Тимагина Юлия Анатольевна. Становление и развитие рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Тимагина Юлия Анатольевна; [Место защиты: Сам. гос. эконом. ун-т].- Ульяновск, 2008.- 194 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/1298

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты функционирования рынка ипотечных ценных бумаг 12

1.1. Рефинансирование ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования 12

1.2. Экономическое содержание рынка ипотечных ценных бумаг 31

1.3. Государственное регулирование рынка ипотечных ценных бумаг...47

Глава 2. Анализ практики становления рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации 57

2.1. Становление рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации 57

2.2. Риски на рынке ипотечных ценных бумаг и способы управления ими 84

Глава 3. Пути развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации 106

3.1. Зарубежный опыт функционирования рынка ипотечных ценных бумаг и возможность его адаптации к российским условиям.. .106

3.2. Перспективы развития российского рынка ипотечных ценных бумаг 118

Заключение 145

Библиографический список 151

Приложения 166

**Введение к работе**

*Актуальность темы исследования.*

На ближайшее десятилетие стратегической задачей развития России, заявленной Президентом РФ, становится создание «свободного общества свободных граждан» на основе экономического роста в государстве. Одним из ключевых направлений реализации намеченных ориентиров в Российской Федерации является повышение уровня благосостояния путем создания рынка доступного жилья, непосредственно влияющего на демографическую ситуацию в стране. Возможность решения жилищной проблемы находится в прямой зависимости от уровня платежеспособного спроса населения на жилье и объемов жилищного строительства на основе развития системы ипотечного жилищного кредитования.

В этой связи, необходимым представляется исследование теоретических аспектов построения массовой системы ипотечного жилищного кредитования. Достаточно большое количество современных исследований на данную тему посвящены институциональным, организационным основам ее построения. Проблемы рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования исследуются редко, однако их недооценка может привести к банкротству системы, негативным последствиям от ее функционирования. Прежде всего это касается рынка ипотечных ценных бумаг - одного из важнейших элементов рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования.

В настоящее время в нашей стране только создаются условия для функционирования системы ипотечного жилищного кредитования и рынка ипотечных ценных бумаг, формируется необходимая нормативно-правовая база. Несмотря на это, субъекты системы ипотечного жилищного кредитования, прежде всего, кредитные организации, серьезно рассматривают возможности рынка ипотечных ценных бумаг в качестве перспективного механизма

рефинансирования ипотечных кредитов.

Причинами этого являются благоприятные макроэкономические условия развития ипотеки в России, высокий потенциал спроса на новые кредитные инструменты, спрос населения на услуги ипотечного кредитования, подготовка и принятие поправок в законодательство о рынке ипотечных ценных бумаг.

Однако, несмотря на столь явные достижения, процесс становления российского рынка ипотечных ценных бумаг сложен и противоречив.

В большей степени это связано с запретом в течение продолжительного периода института частной собственности на недвижимое имущество, института ипотеки и рынка ипотечных ценных бумаг, и, как следствие, потерей опыта в его организации.

Немаловажным фактором является экономическая, политическая и социальная ситуация в стране и за рубежом. С одной стороны, высокие процентные ставки делали недоступными ипотечные кредиты для большинства потенциальных заемщиков. На протяжении нескольких лет происходило постепенное снижение процентных ставок. Однако в последние два года проявились проблемы на зарубежных рынках ипотеки, вызванные неплатежами по ипотечным кредитам низкого качества, что привело к замедлению процесса снижения процентных ставок по ипотечным жилищным кредитам. С другой стороны, кредитные организации, накопив определенные пулы закладных, продолжают испытывать дефицит ресурсов долгосрочного характера. Во многих странах организации, занимающиеся ипотечным кредитом, решают эту проблему, используя механизм рефинансирования, и в том числе секьюритизацию, которая позволяет банкам сохранить ликвидность, и одновременно увеличить объемы кредитования.

Эти обстоятельства также обуславливают необходимость проведения исследования теоретических и практических аспектов построения основ рынка ипотечных ценных бумаг в России, что и определило актуальность темы данного исследования.

*Степень разработанности проблемы.*

Теоретические основы развития системы ипотечного кредитования в целом определены и проанализированы в научных трудах отечественных и зарубежных ученых и специалистов.

Проблемы ипотечного кредитования и организации рынка ипотечных ценных бумаг в дореволюционной России разрабатывались отечественными учёными XIX века такими, как Г.В. Бланк, Н.Х. Бунге, А.И. Гурьев, А.И. Зак, И.И. Кауфман, А.В. Красик, П.П. Мигулин, Я.А. Сербинович, Л.В. Ходский, С.С. Хрулёв и др.

Труды зарубежных экономистов в основном ориентированы на прикладные вопросы организации ипотечного кредитования и его специфики - это С. Батлер, Д. Блевинс, Э.Дж. Долан, М. Фохлер, Ф. Дж. Фабоцци, К. Фоллак, К. Марк, П. Нойбауэр, П. Паул, А. Райф, Р. Страйк, О.Штекер, Ф. Вензель, В. Венор и др.

В последние годы стали появляться монографии, кандидатские диссертации и десятки журнальных статей, посвященные вопросам развития ипотечного кредитования в современных условиях России. Это работы Н.И. Валенцевой, Д.З. Вагаповой, З.Л. Гариповой, B.C. Ема, К.Е. Калинкиной, Н.Б. Косаревой, О.И. Лаврушина, И.Д. Мамоновой, В.В. Меркулова, К.В. Митрошиной, Г.С. Пановой, И.А. Пенкиной, Л.И. Рябченко, В.И. Таранкова, А.Н. Ужегова и др. Все указанные публикации раскрывают тему ипотечного кредитования в отдельных её аспектах.

В то же время практически отсутствуют работы, касающиеся моделей секьюритизации, которые могут использоваться для формирования финансовой базы ипотечного жилищного кредитования - рынка ипотечных ценных бумаг. Большинство авторов ограничиваются либо отдельными фактами функционирования ипотечных ценных бумаг в США и Европе, либо историческими справками по их развитию в дореволюционной России. Что касается ипотечных ценных бумаг современной России, то они чаще, всего рассматриваются в одном ряду с другими финансовыми инструментами.

Актуальность данной темы, её сложность, многоплановость и недостаточная разработанность определили цель и содержание исследования.

*Цель и задачи исследования.*

Целью исследования является обоснование теоретических аспектов становления и развития рынка ипотечных ценных бумаг в системе ипотечного жилищного кредитования и определение основных направлений его совершенствования на основе обобщения отечественного и мирового опыта.

Реализация указанной цели предусматривает решение следующих задач:

определить место рефинансирования ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования;

раскрыть сущность, функции, роль рынка ипотечных ценных бумаг и содержание его государственного регулирования в системе ипотечного жилищного кредитования;

обобщить и классифицировать риски на рынке ипотечных ценных бумаг и способы управления ими в системе ипотечного жилищного кредитования;

- исследовать отечественный и зарубежный опыт организации рынка  
ипотечных ценных бумаг для определения целесообразности его использования  
в современных условиях;

проанализировать факторы и направления становления российского рынка ипотечных ценных бумаг;

обосновать пути развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

*Область исследования.*

Исследование проведено в рамках п.п. 4.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п.п. 4.2. «Модели функционирования рьшка ценных бумаг» специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспортов специальностей ВАК (экономические науки).

*Объект исследования.*

Объект исследования - система ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации.

*Предмет исследования.*

Предмет исследования - экономические отношения, возникающие в связи с выпуском и обращением ипотечных ценных бумаг.

*Теоретико-методологическая основа исследования.*

Теоретической основой диссертационного исследования послужили работы отечественных и зарубежных специалистов по проблемам организации и функционирования системы жилищного ипотечного кредитования и рынка ипотечных ценных бумаг, российские и зарубежные законодательные и нормативные акты; материалы научных конференций; нормативные акты Федеральной службы по финансовым рынкам. Поскольку фундаментальные исследования по вопросам формирования рынка ипотечных ценных бумаг практически отсутствуют, автор при написании работы опирался также на материалы периодической литературы.

Базой практических данных для автора являлись статистические материалы ЦБ РФ и Госкомстата РФ, статистическая информация, содержащаяся в научных публикациях, информационные материалы, финансовая отчётность российских и зарубежных кредитных организаций.

*Инструментарно-методический аппарат.*

Инструментарно-методический аппарат представляет собой сочетание системного подхода к анализу экономических явлений и процессов, методов и приемов системного и логического анализа, синтеза управленческих решений и подходов, методов научной классификации предметов и явлений, экономико-математических методы и моделей.

*Информационно-эмпирическая база.*

При рассмотрении конкретных вопросов по исследуемой проблеме использовались данные Правительства РФ, Банка России, Госкомстата РФ, Министерства финансов России, Агентства по ипотечному жилищному

кредитованию, информационных агентств, информационные материалы научных конференций и семинаров.

*Нормативно-правовая база исследования.*

Нормативно-правовую базу исследования составили законодательные акты Российской Федерации: Конституция РФ, указы Президента РФ и постановления Правительства РФ, Жилищный кодекс Российской Федерации, федеральные законы и подзаконные акты, ведомственные инструкции и приказы Министерства финансов РФ, регулирующие рынок ипотечных ценных бумаг, а также приказы, инструкции Федеральной службы по финансовым рынкам и Центрального банка РФ.

*Научная новизна диссертационного исследования.*

Научная новизна исследования заключается в том, что на основе рассмотрения теоретических и практических аспектов становления и развития рынка ипотечных: ценных бумаг в системе ипотечного жилищного кредитования предложены и научно обоснованы рекомендации по развитию рынка ипотечных ценных бумаг.

Элементы научной новизны представлены в следующих основных положениях:

- дано авторское определение системы рефинансирования ипотечных  
кредитов как совокупности экономических отношений, связанных с  
преобразованием требований по ипотечным кредитам в кредитные ресурсы.  
Выявлена структура системы рефинансирования ипотечных кредитов,  
включающая в себя содержательный, организационный и инфраструктурный  
блоки;

раскрыто содержание механизма рефинансирования ипотечных кредитов, представляющего собой совокупность методов и инструментов преобразования требований по ипотечным кредитам, исследованы и систематизированы методы и инструменты рефинансирования ипотечных кредитов;

уточнено понятие рынка ипотечных ценных бумаг как совокупности

экономических отношений и институтов по поводу выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг, предназначенных для рефинансирования ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования. Выделены основные элементы, функции и роль рынка ипотечных ценных бумаг в данной системе, определено содержание его государственного регулирования;

- разработана классификация рисков на рынке ипотечных ценных бумаг:  
субъективные и объективные риски, внешние и внутренние, страхуемые и  
нестрахуемые, минимальные, повышенные, критические и недопустимые,  
чистые и спекулятивные, риски на этапе принятия и реализации решения о  
выпуске ипотечных ценных бумаг, риски закладных, ипотечных облигаций и  
ипотечных сертификатов участия;

- обоснована необходимость использования смешанной модели рынка  
ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации, основанной на обращении  
собственных и посреднических ипотечных ценных бумаг.

*Теоретическая и практическая значимость результатов исследования.*Теоретическая значимость результатов исследования состоит в дополнительной разработке теоретических аспектов функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, которые могут быть использованы в научно-исследовательской и преподавательской работе; в возможности использования сформулированных автором выводов и рекомендаций при разработке законодательных и нормативных актов, регулирующих развитие системы ипотечного жилищного кредитования и рынка ипотечных ценных бумаг.

Практическая значимость полученных результатов состоит в возможности использования разработанных теоретических положений и рекомендаций для развития рынка ипотечных ценных бумаг, в деятельности кредитных организаций, участвующих в системе ипотечного жилищного кредитования, а также в системе высшего и дополнительного профессионального образования.

Положения и выводы диссертации ориентированы на использование широким кругом участников на рынке ипотечных ценных бумаг: органами

регулирования рынка ипотечных ценных бумаг, профессиональными участниками, эмитентами и инвесторами.

Предложенные рекомендации по формированию законодательной базы, перспектив развития рынка ипотечных ценных бумаг могут быть применены для совершенствования действующей практики государственного регулирования рынка ипотечных ценных бумаг России, выработки основ долгосрочной государственной политики на данном рынке.

Выделенные направления становления рынка ипотечных ценных бумаг в России, проведенная классификация рисков, исследованные возможности адаптации зарубежного опыта построения рынков к российским условиям представляют интерес для кредитных организаций, финансовых компаний.

Основные теоретические положения и практические выводы диссертации могут использоваться в учебном процессе в ВУЗах экономического профиля по дисциплинам «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции», «Организация деятельности коммерческого банка».

Элементы структуры российского рынка ипотечных ценных бумаг являются открытыми для дополнения и последующего использования в иных направлениях практической деятельности в системе ипотечного жилищного кредитования.

*Апробация результатов исследования.*

По теме диссертационного исследования опубликовано 14 научных работ общим объемом 3,02 п.л., в том числе 2 статьи - в периодических изданиях, рекомендованных ВАК. Основные результаты исследования докладывались на шестой Международной научно-практической конференции «Стабилизация экономического развития Российской Федерации» (г. Пенза, 2007), на пятой Всероссийской научно-практической конференции «Социально-экономические аспекты современного развития России» (г. Пенза, 2008), на шестой Всероссийской научно-практической конференции «Факторы устойчивого развития экономики России на современном этапе (федеральный и

региональные аспекты)» (г. Пенза, 2008), на шестой Всероссийской научно-технической конференции «Вузовская наука - региону» (г. Вологда, 2008).

Востребованность результатов диссертационного исследования подтверждается их внедрением в работу Ульяновского отделения Филиала АК Сберегательного банка РФ №8588, Филиала ОАО «БИНБАНК» в г. Ульяновске. Результаты работы используются в учебном процессе кафедры финансов и кредита Ульяновского государственного университета при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции», «Организация деятельности коммерческого банка».

*Структура и содержание исследования.*

Структура и содержание работы обусловлены поставленными целями, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

В первой главе «Теоретические аспекты функционирования рынка ипотечных ценньк бумаг» рассмотрено рефинансирование ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования, определены экономическое содержание, государственное регулирование рынка ипотечных ценных бумаг.

Во второй главе «Анализ практики становления рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации» исследованы ретроспектива, основные направления становления рынка на современном этапе, а также выделены риски на рынке ипотечных ценных бумаг и способы управления ими.

В третьей главе «Пути развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации» обоснованы возможность использования зарубежного опыта, перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

## Рефинансирование ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования

Одним из приоритетных направлений государственной жилищной политики в России является решение проблемы дефицита жилья, повышение его доступности для основной части населения, располагающей средними доходами, накоплениями.

Как показывает мировой опыт, наиболее распространенным способом решения данной проблемы является построение долгосрочной системы ипотечного жилищного кредитования, основанной на механизме рефинансирования. При этом важнейшую роль для воспроизводства этой системы играет рынок ипотечных ценных бумаг.

Выбор данного направления в качестве основного сам по себе еще не означает его успешной реализации. Структура выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг существенно отличается от традиционных ценных бумаг большими объемами и длительными сроками. Для потенциальных инвесторов это означает возникновение сложностей, связанных с оценкой рисков, возникающих на рынке ипотечных ценных бумаг, привлекательности и надежности данного сегмента экономики.

В связи с этим важным представляется исследование как теоретических аспектов формирования массовой системы ипотечного жилищного кредитования в целом, так и механизма рефинансирования в частности.

Несмотря на частое употребление термина «система ипотечного кредитования» в отечественных и зарубежных научных изданиях, в экономической литературе отсутствует его строгое, однозначное толкование.

Это объясняется тем, что на волне актуальности запуска ипотечных механизмов большое внимание уделяется специфике ипотечных отношений с точки зрения одного из аспектов (в частности, правового), либо конкретным прикладным примерам организации ипотечного кредитования.

И. А. Пенкина под системой ипотечного кредитования понимает институциональную схему перераспределения финансовых ресурсов от конечных инвесторов к заемщикам по ипотечным кредитам [96, С.8-9].

В исследовании, проведенном авторским коллективом под руководством B.C. Ема, при характеристике ипотечного рынка понятие «ипотечной системы» определяется как совокупность институтов, обеспечивающих ряд принципов ипотечного права, включающих реестр объектов недвижимости с указанием владельцев прав на эту недвижимость, переходы прав собственности, долги, обеспеченные этой недвижимости и другие обременения [104, с. 10].

Такие трактовки системы ипотечного кредитования, на наш взгляд, представляются упрощенными, характеризуют систему ипотечного кредитования недостаточно полно для понимания ее сути, не отражая интегральной сущности системы, как целостного образования.

Одними из первых попыток раскрытия сущности системы ипотечного кредитования являются работы Л. И. Рябченко и К.В. Митрошиной [88, с. 34; 120, с.33].

## Становление рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации

Одной из ключевых задач социально-экономического развития России по созданию в государстве «свободного общества свободных граждан» является формирование жизненных стандартов, среди которых, основным является рынок доступного жилья, влияющий самым непосредственным образом на состояние демографических показателей страны, рост её населения. Реализация гражданами права выбора способа решения жилищной проблемы связывается с повышением платежеспособного спроса населения на жилье с помощью развития системы ипотечного жилищного кредитования и ее элементов.

Ипотечное кредитование является сложным хозяйственным явлением, традиции которого складывались на протяжении нескольких веков, а правовое регулирование осуществляется целым комплексом законодательных актов, которые разрабатывались и вступали в силу в соответствии с развитием государства, права и экономики в стране. Для полного и последовательного раскрытия понятия и сущности рынка ипотечных ценных бумаг как базового элемента данной системы, важным представляется изучение ретроспективы и исследование практических аспектов построения рынка ипотечных ценных бумаг как базового элемента (подсистемы) общенациональной, массовой системы ипотечного жилищного в современной практике.

В результате анализа эволюции ипотечных отношений, как правило, выделяются четыре основных исторических периода развития систем ипотечного кредитования в России: дореволюционный; советский; квазиипотечный; современный [94, с. 17; 128, с. 122].

В соответствии с историческими этапами развития системы ипотечного жилищного кредитования, финансирования жилищного строительства (изменение законодательных и институциональных основ ипотечных кредитных отношений, развитие определенных типов и форм организации ипотечного кредитования) выделим основные периоды эволюции рынка ипотечных ценных бумаг в России: дореволюционный, переходный и рыночный (см. приложение 4).

1. Дореволюционный период развития рынка ипотечных ценных бумаг (конец XIV- начало XX вв.).

Основными субъектами рынка ипотечных ценных бумаг, являлись:

1. На рынке закладных:

- кредиторы - государственные и негосударственные ипотечные кредитные институты;

- заемщики - представители дворянства, купечества, крестьянства и других сословий, имеющие в собственности жилую или коммерческую недвижимость.

2. На первичном рынке эмиссионных ипотечных ценных бумаг:

- эмитенты - государственные и негосударственные ипотечные кредитные организации, выдававшие ссуды выпущенными закладными листами (ипотечными облигациями);

- первые держатели ипотечных ценных бумаг - заемщики.

## Зарубежный опыт функционирования рынка ипотечных ценных бумаг и возможность его адаптации к российским условиям

За последнее десятилетие в России созданы базисные условия для функционирования национального рынка ипотечных ценных бумаг, однако еще нельзя считать, что данный рынок и система ипотечного кредитования в целом обрели свою завершенность, целостность, многообразие инструментов. В настоящее время продолжается формирование необходимой нормативно-правовой базы, ведется определенная работа, как на федеральном, так и региональном уровнях, создаются специализированные учреждения ипотечного кредитования.

Для построения общенациональной, массовой системы ипотечного кредитования в России имеет большое значение анализ зарубежного опыта функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, играющего важную роль в финансовых системах развитых стран.

На процессы его формирования и развития значительное влияние оказывали политические, социально-экономические и национальные факторы. Мировая практика свидетельствует о существенных различиях рынка ипотечных ценных бумаг в правовом обеспечении, в институциональном составе участников и их взаимоотношениях; в технологиях выпуска и обращения; в формах участия государства и других элементов инфраструктуры.

Следует отметить, что большинство исследований зарубежного опыта ипотеки посвящено только анализу моделей ипотечного кредитования. За их рамками остаются содержательные аспекты функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, его инфраструктурных звеньев.

Для выявления общих тенденций, особенностей, преимуществ и недостатков функционирования рынков ипотечных ценных бумаг в различных странах определим критерии для характеристики и классификации моделей:

основные субъекты отношений, связанных с функционированием рынка ипотечных ценных бумаг, в зависимости от их места в системе жилищного кредитования;

вид преобладающих ипотечных ценных бумаг в зависимости от того, кто является эмитентом ипотечных ценных бумаг - кредитор или посредник:

1. Ипотечные ценные бумаги, выпущенные кредитором (mortgage bonds (MB) - ипотечные облигации или «собственные» ценные бумаги;

2. Ценные бумаги, выпущенные посредником (mortgage-backed securities (MBS) - ценные бумаги, гарантированные ипотекой или «посреднические» ценные бумаги.

механизмы управления основными рисками рынка ипотечных ценных бумаг: кредитными, процентной ставки, ликвидности;

степень развития инфраструктурного блока рынка ипотечных ценных бумаг.