

*На правах рукописи*

**Мутовин Сергей Илларионович**

**РАЗРАБОТКА ОРГАНИЗАЦИОННЫХ СХЕМ И  
АДАПТИВНОЙ СТРАТЕГИИ КОМПЛЕКСНОГО РАЗВИТИЯ  
РЕГИОНАЛЬНОЙ ИПОТЕКИ**

Специальность: 08.00.05 - «Экономика и управление народным хозяйством  
(региональная экономика)»

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
доктора экономических наук

Москва

2010

Работа выполнена на кафедре региональной экономики и управления Института экономики и социальных отношений.

Научный консультант: доктор экономических наук  
Ерошенков Сергей Георгиевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
Сухарев Олег Сергеевич  
доктор экономических наук, профессор  
Романович Вера Кирилловна  
доктор экономических наук профессор  
Уткин Эдуард Андреевич

Ведущая организация: Государственный университет управления

Защита состоится «08» июля 2010 года в 14-00 на заседании Диссертационного совета Д 520.050.01 в Институте экономики и социальных отношений, 105203, г. Москва, 15-я Парковая ул., д. 8, в аудитории 212.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Института экономики и социальных отношений.

Автореферат разослан «07» июня 2010 г.

Ученый секретарь  
Диссертационного совета,  
к.э.н.

Бахметьев В.А.

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования** обусловлена тем, что повышение доступности жилой и коммерческой недвижимости отвечает жизненным интересам многих наших граждан. Современный этап экономического развития экономики России характеризуется усиливающейся тенденцией регионализации, что обуславливает формирование региональных моделей институциональной организации хозяйственных процессов в различных отраслях экономики, в том числе в инвестиционно-строительной сфере. Региональная ипотека, представляющая собой механизм решения социально-экономических проблем региона путём повышения доступности недвижимости за счёт формирования механизмов кредитования заёмщиков под залог приобретаемой недвижимости, является важнейшим способом социально-экономического развития региона.

Специфика региональной ипотеки состоит в том что, с одной стороны, региональные ресурсы ограничены, а, с другой стороны, происходит тесное взаимодействие населения, бизнеса и региональной власти, что позволяет снизить многие риски ипотечного кредитования за счет гибкого использования широкого спектра организационных форм, постоянного контроля развития ипотеки со стороны администрации, адаптивного регулирования ипотеки на базе большого массива информации о заёмщиках.

Региональная ипотека не есть только региональная конкретизация федеральной ипотеки, в основу которой положена двухуровневая (американская) система, базирующаяся на секьюритизации ипотечных активов путем выпуска ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) государственным Агентством по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК). Важнейшим уроком американского ипотечного, а затем мирового финансового, кризиса является необходимость организационной адаптации регионального ипотечного жилищного кредитования (ИЖК), включающим в себя использование более устойчивых систем ипотеки с максимальным учетом региональных особенностей.

Необходимость и важность научно обоснованных, социально ориентированных и экономически оправданных управленческих решений и преобразований в инвестиционно-строительной сфере региона обуславливает особую актуальность комплексного решения проблем формирования рынка доступной недвижимости на основе использования региональной ипотеки.

**Степень научной разработанности проблемы.** За рубежом по вопросам ипотечного кредитования опубликовано достаточно большое количество монографических работ и статей. Среди них особо следует отметить научные исследования Г. Александера, Д. Бейли, П. Роуза, Д. Диамонда, Р. Гобела, Е. Касела, Дж. Крейнера, М. Лейа, К. Редхарда, Т. Стейнмеца, Р. Страйка, Ф. Уайта, К. Христора, С. Хьюза, У. Шарпа и многих других. В них достаточно глубоко раскрыта сущность ипотеки, история формирования и развития ипотеки в Европе и США, особенности европейских и американских фирм организаций ипотеки, взаимоотношения различных субъектов, реализующих ипотечное кредитование жилищного строительства в конкретных странах мира.

Приобретение недвижимости в развитых странах уже несколько десятилетий получает массовое распространение. В трудах зарубежных авторов (Дж. Бойкина, Б. Бруггемана, Дж. Видемера, Д. Джаффе, А. Доунса, Т. Кларети, Н. Миллера, Дж. Миллара, Ш. Мэйзеля, К. Розена, Д. Сироты, М. Стоуна, Б. Тсаргиса, Дж. Фишера, Ф. Фабоцци, Р. Ханея, Д. Эпли) разработаны модели ипотечных кредитов, структура организации ипотечного рынка и выявлены

особенности участия государства в его функционировании, предлагается система государственного кредитования населения.

Значительный вклад в разработку теоретических и практических аспектов ИЖК и путей его совершенствования внесли зарубежные специалисты Р. Дорнбуш, Дж. Дэниэл, Дж.М. Кейнс, В. Лексис, М. Равиц, М. Розенберг, Д. Сигел, Р. Субраманиам, С. Фишер, Д. Шим, Р. Шмалензи, Л. Эрхард.

Теоретические и практические вопросы инвестиционной деятельности на рынке недвижимости и развития ипотеки в той или иной степени касались В.К. Бансал, Ф. Бергер, Э. Боди, Ю. Бригхем, Р. Вейсвейллер, Р. Винс, Д. Гарнер, Л.Дж. Гитман, Э. Долан, Т. Лофтон, Г.Р. Мансухани, Д.Ф. Маршалл, М.Х. Мескон, Н. Ордуэй, Р. Рейли, К.И. Рэй, Д. Фридман, С. Шривастава. В работах этих ученых рассматриваются вопросы инвестиционного процесса в строительстве, развития ипотеки, особенности ее реинвестирования, обосновываются идеи о развитии реинвестирования ипотеки на основе механизма ипотечных ценных бумаг, а также ряд других научных и практических обобщений.

В зарубежной экономической литературе анализ вопросов, связанных с развитием теории и методологии организации и управления ипотеки, представлен в трудах И. Белла, П. Досона, Н. Ордуэй, Д. Фридмана. В работах этих ученых рассматриваются вопросы оценки современного состояния и прогнозов развития ипотеки, функционирования ипотеки как синергетической части экономической системы, особенности и принципы управления системой ипотеки, обосновываются идеи о развитии рефинансирования ипотеки, а также ряд других управленческих проблем и научных обобщений, составляющих теоретическую и методологическую базу настоящего исследования.

В настоящее время в России исследованию аспектов становления и развития форм ипотеки посвящен ряд работ, подавляющее большинство из которых посвящено жилищной ипотеке. Многие из них послужили основополагающими источниками при проведении диссертационного исследования.

В процессе анализа состояния ипотечного кредитования в современной экономике России были использованы работы А. Воробьева, Ю. Ильиной, А. Кретьова, А. Ларионова, В. Лимаренко, В. Полякова, А. Ткаченко, В. Усова.

Многие идеи, получившие впоследствии свое развитие в специальной литературе были выражены, прежде всего, в трудах, посвященных проблемам недвижимости, инвестиций и кредитования. Это работы С.И. Абрамова, А.Н. Асаула, И.Т. Балабанова, О.В. Белоусова, С.П. Гришеева, В.А. Горемыкина, Л.П. Белых, В.В. Кохашенко, А.М. Мухамедьярова, Н.Н. Маслова, Л.С. Валинуровой, В.А. Вишневого, И.А. Рахмана и др.

Механизм взаимодействия спроса и предложения на рынке жилья исследован Т. Белкиной, Н. Калининой, Н. Ноздриной.

Тенденции развития кредитно-финансовых механизмов рынка жилья проанализированы И. Караваевой, В. Кудрявцевой, В. Остапенко, С. Печатниковой, Г. Цылиной.

Специальным изучением ипотеки, определения дальнейших перспектив их развития занимаются такие исследователи, как: В.А. Аверченко, В.М. Ачанкин, С.С. Бачурин, П.П. Бурлак, Б.А. Горелецкий, И.В. Довдиенко, Л.В. Донцова, В.С. Ем, Б.Д. Завидов, В.В. Иванов, Н.Б. Косарева, М.И. Каменицкий, В.А. Кудрявцев, И.А. Разумова, И.А. Сергеева, А.М. Синельников, З.П. Лукина, В.В. Смирнов, Е.Б. Попцова, А.Н. Ужегов, Ю.Ф. Черняк, Г.А. Цыпина, Я.В. Щетинин, В.К. Южелевский и др.

В настоящее время в России исследованию проблем управления субъектами в области ипотеки посвящено значительное число работ. Многие из них послужили источниками при проведении диссертационного исследования. В частности, автор опирался на труды таких отечественных ученых как: В.М. Агапкин, Е. Дёмушкина, М. Дестресс, А.А. Иванов, А. Казаков, М. Климович, Н.В. Косарева, П. Кострикин, О. Кузьминский, В.И. Лимаренко, М. Орлова, Н. Пастухова, Н. Проскуракова, В. Смирнов, Е.И. Тарасевич, Е.В. Черных и другие.

В настоящее время в России исследованию проблем совершенствования рефинансирования ипотеки посвящен ряд работ. Многие из них послужили основополагающими источниками при проведении диссертационного исследования. В частности, автор опирался на труды таких отечественных ученых как Л.И. Абалкин, Б.И. Алехин, С.А. Анесянц, Л.О. Бабешко, И.Т. Балабанов, Ю.П. Баталий, В.В. Булатов, А.Н. Буренин, А.А. Вишневский, Ю.А. Данилов, В.С. Ем, С.Г. Ерошенко, Е.Ф. Жуков, Б.Д. Завидов, А.Н. Иванов, Б.А. Колтынюк, В.А. Кудрявцев, Я.М. Миркин, Б.Б. Рубцов, В.М. Рутгайзер, В.В. Смирнов, Е.И. Тарасевич, Э.А. Уткин, А.А. Фельдман и другие.

Региональным аспектам моделирования и регулирования социально-производственного развития в условиях переходной экономики посвящены работы Л.И. Абалкина, А.А. Горбунова, О.В. Иншакова, Н.Н. Лебедевой, О.А. Ломовцевой, Д.С. Львова, С.Н. Соколова, И.М. Шабуниной.

В работах этих ученых рассматриваются вопросы инвестиционного процесса в строительстве, развития ипотеки, особенности ее рефинансирования, обосновываются идеи о развитии рефинансирования на основе механизма ИЦБ, а также ряд других научных и практических обобщений, составляющих теоретическую и методологическую базу настоящего исследования. Однако становление и развитие региональной ипотеки как управленческая задача в рамках региональной экономической системы строительно-инвестиционного комплекса, решаемая на основе юридически допустимых форм ипотеки, несмотря на ее очевидную научно-практическую актуальность и значимость, объектом отдельного исследования еще не выступала.

**Цель и задачи исследования.** Целью исследования является разработка методологии формирования и развития региональной ипотеки.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих задач:

- исследовать теоретические основы и мировой опыт работы ипотечных систем в различных регионах мира, методологические и методические аспекты формирования региональной ипотеки, способы рефинансирования ипотеки, провести анализ уроков и последствий для развития ипотеки американского ипотечного кризиса;
- изучить генезис и перспективы региональной ипотеки в России, роль ипотеки в формировании рынка доступного жилья, проблемы и пути развития законодательной базы ИЖК, подходы к рефинансированию ипотеки;
- провести анализ проблем и путей развития первичного рынка региональной ипотеки, разработать предложения по использованию различных организационных форм жилищно-строительной кооперации, ссудо-сберегательных институтов, ипотеки коммерческой недвижимости;

- провести анализ проблем и путей развития рефинансирования региональной ипотеки, разработать предложения по созданию и использованию организационных форм региональных рефинансирующих структур, а также инноваций секьюритизации ипотечных активов, применимых на региональном уровне.
- разработать предложения по комплексному развитию и адаптивной стратегии региональной ипотеки.

**Область исследования.** Работа выполнена в соответствии с паспортом специальности 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством»: 5.9. «Исследование тенденций, закономерностей, факторов и условий функционирования и развития региональных социально-экономических подсистем», 5.14. «Разработка перспектив развития региональных социально-экономических систем; прогнозирование в региональных социально-экономических системах» и 5.16. «Управление экономикой регионов на национальном, региональном и муниципальном уровнях, функции и механизм управления; разработка, методическое обоснование, анализ, оценка эффективности организационных схем и механизмов управления».

**Объект исследования** – механизмы регулирования социально-экономического развития на региональном уровне.

**Предметом исследования** являются управленческие отношения, возникающие в процессе формирования, реорганизации и развития региональной ипотеки.

**Теоретико-методологическую основу исследования** составили труды отечественных и зарубежных ученых, занимающиеся теоретическими и практическими вопросами: инвестиций, предпринимательства, строительства, систем управления, ипотеки и ценных бумаг. В процессе исследования применялись диалектический подход, методы системного анализа, экспертных оценок, статистических группировок, прогнозирования, моделирования и др. Эмпирическую базу исследования составили статистические и другие информационные источники, материалы, характеризующие производственно-хозяйственную деятельность предпринимательских структур различных организационно-правовых форм в РФ, экспертные заключения, законодательные акты и другие нормативно-правовые документы в хозяйственной сфере.

**Научная новизна** выполненного исследования состоит в разработке теоретических положений, совокупность которых дает системное решение проблемы формирования и развития региональной ипотеки. Особенностью работы является комплексный подход, учет важнейших базовых факторов, существующих ресурсных ограничений и тенденций развития современной региональной экономики. В рамках предложенной методологии обоснована возможность применения системного подхода, организационных, структурных и адаптационных механизмов, определяемых современными достижениями теории управления. К числу основных результатов, определяющих научную новизну и представляющих предмет защиты, относятся следующие.

1. Выделены специфические черты региональной ипотеки (значительное превышение спроса на ипотеку над предложением, слабое развитие института ипотечных брокеров; ограниченность у региональных банков средств для долгосрочного кредитования населения и др.), проанализирован имеющийся российский и мировой опыт региональной ипотеки и выделены перспективные организационные формы. Федеральную двухуровневую систему ипотеки

предложено дополнить на региональном уровне ссудо-сберегательными институтами, что дает основу стратегического развития массовой ипотеки и последовательных преобразований, направленных к переходу к банковской ипотеке (одноуровневая система) и дальнейшему рефинансированию через фондовый рынок (двухуровневая система).

2. Введен коэффициент доступности регионального жилья, который более адекватно, по сравнению с используемым в ФЦП «Жилище» показателем доступности жилья, оценивает доступность жилья в регионе за счет учета средней обеспеченности жильем жителей региона. Получено аналитическое выражение для коэффициента доступности регионального жилья, что позволило показать степень разброса доступности жилья в разных регионах и построить соответствующий рейтинг регионов.

3. Показана важность и перспективность развития на региональном уровне, помимо ИЖК, ипотеки коммерческой недвижимости, определены ее основные проблемы (несовершенство законодательной базы, трудность рефинансирования и др.) и предложены новые юридически допустимые организационные формы ипотеки коммерческой недвижимости.

4. Для развития рефинансирования региональной ипотеки обосновано применение инноваций секьюритизации и разработаны соответствующие организационные формы (использование кондуита и накопителя - для накопления в регионе пула ипотечных активов, транширование - для достижения полноты размещения и более высокой цены за региональные ИЦБ, применение плавающих ставок ипотечных кредитов - для более широкого вовлечения региональных кредитных организаций). Проведено сравнение возможных источников рефинансирования региональной ипотеки и предложена организационная форма комплексирования механизмов ипотечных облигаций и регионального ипотечного закрытого паевого инвестиционного фонда (ПИФа).

5. Обоснована важность и разработаны организационные формы развития регионального рынка арендного жилья для повышения адаптационных возможностей региональной ипотеки (при ограниченности средств региональных бюджетов максимально увеличивается количество семей, которых можно обеспечить жильем, рынок найма жилья является самым экономичным для регионального бюджета способом формирования «маневренного» фонда и т.д.).

6. Обоснована необходимость использования региональной ипотеки не только для увеличения спроса на недвижимость, но и для роста предложения, разработан комплекс организационных форм ипотечных механизмов активизации строительства (кредитование застройщика с помощью ипотечного механизма, активное сотрудничество региональной власти с Федеральным фондом содействия развитию жилищного строительства, региональная реализация программы стимулирования застройщиков жилья эконом-класса, земельная ипотека);

7. Доказана необходимость системного подхода к развитию региональной ипотеки и разработана концепция создания региональной накопительно-ипотечной системы (РНИС). В качестве ключевого звена (управляющая и moderирующая компания) в системе региональной ипотеки предложена модель Регионального оператора ипотеки (РОИ) - публичной рефинансирующей и сервисной организацией, замыкающей полный цикл отношений и функций в сфере региональной ипотеки и играющей центральную роль в РНИС

(объединение региональных банков для организации выпусков ипотечных облигаций под поручительство АИЖК, создание маневренного фонда, выдача стабилизационных кредитов для реструктуризации ипотеки и т.д.).

8. Построены экономико-математические модели основных этапов региональной ипотеки, получены аналитические зависимости показателей эффективности от базовых параметров региональной ипотеки (формула для срока периода накопления, уравнение порога для доступности ипотеки, аналитическое выражение для показателя эффективности региональной ипотеки). Такие выражения позволяют обоснованно сравнивать эффективность различных мер по развитию региональной ипотеки и оценивать возможности адаптации ипотечных механизмов к региональным условиям.

9. Разработана адаптивная стратегия региональной ипотеки (комплекс и общее направление действий региональных властей зависит от состояния финансового рынка и регионального рынка недвижимости) и предложена Комплексная программа развития региональной ипотеки, которая содержит три основных направления: (1) развитие первичного ипотечного кредитования (развитие разнообразных организационных форм ссудо-сберегательных институтов, корпоративная ипотека, социальная ипотека, полистадийность); (2) развитие рефинансирования региональной ипотеки (субстандартная ипотека, создание региональных накопителей, формирование регионального ипотечного ПИФа, ипотечные инновации, выпуск региональных облигаций для развития территорий, предоставление гарантий региональной властью для корпоративных и ипотечных ценных бумаг региональных рефинансирующих организаций); (3) комплексирование ипотечных механизмов для решения социально-экономических задач развития региона (развитие рынка арендного жилья, ипотека коммерческой недвижимости, использование ипотеки для активизации строительства, развитие РОИ и создание РНИС).

**Практическая значимость работы.** Основные положения и выводы диссертационного исследования могут быть использованы при прогнозировании регионального развития, при изучении текущей и прогнозируемой пространственной неоднородности, в процессе совершенствования региональной ипотеки. Предложенные рекомендации могут быть использованы в работе департаментов инвестиций и целевых программ региональных администраций, региональных фондов с целью повышения эффективности проводимой в стране государственной жилищно-строительной политики. Отдельные положения работы могут использоваться в учебном процессе при чтении лекций по дисциплинам «Финансы, денежное обращение и кредит», «Финансовый менеджмент», «Региональная экономика», «Инвестиции» студентам экономических специальностей вузов и слушателям курсов повышения квалификации, а так же при подготовке специалистов финансовых служб региональных органов власти и управления.

**Апробация работы и использование результатов.** Основные положения диссертации неоднократно докладывались на семинарах и научно-практических конференциях Красноярского научного центра СО РАН, на экономических форумах и конференциях в регионах. Основные результаты диссертационного исследования также апробированы в ходе практической деятельности автора и внедрены на предприятиях и в учебный процесс в образовательных учреждениях. Основные положения диссертационной работы нашли своё применение при формировании региональной экономической политики в Красноярском крае.



**Публикации.** По теме исследования опубликовано 58 работ, отражающих основные положения исследования, среди которых – 10 монографий общим объемом 133,88 п.л. (из них 26,09 п.л. – лично автора), 10 публикаций в журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки России общим объемом 5,64 п.л. (из них 2,67 п.л. – лично автора), 38 публикаций в журналах и сборниках научных трудов общим объемом 55,78 п.л. (из них 37,53 п.л. – лично автора).

**Структура и содержание работы** обусловлены концептуальной идеей, отражают поставленную цель и задачи исследования. Диссертационная работа состоит из введения, 5 глав, заключения, списка использованных источников из 323 наименований. Основной текст работы изложен на 250 страницах, включая 8 таблиц, 12 рисунков.

**Глава первая «Мировой опыт и тенденции региональной ипотеки».** Исследуется эволюция и основы ипотеки. Дается обобщенный анализ организационных форм рефинансирования ипотеки, механизмов секьюритизации ипотечных активов. Дается анализ уроков и последствий мирового ипотечного кризиса.

**Глава вторая «Тенденции и перспективы развития ипотеки в России».** Выделяется роль ипотеки в формировании рынка доступного жилья. Прослеживается становление ипотечного кредитования в России, развитие законодательной базы ипотеки. Формулируются основные проблемы и направления развития ИЖК и рефинансирования ипотеки.

**Глава третья «Новые организационные формы первичного рынка региональной ипотеки».** Анализируется процесс становления региональной ипотеки. Обосновывается перспективность применения элементов ссудо-сберегательных институтов (жилищно-строительных кооперативов, строительно-сберегательных касс). Предлагается механизм использования материнского капитала для развития ипотеки. Показывается важность и разрабатываются организационные формы ипотеки коммерческой недвижимости.

**Глава четвертая «Новые организационные формы рефинансирования региональной ипотеки».** Проводится анализ доступных на региональном уровне источников рефинансирования ипотеки, обосновывается перспективность использования ипотечных закрытых ПИФов. Для развития рефинансирования региональной ипотеки предлагается применение ряда инноваций секьюритизации (региональный кондуит, транширование ИЦБ, ипотечные кредиты с плавающей ставкой).

**Глава пятая. «Адаптивная стратегия комплексного развития региональной ипотеки».** Исследуются адаптационные возможности региональной ипотеки (развитие рынка арендного жилья, использование ипотечных механизмов для активизации строительства), ее роль в региональном развитии. Разрабатывается адаптивная стратегия и комплексная программа развития региональной ипотеки.

## **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

В первой главе «**Теоретические основы и мировой опыт региональной ипотеки**» рассматриваются ипотечные системы, сложившиеся в различных регионах мира.

Анализируя существующие в экономической литературе подходы<sup>1</sup> к применению самой категории «регион», в диссертации было выбрано определение региона с учетом трех обстоятельств: регион - это территориальное явление, регион - это часть целостной социально-экономической и административной системы, регион должен иметь замкнутый воспроизводственный цикл, определенную специализацию и формы ее проявления. Таким образом, регион - это не только административно-очерченное пространство, а, прежде всего, относительно замкнутый народно-хозяйственный комплекс, в котором складывается и реализуется совокупность как экономических, так и социальных процессов воспроизводства жизнедеятельности данной территории.

Система ипотечного кредитования является частью финансового рынка. В зависимости от национальных особенностей и исторического пути создания различаются несколько разновидностей классических систем ипотечного кредитования. Основная суть их отличия кроется в особенностях механизма рефинансирования.

Особого внимания заслуживает изучение системы ссудо-сберегательных касс (стройсберкасс). Она удачно сочетает механизмы накопления с механизмами кредитования граждан, а также с мерами государственной поддержки и стимулирования. Стройсберкассы - сбалансированная автономная модель. В стросберкассе кредитные ресурсы не заимствуются на открытом рынке капиталов, а целенаправленно формируются за счет привлечения сбережений будущих заемщиков по принципу кассы взаимопомощи. В рамках этой модели право на получение ссуды возникает у заемщика только в том случае, если ранее он направлял в систему свои временно свободные денежные средства, причем сумма сбережений должна быть примерно равной сумме кредита, на который он вправе рассчитывать. Стройсберкасса менее других зависит от общего состояния финансово-кредитного рынка в силу своей автономности.

Суть одноуровневой (европейской) системы ипотечного кредитования состоит в том, что выдавший ипотечный кредит банк самостоятельно рефинансирует ипотечные кредиты за счет выпуска ценных бумаг облигационного типа - закладных листов. Выпуск и обращение закладных листов регулируются специальным законодательством и отличаются от регулирования выпуска облигаций. Выпускать ценные бумаги, именуемые «закладной лист», не может ни один другой эмитент, кроме того, который определен законодательством. Деятельность ипотечных банков строго контролируется государством и органами банковского надзора.

В США действует двухуровневая система ипотечного кредитования. В этой модели ипотечные кредиты, сделанные на первичном ипотечном рынке, переуступаются агентствам, специально созданным при участии государства. Эти агентства могут сформировать из единообразных ипотечных кредитов пулы и выпустить ИЦБ.

Система ипотеки - это совокупность взаимодействующих элементов и взаимосвязанных отношений, обеспечивающих осуществление кредитования под залог недвижимости. Элементами такой системы являются ипотечные кредитные институты и вспомогательные элементы (инфраструктура), без которых

---

<sup>1</sup> Некрасов Н.Н. Проблемы региональной экономики. - М.: Мысль, 1975. С. 107; Добрынин А.И. Региональные пропорции воспроизводства. - Л.: 1977. С. 9; Маршалова А.С., Новоселов А.С. Основы теории регионального воспроизводства. - М.: Экономика, 1998. С. 14-60.

невозможно эффективное ее функционирование. Специфика ипотечного кредитования, его тесная связь с оценкой стоимости, страхованием и регистрацией недвижимости, определила необходимость существования следующих инфраструктурных звеньев: страховых компаний, профессиональных оценщиков, риэлтерских фирм, системы регистрации оборота недвижимого имущества, организаторов вторичного рынка ипотечных кредитов, нотариата, паспортных служб, органов опеки и попечительства, юридических консультаций и т.д.

Взаимодействие ипотечной системы и субъектов экономической деятельности происходит на рынке ипотечных кредитов, который делится на первичный и вторичный. Первичный рынок характеризуется взаимодействием заемщика и банка, а его инструментами являются собственно ипотечные кредиты. Вторичный рынок, инструментами которого являются ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами (закладными), способствует привлечению ресурсов для кредитования и характеризуется взаимодействием кредиторов, посредников и инвесторов, т.е. здесь происходит продажа выданных кредитов конечным инвесторам. При этом происходит трансформация персонифицированных прав по кредитным обязательствам и договорам об ипотеке в обезличенные доходные бумаги (облигации).

После предоставления ссуды кредитор выбирает одну из трех стратегий: продать кредит (закладную) посредникам (например, ипотечным агентствам); использовать кредит (закладную) в качестве основы для эмиссии обеспеченных ипотечных облигаций; оставить кредит (закладную) в своем долгосрочном портфеле и получать доход в виде платы, поступающей от заемщика. Первая и вторая стратегии предполагают выпуск ценных бумаг, или секьюритизацию кредитов (от английского «securities» - ценные бумаги). В широком смысле, секьюритизация означает превращение малоликвидных долгосрочных банковских активов (непогашенная задолженность по ипотечным кредитам) в долгосрочные долговые ценные бумаги для продажи инвесторам<sup>2</sup>. Таким образом, именно секьюритизация является реальным способом мобилизации «длинных» ресурсов для ипотечного кредитования, так как позволяет избежать несоответствия активов и пассивов по срокам<sup>3</sup>, а, следовательно, снижает риски кредитного учреждения.

Механизм секьюритизации можно схематично изобразить следующим образом. Желая привлечь финансирование при помощи секьюритизации фирма, называемая обыкновенно Оригинатор, обособляет определенные активы от связанных с ней рисков. Активы (как правило, это дебиторская задолженность) передаются вновь создаваемому лицу, обозначаемому как Специализированное Финансовое Общество (СФО), в англоязычной литературе Special Purpose Vehicle (SPV), которое структурируется таким образом, чтобы минимизировать вероятность банкротства. СФО эмитирует ценные бумаги, обеспеченные требованиями по дебиторской задолженности (asset-backed securities, ABS), передавая вырученные средства Оригинатору. Оригинатор (банк, занимающийся выдачей ипотечных кредитов) продает права требования по пулу ипотечных кредитов СФО как юридическому лицу, созданному специально для выпуска ИЦБ. СФО, в свою очередь, размещает ИЦБ, а полученные средства передает Оригинатору в счет оплаты прав требования. В дальнейшем выплата основного

---

<sup>2</sup> Рябченко Л.И. Развитие системы ипотечного кредитования в США // Бизнес и банки. 1998. №49. С. 7.

<sup>3</sup> Уоскин В.М. Секьюритизация активов. // Деньги и кредит. 2002. №5. С. 39.

долга и процентов держателям ИЦБ осуществляются за счет поступлений от кредитов, права требования по которым переданы СФО. Как правило, после продажи ипотечного покрытия СФО Оригинатор продолжает обслуживать за вознаграждение кредиты (т. е. выполняет функцию Сервисера), поскольку СФО не обладает необходимыми для этого ресурсами. Такая структура позволяет в первую очередь изолировать кредитное качество выпускаемых ценных бумаг от кредитоспособности банка (Оригинатора). Держатели ИЦБ будут полагаться исключительно на кредитное качество пула ипотечных кредитов, обеспечивающего ценные бумаги (в российском Законе «Об ипотечных ценных бумагах» такой пул активов называется «ипотечное покрытие») и прочность юридической структуры выпуска.

Преимущества секьюритизации имеют глубокую экономическую природу. Секьюритизация активов снижает расходы на финансирование, поскольку процент, уплачиваемый инвесторам при секьюритизации, меньше цены получения средств иным образом, к примеру, через эмиссию акций, облигаций или по банковской кредитной линии. Ценные бумаги, эмитируемые СФО, в зависимости от структурирования сделки могут иметь более высокий инвестиционный рейтинг и, соответственно, меньшую процентную ставку, нежели корпоративные ценные бумаги, эмитируемые непосредственно Оригинатором. В результате финансирование получают небольшие или имеющие рискованные активы фирмы, которые иначе не имели бы доступа к широкому кругу инвесторов. Кроме того, для крупных и известных фирм, ценные бумаги которых получают инвестиционный рейтинг вне зависимости от конкретного способа финансирования, секьюритизация дает косвенные преимущества: отпадает необходимость поддержания достаточности капитала, образуется дополнительный источник финансирования, уменьшается средняя ставка процента при структурировании эмиссии, расширяется круг субъектов «поддержки кредита», снижаются расходы на управление активами

Существует ряд фундаментальных причин, почему ценные бумаги СФО получают более высокий рейтинг и менее высокую процентную ставку:

- информационная асимметрия на рынке ценных бумаг;
- секьюритизация предоставляет принципиально новый источник финансирования - рынок капитала, процентные ставки которого систематически ниже ставок, по которым обыкновенно занимают небольшие или среднего размера фирмы;
- секьюритизацию активов можно рассматривать как разумный ответ на несовершенство конкурсного производства;
- секьюритизация – весомое средство защиты от неблагоприятного судебного решения.

ИЦБ – это ценные бумаги, которые дают их владельцам право на получение денежных поступлений от определенного пула (набора) активов, а именно, от прав требований по ипотечным кредитам, обеспеченных залогом объектов недвижимости. Ипотечные кредиты погашаются ежемесячными (или поквартальными) платежами. Владельцы ИЦБ, обеспеченных этим пулом, по некоторой заранее определенной схеме получают большую часть этих платежей. Первичный кредитор, выдавая ипотечные кредиты, формирует у себя портфель непогашенных обязательств. Затем однородные объединяются в пулы и обычно передаются специализированным институтам в качестве обеспечения выпуска вторичных ценных бумаг. Как правило, первичный кредитор обращается к рей-

тинговому агентству, которое и определяет рейтинг выпуска ценных бумаг. Ценные бумаги, выпущенные на основе пула, принято называть переводными ИЦБ (pass-through securities). Они отличаются<sup>4</sup> от традиционных финансовых инструментов тем, что периодичность и размер выплат по ним определяются поступлениями по ипотечным кредитам, обеспечивающим данный выпуск. Таким образом, при помощи переводной бумаги платежи по ипотечным кредитам как бы переводятся от заемщика к конечному инвестору за вычетом сборов посреднических структур (отсюда и название - «переводная» бумага).

Другим видом ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, являются облигации. Это общее долговое обязательство эмитента, обеспеченное ипотечными кредитами. Как правило, дата погашения и сроки периодических платежей установлены заранее: в определенные сроки выплачиваются проценты, а основной долг погашается по истечении ее срока. При этом выплаты по облигациям напрямую не связаны с платежами по ипотечным кредитам. Так, если, приобретая переводные ценные бумаги, инвестор становится владельцем определенной доли в пуле ипотечных кредитов, то в модели с облигациями ипотечные кредиты (и генерируемые ими доходы) принадлежат эмитенту, а сами ценные бумаги - инвесторам. Все это делает такие облигации более схожими с традиционными корпоративными бумагами, чем с бумагами типа pass-through. Основным отличием облигаций, обеспеченных ипотекой, от корпоративных облигаций является их особый залоговый механизм. При этом обеспечением могут служить не только ипотечные кредиты, но и переводные ценные бумаги, выпущенные на базе закладных.

ИЦБ несут в себе четыре основных вида рисков: кредитный риск (риск неплатежа заемщиком обязательств по ипотечному кредиту), риск ликвидности (риск того, что ипотечную бумагу не удастся реализовать без потерь), риск досрочного погашения, процентный риск (риск изменения стоимости ценной бумаги в зависимости от рыночной ставки процента). Кредитный риск, в свою очередь, включает две составляющие: риск дефолта заемщика и риск залога (риск того, что в случае дефолта заемщика держатель ценной бумаги не сможет компенсировать свои затраты на ее приобретение за счет продажи предмета залога)

Подавляющее большинство ИЦБ имеют очень высокий кредитный рейтинг. Причиной тому является не только обеспечение ИЦБ в виде залога недвижимости. Каждый эмитент максимально использует различные процедуры (организационные, юридические, кредитной поддержки секьюритизованных активов) для повышения кредитного рейтинга своих бумаг. Кредитная поддержка может быть внешней (обеспечиваемая сторонними организациями - государственные гарантии, страховое покрытие бондов и т.д.) и внутренней (обеспечиваемая организатором секьюритизации или заложенная в структуру транзакции). Важным фактором повышения кредитного рейтинга ИЦБ является механизм обособления секьюритизируемых активов на СФО, которое обычно юридически не аффилировано с организатором секьюритизации. Это предприятие становится держателем активов и эмитирует ИЦБ. По уставу оно не имеет права быть вовлеченным ни в какой иной бизнес. Таким образом, эмитированные ИЦБ подвержены только кредитному риску секьюритизируемых активов и никакому другому. В частности, они оказываются изолированными от

---

<sup>4</sup>Жилье: комплексный взгляд / Под общ. ред. В.М.Агапкина. Науч. ред. А.В.Черняк, В.З.Черняк. - М: А.В.Ч., 2001. С. 704.

бизнес-риска организатора секьюритизации. Это важный фактор, позволяющий поднять кредитный рейтинг секьюритизационных облигаций выше кредитного рейтинга организатора секьюритизации.

Во второй главе «Генезис российской ипотеки» рассматривается становление, развитие и перспективы ипотеки в России.

В настоящее время задача формирования рынка доступного жилья является первоочередной задачей социально-экономического развития страны. Решение этой задачи достигается как совместное решение двух основных задач:

- 1) увеличение объемов жилищного строительства;
- 2) повышение платежеспособного спроса населения на жилье с помощью развития жилищного кредитования.

Доступность жилья является главным фактором спроса на ипотеку. На практике основным показателем состояния рынка жилья с точки зрения возможности приобретения гражданами квартир является коэффициент доступности жилья (КДЖ). Он вычисляется в процессе сопоставления доходов населения с ценами, сложившимися на национальном рынке или рынке конкретно выбранного региона и измеряется как отношение средней стоимости стандартной квартиры (общей площадью 54 кв. метра в ФЦП «Жилище») к среднему годовому доходу семьи из трёх человек (двое взрослых и ребёнок).

$$\text{КДЖ} = 54 * \text{ЦКМ} / (3 * \text{СДД}), \quad (1)$$

где ЦКМ – цена квадратного метра жилья, СДД – средний душевой доход.



Рис. 1. Динамика коэффициента доступности жилья как и его сравнение с целевыми индикаторами ФЦП «Жилище». Источник: Институт экономики города, Паспорт ФЦП «Жилище».

КДЖ показывает, сколько лет потребуется такой семье для приобретения жилья при существующем у неё уровне дохода. Показатель доступности жилья - один из ключевых индикаторов, широко применяемый в мировой практике. В частности, он используется в межстрановых сравнениях в Программе ООН по развитию населенных пунктов<sup>5</sup>. Так, значение КДЖ, по данным 2004 года, со-

<sup>5</sup>Urban Indicators Guidelines. UN Human Settlements Programme, August 2004. - <http://ww2.unhabitat.org/programmes/guo/>

ставляло: в Сиэтле - 3 года, в Лондоне - 4,7 года, Эдинбурге - 3,5 года, Нью-Йорке - 2,7 года, Стокгольме - 6 лет, Токио - 5,6 года, Амстердаме - 7,8 года, для Парижа - 3 года, для Мельбурна - 3,6 года, для Рио-де-Жанейро - 2,5 года, в целом по США - 2,85 года. Конечно, в разных странах речь идёт о жилье разного качества, но, тем не менее, признаваемом в данном обществе допустимым (средним, массовым) стандартом проживания. Динамика КДЖ для Росси показан на рис. 1.

По своей экономической сути данный показатель характеризует лишь один из факторов доступности жилья, а именно соотношение цен на рынке жилья и уровня доходов населения. С этой точки зрения, нормальными в мировой практике считаются значения коэффициента доступности жилья, не превышающие 3–5 лет<sup>6</sup>. Этим международным границам значений коэффициента доступности жилья в 2008 году соответствовали значения в 42 субъектах Российской Федерации, из которых в 6 регионах для приобретения жилья семье из трех человек надо было копить деньги менее трех лет. В 33 регионах жилье было недоступно, так как период накопления составляет более 5 лет. На рис. 2 приводится количество субъектов Российской Федерации, значения коэффициента доступности жилья для которых попадают в указанный диапазон.

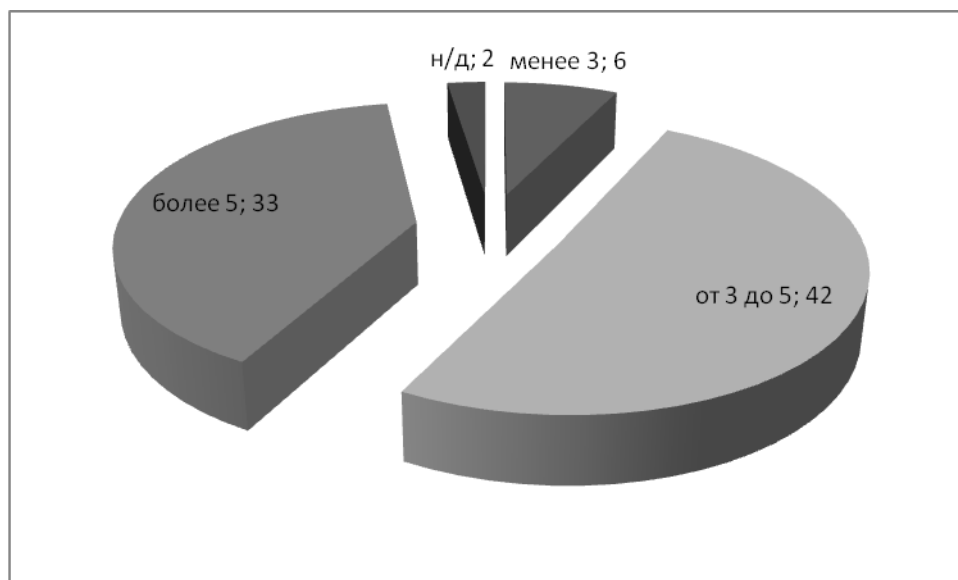


Рис. 2. Распределение 83 субъектов Российской Федерации по значениям коэффициента доступности жилья в 2008 году (по количеству субъектов). Источник: расчеты автора по формуле (1) и данным Росстата.

В мировой практике при определении величины показателя доступности жилья стандартной считается квартира, в которой на каждого члена семьи приходится общая площадь, равная средней величине обеспеченности населения жильем в данном стране/регионе. В развитых странах средний показатель обеспеченности населения жильем колеблется между 30-45 кв. метров на одного человека, например: в Норвегии – 74 кв. метров общей площади, в США – 65 кв. метров, в Швеции – 43 кв. метров, в Японии – 31 кв. метр.

<sup>6</sup>3rd Annual Demographia International Housing Affordability Survey: 2007. - <http://www.demographia.com/dhi-ix2005q3.pdf>.

В России наблюдается большой разброс среднего показателя обеспеченности населения жильем<sup>7</sup> (ОЖП) между различными регионами: от ОЖП = 10,9 кв. метра в Республике Ингушетия до ОЖП = 30,8 кв. метра в Чукотском автономном округе. Поэтому оценка доступности жилья должна, по крайней мере, учитывать этот показатель. С этой целью в диссертации предлагается использовать коэффициент доступности регионального жилья (КДРЖ):

$$\text{КДРЖ} = \text{ЦКМ} * \text{ОЖП} / \text{СДД}, \quad (2)$$

где показатели ЦКМ, ОЖП, СДД берутся средними по исследуемому региону. Если рассматривать Россию в целом, то введенный коэффициент КДРЖ совпадает с КДЖ, используемом в ФЦП «Жилище» при ОЖП = 17 кв. метров.

КДРЖ дает более объективную картину доступности жилья в регионах (см. рис. 3).

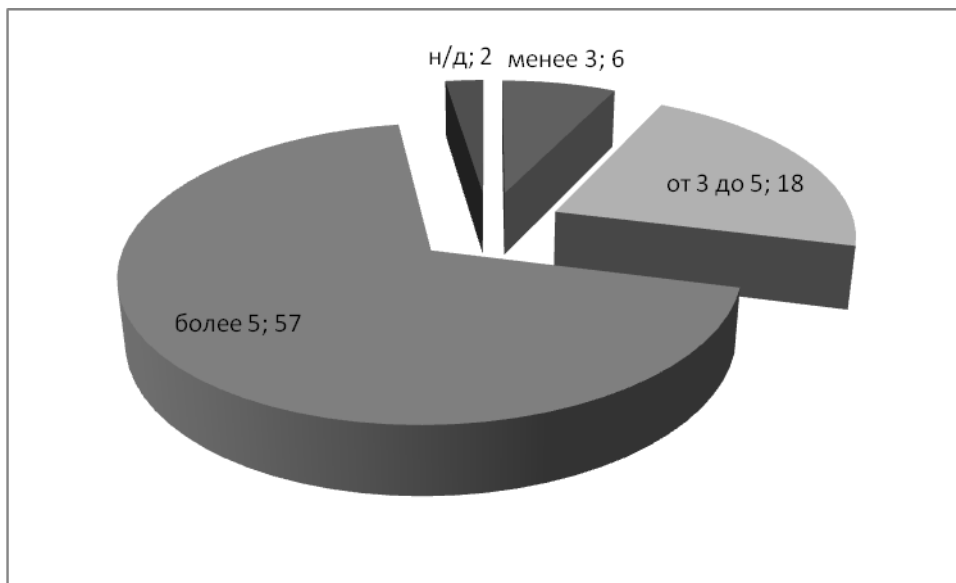


Рис. 3. Распределение 83 субъектов Российской Федерации по значениям коэффициента доступности регионального жилья в 2008 году (по количеству субъектов). Источник: расчеты автора по данным Росстата.

Мы видим, что доступность жилья в регионах России хуже (в среднем, 6,0 лет), чем то показывает индикатор ФЦП «Жилище» (рис. 2) и неблагополучных регионов больше (57 против 42). Наблюдается большой разброс доступности регионального жилья (рис. 4): от 1,99 лет в Ямало-Ненецком автономном округе до 10,43 лет в Калужской области. Жители столиц, как выясняется, находятся далеко не в самом лучшем положении: г. Москва занимает 56-е место, а г. Санкт-Петербург вообще 78-е из 81 региона (по двум регионам недостаточно данных).

Ключевое значение для формирования рынка доступного жилья имеет решение задачи увеличения объемов жилищного строительства. Сфера жилищного строительства является сегодня основным ограничителем для формирования рынка доступного жилья. Помимо общих причин, связанных с существованием

<sup>7</sup> Источник: *Общая площадь жилых помещений, приходящаяся в среднем на одного жителя в субъектах Российской Федерации (на конец 2008 года)*. - [http://www.gks.ru/bgd/regl/b09\\_44/IssWWW.exe/Stg/d2/09-20.htm](http://www.gks.ru/bgd/regl/b09_44/IssWWW.exe/Stg/d2/09-20.htm)



в строительстве временного лага, необходимого для реакции на увеличение спроса, жилищное строительство ограничивается возможностями по обеспечению земельных участков инженерно-технической инфраструктурой, а также готовностью банков кредитовать застройщиков. Потенциал активизации жилищного строительства ограничен: возможностями индустрии строительных материалов, возможностями мощностей и сетей коммунальной инженерной инфраструктуры, возможностями банковского кредитования застройщиков, возможностями увеличения объемов жилищного строительства за счет снижения административных барьеров и решения других проблем.

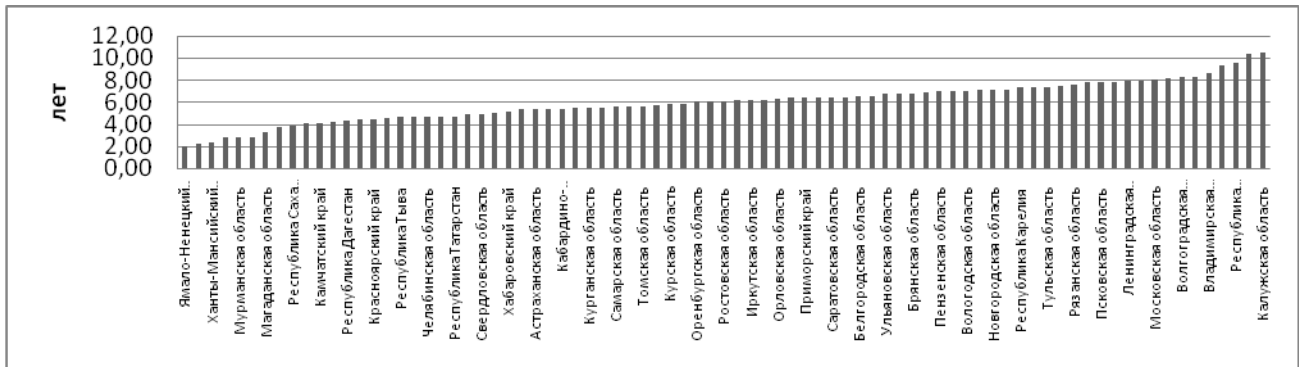


Рис. 4. Распределение коэффициента доступности регионального жилья (слева – направо: от самых благополучных к самым неблагополучным) по субъектам Российской Федерации. Источник: расчеты автора по формуле (2) и данным Росстата.

Одной из актуальных проблем является проблема доступности источников финансирования жилищного строительства, в том числе кредитных. Сегодня за счет средств населения финансируется до 40% строительства многоквартирных домов на начальной стадии строительства и до 80% - на завершающих этапах. Доля кредитных средств составляет не более 20% от стоимости строительства. Развитие банками кредитования застройщиков жилья тормозится наличием таких проблем, как: проблема обеспечения кредитов (отсутствие прав собственности на земельный участок и трудности залога объектов незавершенного строительства); высокий уровень рисков кредитования строительства; низкий уровень прозрачности финансово-хозяйственной деятельности строительных компаний; отсутствие у банков достаточных финансовых ресурсов; низкий уровень подготовки бизнес-планов, проектов по строительству жилья; долгий срок подготовки и утверждения проектной документации.

Анализ основных проблем в строительстве жилья показывает наличие следующих (в порядке убывания приоритета) проблем:

- 1) трудности, связанные с получением необходимых согласований и разрешений на осуществление строительства;
- 2) низкий уровень доступности кредитных и иных источников финансирования для строительства;
- 3) низкий платежеспособный спрос населения на жилье;
- 4) отсутствие достаточного количества земельных участков для строительства, обеспеченных необходимой инженерно-технической инфраструктурой;
- 5) недостаточные возможности производственных мощностей;
- 6) отсутствие достаточного количества участков для строительства;
- 7) высокие налоги;

8) недостаточный объем строительных материалов, удовлетворяющих ценовым и качественным потребностям.

При решении указанных проблем в сфере жилищного строительства, по оценкам строительных компаний, ими может быть обеспечен рост объемов вводимого жилья в среднем на 30%. Отсюда следует, что для увеличения объемов строительства жилья, кроме решения вопроса о развитии жилищного кредитования населения и застройщиков, а также о совершенствовании финансовых механизмов развития коммунальной инфраструктуры, необходимо сконцентрировать усилия на снижении административных барьеров в строительстве.

Одним из основных ограничений возможности населения улучшать жилищные условия являются недостаточные объемы жилищного кредитования. Банки с большой осторожностью подходят к прогнозированию перспектив развития жилищного кредитования населения. Среди факторов, препятствующих развитию жилищного кредитования населения в ближайшие годы, выделим:

- отсутствие эффективной процедуры обращения взыскания на заложенное жилье и выселения;
- отсутствие у заемщиков документально подтвержденных доходов;
- отсутствие долгосрочных финансовых ресурсов;
- сложная и длительная процедура регистрации прав и сделок.

В настоящее время активно развивается законотворческая деятельность по созданию принципиально новых возможностей для решения жилищной проблемы. Пакет из 27 Законов (2005 г.) был направлен на решение комплекса взаимосвязанных задач:

- формирование и развитие рынка доступного жилья;
- разработку нового Жилищного кодекса РФ и Градостроительного кодекса РФ;
- уточнение правового положения ипотечного агента и характеристик ИЦБ;
- установление особого порядка удовлетворения требований кредиторов - владельцев ипотечных облигаций;
- защиту добросовестных приобретателей;
- обращение взыскания на жилое помещение;
- формирование кредитных историй;
- совершенствование процедуры регистрации прав;
- совершенствование тарифов ЖКХ,;
- создание жилищно-накопительных кооперативов;
- развитие долевого строительства.

Цель принятия пакета законов по формированию рынка доступного жилья – не просто стабилизировать цены на жилье, а сделать более дешевым и простым доступ к долгосрочным ипотечным кредитам. Однако доступность кредитов повышает спрос на жилье. Поэтому, чтобы такое стимулирование спроса на ипотечные кредиты не привело к дополнительному росту цен, законы должны были стимулировать еще и рост предложения, то есть жилищное строительство всех видов. Увеличению спроса на жилье служат следующие законодательные новации: введение системы кредитных бюро; отмена нотариального удостоверения ипотеки; отмена требования разрешения органов опеки для сделок; отмена НДС при продаже квартир; снижение ставки налога на прибыль для инвесторов в ипотечные бумаги; выселение заемщиков-банкротов из заложенного

жилья. Стимулировать предложение должны: упрощенное согласование и экспертиза документации; продажа заранее подготовленных земельных участков на открытых конкурсах; развитие кредитования застройщиков.

«Пакетный» способ принятия законов по формированию рынка доступного жилья имеет и негативные стороны, поскольку входящие в него проекты федеральных законов имеют разную степень проработанности. В работе сформулирован ряд предложений по совершенствованию законодательства:

- расширение области согласования с органами опеки (в новых законах ограничена необходимость получения согласия органов опеки и попечительства случаями ограничения или лишения родительских прав);
- регламентация выселения (существующая процедура выселения сужает практические возможности по реализации жилья по адекватной цене);
- устранение запрета на взыскание на единственно пригодное жилье;
- оптимизация ИЦБ (устранение детализации требований к ипотечному покрытию; включение в Закон об ИЦБ положений о программе заимствований ипотечных облигаций, объединяющей несколько выпусков ипотечных облигаций под одно ипотечное покрытие; ограничение контрольных функций специальных депозитариев и т.д.).

Ипотека в России сталкивается с рядом серьезных проблем:

- высокие процентные ставки и короткий срок кредита;
- непрозрачные для банка источники дохода лиц, желающих получить кредит;
- рискованность различных небанковских форм привлечения средств граждан;
- отсутствие рынка ипотечных облигаций;
- трудность выселения неплательщика ипотечного кредита из полученной по ипотеке квартире.

АИЖК было создано в октябре 1997 г. в форме ОАО со стопроцентным государственным капиталом. Основной целью деятельности агентства является развитие схемы ИЖК в России. АИЖК было учреждено российским правительством для рефинансирования рублевых ипотечных программ. Главная задача АИЖК — создание механизма рефинансирования для банков, занимающихся ипотечным жилищным кредитованием по стандартам АИЖК. Сегодня на рынке действуют единые технологии, единые стандарты, которые АИЖК транслирует своим партнерам-банкам.

Региональные банки совместно с АИЖК создают механизм рефинансирования ипотечных кредитов. Банки-партнеры Агентства выдают ипотечные кредиты по единому федеральному стандарту. Банк обязуется поставить закладные Агентству в обмен на рефинансирование выданного кредита. Средняя сумма кредита в регионах около 300 тыс. руб., средняя стоимость квартиры – 450 тыс.рублей. Соотношение первоначального взноса и суммы кредита – 30 на 70 процентов вполне обеспечивает любой семье возможность взять ипотечный кредит. Семья должна иметь суммарный доход не менее 10 тысяч рублей в месяц, что вполне реально почти во всех регионах страны. Соотношение первоначального взноса и кредита: 30% на 70% вполне обеспечивает возможность приобрести квартиру по ипотеке практически любой семье, имеющей суммарный доход не менее 10 тысяч рублей в месяц. А таких семей, даже по

статистическим данным, в стране уже немало. В тех регионах, где доходы меньше, местные администрации, как правило, выдают целевые субсидии на приобретение жилья. При рефинансировании кредита Агентством и поставке ему закладных банк получает комиссию за обслуживание кредита в размере 2 процента.

Помимо банковского кредитования активно развиваются в последнее время контрактные сбережения, например, ссудно-сберегательные кассы. Эффективные в российских условиях ипотечные схемы активно ищут в регионах. Однако во многих региональных ипотечных программах не содержится механизмов рефинансирования организаций – кредиторов, что ставит под сомнение их перспективность при отсутствии бюджетного финансирования. Опыт региональных ипотек показывает, что возможно эффективное массовое использование *полистадийности*, когда используются:

- вложения уже накопленного богатства, например, имеющегося жилья;
- создание «цепочки» улучшающих свои жилищные условия.

Ключевые направления развития ипотеки в России: формирование эффективного рынка ипотечных эмиссионных ценных бумаг; создание условий для привлечения кредитных организаций на рынок ипотечных кредитов; формирование первичных рынков ипотечных кредитов и их интеграция; формирование эффективного комплекса мероприятий по управлению рисками, разработка концепции, институтов и механизмов государственного и коммерческого страхования ипотечных кредитных рисков; совершенствование системы государственных гарантий по обязательствам эмитентов ИЦБ; разработка и реализация схем и механизмов, обеспечивающих возможность привлечения в систему ИЖК средств пенсионных фондов.

В третьей главе «**Новые организационные формы первичного рынка региональной ипотеки**» рассматриваются становление ипотеки в регионах России, использование различных форм жилищно-строительной кооперации, ссудо-сберегательных институтов, ипотека коммерческой недвижимости.

Ипотека в России в 2005-2008 годах проходила стадию бурного роста. Исчерпан ли он? Для ответа на этот вопрос надо оценить потенциал ипотеки. Объем рынка ипотечного кредитования обычно исчисляется в процентах от ВВП. Нужно отметить, что другие страны проходили такой же путь. Сегодня объем российского рынка ипотеки составляет порядка 1-2 процента от ВВП (см. таблицу 1 и рис. 5.).

Таблица 1.

Эволюция ипотечного жилищного кредитования в России

Год	ВВП, млрд руб.	Ипотека, млн руб.	Доля ипотеки от ВВП, %
2004	17 048,1	4 690	0,03
2005	21 620,1	22 995	0,11
2006	26 781,1	263 561	0,98
2007	33 113,5	556 489	1,68
2008	41 540,4	650 580	1,57
2009	39 016,0	124 450	0,32

Данные: Банка России

Если говорить, например, о странах Балтии и Польше или же о других странах, где эти рынки ипотечного кредитования появились совсем недавно, то там объем ипотечного жилищного кредитования составляет 3-5% от ВВП, а в странах с

развитой экономикой, как, например, Германия, — до 50% от ВВП. По предварительным оценкам, в 2010 году ВВП России составит 41 трлн. руб. Отсюда оценка рынка ИЖК, по аналогии со странами Восточной Европы (примерно 5% от ВВП), составляет 2,05 трлн. руб. Если же учитывать ипотеку коммерческой недвижимости, то объем будет еще больше.

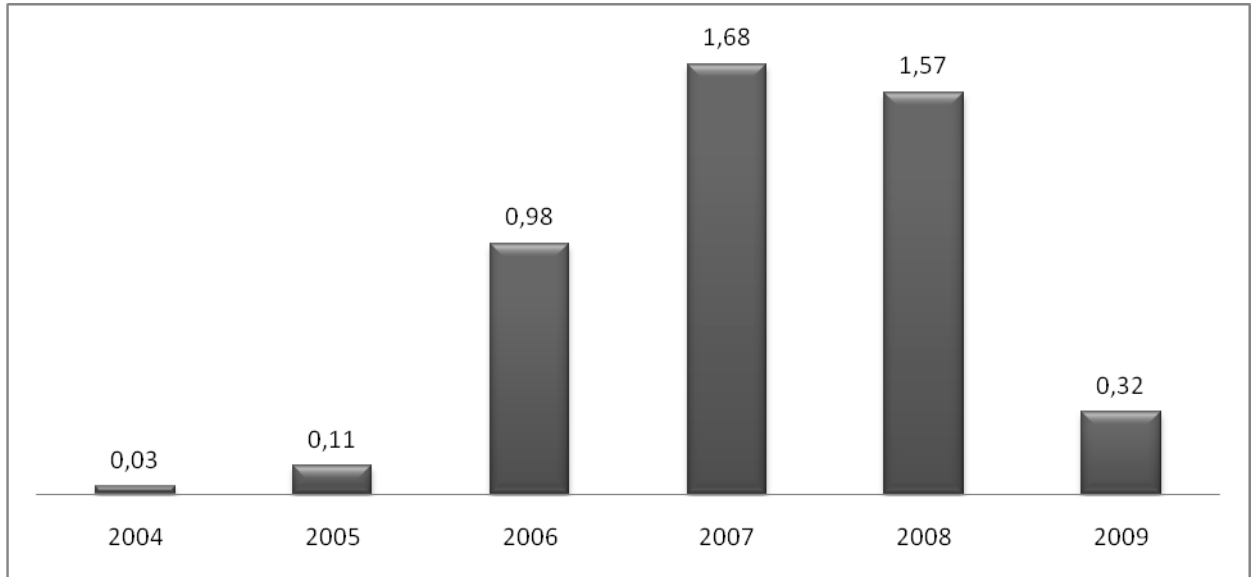


Рис. 5. Резкое падение доли ипотеки в ВВП. Источник: данные ЦБ РФ.

Региональная ипотека ведет как к прямому росту ВРП региона, повышая деловую активность на рынке недвижимости и увеличивая объёмы строительства, так и косвенно воздействуя на него, так как каждый заёмщик (независимо от того, физическое ли это лицо или юридическое) получает дополнительный стимул к увеличению собственной эффективности и прибыльности. В развитии региональной ипотеки заинтересованы как основные участники рынка ипотечного кредитования, а именно банки и заёмщики, так и застройщики, и региональное правительство. Развитие региональной ипотеки является сложной долгосрочной задачей, однако приводит к взаимному выигрышу всех заинтересованных сторон. Среди таких форм важное значение для развития региона имеют: предоставление гарантий со стороны компании-работодателя или регионального правительства; внедрение банками новых ипотечных продуктов; поддержка региональной властью ипотеки для социально-защищаемой группы населения. Роль регионального правительства при развитии локальных форм ипотеки состоит в активизации процессов рефинансирования в каждой из возможных форм ипотеки, то есть правительственные гарантии и другие формы поддержки играют роль «ключа зажигания» в системе регионального ипотечного кредитования.

Региональные рынки ипотечного кредитования обладают определенной спецификой, в первую очередь, значительным превышением спроса на ипотечные кредиты над предложением. Удовлетворению этой потребности мешает ряд причин:

- малочисленность первичных кредиторов;
- слабое развитие института ипотечных брокеров;
- ограниченность у региональных банков средств для долгосрочного кредитования населения.

Среди регионов, где активно развивается ипотека, можно назвать Оренбург, Саратов, Рязань, Самарскую, Саратовскую, Нижегородскую области, Республику Башкортостан и Удмуртскую Республику, а также закрытые территориальные образования, например, г. Саров. Чаще всего региональные ипотечные программы реализуются местными властями, которые создают с этой целью муниципальные ипотечные фонды<sup>8</sup>. Учредителями фондов обычно выступают администрации городов, муниципальные банки, страховые и строительные компании. Основным источником денег для этих фондов — бюджетные средства, хотя иногда в ипотечных программах участвуют и местные банки. Региональные власти, развивая социальную ипотеку, достигают ряд целей: обеспечивают жильем своих избирателей, обеспечивают работой стройкомплекс и получают дополнительные налоговые поступления.

Несмотря на то, что Концепцией развития системы ИЖК в Российской Федерации официально отдаётся предпочтение двухуровневой модели построения отношений на ипотечном рынке, большинство регионов ориентируются на собственные «квазиипотечные» наработки. Удачный пример - Программа улучшения жилищных условий, разработанная и реализованная г. Сарове Нижегородской области, а также применяемая в Вологодской, Калужской, Кировской, Костромской, Нижегородской и Ульяновской областях. В рамках данной Программы финансирование осуществляется по замкнутой схеме, полностью за счет средств региональных (местных бюджетов), через посредство специально создаваемых фондов. Однако при этом возникающие денежные обязательства заемщиков не могут быть рефинансированы, поскольку первичные права требования не оформлены банковскими кредитными договорами. Другой пример: в Красноярском крае проблема жилищного обеспечения решалась с помощью аренды с последующим правом выкупа.

Двухуровневая система ипотеки, принятая на федеральном уровне, зачастую не является эффективным инструментом развития рынка доступного жилья в регионах<sup>9</sup>. Ключом для развития региональной жилищной политики должна стать всемерная поддержка жилищно-строительных кооперативов (ЖСК) и небанковских кредитных организаций специализированного профиля, так называемых строительно-сберегательных касс (ССК), имеющих некоммерческую форму собственности, основанную на членстве. Именно такие формы состоялись и доказали свою устойчивость многовековым опытом капиталистических стран. Преимущества ЖСК:

- покупка жилья через ЖСК значительно дешевле банковского ипотечного кредитования;
- сбережения населения работают на реальный подъем региональной экономики;
- высокая степень устойчивости к финансовым кризисам.

Проблемы развития ЖСК в регионах:

- невыгодность процесса накопления при значительном росте цен на недвижимость;
- конкурентное давление со стороны ипотечных банков;

<sup>8</sup> Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н. Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования населения в России // Вопросы экономики. 2001. № 5. С. 105.

<sup>9</sup> Волков С. Ипотека в регионах: как дополнить «американскую» модель // Ипотечное кредитование в России. Инструменты повышения доходности: мат-лы II м/н конф. (08.10.2008, г. Санкт-Петербург). – www.rusipoteka.ru: 2008.

- отсутствие поддержки небогатых пайщиков ЖСК со стороны региональной власти;
- значительный объем негативной информации от СМИ по поводу неудачно развития кооперативов.

Пути развития ЖСК:

- улучшение взаимодействия кооперативов с органами региональной власти;
- привлечение внешних инвестиций в кооператив (оформление залладных по объектам залога с целью дальнейшей продажи, установление сотрудничества с иностранными инвестиционными фондами и т.д.);
- участие в строительстве нового жилья.

Программа «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» в наименьшей степени поддается контролю на федеральном уровне. Причина этого в том, что строительство зависит, в первую очередь, от наличия земельных участков и индустрии производства строительных материалов. Эти факторы относятся к сфере регулирования органов региональной власти (субъектов федерации и муниципалитетов). Строительный рынок в регионах практически монополизирован доминирующими в регионах финансово-политическими группами. Существующие местные ресурсы и практика работы не позволяют выполнить задачи национального проекта. Для этого представляется необходимым «открытие» региональных строительных рынков перед федеральными и международными инвесторами. Для реализации на региональном уровне необходима стратегия, включающая в себя создание частно-государственного партнерства в виде консорциума и привлечение средств граждан через ЖСК.

Ссудо-сберегательные институты – это организации, реализующие контракты со своими членами на предоставление кредита для приобретения или реконструкции жилья, причем получение кредита обусловлено не только залогом и обязательствами заемщика по обслуживанию долга, но и предварительным выполнением плана по накоплению сбережений. От других ипотечных институтов ссудо-сберегательные институты отличаются тем, что предоставляют права на ссуду только своим вкладчикам. Следующим этапом после развития ЖСК в регионе является использование ссудо-сберегательных институтов – ССК, которые не требуют кредитной истории, вместо нее – история личных накоплений гражданина в ССК. При этом при использовании накоплений по назначению (на строительство, покупку или ремонт собственного жилья) государство: (1) должно добавлять премию (например, в Германии это 10%); (2) не облагать подоходным налогом проценты на накопленную сумму. Проблемы и системы стройсбережений в российских условиях: (1) существует противоречие в курсовой разнице валюты заемных и возвратных средств; (2) отсутствуют надежные гарантии для сбережений. Создание системы ссудно-сберегательных институтов – ССК и строительно-сберегательных (жилищно-накопительных) кооперативов – необходимый этап в становлении массового рынка ипотечного кредитования в регионах.

ССК оказываются наиболее эффективным институтом на начальном этапе формирования региональной ипотеки в силу следующих причин:

- благодаря узкой специализации и предварительным планам накопления стройсберкассы снижают кредитные риски и преодолевают про-

блему недоверия, позволяя вовлечь в систему ипотечного кредитования основную массу населения;

- ССК оказывается школой сберегательного и долгового поведения для многих людей;
- ССК являются эффективным инструментом обучения и отбора надежных заемщиков для банковского сектора;
- в нынешних российских условиях ССК обеспечивают максимальную эффективность государственных жилищных субсидий<sup>10</sup>.

ССК помогают ускорить институциональную эволюцию по двум каналам: (1) они способствуют улучшению культуры сбережений и росту доверия, тем самым стимулируя рост банковской ипотеки; (2) они могут сами естественно трансформироваться в более совершенные ссудно-сберегательные ассоциации, а затем и в универсальные банки.

Рациональный план стратегического развития региональной ипотеки состоит в ряде последовательных преобразований:

- 1) внедрить стройсберкассы для привлечения основной массы средне- и низкодходных слоев населения на рынок сбережений, кредита и строительства;
- 2) после 5–10 лет целесообразно начать постепенное снижение размера государственной премии по стройсбережениям, продолжать снижение в течение следующих 10–20 лет;
- 3) одновременно с сокращением премии необходимо увеличить субсидии начального взноса для ускорения перехода потребителей к банковской ипотеке;
- 4) после того как банковская ипотека станет массовой, интенсифицировать развитие институтов секьюритизации ипотечных кредитов.

Материнский (семейный) капитал (МСК) является одной из мер государственной поддержки семей, имеющих детей. Право получения этой поддержки с 1 января 2007 года по Федеральному закону № 256-ФЗ от 29.12.2006 «О дополнительных мерах государственной поддержки семей, имеющих детей», получили семьи, в которых с 1 января 2007 года появился второй ребенок. В настоящее время размер материнского (семейного) капитала составляет 312 162,50 рублей, что для большинства российских регионов является суммой, которая существенно снижает нагрузку на заемщиков при обслуживании ипотечного кредита Средства МСК перечисляются Пенсионным Фондом РФ безналичным платежом по целевому назначению в зависимости от направления использования средств. Средства МСК можно использовать в полном объеме либо частично по следующим трем направлениям:

- 1) получение образования ребенком;
- 2) формирование накопительной части трудовой пенсии для женщин;
- 3) улучшение жилищных условий.

Использование МСК для улучшения жилищных условий возможно двумя путями:

- 1) для уплаты первоначального взноса при получении ипотечного кредита, ограничение - данный путь возможен не ранее чем по истечении трех лет со дня рождения ребенка;

<sup>10</sup> Полтерович В.М. Старков О.Ю. Сравнение эффективности стройсберкасс и банковской ипотеки // III Петербургский ипотечный форум: мат-лы форума (21-23.05.2008, г. Санкт-Петербург). – www.rusipoteka.ru: 2008.



2) погашения основного долга и уплаты процентов по ипотечному кредиту.

Для ускоренного использования МСК необходима региональная поддержка программ ипотечного кредитования, в которых:

- возможная сумма кредита увеличивается на сумму МСК;
- устанавливается минимальный процент за пользование дополнительной части кредита в течение короткого времени, пока средства МСК идут из Пенсионного фонда РФ в регион.

Коммерческая недвижимость (офисы, магазины, гостиницы, склады, цеха и т.д.) занимает центральное место в структуре основного капитала предприятия. Инвестирование в коммерческую недвижимость требует наибольших расходов. Ввиду высокой стоимости, затраты на основные средства не могут быть возмещены быстро. Но если руководство предприятия намерено иметь стабильное, конкурентоспособное положение на рынке, чтобы фирма имела постоянный статус и доверие среди покупателей, клиентов и партнёров, ему необходимо иметь основной капитал, который бы приносил достаточно высокие доходы. Перспективным инструментом увеличения основного капитала является ипотека коммерческой недвижимости (ИКН). На Западе вопрос необходимости использования ИКН практически даже не ставится, потому что любая сделка по купле-продаже коммерческой недвижимости совершается с применением ипотечных механизмов. Покупать недвижимость сразу просто не выгодно, даже если у компании есть на это средства. Российские предприниматели до настоящего времени предпочитали сразу же покупать недвижимость в собственность, что объясняется стремлением к стабильности в весьма изменчивых российских экономических реалиях.

Для России инвестирование бизнеса в коммерческую недвижимость<sup>11</sup> в социально-экономическом плане не менее важно, чем инвестирование граждан в жилье. Особенно это важно для малого и среднего бизнеса в регионах. Ведь это множество предпринимателей, которые могут создавать новые рабочие места, обеспечивать рост налоговых поступлений. Кроме того, развитие ИКН позволяет диверсифицировать ипотечный бизнес как на уровне отдельного банка, так и на уровне региона.

Выделены существенные отличия ИКН от ИЖК. ИКН работает по той же самой схеме, что и ИЖК, однако есть и существенные отличия:

- заемщик при ИКН - лицо юридическое, а не физическое, осуществляющее предпринимательскую деятельность с приобретаемым активом;
- жилищная ипотека может возникнуть в силу закона, а ИКН пока что - в силу договора, на основании которого можно заложить коммерческую недвижимость;
- ИКН не имеет юридической базы для выдачи кредита под будущую покупку, поэтому необходимо творчески использовать различные юридически допустимые формы.

Определены основные преимущества ИКН:

- ИКН по своей структуре проще, чем ИЖК, так как в этом случае отсутствует социальный элемент;

<sup>11</sup> Белл И., Гибсон П., Досон П., Ясеновец И. Ценные бумаги, обеспеченный коммерческой недвижимостью: юридически и структурные аспекты // Ипотека в России.- www.rusipoteka.ru, 2004

- нет ограничений по обращению взыскания на заложенную коммерческую недвижимость;
- легко реализовать залог – коммерческую недвижимость;
- ИКН выгодна предпринимателям с относительно высокой доходностью бизнеса.

Важную роль играет ИКН в решении жилищной проблемы. Для решения жилищной проблемы необходимо одновременное решение двух основных задач:

- 1) увеличение объемов жилищного строительства;
- 2) повышение платежеспособного спроса населения с помощью развития жилищной ипотеки.

Ипотечные механизмы на рынке жилищной недвижимости работают как на увеличение спроса - через ИЖК для населения, так и на увеличение предложения – через ИКН для строительных предприятий.

Выявлены основные проблемы развития ИКН: юридические проблемы (несовершенство законодательства), недостаток предложения на рынке коммерческой недвижимости, трудность рефинансирования коммерческих ипотечных кредитов, сложность оформления недвижимости в собственность и неопределенность в стандартизации правоустанавливающих документов. Дополнительные препятствия в развитии ИКН для кредиторов представляют: необходимость прозрачности бизнеса заемщика, неумение заемщиков прорабатывать свои бизнес-проекты, нехватка опыта и методик оценки деятельности заемщика, высокие финансовые риски кредитора, неотработанность процедуры взыскания залога. В свою очередь, для заемщиков в ИКН проблемы создают: высокие расходы заемщика, короткий срок кредитования; высокие требования к заемщику, риск роста процентных ставок, наличие обременений коммерческой недвижимости.

Предложены юридически допустимые формы ИКН: «предварительное рефинансирование», «помощь собственника», «выкуп юридического лица», «на основе ипотеки жилья». Утверждается, что наиболее перспективной для развития ИКН является форма «выкуп юридического лица». Предложено использование лизинговых форм для ИКН. Перспективной формой является лизинг коммерческой недвижимости с помощью аффилированной компании. Предложена обобщенная ипотечно-лизинговая форма ИКН, а именно – «выкуп акций юридического лица». Классическая ипотека и лизинг являются частными случаями для этой формы.

ИКН - это второй этап развития ипотеки в России. Сам процесс развития ИКН в России повторяет эволюцию ИЖК, только на более ранней стадии, а, следовательно, ему присущи и все известные этому рынку сложности.

В четвертой главе «**Новые организационные формы рефинансирования региональной ипотеки**» рассматриваются способы рефинансирования региональной ипотеки путем создания регионального ипотечного паевого инвестиционного фонда (ПИФа) и регионального накопителя, а также инновации секьюритизации ипотечных активов, применимые на региональном уровне.

Основные источники рефинансирования региональной ипотеки: система рефинансирования АИЖК, связанные кредиты иностранных банков, продажа пулов ведущим ипотечным банкам, ПИФы. Исторически одним из первых появившихся на рынке инструментов рефинансирования ипотечных кредитов ста-

ли ипотечные закрытые ПИФы, создание которых осуществлялось в рамках Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ. После внесения ряда поправок в законодательство появилась реальная возможность осуществлять выпуски таких ИЦБ как облигаций с ипотечным покрытием. К сожалению, из-за несовершенства нормативной базы невозможен реальный выпуск еще одной категории ИЦБ – ипотечных сертификатов участия.

Открытые и интервальные ПИФы, работая на денежном и фондовом рынке, даже при максимальной диверсификации не могут в российских условиях на коротких промежутках времени демонстрировать устойчивый рост стоимости пая. Полная зависимость от конъюнктуры фондового рынка делала паи достаточно волатильным инструментом. Среди множества вариантов инвестирования в строительство и недвижимость закрытые ПИФы недвижимости являются одним из самых перспективных и привлекательных для крупных институциональных инвесторов<sup>12</sup>. 156-ФЗ создал правовую форму коллективного инвестирования в недвижимость в виде закрытого ПИФа. По сравнению с открытыми и интервальными ПИФа, закрытые ПИФы имеют свою специфику: они не ограничивают количество сторонних пайщиков (только количество паев) и являются специальным инструментом для работы на рынке недвижимости (в состав активов фонда может входить недвижимость и права на недвижимое имущество).

Сравнивая ценные бумаги для перспектив рефинансирования региональной ипотеки, выстроим их по степени доступности для различных регионов. Для этого главным показателем является размер портфеля активов. Самым доступным механизмом являются ипотечные ПИФы: минимальная сумма 10 млн. долл. доступна многим регионам. Ипотечные облигации, выпущенные в России, имеют минимальную планку 100 млн. долл., и потому доступны только крупным регионам. И наиболее трудно доступен выпуск ипотечных облигаций за рубежом (трансграничная секьюритизация), пороговый уровень 250 млн. долл. пока что доступен только Москве и Московской обл.

Преимущества ПИФов:

- экономическая выгода для инвестора;
- более простая и экономичная процедура создания;
- возможность секьюритизации кредитов, обеспеченных правами по договорам участия в долевом строительстве, секьюритизации ипотеки нежилых помещений (в том числе объектов незавершенного строительства).

Проблемы ПИФов:

- отсутствие собственного источника активов и отсутствие рынка готовых пулов закладных;
- ориентация каждого ПИФа на определенный ипотечный продукт, вследствие чего разные продукты трудно совместимы по содержанию и сервисному обслуживанию;
- ограничение свободы негосударственных пенсионных фондов (НПФ) и страховых компаний самостоятельно инвестировать в ипотечные ПИФы.

---

<sup>12</sup> Беспалова Л.С. Привлечение финансирования через ЗПИФ отличительные черты и особенности // Финансовые инструменты в развитии стройиндустрии в России: мат-лы IV ежегодн. конф. (15.07.2007, г. Санкт-Петербург) – www.rusipoteka.ru: 2007.

Для рефинансирования региональной ипотеки перспективным выглядит комплексирование ипотечных облигаций и ПИФов. Организационные формы комплексирования:

- ПИФ - промежуточный «консолидатор» пулов закладных с последующей продажей банкам-эмитентам облигаций;
- формирование за счет активов ПИФов портфелей ипотечных облигаций.

Преимущества для комплексирования возникают, когда ипотечные ПИФы:

- являются покупателями ипотечных облигаций с целью диверсификации портфеля, управления ликвидностью;
- работают, в первую очередь, с региональными банками, не имеющими собственных источников рефинансирования;
- обеспечивают рефинансирование кредитов, обеспеченных залогом прав по договору участия в долевом строительстве;
- функционируют в качестве дополнительного инструмента на рынке ИЦБ, а также альтернативного источника рефинансирования в периоды сокращения спроса на облигации;
- создают альтернативные инвестиционные стратегии, например, секьюритизация ипотечных кредитов, обеспеченных нежилыми помещениями.

Зарубежный и отечественный опыт рефинансирования региональной ипотеки показывает, что зачастую не удается сразу сформировать пул ипотечных активов, достаточный для секьюритизации. Поэтому возникает необходимость в региональных или межрегиональных аккумуляторов, занимающихся накоплением пула различных денежных требований. Секьюритизация с использованием кондуита имеет усложненную структуру. В отличие от обычных сделок в такой секьюритизации наряду с СФО, выпускающем обеспеченные накопленным пулом облигации, привлекается еще два специальных юридических лица:

- 1) СФО-аккумулятор, накапливающее денежные требования;
- 2) конduit, занимающийся краткосрочным привлечением денежных средств для финансирования накопления пула, концентрируемого на балансе СФО аккумулятора. После накопления пула кредитов необходимого объема СФО аккумулятор продает его для полномасштабного выпуска обеспеченных пулом кредитов облигаций.

В мировой практике секьюритизации существует множество подходов к структурированию ИЦБ. Для целей рефинансирования региональной ипотеки выделим транширование – эмиссию на базе одного ипотечного покрытия нескольких траншей (классов) ИЦБ, которые имеют разные характеристики и условия погашения. Присущие ипотечным кредитам риски (в первую очередь, риск дефолта и риск досрочного погашения) могут перераспределяться между траншами, что позволяет устанавливать между ними *субординацию* - приоритет в части распределения денежных средств, поступающих по ипотечному покрытию. В литературе<sup>13</sup> предпринимались различные попытки теоретического объяснения повсеместной практики эмиссии ИЦБ субординированными выпусками. Основные причины использования траншей:

- наличие на фондовом рынке проблемы асимметрии информации (эмитент ИЦБ имеет больше информации относительно качества

<sup>13</sup> Туктаров Ю. Транширование ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг, 2006, №6.

предлагаемых ценных бумаг и стоящих за ними ипотечных кредитов);

- сегментация фондового рынка (профессиональные инвесторы способны лучше оценить доходность и риски младших траншей).

Транширование позволяет создать ценные бумаги с низким риском и высокой ликвидностью. Выпуски с наиболее выгодными для инвесторов условиями принято именовать *старшими*, а с менее выгодными - *младшими*. Так, исполнение по старшему выпуску ипотечных ценных бумаг, как правило, осуществляется в первую очередь, таким образом, он становится в преимущественное положение по сравнению с младшими выпусками. За счет последних вероятность исполнения обязательств по старшему выпуску оказывается гораздо выше, поэтому он оценивается инвесторами максимально высоко, чем само ипотечное покрытие как таковое, ведь риски всего этого покрытия перенесены на младшие выпуски. Эмиссия ИЦБ траншами позволяет<sup>14</sup> добиться как полноты размещения ИЦБ, так и более высокой цены за них.

Схема погашения ипотечных кредитов отличается от схемы погашения обычных потребительских кредитов. По обычным потребительским кредитам и корпоративным облигациям в течение всего срока платятся только проценты, а номинал (основной долг) кредита погашается в конце срока. В ипотечных кредитах вследствие их долгосрочности периодическое погашение задолженности включает в себя амортизацию. Схема амортизации структурируется таким образом, чтобы к концу срока кредита задолженность была полностью погашена. За пользование заемным капиталом заемщик платит проценты. Таким образом, каждый месячный платеж по ипотечному кредиту состоит из двух частей: (1) проценты за пользование кредитом; (2) амортизация остаточного основного долга кредита. В российской ипотеке широкое распространение получили кредиты с фиксированной ставкой, где ставка процентов устанавливается при его выдаче и остается постоянной на весь срок кредита, погашение ипотечного кредита осуществляется аннуитетными месячными платежами. Принципиальной особенностью ипотечных кредитов с плавающей ставкой является то, что ставка процентов за пользование телом кредита изменяется во времени. Размер такой ставки коррелирует с некоторым рыночным индексом (например, *LIBOR*, *МосПрайм*, ставка рефинансирования ЦБ) периодически переустанавливается в зависимости от текущего значения выбранного индекса.

Использование плавающих ставок перспективно (см. рис. 6) для рефинансирования региональной ипотеки, потому что при таком подходе для региональной кредитной организации нет необходимости в «длинных» деньгах, так как можно рефинансировать свой портфель ипотечных кредитов с помощью «коротких» ресурсов, длина которых сопоставима с периодом переустановки плавающей ставки. Таким образом, ипотечные кредиты с плавающей ставкой менее рискованны с точки зрения соответствия структуры долгов и привлечения, их можно выдавать с более низкой ставкой по сравнению с кредитами с фиксированной ставкой. С другой стороны, заемщик при использовании ипотечного кредита с плавающей ставкой также может получить определенные риски: у него могут возникнуть проблемы с погашением ипотечного кредита в случае, когда ставки идут вверх; может ухудшиться макроэкономическая ситу-

<sup>14</sup> Hill C.A. Securitization: A Low-cost Sweetener for Lemons // 74 Wash. U. L. Q. 1061. 1996. Winter.

ация, повысится вероятность дефолта, а падение цен на недвижимость - понизит цену и ухудшит качество залога.



Рис.6. Сравнение средневзвешенной ставки по ипотечным рублевым кредитам и плавающей ставки, переустанавливаемая в начале каждого квартала как сумма ставки рефинансирования ЦБ РФ и маржи АИЖК (2%). Источник: расчета автора по данным ЦБ РФ и АИЖК.

Ипотечные кредиты с плавающей ставкой несут некоторые дополнительные риски для заемщика, хотя он и получает компенсацию за это. Такая компенсация особенно значительна в течение первых нескольких лет, когда ставка по кредиту еще существенно ниже фиксированной ставки по ипотечным кредитам. Дополнительные риски в ипотечном кредите с плавающей ставкой можно гибко перераспределить между всеми участниками ипотечного бизнеса. Для этого существуют несколько хорошо известных приемов (индексы, ограничение на максимальную величину ставки, ограничение на размер роста плавающей ставки, усредненное значение индекса, гибридные ипотечные кредиты), давно используемых в странах с развитым ипотечным рынком. Распространено ошибочное мнение о том, что для плавающих ставок нужен развитый финансовый рынок. Однако опыт показывает, что кредитование с плавающей процентной ставкой вполне может быть применено<sup>15</sup> на ипотечном рынке России, как и везде, где сроки кредитования существенно превышают сроки фондирования.

В пятой главе «Адаптивная стратегия комплексного развития региональной ипотеки» рассматривается роль ипотеки в региональном развитии, выясняется значение рынка найма жилья и его механизмов (аренда и лизинг недвижимости) как предпосылок развития региональной ипотеки. Рассматривается использование ипотечных механизмов не только для роста спроса на недвижимость, но и для повышения предложения путем активизации строительства. Выделяются основные направления и предлагаются проекты комплексного развития региональной ипотеки (региональная накопительно-

<sup>15</sup> Суворов Г. Ипотечные продукты с плавающей ставкой // Секьюритизация как эффективный финансовый инструмент. Мировой опыт и первые шаги в России: мат-лы конф. (16.03.2006, г. Москва) – [www.rusipoteka.ru](http://www.rusipoteka.ru): 2006.

ипотечная система, региональный оператор ипотеки), формулируется адаптивная стратегия устойчивого развития региональной ипотеки.

В целях развития российских регионов необходимо перейти от малоэффективного выравнивания экономического развития регионов к созданию условий, стимулирующих субъекты Российской Федерации и муниципальные образования к мобилизации имеющихся ресурсов экономического роста. Это должно достигаться путем повышения эффективности государственного управления, формирования и развития производственных кластеров, совершенствования межбюджетных отношений, направленных на стимулирование проведения реформ в регионах.

Реализация очередного этапа социально-экономических реформ в среднесрочной перспективе и масштабность поставленных общенациональных задач даже при наличии разработанной среднесрочной стратегии преобразований во многих случаях характеризуются многовариантностью принимаемых мер и, соответственно, неочевидностью их последствий. В этой связи в среднесрочной перспективе необходимо расширение практики осуществления пилотных проектов по реализации реформ на региональном уровне с последующим распространением положительных результатов их осуществления (бенчмаркинг). В ряде случаев для ускорения процесса развития возможно осуществление софинансирования пилотных проектов за счет средств федерального бюджета. Пилотными проектами могут являться проекты, обладающие значительными перспективами развития как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективах. Особенно актуально развитие проектов, которые находятся в узлах ускоренного градостроительного развития. Узлы ускоренного развития промышленных, складских, общественно-деловых, рекреационных, рекреационно-жилых, природно-ландшафтных и природно-рекреационных функций обычно опираются на реорганизуемый транспортно-коммуникационный каркас.

Для устойчивого социально-экономического роста необходимо поддержание основных направлений развития:

- развитие механизмов частно-государственного партнерства в областях развития производственной и транспортной инфраструктуры, жилищно-коммунального хозяйства и др.;
- развитие рынков земли и недвижимости;
- сокращение нерыночного сектора экономики;
- формирование рынка доступного жилья.

Управление региональной ипотекой включают в себя развитие и самих форм и организационных моделей ипотеки. Так, в настоящий момент основная форма жилищного кредитования, активно развиваемая АИЖК, может быть дополнена существующими и разработанными формами ипотеки: ИКН, кредитованием строительных организаций, корпоративной ипотекой, социальной ипотекой. Для управления региональной ипотекой можно выделить несколько основных инструментов:

- поддержка региональными властями всех юридически допустимых форм региональной ипотеки и декларирование этой поддержки;
- обеспечение гарантий вкладчикам в региональные ценные бумаги;
- обеспечение гарантий вкладчикам в ссудо-сберегательные кассы;
- субсидирование стартовых платежей или процентной ставки для малоимущих слоёв населения;

- увеличение объёмов строительства как за счёт организации кредитования застройщиков с помощью ипотечных механизмов, так и за счёт других механизмов.

Основной проблемой развития рынка доступного жилья является отсутствие платежеспособного спроса на конечный продукт – квартиры, дома. До последнего времени государство за счет развития ипотеки реализовывала программу формирования такого спроса со стороны населения при фондировании со стороны коммерческих банков. Мировой финансовый кризис резко сократил доступность долгосрочных и дешевых финансовых ресурсов для коммерческих банков, что привело к фактическому свертыванию ипотечных программ по всей стране, в том числе со стороны системообразующих банков (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк). В сложившейся ситуации резко снижается эффективность ранее принятых программ (приоритетный национальный проект «Комфортное и доступное жилье – гражданам России», ФЦП «Жилище», Федеральный Фонд содействия развитию жилищного строительства). В результате мы имеем более чем двукратное сокращения объемов жилищного строительства по России в целом по состоянию на конец 2009 года. Принципиальные возможности развития рынка доступного жилья – в развитии рынка арендного жилья. К тому же развитый арендный рынок имеет свои преимущества, в частности, он значительно увеличивает мобильность населения.

Рынок жилья в собственности и рынок жилья в наём - две неотъемлемые части рынка доступного жилья. В ряде регионов (например, в республике Татарстан) программа развития рынка доступного жилья включает понятие найма. При этом зачастую региональная власть хочет быть собственником жилья, предоставляемого в наём. Это не всегда эффективно. Жилищный кодекс предполагает две формы найма жилья для низкодоходных категорий населения:

- 1) бесплатный наём муниципального жилья;
- 2) коммерческое жилье и субсидирование найма местным бюджетом.

На наш взгляд, второй вариант имеет ряд несомненных преимуществ. В-первых, субсидирование найма является логическим продолжением хорошо себя зарекомендовавшей практики субсидирования малоимущим коммунальных расходов. Во-вторых, субсидирование найма обеспечивает гарантированную доходность для долгосрочных инвесторов, финансирующих доходные дома. В-третьих, рынок найма жилья является самым экономичным для бюджета субъекта РФ способом формирования «маневренного» фонда, необходимого для развития региональной ипотеки.

Предлагается следующая схема регионального развития арендного жилья. Региональной властью создана компания, в собственность которой переданы свободные квартиры. Эта компания должна обеспечивать наём жилья для низкодоходных категорий населения найма жилья, причем размер арендной платы должен завить от размера доходов. Капитал компании складывается из трех источников: (1) поступления от аренды квартир; (2) финансирование со стороны региона; (3) прибыль от участия в различных коммерческих проектах, связанных со строительством жилья.

Для решения жилищной проблемы необходимо одновременное решение двух основных задач:

- 1) увеличение объемов жилищного строительства;
- 2) повышение платежеспособного спроса населения с помощью развития жилищной ипотеки.



Развивая только жилищную ипотеку, можно подстегнуть рост цен на рынке жилья. Помимо жилищной ипотеки необходимо развивать ипотечные механизмы активизации строительства. На сегодняшний день очень важным является снятие всех препятствий с инвестиционно-строительной деятельности так, чтобы она в совокупности с ипотекой балансировала предложение и спрос на рынке недвижимости. Ипотечные механизмы на рынке жилищной недвижимости работают как на увеличение спроса - через жилищную ипотеку для населения, так и на увеличение предложения – через ИКН для строительных предприятий.

Основная схема финансирования жилищной застройки до принятия в 2005 г. 214-ФЗ была такой: банки давали кредит под залог инвестиционных прав на строящийся дом. После вступления в силу закона ситуация изменилась. В законе была прописана такая невыгодная для банков вещь, как солидарная ответственность банка и застройщика перед дольщиками в случае обращения банком взыскания на земельный участок или строящийся дом. Затем эта законодательная норма была исправлена. У застройщика, желающего привлечь заемные средства, сейчас есть несколько вариантов<sup>16</sup>: выпуск собственных долговых обязательств, запуск целевых схем ипотечного кредитования граждан по адресной программе, кредитование под залог инвестиционных прав, прямая работа с банком по кредитованию проекта, переуступка инвестиционных прав организациям, аффилированным с банками, выпуск облигаций, ИКН.

Наиболее перспективной выглядит схема кредитования застройщика с помощью ипотечного механизма. Данная схема во многом схожа с одноуровневой схемой ипотечного кредитования, широко распространённой в Европе. Схема кредитования в данном случае выглядит так. Вначале застройщик привлекает строительный кредит на возведение одного или серии многоквартирных домов, при этом заключая договор с банком о сотрудничестве в области ипотечного кредитования при покупке квартир в этом доме. Затем банк открывает специальные счета, на которых аккумулируются средства будущих покупателей квартир. Эти счета являются обычными процентными счетами или счетами «до востребования», с дополнительной функцией в том, что при превышении суммы на счёте 30% (или другого рубежа) они являются необходимым стартовым взносом при покупке квартиры. При возможности заключения договора об ипотеке таковой заключается. В этой схеме заложены определённые преимущества для банков, как для основного субъекта рынка ипотеки:

- строительный кредит частично саморефинансируется в процессе строительства, таким образом, банк получает дополнительную прибыль;
- при заключении договора ипотеки деньги банк не выдаёт, а засчитывает по своему внутреннему учёту в счёт долга застройщика, то есть не несёт транзакционных издержек и рисков;
- банк может рефинансировать кредит в АИЖК, то есть вернуть себе вложенные в заёмщика средства.

---

<sup>16</sup> Дамбраускас С. Стимулирование кредитования застройщиков экономического жилья и физических лиц // Ипотечное кредитование в России: мат-лы VII Всерос. конф. (30.07.2009, г. Москва). – www.rusipoteka.ru: 2009.

Таким образом, финансирование строительства идёт средствами банка, стартовых взносов покупателей, аннуитетных платежей покупателей и средствами АИЖК, получаемыми при рефинансировании закладных. Такое увеличение источников средств для развития первичного ипотечного рынка должно увеличить его объём и скорость обращения средств, и, соответственно, решить проблему нехватки объёмов строительства.

В случае с кредитованием проекта по строительству коммерческой недвижимости логичной выглядит схема, при которой девелопер получает кредит под залог будущего здания, при котором стартовым взносом является земля и инвестиционный контракт. Кредит передаётся застройщику для возведения самого здания и оформляется в собственность девелопера (и одновременно в залог банка) до полного погашения кредита. Такая схема является более рискованной для банков, так как между открытием кредитной линии и оформлением здания в залог может пройти 2-3 года, потраченных на строительство объекта, в течение которых кредит обеспечен ликвидными активами только в объёме стоимости земли. Это накладывает риски, которые можно уменьшить гарантиями региональных властей по таким проектам, и, соответственно, интенсифицировать деятельность девелоперов по разработке и реализации проектов в области коммерческой недвижимости. Таким образом, в силах региональной власти предоставлять гарантии по определённым инвестициям граждан либо банков, касающихся ипотечных схем кредитования застройщиков. А значит, региональная власть имеет реальный инструмент интенсификации строительства и ускорения социально-экономического развития региона.

Развитие жилищного строительства, обеспечивающего комфортные и благоприятные условия проживания граждан, является одним из важнейших направлений государственной социальной политики, особенно актуальным для современной России, в которой имеется значительное отставание от развитых стран по обеспеченности населения жильем, высока доля ветхого и не отвечающего современным требованиям жилья. Одним из шагов для решения этой проблемы стало создание Федерального фонда содействия развитию жилищного строительства (Фонд РЖС) в соответствии с 161-ФЗ от 24.07.2008. Целью деятельности Фонда РЖС является содействие развитию жилищного строительства, иному развитию территорий в целях формирования благоприятной среды жизнедеятельности человека и общества, в том числе безопасных и благоприятных условий проживания для всех категорий граждан. Для достижения этой цели Фонд решает задачи развития рынка земельных участков, строительства объектов инфраструктуры, территориального планирования и градостроительного зонирования, стимулирования развития энергоэффективных и экологически чистых технологий. Деятельность Фонда РЖС направлена в первую очередь на создание эффективных механизмов вовлечения федеральных земель в жилищное строительство и условий роста объёмов и качества вводимого жилья. Основная задача Фонда в этой области - вовлекать в оборот земельные участки, сконцентрированные у ГУПов, учреждений и двух академий - Российской академии наук и Российской академии сельхознаук. В компетенцию Фонда РЖС входит подготовка предложений по передаче органам государственной власти субъектов РФ полномочий РФ по управлению и распоряжению земельными участками, иными объектами недвижимого имущества, находящимися в федеральной

собственности, в целях развития жилищного строительства и проведение мониторинга исполнения этих решений.

Для сохранения в ближайшие годы достигнутого потенциала ввода жилья, в том числе и эконом-класса, требуется незамедлительное принятие мер, поддерживающих и стимулирующих рынок строительства жилья. Региональной власти, совместно с Фондом РЖС и АИЖК, необходимо активное участие в разработке новых механизмов, предусматривающих стимулирование кредитования застройщиков, в первую очередь, в реализации программы по стимулированию кредитования застройщиков, реализующих проекты строительства жилья экономического класса и физических лиц, приобретающих жилые помещения в рамках данных проектов. В диссертации предлагается алгоритм реализации программы в регионах, основанный на тесном взаимодействии региональной власти с АИЖК и фондом РЖС, в котором ключевым элементом является региональное кредитование застройщика жилья. При этом его основной задачей является стимулирование возобновления кредитования застройщиков региональными кредитными организациями, что является необходимым и важным условием оживления строительной отрасли. Для повышения доступности жилья экономического класса необходимо: бюджетное финансирование разработки и внедрения проектной документации; снижение административных барьеров на всех этапах с целью ускорения оборота; долговое финансирование с целью снижения стоимости капитала; бюджетное финансирование подключения к коммунальным сетям; массовая застройка; увеличение за счет муниципального бюджета субсидий на первоначальный взнос с 30% до 50% цены жилья; снижение себестоимости и рентабельности строительства застройщиками, уполномоченные муниципалитетами; ускорение оборота капитала в строительстве жилья типовых серий с целью обеспечения рыночной доходности капитала уполномоченных застройщиков.

Земельная ипотека является эффективным способом финансирования, обустройства и застройки больших земельных участков. Порядок действия здесь таков. Вначале регион обустроивает земельный участок и продает участки под застройку. Продажа может идти по двум направлениям: (1) застройщик покупает участок и его застраивает жильем; (2) физическое лицо покупает или получает участок и строит индивидуальный дом. Предлагается три схемы обустройства. В первой схеме регион закладывает земельный участок, привлекает кредиты, нанимает подрядчика и за счет заемных средств оплачивает работы по обустройству, вымежевывает участки под застройку и после их продажи погашает кредит. Во второй схеме регион привлекает инвестора, который обеспечивает обустройство участка, и одновременно выкупает у инвестора инфраструктуру за счет выручки от аукционной продажи участков под застройку; обязательства региона по выкупу инфраструктуры обеспечены залогом земельного участка в пользу инвестора, что позволяет инвестору привлекать ипотечные земельные кредиты или их рефинансировать. В третьей схеме регион привлекает инвестора, который обеспечивает обустройство участка, и в рассрочку (лизинг) выкупает у инвестора инфраструктуру за счет налоговых и иных поступлений в региональный бюджет; условия вложения инвесторов в инженерную инфраструктуру: залог земельного участка в пользу кредитора и залог лизинговых платежей в пользу кредитора. Схемы дальнейшей застройки различаются от типа застройщика. Застройка физическим лицом должна включать в себя:

- наличие проектно-сметной документации: договор с подрядчиком;
- серию кредитов, выданных индивидуальному застройщику под залог земельного участка; финансирование каждым кредитом определенного этапа застройки (каждый кредит имеет обеспечение в виде последующей земельной ипотеки);
- возможность рефинансирования (через уступку) ипотечного земельного кредита до завершения строительства;
- оформление (после завершения строительства и оформления права собственности на жилье) стандартной жилищной закладной, которой погашаются ипотечные земельные кредиты.

Застройка юридическим лицом должна включать в себя:

- предварительный договор с покупателем по фиксированной цене продажи жилья;
- серию кредитов, выданных застройщику, под залог земельного участка;
- финансирование каждым кредитом определенного этапа застройки (каждый кредит имеет обеспечение в виде последующей земельной ипотеки);
- возможность рефинансирования (через уступку) ипотечного земельного кредита до завершения строительства;
- продажу готового жилья после завершения строительства и оформления права собственности на жилье.

Предлагается следующая структура функционирования региональной накопительно-ипотечной системы (РНИС). На каждого участника РНИС - жителя региона, стремящегося улучшить жилищные условия открывается именной накопительный счет, на котором формируются накопления для жилищного обеспечения за счет личных взносов, корпоративных взносов, а также накопительных взносов из средств бюджета и доходов от инвестирования накоплений. Через 3 года после вступления жителя региона в РНИС появляется право на получение целевого жилищного займа (ЦЖЗ) для приобретения жилья за счет ипотеки. Средства ЦЖЗ (в размере накоплений, учтенных на его именном счету) можно использовать для оплаты первоначального взноса, для погашения обязательств по ипотечному кредиту. Через определенный срок, определяемый как срок периода накопления первоначального взноса (см. формулу (8)) участник РНИС получает право на использование накоплений для получения ипотечного кредита, при использовании этого права государство доплачивает премию (например, 10% от размера накопленных для первоначального взноса средств). Через определенное число лет участник РНИС имеет право забрать жилищные накопления для любых целей (премию от государства при этом он, естественно, не получает). Для участников РНИС необходим специализированный ипотечный продукт, в котором: ограничена максимальная сумма кредита; установлена плавающая ставка (например, сумма ставки рефинансирования ЦБ РФ и фиксированной маржи); для бюджетников платеж по кредиту совпадает с накопительным взносом из бюджета.

Для оценки реализуемости РНИС оценим доступность жилья в регионе в помощь региональной ипотеки.

Вначале рассмотрим, можно ли вообще в нынешних экономических условиях накопить на квартиру, если откладывать из текущих доходов максимально возможную сумму и класть ее на банковский депозит.

Для решения данной задачи составим следующую экономико-математическую модель процесса накопления. Максимально возможный ежемесячный накопительный платеж (ВЕП) в регионе от одного человека в среднем составляет:

$$\text{ВЕП} = \text{РТИ} * \text{СДД}, \quad (3)$$

где РТИ (Payment-to-income ratio) – стандартное международное обозначение отношения месячного платежа к ежемесячному доходу заемщика (в среднем, по России он составлял<sup>17</sup> 35%, максимальное значение 50% задано в стандартах<sup>18</sup> АИЖК). Соответственно, ежегодно можно внести на накопление сумму:

$$12 * \text{ВЕП} = 12 * \text{РТИ} * \text{СДД}, \quad (4)$$

При размещении этой суммы в банке на накопительном счету с процентной ставкой банковского депозита ПБД (средняя величина ПБД по России в 2008 году составляла<sup>19</sup> 8,58%) можно получить дополнительный процентный доход:

$$12 * \text{ВЕП} * \text{ПБД} = 12 * \text{РТИ} * \text{СДД} * \text{ПБД}. \quad (5)$$

Капитализируя ежегодно процентные доходы, можно за срок периода накопления (СПН лет) накопить сумму накоплений НЖК, значение которой получим, используя формулы (3), (4), (5), а также закон сложных процентов:

$$\text{НЖК} = 12 * \text{РТИ} * \text{СДД} * (1 + \text{ПБД}) * [(1 + \text{ПБД})^{\text{СПН}} - 1] / \text{ПБД} \quad (6)$$

Соответственно, семья из М человек накопит в М раз больше. Далее, с другой стороны, накопленной суммы должно хватить на покупку стандартной квартиры в регионе, стоимость которой равна М \* ЦКМ \* ОЖП. Отсюда получаем уравнение:

$$М * 12 * \text{РТИ} * \text{СДД} * (1 + \text{ПБД}) * [(1 + \text{ПБД})^{\text{СПН}} - 1] / \text{ПБД} = М * \text{ЦКМ} * \text{ОЖП}, \quad (7)$$

Данное уравнение позволяет получить выражение для периода накопления:

$$\text{СПН} = \ln(1 + \text{ПБД} * \text{ЦКМ} * \text{ОЖП} / (12 * \text{РТИ} * \text{СДД} * (1 + \text{ПБД}))) / \ln(1 + \text{ПБД}) \quad (8)$$

Анализ результатов расчетов, представленных на рис. 7 показывает большую разницу между регионами: если в Ямало-Ненецком автономном округе накопить на стандартную квартиру на стандартных условиях банковского депозита можно в среднем за 4,5 года, то в Калужской области на это потребуется более чем в 3 раза больше времени – 14,7 лет.

Проведенный в диссертации регрессионный анализ показал высокую степень корреляции между показателем КДРЖ, введенным во второй главе диссертации, и рассмотренным СПН. В диссертации получено линейное уравнение парной регрессии между данными показателями:

$$\text{СПН} = 3,02 + 1,2 * \text{КДРЖ}. \quad (9)$$

Причем квадратичная вариация составляет всего 0,07, что значительно меньше минимального расхождения между соседними регионами. Отсюда следует, что

<sup>17</sup> Источник: расчеты Института экономики города, <http://www.urbanecomomics.ru>

<sup>18</sup> Стандарты процедур выдачи, рефинансирования и сопровождения ипотечных кредитов (займов). Утверждены Постановлением правления ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» №1/14-4 от 08.04.2008. - <http://www.ahml.ru>

<sup>19</sup> Источник: расчет автора по данным ЦБ РФ (исключая малодоходные депозиты категории «до востребования»). - [http://www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/interest\\_rates\\_08.htm](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/interest_rates_08.htm)

рейтинг регионов, построенные по любому из данных двух показателей будут полностью совпадать (см. таблицу 3). Кроме того, так как доступность жилья – это главное условие востребованности ипотеки, то этот рейтинг так же отражает средний платежеспособный спрос на региональную ипотеку.

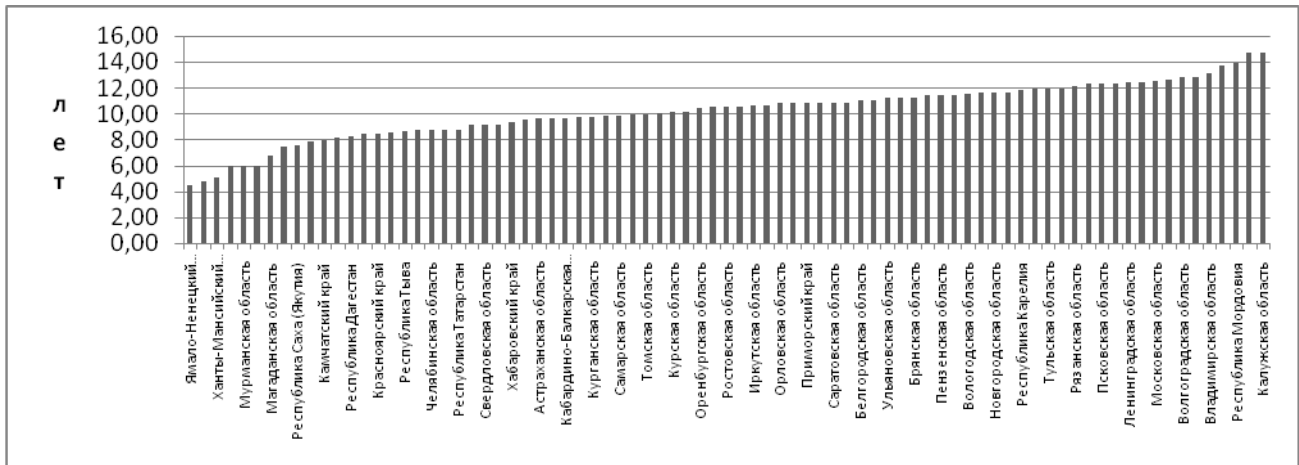


Рис. 7. Распределение срока жилищного накопления для приобретения регионального жилья (слева – направо: от самых благополучных к самым неблагополучным) по субъектам Российской Федерации. Источник: расчеты автора по формуле (8) и данным Росстата.

Среднее значение СПН равно 10,22 года. Весь период накопления молодая семья вынуждена жить в общежитии, или у знакомых, или родственников, или арендовать квартиру и т.д. Конечно, молодой семье хочется максимально сократить этот период, что можно сделать, взяв ипотечный кредит. Конечно же, срок ипотеки будет больше СПН, зато семья во время ипотеки уже будет жить в своем жилье.

Для определения эффективности (критерием эффективности будет срок ипотеки СИК) региональной ипотеки и порогового значения, когда она доступна, построим экономико-математическую модель.

Определим срок ипотечного кредитования, необходимого для погашения величины ипотечного кредита ИЖК ежемесячными платежами ВЕП с процентной ставкой ПИК. Обозначим  $K = \text{ИЖК}/\text{ВЕП}$  – сумма ипотечного кредита, выраженная в относительных единицах (ВЕП). Тогда математическая задача сводится к погашению этого кредита единичными платежами,  $p = \text{ПИК}/12$  – ежемесячная процентная ставка,  $S = 1 + p$  – аккумулирующий множитель. Посмотрим динамику общей задолженности.

В начальный момент времени общая задолженность  $D$  равна ипотечному кредиту, то есть  $D_0 = K$ . К концу первого месяца задолженность возрастает на величину процентных платежей первого месяца и убывает на величину платежа первого месяца:  $D_1 = D_0S - 1 = KS - 1$ . К концу второго месяца аналогично, задолженность возрастает на величину процентных платежей второго месяца и убывает на величину платежа второго месяца:  $D_2 = D_1S - 1 = (KS - 1)S - 1 = KS^2 - (1+S)$ . Аналогично, к концу третьего месяца:  $D_3 = D_2S - 1 = KS^3 - (1+S)$ . Действуя далее по аналогии, получаем к концу  $n$ -го месяца величину общей задолженности

$$D_n = D_{n-1}S - 1 = KS^n - S^{n-1} - S^{n-2} - \dots - S^2 - (1+S) = KS^n - (S^n - 1)/(S - 1). \quad (10)$$

Таблица 3.

Рейтинг регионов России по доступности жилья  
(платежеспособному спросу на региональную ипотеку)

1. Ямало-Ненецкий автономный округ	2. Ненецкий автономный округ
3. ХМАО	4. Тюменская область
5. Мурманская область	6. Республика Ингушетия
7. Магаданская область	8. Карачаево-Черкесская Республика
9. Республика Саха (Якутия)	10. Кемеровская область
11. Камчатский край	12. Еврейская автономная область
13. Республика Дагестан	14. Республика Бурятия
15. Красноярский край	16. Республика Коми
17. Республика Тыва	18. Омская область
19. Челябинская область	20. Сахалинская область
21. Республика Татарстан	22. Республика Северная Осетия
23. Свердловская область	24. Республика Башкортостан
25. Хабаровский край	26. Пермский край
27. Астраханская область	28. Республика Хакасия
29. Кабардино-Балкарская Республика	30. Ставропольский край
31. Курганская область	32. Амурская область
33. Самарская область	34. Архангельская область
35. Томская область	36. Забайкальский край
37. Курская область	38. Тамбовская область
39. Оренбургская область	40. Калининградская область
41. Ростовская область	42. Алтайский край
43. Иркутская область	44. Республика Алтай
45. Орловская область	46. Смоленская область
47. Приморский край	48. Кировская область
49. Саратовская область	50. Удмуртская Республика
51. Белгородская область	52. Республика Калмыкия
53. Ульяновская область	54. Новосибирская область
55. Брянская область	56. г. Москва
57. Пензенская область	58. Ярославская область
59. Вологодская область	60. Воронежская область
61. Новгородская область	62. Чувашская Республика
63. Республика Карелия	64. Ивановская область
65. Тульская область	66. Липецкая область
67. Рязанская область	68. Республика Адыгея
69. Псковская область	70. Костромская область
71. Ленинградская область	72. Краснодарский край
73. Московская область	74. Нижегородская область
75. Волгоградская область	76. Республика Марий Эл
77. Владимирская область	78. г. Санкт-Петербург
79. Республика Мордовия	80. Тверская область
81. Калужская область	

В конце последнего месяца  $N$  срока ипотечного кредита общая задолженность должна быть полностью погашена, то есть  $D_N = 0$ . Подставляя формулу (10), получаем уравнение:

$$KS^n - (S^n - 1)/(S - 1) = 0 \quad (11).$$

Из уравнения (11) получаем формулу для определения длительности (в месяцах) ипотечного кредитования:

$$N = -\ln(K(S-1)-1)/\ln S.$$

С учетом связи аккумулирующего множителя  $S$  с ежемесячной процентной ставкой  $p$ , данное выражение можно записать в виде:

$$N = -\ln(Kp-1)/\ln(1+p).$$

Возвращаясь к исходным обозначениям:

$$\text{СИК} = -\ln(\text{ИЖК}/\text{ВЕП} * \text{ПИК}/12 - 1) / \ln(1 + \text{ПИК}/12),$$

Учитывая, что  $\text{ИЖК} = \text{LTV} * \text{М} * \text{ЦКМ} * \text{ОЖП}$ , а  $\text{ВЕП} = \text{М} * \text{РТИ} * \text{СДД}$ , получаем:

$$\text{СИК} = -\ln(\text{ИРИ} * \text{ПИК}/12 - 1) / \ln(1 + \text{ПИК}/12), \quad (12)$$

где инвариант региональной ипотеки (ИРИ) равен:

$$\text{ИРИ} = \text{LTV} * \text{ЦКМ} * \text{ОЖП} / (\text{РТИ} * \text{СДД}) \quad (13).$$

Как мы видим, итоговые формулы от числа  $M$  членов семьи не зависят.

Данный показатель ИРИ является инвариантом в том смысле, что при любых изменениях параметров  $\text{LTV}$ ,  $\text{ЦКМ}$ ,  $\text{ОЖП}$ ,  $\text{РТИ}$ ,  $\text{СДД}$ , при котором ИРИ сохраняет свое значение, эффективность региональной ипотеки также остается неизменной. Наличие аналитических формул как для инварианта (13), так и для показателя эффективности региональной ипотеки в целом (12), позволяет сравнивать эффективность любых предлагаемых мер по развитию региональной ипотеки и строить адаптивную стратегию ее развития.

Пороговое значение доступности ипотеки в пространстве параметров ( $\text{LTV}$ ,  $\text{ЦКМ}$ ,  $\text{ОЖП}$ ,  $\text{РТИ}$ ,  $\text{СДД}$ ,  $\text{ПИК}$ ) будет определяться из условия, что срок ипотеки СИК не превышает максимально допустимого уровня  $\text{СИК}_{\max}$  (это 20 лет по стандартам АИЖК). Тогда на основании уравнения (12) получаем параметрическое уравнение границы:

$$-\ln(\text{ИРИ} * \text{ПИК}/12 - 1) / \ln(1 + \text{ПИК}/12) = \text{СИК}_{\max}. \quad (13)$$

Идеология РНИС включает в себя: (1) обязательство банка выдать ипотечный кредит при накоплении первоначального взноса при условии неухудшения материального положения клиента; (2) субсидируемая государством процентная ставка, льготное налогообложение; (3) повышенные страховые гарантии; (4) ограничения на изъятие; (5) отбор банков-участников программы (повышенные требования к капиталу, рейтингам).

Для участников РНИС более низкий уровень доходов может быть компенсирован отбором самых дисциплинированных сберегателей, кроме того, накопление первоначального взноса повысит уровень финансовой грамотности будущего заемщика.

Региональные Операторы Ипотеки (РОИ) являются ключевым звеном в системе ипотечного кредитования. Они берут на себя функции первичной работы с клиентом, являются частью системы рефинансирования, совместно с региональными властями развивают социальные программы. Многие из них являются основными центрами кредитования в своих регионах. Несмотря на кризисные явления на мировых рынках, в целом ипотечное кредитование во многих регионах интенсивно развивается.

РОИ является, как правило, публичной рефинансирующей и сервисной организацией, предлагающей свои услуги как банкам - первичным кредиторам (по выкупу у них закладных), так и операторам вторичного рынка - по высококаче-



ственным сопровождению любых пулов. РОИ замыкает полный цикл отношений и функций в сфере ипотечного кредитования:

- является ипотечным брокером для банков-партнеров, работающих по стандартам АИЖК, а также по прочим программам ипотечного кредитования;
- обеспечивает при тесном взаимодействии с банками выдачу кредитов заемщикам;
- рефинансирует закладные;
- ведет сервисное обслуживание закладных.

Роль РОИ в инфраструктуре регионального рынка кредитования:

- инструмент регулирования рынка в руках государства, и, прежде всего в кризисных ситуациях, таких как мировой кризис ликвидности;
- поддержка конкурентной среды на рынке;
- ориентир по процентным ставкам;
- выполнение социальных функций;
- институт развития.

Кроме того, РОИ играют ряд важных ролей на рынке строительства недвижимости: инвестирование строительства, внедрение и развитие новых финансовых и строительных технологий на рынке жилищной и коммерческой недвижимости. Таким образом, можно говорить, что РОИ выполняют сегодня роль управляющей (модерирующей) компании и на ипотечном рынке и на рынке жилищного строительства. Комплексное управление через РОИ тем и другим рынком позволяет сбалансировать цены и интересы на рынке жилья и регулировать их. В результате, РОИ – это, прежде всего, инструмент региональной государственной жилищной политики, регулятор жилищного и ипотечного рынка, и то же время – прямой игрок этого рынка, целью которого является удовлетворение коммерческих интересов.

РОИ должен играть ключевую роль в предложенной выше РНИС, решая следующие основные задачи:

- объединение региональных банков для организации выпусков ипотечных облигаций под поручительство АИЖК;
- создание маневренного фонда;
- выдача стабилизационных кредитов отдельным категориям заемщиков в дополнение к программе АИЖК;
- взаимодействие с банками и анализ их кредитных портфелей с целью прогнозирования просрочек и дефолтов для планирования господдержки;
- выдача займов, если банки не работают.

Для полноценного исполнения задач, возложенных на РОИ, необходимо увеличение государственной поддержки регионального бюджета соразмерно росту ипотечного рынка. Задачи РОИ на ближайшее будущее:

- стать менеджером по сделкам с ИЦБ на вторичном рынке, создать платформу для выпуска ипотечных облигаций на межрегиональной основе, обеспечив консолидацию региональных банков и иных ипотечных компаний в целях формирования пулов закладных и организации выпуска ИЦБ;

- управлять маневренным фондом (социальный наём, социальная аренда, отселение семей заемщиков и другие формы использования с последующей возможностью продажи данного жилья);
- внедрять инновации и новые технологии.

Предлагаемая в диссертации комплексная программа развития региональной ипотеки содержит три основных направления.

Во-первых, это развитие первичного ипотечного кредитования, включающее в себя:

- развитие разнообразных форм накоплений и жилищно-строительной кооперации;
- формирование региональной строительно-сберегательной кассы;
- корпоративную ипотеку (предоставление гарантии со стороны компании-работодателя или регионального правительства);
- ипотечные инновации (внедрение региональными кредитными организациями новых ипотечных продуктов);
- социальную ипотеку (поддержку региональной властью ипотеки для социально-защищаемой группы населения);
- полистадийность (поэтапное улучшение жилищных условий – при благоприятном развитии ипотеки, поэтапное ухудшение – при реструктуризации<sup>20</sup> неплатежей).

Во-вторых, это развитие рефинансирования региональной ипотеки, включающее в себя следующие элементы:

- субстандартная ипотека (финансирование процесса вхождения неунифицированных заемщиков в стандарты АИЖК и других федеральных рефинансирующих организаций);
- создание региональных кондуитов<sup>21</sup> (накопителей);
- формирование регионального ипотечного ПИФ;
- ипотечные инновации (внедрение региональными кредитными и рефинансирующими организациями новых ипотечных продуктов: ипотечные кредиты с плавающей ставкой, транширование ипотечных ценных бумаг и т.д.);
- выпуск региональных облигаций для развития территорий;
- предоставление гарантий региональной властью для корпоративных и ипотечных ценных бумаг региональных рефинансирующих организаций.

В-третьих, комплексирование ипотечных механизмов для решения социально-экономических задач развития региона, в том числе:

- развитие рынка арендного жилья и лизинга недвижимости для формирования рынка наемного жилья;
- ипотека коммерческой недвижимости;
- использование ипотечных механизмов для активизации строительства;
- создание/развитие регионального оператора ипотеки;

<sup>20</sup> Чепенко Е. Реструктуризация ипотечных жилищных кредитов // Ипотечное кредитование в России: мат-лы VII Всерос. конф. (30.07.2009, г. Москва). – www.rusipoteka.ru: 2009

<sup>21</sup> Толстухин М. Использование кондуитов при секьюритизации финансовых активов // Рынок ценных бумаг, 2007, № 2.

- формирование комплексной региональной накопительно-ипотечной системы;
- выработка и реализация адаптивной антикризисной стратегии управления региональной ипотекой.

Ряд элементов этой комплексной программы был уже рассмотрен выше. Остановимся на некоторых других направлениях.

На территории региона могут быть представлены крупные российские или международные корпорации, что дает возможность развития корпоративной ипотеки. В случае предоставления гарантий компания-работодатель сама заинтересована в обеспечении своего сотрудника жильём, так как это и повышает лояльность, и работоспособность сотрудника, а поэтому она может гарантировать выплату своим сотрудником аннуитетных платежей по кредиту либо выкупать ИЦБ пула кредитов своих сотрудников (что, как показывают исследования, на 20-40% эффективнее). Такого рода гарантии сильно снижают риски невыплаты или задержки платежей, и, соответственно, снижают стоимость привлечения денег при продаже пула таких кредитов инвесторам. В этой схеме может сыграть свою роль и региональное правительство, поддерживая такие схемы и предоставляя определенные льготы компаниям и банкам, работающим по данным схемам. Интерес регионального правительства логичен - чем быстрее предприятие развернёт производство, тем больше жилья и инфраструктуры будет развёрнуто в регионе, и тем более платёжеспособным будет население. В случае, когда роль работодателя выполняет само правительство (допустим, происходит строительство социально значимого учреждения или государственного производства), гарантии тем более необходимы, потому что работники бюджетной сферы в среднем зарабатывают меньше, чем в коммерческих структурах, а потому стоимость кредита и размер процента по заёмным деньгам для них гораздо более чувствителен. Использование гарантий правительства может обеспечить жильём работников бюджетной сферы и стать дополнительным стимулом для привлечения в эту сферу трудоспособного населения.

Когда же заёмщик относится к социально-защищаемой группе населения, региональная власть может развивать социальную ипотеку (субсидировать таких заёмщиков согласно федеральным целевым программам либо сама активно участвовать в их поддержке). Заинтересованность регионального правительства заключается в том, что такие группы населения обычно имеют высокое базовое образование и большие перспективы роста, но не могут сейчас ни обеспечивать относительно большие выплаты процентов, ни найти достаточную сумму для первого взноса за квартиру. Однако нужно учитывать, что социальная ипотека тормозит развитие коммерческой ипотеки. Социальная ипотека эффективна там, где, помимо механизмов финансового рынка, включается дополнительно механизм мультипликации налогов. Пример г. Сарова Нижегородской области показывает, что социальная ипотека хорошо работает в закрытых административно-территориальных образованиях<sup>22</sup>.

Субстандартная ипотека направлена на неунифицированных (субстандартных) заёмщиков – это граждане, желающие получить ипотечный кредит и улучшить свои жилищные условия, но не попадающие в стандарты АИЖК и других федеральных рефинансирующих организаций, в частности, не

---

<sup>22</sup> Лимаренко В.И. Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. - М.: Диалог-МГУ, 2001

имеющие возможности внести первоначальный взнос. Кредитование субстандартных заёмщиков имеет большие перспективы при соблюдении двух условий:

- 1) в регионе существует «точка роста» - территория с наибольшим экономическим потенциалом для развития и активно растущая в настоящий момент;
- 2) региональная власть заинтересована в ускорении экономического развития.

Данная точка роста может представлять собой область промышленного развития - строительство новых заводов, перебазирование сюда предприятий, формирование новой инфраструктуры и т.д. Связанное с этим жилищное строительство должно успевать за темпами строительства промышленного, так как производство ориентируется на местные трудовые ресурсы. Однако большинство высококвалифицированного персонала, готового переехать из других регионов к месту работы, не могут этого сделать, так как часто не имеют капитала для покупки квартиры в новом доме. Помочь в решении данной проблемы могут ипотечные механизмы. В идеале, заёмщик сможет найти стартовый взнос, а уровень его заработка будет позволять ему выплачивать кредит. Тогда достаточно использования механизмов стандартной ипотеки на региональном уровне. Однако обычна ситуация, когда заёмщик не может выполнить требования для получения стандартного ипотечного кредита. Для вовлечения таких заёмщиков в ипотеку необходимо совершенствование ипотечных механизмов, что и рассматривается в диссертации.

Ипотека в России еще не стала массовым продуктом, как в большинстве развитых стран. Мировой опыт показывает, что особое и все более значимое место в финансировании жилищного сектора занимают ипотечные, а также обеспеченные облигации, предоставляемые ипотечными банками для развития территорий и инженерно-коммунального обустройства городов и регионов под гарантии администрации этих регионов. В европейских странах все более важную роль играют так называемые социальные облигации, обеспеченных гарантиями местных органов власти для решения важнейшей проблемы — финансирования жилищного и инфраструктурного сектора городов и регионов под гарантии местных администраций. Сегодня в Европе обсуждают уже не только ипотечные облигации, но более широкое понятие обеспеченных облигаций, включая сюда как кредиты на жилищную ипотеку, так и на развитие коммунально-жилищного сектора городов и регионов. Ипотечные облигации обеспечены недвижимостью, социальные — гарантиями. И те, и другие выпускаются ипотечными институтами и банками, позволяя решать жилищные проблемы регионов. Этот опыт полезен для привлечения ресурсов для финансирования жилищно-коммунального сектора российских городов.

Федеральное законодательство создает необходимые предпосылки для развития рынка доступного жилья в регионах и дает региональным властям дополнительные полномочия. В диссертации дается следующая рекомендация региональным властям: принять комплексную программу о рынке доступного жилья, в которой:

- определены основные положения на ближайшую и долгосрочную перспективу;
- учтено, что жилье в собственности или в найме - есть два неразрывно связанных сегмента единого рынка жилья;

- сделан упор на комплексную застройку микрорайонов с целью как продажи жилья, так и сдачи его в наем. Такой подход, снижая себестоимость, обеспечивает максимальный сбыт жилья. Пропорции между собственниками и нанимателями жилья зависят от уровня реальных доходов населения и размера регионального бюджета;
- определены рыночные и административные методы государственного воздействия на рынок жилья с целью повышения его устойчивости и, соответственно, доступности.

Устойчивое развитие ипотеки в России возможно только при начальной эффективности базовых элементов инвестиционной системы, что обеспечивает доходность инвестиционной деятельности для всех субъектов инвестирования по всей финансовой цепочке на всех этапах инвестирования. Представляется целесообразным, чтобы региональная ипотека была бы интегрирована в общую инвестиционную технологию:

- 1) в качестве основообразующих на региональном и муниципальном уровнях должны выступать ссудо-сберегательные учреждения или ипотечные банки, работающие под жестким контролем местных администраций (для развития ипотеки необходимо в ближайшее время принятие федеральных законов о таких кредитных учреждениях);
- 2) первичные накопления (или рыночная стоимость уже имеющегося жилья при поэтапной ипотеки) должны быть достаточно большие;
- 3) для очередников первый взнос уменьшается на величину субсидии;
- 4) РОИ выкупает ипотечные кредиты у кредитных учреждений;
- 5) РОИ формирует залоговые пулы и выпускает на их базе облигационные займы с двойной гарантией (во-первых, ипотечными кредитами, обеспеченными недвижимостью, и, во-вторых, гарантией региональных или муниципальных властей);
- 6) облигационные займы размещаются на финансовых рынках, где их уже могут выкупать управляющие компании пенсионных фондов;
- 7) далее включаются межрегиональные, окружные и федеральные ипотечные агентства, которые путем секьюритизации пула облигационных займов различных регионов могут выпустить еще более ликвидные и надежные ИЦБ.

Роль различных кредитных институтов в ипотечном кредитовании будет постепенно меняться по мере формирования соответствующего правового и институционального обеспечения, установления экономической стабильности, а самое главное эффективного решения основной проблемы жилищного инвестирования - постоянного пополнения кредитных фондов дешевыми финансовыми средствами. В целом, видимо, в течение достаточно длительного времени будет преобладать усредненный вариант регионального незакрытого ипотечного учреждения, имеющего реальную возможность создания гарантированного замкнутого непрерывного цикла жилищного инвестирования. При этом в качестве основных источников финансирования могут применяться как элементы закрытых институтов (накопления самих заемщиков), так и традиционные источники классического ипотечного кредитования (займы, выпуск облигаций) с постепенным переходом от доминирования чисто регионального финансирования, предполагающего использование значительных бюджетных (нерыночных) средств и непосредственное участие в инвестиционном процессе местных властей, к более сбалансированному между собой финансовым технологиям с созданием крупных кредитных фондов за счет классических рыночных инвести-

ционных технологий, в частности, за счет секьюритизации местных кредитных долгов финансовых учреждений.

Индикатором повышения доступности жилья может служить снижение волатильности цен. Устойчивый рынок - сбалансированность спроса и предложения. Конкретные методы воздействия на рынок жилья со стороны региональных властей зависят от ситуации, они различны, и даже противоположны, в условиях резкого роста и резкого падения цен на недвижимость<sup>23</sup>. Региональные власти обладают всеми полномочиями проведения жилищной политики на местах, с учетом региональных особенностей ситуации на рынке недвижимости. Для антикризисного управления необходима адаптивная стратегия региональной ипотеки (см. таблицу 2.).

Таблица 2.

**Адаптивная стратегия региональной ипотеки**

Состояние финансового рынка	Стратегия региональной ипотеки
Период нормального функционирования	Региональный оператор является «резервным генератором», исполняет функции, имеющие социальную направленность, реализует федеральные и региональные программы социальной поддержки определенных групп населения.
Период волатильности	Включение дополнительных мощностей Регионального Оператора, наполнение уставного капитала, возложение части функций участников ипотечного рынка на себя, подстраховка участников ипотечного рынка и бизнеса, давшего сбой.
Период кризиса	Работа Регионального Оператора на полную мощность, с тем, чтобы на непродолжительный промежуток времени полностью заменить всех участников рынка, поддержать рынок в стабильном состоянии, минимизировать последствия кризиса, не дать возникнуть социальной напряженности.

Действия региональных властей в ситуации ценового перегрева рынка должны быть направлены, с одной стороны, на увеличение предложения жилья (подготовка новых стройплощадок для возведения жилых домов, снижение себестоимости строительства, дефицит масштабных и долгосрочных источников финансирования для создания инфраструктуры под массовую застройку и т.п.). Вторым направлением является снижение платежеспособного спроса на жилье или хотя бы сохранения его на существующем уровне (не субсидировать ставку льготного ипотечного кредита, не снижать единую ставку ипотечного кредитования, увеличивать налог на недвижимость, бюджетные средства направлять на цели увеличения объемов жилищного строительства, в частности, вкладывать в развитие инфраструктуры для возведения жилых домов). В ситуации «падающего» рынка нужны противоположные меры. Действия региональных властей должны быть направлены на повышение платежеспособного спроса (снижение процентной ставки, реализация льготных программ кредитования и так далее) в условиях избытка предложения жилья.

**В заключение** диссертации автором излагаются основные выводы, рекомендации и практические рекомендации.

<sup>23</sup> Семеняка А. Задачи региональных институтов развития и специализация небанковских участников на рынке ипотеки в 2009 году // Ипотека в России: расширение возможностей: мат-лы Всерос. конф. (10.12.2008, г. Москва). – www.rusipoteka.ru: 2008

**Основные положения диссертационной работы изложены  
в следующих публикациях:**

**Монографии**

1. *Кострикин П.Н., Кузьминов А.Н., Мутовин С.И.* Мировой опыт ипотечного кредитования - М.: МАКС ПРЕСС, 2002. 12,75 п.л. (С.И. Мутовин – Глава 3, пп. 4.2 – 4.3., 4,56 п.л.).
2. *Ипотека в России* / Под ред. А.В. Толкушкина. – М.: Юристъ, 2002. 35,13 п.л. (С.И. Мутовин – п. 33, 0,68 п.л.).
3. *Кострикин П.Н., Кузьминов А.Н., Мутовин С.И., Никифорова О.В.* Ипотечное кредитование в России. - М.: МАКС ПРЕСС, 2002. 13,25 п.л. (С.И. Мутовин – Глава 2, 3,00 п.л.).
4. *Ерошенков С.Г., Кузьминов А.Н., Клименко О.Н., Мутовин С.И.* Развитие ипотеки и пенсионная реформа в России. - М.: МАКС ПРЕСС, 2003. 13,0 п.л. (С.И. Мутовин – Глава 2, пп. 4.3. - 4.5., Введение, Заключение, 5,00 п.л.).
5. *Добрынин А.В., Беркалиева М.Е., Гуров М.П., Мутовин С.И.* Ипотечные ценные бумаги. – М.: МАКС ПРЕСС, 2005. 11,75 п.л. (С.И. Мутовин – п. 1.1., 1.4., Введение, Заключение, 1,0 п.л.).
6. *Мутовин С.И., Смирнова А.Т.* Секьюритизация ипотечных активов. - М.: МАКС Пресс, 2005. 7,25 п.л. (С.И. Мутовин – Глава 1, Введение, Заключение, 2,18 п.л.).
7. *Мутовин С.И., Вишняков Н.В.* Развитие ипотечного кредитования в России. - М.: МАКС Пресс, 2005. 7,25 п.л. (С.И. Мутовин – Глава 1, Введение, Заключение, 2,18 п.л.).
8. *Ерошенков К.М., Мутовин С.И.* Инновации секьюритизации. - М.: МАКС ПРЕСС, 2007. 8,25 п.л. (С.И. Мутовин – Глава 2, 1,81 п.л.).
9. *Ерошенков К.М., Мутовин С.И.* Первые шаги и актуальные проблемы секьюритизации ипотеки в России. - М.: МАКС ПРЕСС, 2007. 7,5 п.л. (С.И. Мутовин – Глава 2, пп. 3.1. -3.3., пп. 3.6. - 3.7., 4,68 п.л.).
10. *Мутовин С.И.* Сибирский федеральный университет / *Рожков Г.В.* Региональные зоны роста инновационной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2008. 17,75 п.л. (С.И. Мутовин – п. 4.3., 1,0 п.л.).

**Статьи в журналах, рецензируемых ВАК РФ**

11. *Мутовин С.И., Кузьминов А.Н., Клименко О.Н.* Чем дальше, тем лучше // Российское предпринимательство, 2003, №9. 0,63 п.л. (С.И. Мутовин – 0,21 п.л.).
12. *Мутовин С.И., Кузьминов А.Н., Клименко О.Н.* Развитие ипотеки и пенсионная реформа: упор на регионы // Российское предпринимательство, 2003, №10. 0,5 п.л. (С.И. Мутовин – 0,17 п.л.).
13. *Мутовин С.И.* Ставка больше, чем... Ипотечное кредитование коммерческой недвижимости – второй этап развития ипотеки в России // Российское предпринимательство, 2007, №1, стр. 96 -100. 0,63 п.л.
14. *Ерошенков К.М., Мутовин С.И.* SWOT-анализ развития форм региональной ипотеки. - М.: Микроэкономика, спец. выпуск, октябрь 2008. 0,63 п.л. (С.И. Мутовин – 0,32 п.л.).

15. *Мутовин С.И., Честнов С.Н., Ерошенков К.М.* Ипотека для предпринимателей - инновация в регионах // Микроэкономика, 2009, №1. 0,75 п.л. (С.И. Мутовин – 0,25 п.л.).
16. *Рожков Г.В., Мутовин С.И.* Законодательная база и направления развития особых экономических зон в России // Вестник Государственного Университета Управления. 2009. №15 (25). 0,5 п.л. (С.И. Мутовин – 0,25 п.л.).
17. *Рожков Г.В., Мутовин С.И.* Федеральные университеты - новые зоны роста инновационной экономики // Транспортное дело России. 2009. №2. 0,5 п.л. (С.И. Мутовин – 0,25 п.л.).
18. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Развитие социального капитала – путь в инновационную экономику // Транспортное дело России. 2009. №5. 0,5 п.л. (С.И. Мутовин – 0,17 п.л.).
19. *Рожков Г.В., Мутовин С.И.* Совершенствование законодательства о свободных (особых) экономических зонах // Транспортное дело России. 2009. №6. 0,5 п.л. (С.И. Мутовин – 0,25 п.л.).
20. *Ерошенков К.М., Мутовин С.И., Рожков Г.В.* Градостроительное развитие российских регионов - стратегическое направление приоритетного национального проекта по доступному жилью // Транспортное дело России. 2009. №5. 0,5 п.л. (С.И. Мутовин – 0,17 п.л.).

**Учебники, учебные пособия, методические рекомендации, отчеты, научные статьи и доклады**

21. *Мутовин С.И.* Рефинансирование ипотечного жилищного кредитования средствами накопительной пенсионной системы: Автореф. дис... канд. экон. наук. – М.: Академия народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации, 2003. 1,5 п.л.
22. *Мутовин С.И.* Рефинансирование ипотечного жилищного кредитования средствами накопительной пенсионной системы: Дис... канд. экон. наук. – М.: Академия народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации, 2003. 9,88 п.л.
23. *Мутовин С.И.* Рефинансирование ипотеки в регионах // Правовое и социальное государство: проблемы становления в России: Сб. трудов докторантов, адъюнктов и соискателей. Вып. 21. Часть 1 / Под общ. ред. В.П. Сальникова. - СПб.: Санкт-Петербургский университет МВД России, 2005. 0,5 п.л.
24. *Мутовин С.И.* Развитие массовой ипотеки в России // Деятельность государства и правоохранительных органов: отечественный и зарубежный опыт: Сб. трудов докторантов, адъюнктов и соискателей. Вып. 22. Часть 1 / Под общ. ред. В.П. Сальникова. - СПб.: Санкт-Петербургский университет МВД России, 2005. 0,5 п.л.
25. *Мутовин С.И., Ерошенков С.Г.* Уроки и последствия американского ипотечного кризиса // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,3 п.л.
26. *Мутовин С.И., Ерошенков С.Г.* Развитие жилищно-строительной кооперации в регионах // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,4 п.л.



27. *Мутовин С.И., Ерошенков С.Г.* Перспективы строительно-сберегательных касс // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,3 п.л.
28. *Мутовин С.И., Ерошенков С.Г.* Ипотечный закрытый паевой инвестиционный фонд как инструмент развития комплексных региональных жилищных программ // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,35 п.л.
29. *Мутовин С.И., Ерошенков С.Г.* Земельная ипотека в целях жилищного строительства // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,3 п.л.
30. *Мутовин С.И., Ерошенков С.Г.* Ипотечные механизмы регионального развития // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,5 п.л.
31. *Мутовин С.И., Ерошенков С.Г.* Адаптивная стратегия региональной ипотеки // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,4 п.л.
32. *Ерошенков К.М., Мутовин С.И., Рожков Г.В.* Взаимодействие государственных и предпринимательских структур в инвестиционной градостроительной деятельности // Материалы научно-практической конференции «Современные вопросы интеграции, образования и бизнеса». - М.: ИЭи-УП, 2008. 0,5 п.л.
33. *Ерошенков К.М., Мутовин С.И., Рожков Г.В.* Градостроительное развитие регионов // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,5 п.л.
34. *Ерошенков К.М., Мутовин С.И., Рожков Г.В.* Частно-государственное партнерство в региональной градостроительной деятельности // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,5 п.л.
35. *Мутовин С.И., Рожков Г.В.* Роль федеральных университетов в развитии инновационной экономики // Проблемы экономики. 2009. № 4. 0,5 п.л.
36. *Мутовин С.И., Рожков Г.В., Честнов С.Н.* Исследовательские университеты как центры формирования инновационной экономики // Актуальные проблемы современной науки. 2009. № 5. 0,38 п.л.
37. *Мутовин С.И., Рожков Г.В., Честнов С.Н.* Исследовательские университеты // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,38 п.л.
38. *Мутовин С.И., Рожков Г.В., Честнов С.Н.* Корпоративный университет региона – ключ стратегического развития // Местное самоуправление в Российской Федерации. 2009. № 7-8. 0,5 п.л.
39. *Мутовин С.И., Рожков Г.В., Честнов С.Н.* Корпоративный университет региона // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,5 п.л.
40. *Рожков Г.В., Мутовин С.И.* Законодательные новации развития особых экономических зон // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,5 п.л.
41. *Рожков Г.В., Мутовин С.И.* Федеральные университеты - опора модернизации региональной экономики // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,5 п.л.
42. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Кластерная политика в регио-

- нальной экономике // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,38 п.л.
43. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Кластерная политика инновационного развития региона // Вопросы экономических наук. 2009. № 5. 0,38 п.л.
44. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Накопление социального капитала // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,5 п.л.
45. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Нематериальный капитал в инновационной экономике // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,31 п.л.
46. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Развитие интеллектуального потенциала // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,31 п.л.
47. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Развитие концепции и методов измерения интеллектуального потенциала // Промышленная политика. 2009. № 7-8. 0,31 п.л.
48. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Развитие концепции и повышение значения нематериального капитала в инновационной экономике // Материалы научно-практической конференции «Современные вопросы интеграции науки, образования и бизнеса». - М.: ИЭиУП, 2007. 0,31 п.л.
49. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Человеческий капитал в инновационной экономике // Модернизация региональной экономики. - М.: МАКС Пресс, 2009. 0,38 п.л.
50. *Рожков Г.В., Мутовин С.И., Честнов С.Н.* Человеческий капитал как фактор инновационного развития // Современные гуманитарные исследования. 2009. № 4. 0,38 п.л.
51. НИР по теме: «Исследование проблемы недооценки национального богатства в целях разработки методических подходов аудита эффективности формирования и реализации активов государства» в части темы: «Роль государства в период глобализации» (шифр ГФК - 4.7.1). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации» (НИИ СП). Отчет. - М.: 2003. (С.И. Мутовин - Глава 1, 5,5 п.л.).
52. НИР и монография по теме: «Исследование проблемы недооценки национального богатства в целях разработки методических подходов аудита эффективности формирования и реализации активов государства» в части темы: «Роль государства в период глобализации» (шифр ГФК - 4.7.2). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации» (НИИ СП). Отчет. - М.: 2003. (С.И. Мутовин - Глава 4, 2,69 п.л.).
53. НИР по теме: «Проблемы и особенности государственного финансового контроля при реализации прав государства в области интеллектуальной собственности» в части темы: «Анализ основных проблем при реализации прав государства в области интеллектуальной собственности»

- и подготовка практических рекомендаций по методике аудита» (шифр ГФК - 4.6.2). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации» (НИИ СП). Отчет. – М.: 2003. (С.И. Мутовин – Главы 1-3, 1,87 п.л.).
54. НИР по теме: «Анализ эффективности использования государственных средств в процессе проведения пенсионной реформы РФ» в части «Мировой опыт реформирования пенсионного обеспечения: финансирование и стоимость пенсионной реформы» (шифр - 1.1.11.-1). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации». Отчет. – М.: 2004. (С.И. Мутовин – IV часть, 0,69 п.л.)
55. НИР по теме: «Анализ эффективности использования государственных средств в процессе проведения пенсионной реформы РФ» в части «Анализа закономерностей пенсионного обеспечения за рубежом и определение фактического состояния пенсионной системы в России» (Шифр «1.1.11.-2.»). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации» (НИИ СП). Отчет. – М.: 2004. (С.И. Мутовин – III часть. 2,38 п.л.)
56. НИР по теме: «Исследование проблем становления и развития системы ипотечного кредитования населения (разработка финансовых механизмов ипотечного кредитования населения, предложений по привлечению долгосрочных ресурсов и развитию инфраструктуры)» в части «Анализа современного состояния системы ипотечного кредитования населения» (Шифр 1.1.18.-2). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации» (НИИ СП). Руководитель НИР. Отчет. – М.: 2004. (С.И. Мутовин – Введение, III часть, 2,25 п.л.).
57. НИР по теме: «Исследование проблем становления и развития системы ипотечного кредитования населения (разработка финансовых механизмов ипотечного кредитования населения, предложений по привлечению долгосрочных ресурсов и развитию инфраструктуры)» в части «Анализа развития системы ипотечного кредитования населения в Российской Федерации» (Шифр «1.1.18.-3.»). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации» (НИИ СП). Руководитель НИР. Отчет. – М.: 2004. (С.И. Мутовин – III часть, Заключение. 2,63 п.л.).
58. НИР по теме: «Исследование проблем пополнения и использования государственных запасов драгоценных металлов и драгоценных камней в Российской Федерации» в части «Исследования проблем пополнения и использования государственных запасов золота в Российской Федерации» (Шифр «1.1.3.-1.»). Заказчик - Государственное научное учреждение «Государственный научно-исследовательский институт системного анализа Счетной палаты Российской Федерации» (НИИ СП). Отчет. – М.: 2004. (С.И. Мутовин – Глава 2, 2,94 п.л.).