Терещенко, Николай Николаевич. Секьюритизация и ее роль в финансировании инвестиционных проектов : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Терещенко Николай Николаевич; [Место защиты: Финансовый ун-т при Правительстве РФ].- Москва, 2011.- 183 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/1135

**Введение к работе**

*Актуальность темы исследования.*Понятием «секьюритизация» отождествляют тип сделок по переводу необращаемых финансовых активов в обращаемые инструменты рынка ценных бумаг, что физически выражается в выпуске обеспеченных активами (финансовым потоком от активов) ценных бумаг1 (далее - ОЦБ).

За относительно короткий период, начиная с 1970-х годов, когда в США были проведены первые сделки подобного рода в современной истории , секьюритизация стала широко распространенным инструментом рефинансирования. По данным американской Ассоциации участников фондового и финансового рынков (Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA), по состоянию на декабрь 2009 года общий объем обеспеченных ценных бумаг в обращении в США и Европе составлял 5,3 трлн. долл. США (в т.ч. 14 млрд. долл. выпущенных российскими эмитентами) .

В период с 2008 по 2010 гг. рынок сделок секьюритизации испытывал масштабный кризис (вызванный «крушением» сектора низкокачественных ипотечных кредитов (subprime mortgages). По данным SIFMA, в США выпуск ОЦБ в 2010 году составил около 107 млрд. долл. США, что почти в пять раз меньше, чем в предкризисном 2007 г. (более 509 млрд. долл.). В Европе в 2010 г. общий объем выпуска ОЦБ составил около 514 млрд. долл. США, что на 35% меньше чем в 2007 году.

Такие последствия заставили участников рынка по-новому взглянуть на рынок сделок секьюритизации, провести анализ ошибок и недостатков применявшейся до этого модели секьюритизации (а не полностью прекратить использование таких сделок), чему способствовал тот факт, что она обладает рядом преимуществ как инструмент снижения негативных последствий

\*В англоязычной литературе Asset backed securities.

2Первые сделки секьюритизации осуществлялись еще в XIX веке (например, в Дании), но свое современное

название и широкое распространение секьюритизация получила именно в ХХвеке.

4 Под данным термином (для краткости) здесь и далее будем понимать рынок, на котором проходит эмиссия и  
оборот, всей совокупности ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации.

финансовых кризисов (в частности, дефицита платежных средств).

В России секьюритизация начала активно применяться с середины прошлого десятилетия. В качестве базовых активов для секьюритизации в разное время выступали ипотечные кредиты, автокредиты, поступления банков по кредитным картам, суммы денежных средств, предполагаемых к получению в будущем. В 2006 г. в России было выпущено обеспеченных ценных бумаг на общую сумму 5,1 млрд. долл. США, тогда как в 2010 году, в связи с влиянием кризиса, объем новых выпусков по сравнению с 2006 снизился г. в 2,5 раза .

Российский опыт показывает, что технология, позволяющая эффективно применять секьюритизацию для привлечения капитала в инфраструктурные проекты, до сих пор не разработана. Вместе с тем, в последние годы перед Россией особенно остро встала проблема необходимости реализации капиталоемких инфраструктурных проектов: так, стоимость проекта по строительству олимпийских объектов в Сочи оценивается в 1,4 трлн. руб. , объем утвержденной инвестиционной программы ОАО «ФСК ЕЭС» на 2011-2014 гг.

превысил 950 млрд. руб. , а объем инвестиций в проект строительства железнодорожной магистрали Пермь-Архангельск («Белкомур») - должен составить более 90 млрд. руб . и др.

Применение секьюритизации для привлечения капитала в инфраструктурные проекты могло бы способствовать: решению проблемы недостатка капитала за счет мультипликативного эффекта секьюритизации ; ускорению темпов реализации проектов, повышению эффективности и прозрачности использования капитала; развитию отечественного финансового рынка за счет появления нового типа ценных бумаг (инфраструктурных ОЦБ); привлечению в Россию неспекулятивного международного капитала.

6 См., например,

7 Под этим термином, а также под термином «инфраструктурная программа» в работе понимается осуществление  
серии последовательных и запланированных инвестиций в инфраструктурные объекты

10 Более подробно данный эффект рассмотрен далее

В диссертации проанализированы риски, связанные со сделками секьюритизации (конфликты интересов участников; риски, связанные с базовыми активами, юридические риски и пр.) и риски, связанные с развитием рынка сделок секьюритизации как такового (например, неконтролируемое распространение рисков в экономике и пр.). В работе выявлены и классифицированы указанные риски, а также предложены способы их минимизации. В диссертации также аргументируется необходимость разработки методических подходов для оценки эффективности применения секьюритизации в текущих экономических условиях и выявления резервов ее роста на основе разработанной методики.

Таким образом, исследование возможностей применения секьюритизации для привлечения капитала в инфраструктурные проекты является актуальным и практически значимым для развития российской экономики и отечественного рынка ценных бумаг.

*Степень разработанности проблемы.*В западной экономической науке проблемам секьюритизации посвящен достаточно широкий круг публикаций таких исследователей, как Х.П. Бэр, Г. Гортон, А. Джобст, Л. Лопакки, Б. Кейс, Т. Мухерджи, А. Серу, К. Джордан, Г.Тетт, И. Фендер, Дж. Митчел, С. Шварц. Особо следует отметить труды В. Котхари. В последние годы в российской научной литературе начали также обсуждаться проблемы секьюритизации (например, в работах А.С. Меньшиковой, А.Д. Батуевой, Т.В. Качалиной, В.Д. Газмана, Н.В. Александровой, Я.М. Миркина и др.). Вместе с тем, в существующих исследованиях не уделялось должного внимания анализу опыта использования секьюритизации для финансирования инфраструктурных проектов.

Среди исследований, посвященных перспективам и проблемам развития секьюритизации в России, следует отметить работы таких авторов, как: А.А. Казаков, М. Мельникас, Р. М. Магомедов, О.В. Яблонская, P.M. Исеева, Г.П. Суворов, А.О. Солдатова. Исследования указанных авторов в основном касаются возможностей применения западного опыта и проблем существующего

нормативного обеспечения сделок секьюритизации, в них не уделяется

достаточного внимания фундаментальным экономическим условиям развития отечественного рынка секьюритизации, а также анализу новых законотворческих инициатив регуляторов и участников рынка.

Существующие публикации в основном посвящены секьюритизации "классических" активов (ипотечных кредитов, лизинговых операций, потребительских кредитов). И хотя исследованиям секьюритизации инфраструктурных активов в последнее время посвящается все большее количество работ (например, публикации Ю.Е. Туктарова, И.И. Блохиной, Е.В. Худько, Д.Д. Гейнца, и др.), данная проблема остается недостаточно исследованной. Существующие публикации в основном сфокусированы на необходимости использования инфраструктурных ценных бумаг (например, инфраструктурных облигаций) и инфраструктурной секьюритизации как таковой, но в них не предлагается конкретных решений (технологий) по применению секьюритизации в рамках реализации инфраструктурных проектов.

Большая часть вышеназванных научных публикаций посвящена анализу положительных сторон сделок секьюритизации, предполагая их абсолютную эффективность в качестве одной из инновационных технологий привлечения финансирования. Критический подход к сделкам секьюритизации (с анализом совокупности рисков, присущих таким сделкам, и развитому рынку сделок секьюритизации) содержится в работах таких зарубежных авторов, как К. Кеттеринг, К. Купман, К. Ракеш и некоторых других, в то время как в отечественной литературе такой подход почти не представлен.

Следует отметить, что оценке экономического эффекта применения секьюритизации посвящен ряд научных публикаций, среди которых можно выделить работы Б. Казу, Т. Надаулда, Е.А. Митина, А.А. Ивкина и некоторые другие. Работы указанных авторов, в основном, посвящены лишь относительно узкой сфере банковской секьюритизации. Публикации научных исследований,

Секьюритизация инфраструктурных активов (под инфраструктурным активом в работе понимается совокупность денежных средств, движимого и недвижимого имущества, а также договорных и финансовых отношений, обеспечивающих функционирование и являющихся результатом деятельности объекта инфраструктуры)

посвященных разработке методических подходов к оценке экономической эффективности применения инфраструктурной секьюритизации, в экономической литературе практически отсутствуют.

***Цель и задачи исследования.****Цель исследования*заключается **в**решении научной задачи по разработке методических подходов применения секьюритизации при привлечении финансовых ресурсов в инфраструктурные инвестиционные проекты.

Для достижения обозначенной цели в диссертации поставлены *задачи:*

1. исследовать причины широкого применения сделок секьюритизации в мировой финансовой практике, а также международный опыт использования секьюритизации в процессе финансирования инфраструктурных проектов;
2. внести предложения по совершенствованию российского рынка сделок секьюритизации;
3. разработать предложения по развитию механизма секьюритизации для обеспечения финансирования инфраструктурных проектов;
4. выявить экономические эффекты, возникающие при применении секьюритизации для осуществления финансирования инфраструктурных проектов;
5. проанализировать влияние секьюритизации на экономическую эффективность инфраструктурных проектов;
6. предложить пути повышения эффективности сделок секьюритизации.

***Объектом исследования***является институт сделок секьюритизации.

***Предметом****исследования*является секьюритизация как метод финансирования инвестиций в инфраструктурные проекты.

***Методологические и теоретические основы исследования.*В**процессе анализа и обобщения информации применялись различные методы научных исследований: системный анализ, методы сравнений, графический анализ, экспертные оценки, статистический анализ, математический анализ.

*Информационной базой исследования*послужили аналитические и

статистические материалы МВФ, Всемирного банка, Ассоциации по рынку

ценных бумаг и финансовой индустрии (SIFMA), отчеты Федеральной резервной системы США, агентств Bloomberg и Росбизнесконсалтинг. Особую важность для исследования представили отчеты рейтинговых агентств Moody's, Standard&Poor's и Эксперт РА. В исследовании использовались аналитические и статистические материалы Центрального банка России, Министерства финансов Российской Федерации, Министерства транспорта РФ, Росстата и статистические материалы специализированных агентств финансовой информации и информации о секьюритизации (, , , ). Также в исследовании использована информация, раскрываемая корпорациями АИЖК, Ильюшин-Финанс, УралСиб, финансовыми организациями JP Morgan, Goldman Sachs, Merrill Lynch, материалы российской и международной деловой прессы и др.

***Научная новизна исследования***заключается в разработке методов секьюритизации для организации финансирования инфраструктурных проектов, механизмов снижения рисков соответствующих сделок, а также методических подходов оценки финансовой эффективности применения секьюритизации для финансирования инвестиций в инфраструктурные проекты. Новыми являются следующие научные результаты исследования:

выявлены основные факторы эффективного применения секьюритизации, в том числе для осуществления масштабных инфраструктурных инвестиционных проектов (эффективное разделение рисков между государством и частным сектором экономики и контроль за их распространением; снятие ограничений, связанных с суверенным рейтингом страны-инициатора; использование льготного налогообложения поступлений по обеспеченным ценным бумагам; использование специальных государственных агентств; расширение круга инвесторов);

внесены предложения по совершенствованию нормативной базы рынка сделок секьюритизации (в частности, введение специальных организационно-правовой формы и налогового режима для спецюрлица, введение обязательного требования о выкупе части эмиссии ОЦБ инициатором, смягчение ограничений на

субфедеральные и муниципальные выпуски инфраструктурных ценных бумаг), а

также развитию его инфраструктуры (в частности, создание специализированного государственного агентства, обеспечивающего функции регулятора, гаранта, «поставщика» ликвидности);

- предложена схема организации сделок инфраструктурной секьюритизации  
(с участием государственного регулятора сделок секьюритизации, технического  
аудитора, представителя инвесторов и др.), позволяющая осуществлять  
постоянное реинвестирование средств в инфраструктурные проекты;

выявлен мультипликативный эффект применения секьюритизации при финансировании инфраструктурных проектов, и предложен методический подход для его расчета. Проведен расчет значения мультипликатора инфраструктурной секьюритизации для российских экономических условий и определены резервы его увеличения в среднесрочном периоде;

показано, что применение секьюритизации повышает экономическую эффективность инфраструктурных проектов и выявлен экономический эффект от применения секьюритизации для финансирования инфраструктурных проектов с использованием разработанного агрегатного показателя - мультипликативного NPV, или MNPV;

предложены новые институциональные подходы к организации рынка сделок секьюритизации, в частности, организация института квалификации сделок секьюритизации уполномоченным государственным органом для повышения степени прозрачности и эффективности рынка сделок инфраструктурной секьюритизации .

*Практическая значимость исследования.*Основные результаты исследования могут быть использованы при планировании государственных и частных инвестиций в инфраструктурные проекты, разработке нормативной базы и выработке государственной политики в области развития рынка секьюритизации в России.

12 Под эффективным рынком секьюритизации здесь и далее понимается финансовый рынок, на котором осуществляются сделки секьюритизации, и при этом достигаются: а) наименьшая стоимость организации эмиссии ОЦБ (комиссии инвестиционных банков, обязательные платежи в бюджет и др.); б) наименьшая стоимость привлеченного капитала (ставка купона по ОЦБ); в) наибольшая защита инвесторов от сопутствующих рисков; г) наиболее высокий показатель нормы секьюритизации.

Предложения по формированию нормативной базы, организации института квалификации сделок секьюритизации, а также модернизированная схема осуществления сделок инфраструктурной секьюритизации могут быть использованы заинтересованными государственными органами (например, ФСФР) в работе по развитию рынка сделок секьюритизации в России.

Предложенные в диссертации методические подходы оценки эффективности инфраструктурной секьюритизации могут быть использованы инвесторами для оценки экономического эффекта планируемых инфраструктурных проектов, а также при оценке объемов необходимых инвестиций. Заинтересованные государственные органы могут использовать данные подходы для оценки влияния инфраструктурных проектов на общую макроэкономическую ситуацию, а также при анализе резервов повышения эффективности инвестиций в объекты инфраструктуры.

*Апробация и внедрение результатов исследования.*Диссертация выполнена в соответствии с научно-исследовательскими работами, проведенными в Финансовом университете в рамках комплексной темы «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование эффективной структуры финансовых рынков».

Результаты диссертации обсуждались и получили одобрение на XVII Международной научно-практической конференции "Актуальные вопросы экономических наук" (г. Новосибирск, 24 декабря 2010 г.).

Основные результаты диссертации используются в практической деятельности ЗАО «Группа Си-Ай-Джи» при оказании консультационных и аналитических услуг компаниям, разработке стратегий привлечения капитала, построении финансовых моделей для получения прогнозов относительно будущих результатов деятельности компаний, планирующих проведение инфраструктурной секьюритизации.

Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

Результаты исследования используются в учебном процессе при преподавании дисциплины «Финансовый инжиниринг» и «Инвестиции» на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета.

*Публикации.*По теме диссертации опубликованы шесть работ общим объемом 2,51 п.л. (авторский объем - 2,51 п.л.), в которых отражены ее основные результаты. В том числе 3 статьи общим объемом 0,85 п.л. (авторский объем -0,85 п.л.) - в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России.

***Структура работы.***Структура работы обусловлена целями и задачами исследования. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений. Исследование изложено на 184 страницах, иллюстрировано 11 таблицами и 19 рисунками. Список литературы включает 120 наименований.