Пискунов Алексей Владимирович. Долговые ценные бумаги в системе ресурсов ипотечного кредитования : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Екатеринбург, 2004 175 c. РГБ ОД, 61:04-8/3725

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА, НАЗНАЧЕНИЕ И РОЛЬ РЫНКА ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ 10

1.1. Сущность рынка долговых ценных бумаг как сегмента финансового рынка 10

1.2. Влияние займов негосударственного сектора на развитие национальной экономики 25

1.3. Секьюритизация как механизм связи рынка долговых ценных бумаг

и первичного рынка ипотечного кредитования 33

2. АНАЛИЗ МЕХАНИЗМА КРЕДИТОВАНИЯ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ ЧЕРЕЗ РЫНОК ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ И В ЭКОНОМИЧЕСКИ РАЗВИТЫХ СТРАНАХ 42

2.1. Состояние и организация жилищных ипотечных программ в России 42

2.2. Схемы кредитования жилищной ипотеки в рамках экономики США и перераспределение функций и рисков между участниками процесса кредитования 60

3. НАПРАВЛЕНИЯ АДАПТАЦИИ ИНФРАСТРУКТУРЫ И ИСТОЧНИКОВ ФОРМИРОВАНИЯ РЕСУРСНОЙ БАЗЫ РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ ЗАЙМОВ В РОССИИ К МИРОВОМУ ОПЫТУ 96

3.1. Основные пути развития рынка жилищных кредитов в России 96

3.2. Методика формирования системы ипотечного кредитования в условиях неустойчивого рынка 109

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 129

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 135

ПРИЛОЖЕНИЯ 143

**Введение к работе**

Актуальность исследования. В развитой рыночной экономике рынок долговых ценных бумаг играет важную роль. Он является посредником между отдельными субъектами рыночных отношений, с одной стороны, нуждающихся в финансировании и, с другой стороны, изыскивающих возможность размещения своих денег. Кроме этого, он активно используется центральными банками для управления такими макроэкономическими показателями, как объём предложения денег в экономике, процентные ставки, инфляция. Это и определяет его непосредственное влияние как на отдельных участников экономической системы, так и на всю систему.

Актуальность выбранной темы для российской экономики высока, так как она постоянно испытывает дефицит денежных ресурсов для своего развития. Рынок ипотечных займов не является исключением, так как в России с их помощью продаётся очень незначительный объём жилья. Вместе с тем, западный опыт показывает, что рынок долговых ценных бумаг является серьёзным источником денежных ресурсов для ипотеки. Ипотечные займы требуют длительных сроков погашения и низких процентных ставок, что предъявляет определённые требования к структуре и надёжности финансовой инфраструктуры, а также к макроэкономической политике государства.

Развитие цивилизованного рынка жилья напрямую связано с развитием рынка ипотечного кредитования. Ипотечные кредиты обеспечивают свободу передвижения по стране при выборе места жительства, а с точки зрения экономики - мобильность рабочей силы. Развитие среднего класса, как показывает мировой опыт, также напрямую связано с возможностью покупки собственного жилья.

Всё вышеперечисленное и определило цель работы и рассматриваемые в ней вопросы.

Целью исследования является исследование и обобщение теоретических основ сущности финансового рынка, рынка долговых ценных бумаг и рынка ссудных капиталов, анализ текущего состояния займов, связанных с жилой недвижимостью, в России и разработка механизма финансирования ипотечных жилищных займов через рынок долговых ценных бумаг.

Задачи исследования. Поставленная в работе цель определила задачи исследования:

Определить место рынка долговых ценных бумаг в структуре финансового рынка.

Проанализировать общую структуру рынка долговых ценных бумаг в России и в развитых странах и исследовать крупные сегменты рынка.

Изучить крупнейшие сегменты и крупнейших финансовых посредников долгового рынка развитых странах, составляющих основу его институциональной инфраструктуры.

Оценить степень участия государства в организации и поддержке рынка долговых ценных бумаг в экономически развитых странах.

Обобщить опыт работы создаваемых государством финансовых учреждений на рынке долговых ценных бумаг развитых стран в части управления рисками.

Изучить долговые финансовые инструменты, используемые в процессе секьюритизаций займов.

Проанализировать источники денежных средств, поступающих на российский рынок долговых ценных бумаг.

Сформулировать предложения по совершенствованию механизма финансирования ипотечных жилищных займов в России.

Объектом исследования являются рынки долговых ценных бумаг и рынки ипотечных займов России и США. Исследование по экономике России охватывают данные с 1997 по 2002 год включительно. Исследование по экономике США охватывает временной период за 1997 и за 1998 год, так как на него приходится наибольшая концентрация статистических и аналитических данных, позволяющих максимально полно установить взаимосвязи и механизм работы рынка дол- говых ценных бумаг в этой стране. Текущие данные по рынку США длл целей нашего исследования менее важны, так как за последние несколько лет система его функционирования оставалась прежней, и изменения коснулись только его объёмов.

Предметом исследования являются экономические отношения, функции и риски участников процесса перераспределения денежных ресурсов с рынка долговых ценных бумаг на первичный рынок ипотечных кредитов.

Теоретической и методологической основой исследования является разработанная в трудах российских и зарубежных учёных-экономистов и специалистов теория и практика работы финансового рынка, рынка долговых ценных бумаг и рынка ссудных капиталов.

В процессе написания работы были рассмотрены труды следующих российских и зарубежных учёных и исследователей: Басова А.И., Волынского B.C., Галанова В.А., Гитмана Л.Дж. и Джонка М.Д., Дробозиной Л.А., Казака А.Ю., Ковалёвой А.М., Колесникова В.И., Меркель В. и Шёнхерр Г., Родионовой В.М., Торкановского B.C., Филаточева И., Шарро Ж., специалистов исследовательских отделов агентств федерального правительства США, Ассоциации Рынка Облигаций (США) и российских профессиональных участников финансовых рынков. Исторический материал был рассмотрен на основе работ российских экономистов Боголепова М.И., Евзлина З.П. и Кузовкова Д., изданных в 1920-1930-х годах.

Информационная база исследования. Информационной базой исследования являются материалы организаций и компаний, которые являются основными регуляторами и участниками финансовых рынков в России и в США: «Бюллетень банковской статистики» Центрального Банка РФ; статистика Госкомстата РФ; годовые отчёты и материалы агентств федерального правительства США; статистика, исследования, образовательные материалы и отчёты Ассоциации Рынка Облигаций; отчёты об итогах торгов на российских биржах; исследования российских профессиональных участников финансовых рынков, а также статьи из периодических изданий.

При оценке и обработке материала использовались математические и статистические модели и методы, такие как метод группировки, сравнительного анализа, средних величин, методы классификации и графических изображений, а также метод описания.

Научная новизна. В процессе исследования получены следующие результаты, характеризующие научную новизну диссертационной работы:

Приведена авторская трактовка понятий «финансовый рынок» и «рынок долговых ценных бумаг».

Дано авторское определение понятия «секьюритизация».

Показана взаимосвязь доли кредитной задолженности в национальной экономике от валового внутреннего продукта и благосостояния граждан для оценки необходимости развития рынка кредитов.

Определены приоритетные направления и механизмы кредитования жилой недвижимости в России в текущих макроэкономических условиях.

Выявлены ключевые элементы, оценка которых позволяет распределить функции и риски между участниками цепочки перераспределения денежных средств с рынка долговых ценных бумаг в ипотечные займы в соответствии с их компетенцией и финансовыми возможностями,

Систематизированы схемы финансирования ипотечных займов со стороны государства и его агентств в развитых странах с точки зрения выявленных элементов распределения функций и рисков.

1. Выделено два принципа обеспечения кредитной надёжности преобразованных в облигации займов со стороны эмитентов.

8. Разработана методика финансирования жилищных ипотечных займов в России и предложен механизм её внедрения.

Практическая значимость исследования заключается в следующем:

1. Возможность использования результатов работы при разработке механизмов финансирования ипотеки на федеральном уровне.

Возможность использования результатов работы при разработке коммерческими банками механизмов привлечения денежных ресурсов для финансирования своей деятельности. Особый интерес может представлять та часть работы, где рассматривается управление рисками.

Деление займов, связанных с жилой недвижимостью, на ипотечные займы и на займы, выдаваемые на реконструкцию многосемейного жилья, позволяет развивать независимо друг от друга эти два сегмента рынка ссудного капитала. Данный результат работы может быть интересен как банкам, так и товариществам собственников, которые нуждаются в реконструкции своего жилья.

В текущих макроэкономических условиях займы на реконструкцию должны быть более востребованы кредиторами по сравнению с ипотечными займами, так как имеют потенциально более короткий срок погашения и более высокую процентную ставку. При законодательном решении вопроса о механизме секью-ритизации преобразование займов на реконструкцию в облигации в текущих условиях также может представлять интерес для инвесторов рынка долговых ценных бумаг. Потенциально эти облигации могут составить существенный по объёму сегмент финансового рынка.

4. Выводы исследования могут быть использованы в законодательном про цессе при разработке и принятии законодательных актов, связанных с ипотекой.

Апробация результатов исследования. Некоторые положения данного исследования в части управления рисками прошли апробацию при управлении ликвидностью ОАО «Челябинвестбанк» и при анализе надёжности его банков-контрагентов.

Результаты работы были также одобрены Комитетом по экономической политике Законодательного собрания Челябинской области и рядом коммерческих банков г. Челябинска: ОАО «Челябинвестбанк» и ОАО «Челиндбанк».

Результаты апробации подтверждены соответствующими актами об использовании (внедрении) результатов диссертационной работы.

Состав и структура работы. Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Работа включает 11 таблиц и 5 рисунков. Список использованной литературы содержит 105 наименований.

## Сущность рынка долговых ценных бумаг как сегмента финансового рынка

Рынок долговых ценных бумаг является одной из составных частей финансового рынка. Рассмотрим место последнего в структуре экономических взаимоотношений для того, чтобы лучше определить сущность рынка долговых ценных бумаг.

В экономической литературе встречается несколько подходов к определению сущности финансового рынка.

Наиболее широкий подход представлен в работах и учебных пособиях под редакцией российских учёных В.И. Колесникова и B.C. Торкановского.

С их точки зрения, «финансовый рынок - это совокупность всех денежных ресурсов страны, причём ресурсов, находящихся в постоянном движении, распределении и перераспределении, меняющихся под влиянием соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики1... По своей структуре финансовый рынок состоит из трёх взаимосвязанных и дополняющих друг друга, но отдельно функционирующих рынков: рынка находящихся в обращении наличных денег и выполняющих аналогичные функции краткосрочных платёжных средств (векселей, чеков и т.п.), ... рынка ссудного капитала, т.е. кратко- и долгосрочных банковских кредитов, ... рынка ценных бумаг».

Данный подход отражает отношение к финансовому рынку как к источнику денежных ресурсов для всех операций в экономике, включающих в себя как товарообмен, так и операции по вложению капитала.

С точки зрения автора работы, понятие рынка подразумевает, что осуществляется купля-продажа товаров, услуг или капитала, и в рассмотренном определении размывается суть финансового рынка как рынка, где в разных формах осуществляется купля-продажа денежных ресурсов.

Находящиеся в обращении наличные деньги и выполняющие аналогичные функции краткосрочные платёжные средства, с точки зрения автора, некорректно д относить к финансовому рынку, так как они участвуют в процессе производства и перераспределения произведённого в экономике продукта, а финансовый рынок отвечает за целенаправленное перераспределение свободных денежных средств. Возможно, только векселя с отсрочкой платежа, используемые в текущих расчётах между компаниями, могут попасть на финансовый рынок, так как, если срок их погашения достаточно большой, то их можно продать на рынке с дисконтом по текущим процентным ставкам, но первоначально они не бьши рассчитаны на эту операцию. Векселя имеют, таким образом, промежуточную форму.Другие авторы рассматривают финансовый рынок с более узких позиций.

В учебном пособии под редакцией Ковалёвой A.M. дано определение, что «рынок, где обращается капитал, называется финансовым рынком1. Обычно выделяют различные секторы финансового рынка: рынок кредитов, рынок ценных бумаг, рынок валюты, рынок прямых инвестиций».

В данном определении финансовый рынок - это рынок, где обращается весь капитал, вне зависимости от каких-либо ограничений. При этом нет чёткой » структурной разбивки финансового рынка по срокам размещения или по типам взаимоотношений на рынке (отношения займа, права собственности). В качестве примера составляющих финансового рынка приведены рынок кредитов, рынок ценных бумаг, рынок валюты и рынок прямых инвестиций, которые могут быть разными формами одних и тех же взаимоотношений. Например, на рынке долговых ценных бумаг и на рынке кредитов осуществляются займы. На рынке акций и на рынке прямых инвестиций перераспределяется собственность.

## Состояние и организация жилищных ипотечных программ в России

В России имеется широкая база для развития кредитования, связанного с жилой недвижимостью. По состоянию на 2001 год жилищный фонд в России составлял 2818Д млн. кв. метров в том числе 67,7% - частное жильё, 24,1% - муниципальное жильё, 6,8% - государственное жильё, 0,1% - общественное жильё и 1,3% - смешанное жильё1. Состояние жилищного фонда в 2001 году было следующим: 10,6% жилищного фонда нуждалось в капитальном ремонте, 8,9% нуждалось в реконструкции и 3,1% находилось в ветхом и аварийном состоянии. При этом 20% городского жилищного фонда не благоустроено, а в малых городах каждый второй дом не имеет инженерного обеспечения.

В настоящее время строительный комплекс ежегодно обеспечивает жильём 1,5% населения страны. Объём строительства в 2001 году составил 31,7 млн.кв. метров.

Спрос на кредиты, связанные с покупкой нового жилья и с улучшением жилищных условий, должен быть значительным. По оценкам Правительства, 4,7% населения со среднемесячным доходом от 24,9 тыс.руб. на домашнее хозяйство может приобрести жильё при помощи 20-летнего ипотечного кредита со ставкой 18% годовых и 30%-м первоначальным взносом от стоимости жилья. 15,4% населения со среднемесячным доходом от 14,2 тыс.руб, на домашнее хозяйство может улучшить свои жилищные условия при тех же параметрах срока и ставки кредита и 60%-м первоначальным взносом.

Направления кредитования, связанные с уже построенной жилой недвижимостью, с точки зрения автора» можно разделить на два основных сегмента:

1. Кредитование собственников под залог жилья (ипотечные кредиты). Эти кредиты могут выдаваться для покупки нового жилья, а также для получения денег под другие цели, когда закладывается уже полностью оплаченная недвижимость.

2. Программы, связанные с финансированием ремонта и реконструкции жилья, по которым в качестве обеспечения может использоваться как само жильё, так и будущие платежи живущих в нём людей.

Оба этих сегмента являются важными для поддержания рынка недвижимо сти, так как первый стимулирует новое строительство, а второй обеспечивает её сохранность и своевременную модернизацию. Поэтому в этом разделе и в предложениях по развитию финансирования недвижимости в России в третьей главе будут рассмотрены различные варианты финансирования, как с использованием секьюритизации, так и без неё, выбор среди которых зависит от текущих макроэкономических условий.

Доля ипотечных кредитов при покупке жилья на первичном и вторичном рынке составляет в настоящее время, по оценкам профессиональных участников рынка жилой недвижимости Москвы и Санкт-Петербурга, не более 1%. 80%-90% процентов жилья продаётся с рассрочкой платежа максимум на 2-3 года. Источ-ником кредита (не формально, а по факту) при этом являются сами строители, риэлтеры или близкие к ним банки. Естественно, что недополученная за счёт отвлечения денег прибыль закладывается в стоимость жилья.

## Основные пути развития рынка жилищных кредитов в России

Ипотечное кредитование в России осуществляется в соответствии с Федеральным законом об ипотеке (залоге недвижимости), который был принят 16.07.1998 года (с последними изменениями от 09.11.2001 года). В соответствии со статьёй 78 Закона «обращение залогодержателем взыскания на заложенный дом или квартиру ... не является основанием для выселения ... залогодателя и членов его семьи, если оно является для них единственным пригодным для постоянного проживания помещением ...». Новый собственник, который получит это жильё в результате его реализации, должен заключить договор найма с прежними хозяевами. Подобное обременение значительно снижает вероятность продажи жилья. Размер арендных платежей также может быть не намного меньше платежей по кредиту. В случае же нерегулярности платежей за найм должника всё равно придётся выселять.

Кроме рассмотренных, есть ещё серьёзные ограничения по выселению должников, сдерживающие кредитные организации от выдачи ипотечных займов. В соответствии с Законом, выселение производится, только если дом или квартиpa были заложены по кредитному договору, заключённому под покупку дома или квартиры, и если проживающие с залогодателем члены его семьи дали нотариально удостоверенное обязательство освободить жильё до момента заключения договора или до момента их вселения. Но по нашим законам трудно проследить вероятность прописки новых жильцов. Возможно, можно разрешить вселение только с согласия кредитора.

Данные ограничения на взыскание снижает ликвидность жилья на вторичном рынке, так как далеко не все будут покупать арендуемое жильё. Они также затрудняют реализацию прав кредиторов и нагружают их дополнительными, не свойственными им функциями. Кредиторы в таких условиях будут пытаться выдавать кредиты только наименее рискованным заёмщикам, а это уже будет ограничивать первичный рынок. С другой стороны, российские законодатели пытаются установить определённый уровень социальной защиты, так как в нашем холодном климате нельзя надолго оставаться без жилья.

Учесть все эти интересы, с точки зрения автора, можно следующим образом. В статье 50 Закона об ипотеке написано, что основанием для обращения взыскания на заложенное имущество является систематическое нарушение графика платежей. Систематическим нарушением по Закону считается нарушение сроков платежей более 3-х раз в течение 12 месяцев. С точки зрения автора, это не очень удобно для решения возникающих проблем, как с точки зрения кредитора, так и с точки зрения заёмщика. Целью должно являться не просто обращение взыскания на имущество, как наказание за плохую платёжную дисциплину, а решение всех проблем и учёт потребностей обеих сторон в случае отсутствия реальной возможности платить.