.А. Подкорытова, Н.В. Попова, В.К. Прохоренко, В.Н. Садовского, А.И. Уемова, А.П. Шептулина и др.

**Эмпирической базой**послужили нормативно-правовые акты РФ и субъектов РФ, регулирующие выпуск и размещение ипотечных ценных бумаг; стандарты по эмиссии облигаций; инструкции по осуществлению рефинансирования ипотечных кредитов; проспекты эмиссии эмитентов, отчеты об итогах выпуска облигаций; отчетность эмитентов на дату завершения размещения ипотечных облигаций, факты *-*опубликованные в^ экономической литературе; информацию агентств новостей: Интерфакс, Прайм-Тасс, Росбизнесконсалтинг, Финмаркет, АКМ; информационные ресурсы Internet.

**Методологическую основу исследования**составили: системный подход, компаративный анализ, индуктивный анализ, аналогия, дедукция, графическое моделирование.

**Положения диссертации, выносимые на защиту.**

1. Декомпозиция системы признаков, определяющих целостную организацию рынка ипотечных облигаций выявляет три основные группы: интегрирующие признаки (всеобщность, обязательность, определенность, дополнительность, свободное ценообразование, компромиссность); дифференцирующие признаки (региональность, ценовая и неценовая конкурентность) и социальные признаки (госрегулируемость, целенаправленность финансирования).
2. Субъектом, опосредующим выпуск ипотечных облигаций и перевод платежей инвесторам в РФ, является ипотечный траст, имеющий специфические черты: отсутствие дополнительного покрытия ипотечных облигаций; ограниченное доверительное управление имуществом, составляющим покрытие выпуска ипотечных облигаций; исключительность основной ипотечной финансовой деятельности.
3. Механизм расчета привлекательной для инвестора процентной ставки по ипотечным облигациям . обеспеченным пулом закладных, взвешенным с учетом риска, основывается на компаративном анализе воздействия следующих факторов: ставка по депозиту в банке с государственным участием, превышение объявленной ставки доходности по ценным бумагам над ставкой депозита, ставка по ипотечному кредиту, маржа эмитента ценных бумаг, плата за гарантии по ценным бумагам вторичного рынка, маржа ипотечного банка, страхование объектов залога и первичных закладных.
4. Управление финансовым риском ипотечных облигаций на вторичном ипотечном рынке осуществляется на основе методов локализации и диссипации риска, имеющих в своей основе информационную модель депозитно-кредитной системы (мониторинг выданных ссуд и периодические котировки для ипотечных брокеров и населения);
5. Для управления процентным риском ипотечных облигаций возможно применение процентного флора, процентно-кэпового свопа и процентно-колларового свопа. Процентный флор является более

**. 8**

рациональным инструментом уклонения и компенсации процентного риска, основанным на оплате отрицательной разницы ставок контракта и флора его покупателю. Он не требует значительных инфраструктурных затрат вследствие небольшого числа дилеров, необходимых для обращения флора.

6. Риск реинвестирования локализуется за счет дифференциации ипотечных облигаций, обеспеченных залогом закладных, по сериям с индивидуальным сроком погашения, купонной ставкой, сроком амортизации, обеспечивающим поток денежных платежей, имеющим разную вероятность досрочного погашения.

**Научная новизна**исследования заключается в следующем:

1. выявлены и дополнительно структурированы (на интегрирующие, дифференцирующие и социальные) признаки устойчивого функционирования рынка ипотечных облигаций как подсистемы финансового рынка;
2. обоснованы преимущества ипотечного траста как основного субъекта вторичного рынка ипотечных облигаций, заключающихся в отсутствии дополнительного покрытия ипотечных облигаций; ограниченном доверительном управлении имуществом, составляющим покрытие выпуска ипотечных облигаций; исключительности основной ипотечной финансовой деятельности;
3. конкретизирован расчет привлекательной для инвестора процентной ставки по ипотечным облигациям за счет разделения премии за риск между эмитентом и ипотечным трастом;
4. доказана необходимость использования информационной модели депозитно - кредитной системы ипотечного кредитования для диссипации и локализации финансового риска ипотечных облигаций, включающих в себя мониторинг выданных ссуд и периодические котировки для ипотечных брокеров и населения;

5. ДЗьіделен в качестве приоритетного инструмента уклонения от риска и

компенсации процентного риска процентный флор и определены его

преимущества по сравнению с процентно-кэповым свопом и процентно-колларовым свопом;

6. Предложен способ локализации риска реинвестирования ипотечных ценных бумаг в виде дифференциации ипотечных облигаций, обеспеченных залогом закладных по сериям, имеющим разную вероятность досрочного погашения.

**Теоретическая и практическая значимость результатов исследования.**

Теоретическая значимость проведенного исследования состоит в приращении научного знания в области теории рынка ценных бумаг, содержащегося в системном представлении сущности вторичного рынка ипотечных облигаций. Теоретическое значение имеют структуризация признаков устойчивого функционирования рынка ипотечных облигаций и уточнения методики расчета процентной ставки по ипотечным облигациям. Практическая ценность диссертации заключается в разработке методик управления финансовым риском, возникающем на вторичном рынке ипотечных облигаций.

**Апробация работы.**Основные идеи и выводы диссертационного исследования докладывались на научных конференциях молодых ученых, аспирантов и студентов в Республике Калмыкия, г, Оренбурге, г. Барнауле 2003 г., на всероссийской научно - методической конференции «Макроэкономические проблемы современного общества» в г. Пенза 2003г., на всероссийской научно - практической конференции «Приоритеты социально - экономического развития регионов в России в новых условиях» в г. Пенза 2003г.

**Публикации.**По теме диссертации опубликовано 7 работ общим объемом **2,4 п.**л.

**Объем и структура работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка литературы из 171 наименования. Работа содержит 14 рисунков, 4 таблицы, 9 приложений.

Во введении изложены актуальность, объект, предмет и метод исследования, сформулированы его цель и задачи, охарактеризована теоретическая и эмпирическая базы диссертации, представлены элементы научной новизны работы.

В первой главе «Системная организация рынка ипотечного кредитования» рассмотрены основные элементы и подсистемы данного рынка, модели его функционирования функции и способы рефинансирования ипотечных кредитов.

Во второй главе «Секьюритизация ипотечного кредита на вторичном рынке» представлены основные тенденции развития рынка ипотечных облигаций в России, специфика реализации двухуровневой модели ипотечного кредитования, проведен анализ финансового риска, возникающего в процессе рефинансирования ипотечных кредитов.

В третьей главе «Управление системой рефинансирования ипотечных кредитов» изложены организационный и экономический аспекты эмиссии и размещения ипотечных облигаций, предложены методы снижения финансовых рисков участников процесса секьюритизации ипотечных кредитов.

Заключение содержит теоретические и практические выводы по диссертации.

## Подсистемы и элементы рынка ипотечного кредитования

Для исследования организации рынка ипотечного кредитования должен быть применен системный подход. Системология как наука о системах состоит в рассмотрении экономических систем как совокупности взаимосвязанных и взаимообусловленных элементов, ориентированных на реализацию заданной целевой установки и имеющих способность воспроизводства за счет собственных ресурсов.

Системология только тогда может выполнить задачу познания процесса управления, когда изучает экономическую систему в движении, целостности, развитии, единстве и противоречии ее структурных элементов. Важнейшее значение при этом имеет отслеживание динамики таких основных системных свойств, которые характеризуют, с одной стороны, собственный потенциал экономической системы, с другой — отражают ее отношения с внешней средой. К первой группе относятся самоорганизация, самопланирование, саморегулирование, ко второй — адаптивность, гибкость, совместимость, автономность, иерархичность, безопасность, надежность1.

Трактовка структуры экономического феномена как совокупности пропорций и отношений, которые его характеризуют в данных условиях и в данный момент, в зависимости от целей и критериев исследования постоянно уточняется. Считается правомерным выделение двух типов структур: во-первых, экономических структур в собственном смысле слова, которые характеризуют функционирование простых и комплексных экономических единиц; во-вторых, структур, образующих окружающую среду экономической деятельности. Первый тип структур используют для анализа домашних хозяйств, фирм как отдельных единиц национальной экономики, а также комплексных элементов: секторов деятельности, групп, экономики страны в целом, межнациональных объединений. Во второй тип обычно включают демографические, социальные, институциональные, ментальные структуры. Между этими двумя группами структур существует тесная зависимость, которая может иметь решающее значение для экономического роста и прогресса. Однако в данных трактовках отмечается только внутренняя организация элементов и отношения между ними, но упускаются из виду взаимоотношения феноменов со средой, представленные функциональными структурами, и структура развития системы2.

Система ипотечного кредитования представляет собой динамичную, развивающуюся, упорядоченную целостность, являясь инструментом удовлетворения потребности человека в жилище, и функционально включенную в систему финансового рынка. Любая теория, базирующаяся на парадигме для жизнеспособных и развивающихся систем, должна удовлетворять следующим принципам.

1. В целях полного описания любой такой системы необходимо представить ее расположенной одновременно а разных структурно- функциональных уровнях глобального рынка финансов.

2. Для жизнеспособных систем существует пространственная метаморфоза, при которой система на разных структурно-функциональных уровнях глобального рынка финансов имеет взаимосогласованные, но разные пространственно-временные структуры, подчиненные триединству информация — время — деньги.

3. По отношению к данному структурно-функциональному уровню любой дополнительный к нему уровень, входящий в глобальный рынок финансов, всегда находится в мнимой (недоступной) области, представляющей собой реальную структурную особенность жизнеспособных и развивающихся систем.

4. Между структурно-функциональными уровнями связь возможна только по каналу информации, по которому идут не только сведения о состоянии некоторого структурно-функционального уровня, но и информация, управляющая общим развитием рынка финансов.

5. В стационарном режиме по каналу информации идет сигнал,

который может привносить в структурно-функциональный уровень только

отрицательную энтропию.

## Рынок ипотечных облигаций в РФ

Процесс эволюции ипотечного кредитования в России до 1917 года условно можно разделить на три основных этапа:

1. Период становления кредитных отношений под залог недвижимости в России (конец XIV - середина XVIII в.)

Данный период характеризуется эволюцией залогового права, законодательным оформлением ипотеки, изменением институциональных принципов организации кредита, формированием предпосылок возникновения системы организованного кредита под залог недвижимости. Говорить о наличии в этот период организованной системы ипотечного кредитования и наличия вторичного рынка ипотечных ценных бумаг не приходится.

2.Период формирования и функционирования государственной системы организованного ипотечного кредитования (вторая половина XVIII -первая половина XIX в.)

В этот период ограниченность средств Заемного банка затрудняла получение ссуд всеми желающими, поэтому другие кредитные учреждения (сохранные казны, губернские дворянские казны и др.) выполняли ипотечное кредитование. Однако спрос на ипотечные ссуды постоянно рос, и перед ипотечными институтами встала проблема пополнения ресурсной базы кредитования.

Для пополнения средств было решено выпускать особые "билеты Сохранной казны". Это была первая в истории российской ипотеки попытка выпуска ипотечным институтом ценных бумаг. По своей экономической сущности "билеты" являлись своеобразными закладными листами. Получив ссуду "билетами", заемщики учитывали их у частных лиц, что привело к резкому удорожанию кредита.

Первый опыт выпуска ипотечных облигаций в России оказался неудачным - при осуществлении проекта не была учтена кредитная ситуация в стране. Однако данная попытка явилась важным шагом в развитии рынка ипотечных облигаций в России.

3. Период образования и развития рынка ипотечного кредитования (вторая половина ХГХ В.-1917 г.)

Вторая половина XIX века - период развития капитализма» В начале 60-х годов наблюдался активный процесс совершенствования законодательных основ ипотечного кредитования.

В новых ипотечных институтах были изменены механизм кредитования и механизм рефинансирования ссуд. Кредиты выдавались не деньгами, а специальными ценными бумагами (закладными листами), эмитированными кредитным обществом, то есть заемщик фактически покупал ценные бумаги на первичном рынке. Продав их, он мог получить необходимые ему денежные средства. Покупатели закладных листов инвестировали средства в данные ценные бумаги в расчете на гарантированный доход. Вовлечение в процесс кредитования третьего лица -инвестора - привело к созданию впервые в России вторичного рынка ипотечных ссуд.

Закладные листы (ипотечные облигации), имея двойное обеспечение, являлись высоконадежными ценными бумагами. С одной стороны, они обеспечивались денежной задолженностью заемщика по ссуде; с другой -обеспечением выступало заложенное имущество. Все это являлось привлекательным для инвесторов и способствовало притоку капитала на вторичный рынок закладных.

Основным достоинством новой схемы процесса кредитования явилось преодоление дисбаланса между краткосрочными пассивами и долгосрочными активами кредитных институтов. Сроки ипотечных кредитов соответствовали срокам, на которые были выпущены облигации. При использовании данной схемы снижались риски кредитования.

## Организационный и экономический аспекты эмиссии и размещения ипотечных облигаций

Анализ и моделирование операций и систем показывает86, что основными свойствами любой системы и операции являются целевой эффект (доход), затраты (времени и ресурсов), риск (опасность или безопасность).

Целесообразно рассмотреть процедуры эмиссии облигаций, отделив организационную и экономическую стороны этого процесса. Такое разграничение условно, так как юридическая сторона вопроса накладывает ограничения на то, какие ценные бумаги, в каком объеме, каким образом может размещать эмитент. Однако после того как на начальном этапе приняты во внимание эти ограничения, вопросы юридического оформления выпуска ценных бумаг и его фактического размещения независимы друг от друга.

Эмиссия облигаций состоит из этапов, которые представлены в таблице 3.1.

Перед тем, как приступать к процедуре выпуска ценных бумаг, предприятию целесообразно иметь концепцию эмиссии. Такой документ не является обязательным, но его наличие поможет предприятию четко сформулировать свои цели. Данный документ может содержать следующие положения:

1. Концепция эмиссии должна предполагать увязку с общей концепцией развития организации-эмитента (ипотечного агентства), исходить из его целей и задач на перспективу, в частности, концепция эмиссии должна отражать инвестиционную программу предприятия;

2. Должен содержаться анализ сложившегося рынка ипотечного кредитования и рынка ипотечных облигаций, выпущенных другими эмитентами. В концепции должны содержаться рекомендации по проведению рациональной эмиссионной политики, в частности, поддержке ликвидности облигаций;

3. В концепции должно быть приведено развернутое описание и сравнительный анализ нескольких вариантов эмиссии, рассмотрены разные объемы эмиссии и стратегии размещения, круг потенциальных инвесторов, вариант организации вторичного рынка облигаций. Если планируется организация вторичного рынка, то в концепции должны быть отражены следующие аспекты:

в каких торговых системах будет поддерживаться вторичный рынок;

будет ли осуществляться поддержка вторичного рынка маркет-мейкерами, и кто будет выступать в роли маркет-мейкеров.

В момент выпуска облигаций агентство должно иметь представление о том, как вторичный рынок будет организован, и донести это до инвесторов,

4. Концепция должна содержать результирующие рекомендации по работе эмитента с уже выпущенными им ценными бумагами и 1-2 наиболее предпочтительных варианта размещения ценных бумаг, вместе с детальным планом осуществления такого размещения.

Разрешения на осуществление эмиссии ипотечных облигаций выдаются регистрирующим органом в соответствии с перечнем регистрирующих органов, осуществляющих государственную регистрацию выпусков ценных бумаг на территории Российской Федерации, устанавливаемым в соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг".

Для получения разрешения на осуществление эмиссии ипотечных облигаций эмитент представляет следующие документы87:

1) заявление на получение разрешения на осуществление эмиссии ипотечных облигаций, обеспеченных пулом закладных (Приложение 4);

2) учредительные документы со всеми дополнениями и изменениями к ним;

3) бухгалтерскую отчетность за последний отчетный год с отметкой налоговой инспекции, подтвержденную аудиторским заключением;

4) бухгалтерскую отчетность на последнюю отчетную дату перед подачей заявления на получение разрешения на осуществление эмиссии ипотечных облигаций, с отметкой налоговой инспекции;

5) структуру руководящих органов юридического лица, указанную в его учредительных документах;