

65.9(4укр)262
Б17

В.Д. БАЗИЛЕВИЧ
Н.П. ПОГОРЕЛЬЦЕВА

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК



ІПОТЕЧНИЙ РИНОК

В.Д. Базилевич, Н.П. Погорельцева



**КИЇВСЬКОМУ НАЦІОНАЛЬНОМУ УНІВЕРСИТЕТУ
імені ТАРАСА ШЕВЧЕНКА
175 років**

В.Д. БАЗИЛЕВИЧ
Н.П. ПОГОРЕЛЬЦЕВА

ПОТЕЧНИЙ РИНОК

430E / 661954⁹⁵⁵ - 661956 / K/cx



Київ

"Знання"

2008

УДК 366.77:332.2

ББК 65.9(2)26

Б17

Автори :

В.Д. Базилевич, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії, декан економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка, заслужений діяч науки і техніки України, лауреат Державної премії України в галузі науки і техніки;

Н.П. Погорельцева, кандидат економічних наук, доцент кафедри економічної теорії Київського національного університету імені Тараса Шевченка, головний економіст іпотечного управління АКБ "Укрсоцбанк", лауреат Премії Кабінету Міністрів України "За внесок молоді у розбудову держави"

Рекомендовано вченою радою економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка (протокол № 12 від 19 червня 2007 р.)

Рецензенти :

І.О. Лютій, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка;

А.А. Гриценко, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії та економічних методів управління Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна;

І.Ф. Радіонова, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри макроекономіки і державного управління Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана

Базилевич В.Д., Погорельцева Н.П.

Б17 Іпотечний ринок. — К.: Знання, 2008. — 717 с. — (Київському національному університету імені Тараса Шевченка — 175 років).

ISBN 978-966-346-444-2

У роботі комплексно досліджується економічна природа іпотечного ринку, обґрунтовуються особливості, суперечності та умови становлення іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці, аналізуються "класичні" моделі іпотечного ринку щодо можливості їх адаптації до економічних та інституційних умов трансформаційної економіки, узагальнюються досвід іпотечного кредитування України.

Для науковців, керівників державних установ, банків, викладачів економічних дисциплін, аспірантів, студентів вищих навчальних закладів, усіх, кого цікавлять питання іпотечного кредитування та розвитку іпотечного ринку в країнах з розвинутою та трансформаційною економіками.

УДК 366.77:332.2

ББК 65.9(2)26

© В.Д. Базилевич,
Н.П. Погорельцева, 2008
© Видавництво "Знання",
2008

ISBN 978-966-346-444-2

ЗМІСТ

Вступ	9
Розділ 1. ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА ІПОТЕЧНОГО РИНКУ	15
1.1. Іпотека: юридичний та економічний аспекти	15
1.2. Іпотечний капітал і форми його руху	38
1.3. Сутність і структура іпотечного ринку	60
Розділ 2. МОДЕЛІ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ	87
2.1. Класифікація моделей іпотечного ринку	87
2.2. Типові ризики іпотечного кредитування	101
2.3. Цільова модель іпотечного ринку	116
2.4. Депозитна модель іпотечного ринку	129
2.5. Інвестиційна модель іпотечного ринку	134
2.5.1. Однорівнева інвестиційна модель іпотечного ринку	135
2.5.2. Дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку	146

Розділ 3. ЕВОЛЮЦІЯ МОДЕЛЕЙ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ	173
3.1. Інституціоналізація іпотечного ринку: методологічний аспект.....	173
3.2. Еволюція моделей іпотечного ринку	191
3.3. Виникнення і трансплантація інституцій іпотечного ринку	212
Розділ 4. РОЛЬ І ЗНАЧЕННЯ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ У СУСПІЛЬНОМУ ВІДТВОРЕННІ.....	230
4.1. Функції іпотечного ринку. Інвестиційний характер іпотечного ринку.....	230
4.2. Роль іпотечного ринку у стимулюванні економіки у короткостроковому періоді.....	250
4.3. Значення іпотечного ринку для економічного зростання у довгостроковому періоді. Ефект “витіснення”.....	263
Розділ 5. ІПОТЕЧНИЙ РИНОК У ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ: ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ	285
5.1. Особливості становлення іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці.....	285
5.2. Раціоналізація стратегії трансплантації інституцій “класичних” моделей іпотечного ринку	344
5.3. Роль держави у становленні іпотечного ринку у трансформаційній економіці	371
Розділ 6. ДОСВІД ІПОТЕЧНОГО КРЕДИТУВАННЯ В УКРАЇНІ.....	401
6.1. Фінансування житлового будівництва шляхом емісії та розміщення цільових облігацій	402

6.2. Фінансування будівництва за рахунок коштів довіритель Фонду фінансування будівництва	418
6.3. Іпотечні цінні папери. Іпотечні облігації	434
Розділ 7. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ В УКРАЇНІ	454
7.1. Перспективи розвитку промислового сегмента іпотечного ринку	454
7.2. Перспективи розвитку житлового сегмента іпотечного ринку	474
Висновки	504
Література	510
Додатки	525
<i>Додаток 1. Зразок типової форми договору про іпотечний кредит</i>	<i>525</i>
<i>Додаток 2. Зразок типової форми договору іпотеки</i>	<i>539</i>
<i>Додаток 3. Зразок типової форми бланка заставної</i>	<i>544</i>
<i>Додаток 4. Інструменти іпотечного кредитування</i>	<i>546</i>
<i>Додаток 5. Статистична база</i>	<i>560</i>
1. Іпотечний ринок у країнах із ринковою економікою	560
Загальна характеристика	560
Іпотечний ринок Данії	585
Іпотечний ринок Канади	591
Іпотечний ринок Нідерландів	595
Іпотечний ринок Німеччини	598
Іпотечний ринок США	606
2. Іпотечний ринок у країнах із трансформаційною економікою	618
Загальна характеристика	618
Іпотечний ринок Болгарії	637
Іпотечний ринок Польщі	640

Іпотечний ринок Росії.....	655
Іпотечний ринок Словаччини.....	673
Іпотечний ринок Угорщини.....	677
Іпотечний ринок України.....	687
Іпотечний ринок Чехії.....	695
Глосарій.....	701
Англо-український словник термінів іпотечного кредиту- вання.....	712

ВСТУП

Системна трансформація економіки і розвиток ринкових відносин у постсоціалістичних країнах і в Україні, зокрема, створили передумови для формування та розвитку іпотечного ринку. Значущість його для національної економіки зумовлена тим, що він активно включається в інвестиційні процеси, створює мультиплікаційний ефект комплексного розвитку галузей та ринків, знижує рівень безробіття, підвищує сукупний попит, забезпечує зростання національного доходу і ВВП, розв'язує сукупність соціальних проблем, сприяє поглибленню ринкових перетворень. Тому формування іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою та забезпечення умов для його надійного функціонування — проблема надзвичайної ваги, яка потребує глибоких наукових розробок та активних практичних дій з боку держави.

Становлення системи іпотечних фінансових відносин в умовах ринкових трансформацій відбувається із значними труднощами. Кількісні зміни в обсягах іпотечного кредитування не супроводжуються якісними трансформаціями у структурній організації та ефективності функціонування іпотечного ринку. Розвиток іпотечних ринків у трансформацій-

них економіках гальмується як несприятливими умовами макроекономічного середовища, так і сповільненим розвитком інформаційної, нормоутворюючої та теоретичної складової цього процесу.

У світовій економічній теорії дослідження проблем функціонування і розвитку іпотечного ринку дістали відображення у працях М. Болеата, Д. Вітгаса, Д. Даймонда, Ф. Мішкіна, Н. Ордуея, Г. Поляковського, В. Ресіна, Т. Стейнметца, Р. Страйка, Ф. Уітта, Г. Харрісона, Дж. Харта, Т. Френкела, Д. Фрідмана та ін. Однак специфіка трансформаційної економіки обмежує сферу використання теоретичних постулатів, висновків і пропозицій, розроблених на емпіричному матеріалі розвинених іпотечних ринків і теоретичних положеннях західної економічної науки. У зв'язку з цим останніми роками з'явилася низка праць, які висвітлюють різні аспекти теорії і практики розвитку іпотечних фінансових відносин в умовах ринкових трансформацій. Серед них слід назвати наукові розробки українських вчених О. Гриценко, О. Євтуха, П. Єщенка, В. Кравченка, С. Кручка, В. Лагутіна, І. Малого, К. Паливоди, В. Радченка, В. Рогового, П. Саблука та інших, а також російських дослідників Е. Бугулова, В. Горемікіна, В. Жданова, Н. Косарєвої, П. Кострикіна, А. Ларіонова, В. Лимаренка, Н. Приступ, О. Старкова, В. Тимофєєва, А. Ужегова, Г. Циліної та інших.

Незважаючи на багатоаспектні дослідження і досягнення в науковій розробці теорії розвитку іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці, деякі її вузлові питання залишаються недостатньо вивченими. Так, теоретики і практики використовують різні поняття й категорії, які розкривають сутність іпотечних фінансових відносин, неоднозначно трактують роль та значення іпотечного ринку в суспільному відтворенні і макроекономічній політиці держави. Відсутні теоретико-методологічні основи вибору моделі іпотечних фінансових відносин, адекватної конкретним параметрам економічного та інституційного середовища її становлення. Немає систем показників моніторингу іпотечного ринку, які б давали змогу з наукових позицій оцінити його стан і перспективи розвитку. Також потребують практичних розробок питання розвитку іпотечного ринку в умовах ринкових транс-

формацій. Усе це дає підстави стверджувати, що дослідження економічної природи іпотечного ринку та проблем розвитку іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці є актуальним як у теоретичному, так і у практичному аспектах.

Наукова новизна дослідження полягає у системному теоретичному вивченні економічної природи іпотечного ринку та особливостей розвитку іпотечних фінансових відносин в умовах ринкових трансформацій, визначенні теоретичних і практичних аспектів становлення іпотечного кредитування у трансформаційній економіці на основі використання економіко-математичних і статистичних методів і моделей.

Розділ *“Економічна природа іпотечного ринку”* присвячений комплексному дослідженню іпотечного ринку як системи економіко-правових відносин, які виникають між суб'єктами суспільного відтворення на взаємопов'язаних ринках фінансів і нерухомості з приводу акумулювання грошових ресурсів, їх розміщення у формі іпотечних кредитів і рефінансування іпотечних активів з метою здійснення інвестиційних операцій на ринку нерухомості. Розкрито сутність і специфіку іпотеки, іпотечного капіталу, іпотечного ринку, визначено місце і роль іпотечного ринку у системі ринків.

У розділі *“Моделі іпотечного ринку”* проаналізовано світовий досвід іпотечного кредитування, наведено удосконалену класифікацію моделей іпотечного ринку. Зокрема, за механізмом зворотного перерозподілу іпотечного капіталу виділено три “класичні” моделі — цільову, депозитну, інвестиційну. Цільову і депозитну моделі об'єднано в групу ощадно-позичкових моделей; у рамках інвестиційної моделі виділено однорівневу і дворівневу її модифікації, які визначені як моделі вторинного ринку. Тут також розкрито особливості “класичних” моделей іпотечного ринку з погляду джерел формування іпотечного капіталу, організаційно-правових форм інститутів, які виступають у ролі первинних іпотечних кредиторів, та специфіку механізму управління ризиками іпотечного кредитування.

Розділ *“Еволюція моделей іпотечного ринку”* присвячений ретроспективному аналізу розвитку моделей іпотечного

кредитування, а також узагальненню схеми еволюції моделей іпотечного ринку. Зокрема, розглянуто факт конвергенції англо-американського і франко-німецького напрямів розвитку іпотечного ринку: удосконалення інституційної організації іпотечного ринку передбачає послідовну зміну моделей: “цільова → депозитна → однорівнева інвестиційна → дворівнева інвестиційна”.

У розділі *“Роль і значення іпотечного ринку у суспільному відтворенні”* доведено інвестиційну природу іпотечного ринку, що дозволило розширити уявлення про рушійну силу іпотечного кредитування у стимулюванні економіки у короткостроковому періоді. Досліджено зв’язок між рівнем розвитку житлового сегмента іпотечного ринку та ефективністю житлових іпотечних інвестицій у довгостроковому періоді. Зокрема, встановлено, що державна політика стимулювання житлового іпотечного кредитування за допомогою методів прямої фінансової підтримки призводить до витіснення житловим сектором з фінансових ринків інших сфер першочергового інвестування та уповільнення темпів зростання реально-го ВВП у довгостроковій перспективі.

Розділ *“Іпотечний ринок у трансформаційній економіці: проблеми та перспективи розвитку”* присвячений аналізу стратегій формування іпотечного ринку з огляду на їх ефективність і доцільність використання в умовах ринкових трансформацій, виявленню й узагальненню особливостей, проблем та умов формування іпотечного ринку в трансформаційній економіці, дослідженню адаптивних можливостей “класичних” моделей іпотечного ринку до економічних та інституційних умов трансформаційної економіки. Зокрема, показано, що перенесення інституційних структур “класичних” моделей іпотечного ринку в умови трансформаційної економіки може спричинити інституційний конфлікт; більш ефективною є поетапна перенесення відповідно до загальної схеми еволюції його моделей, яка означає поступове удосконалення інституційної структури ринку і дає змогу уникнути інституційних конфліктів у процесі його розвитку.

У розділі *“Досвід іпотечного кредитування в Україні”* увага зосереджена на діючих в Україні схемах фінансування

житлового будівництва. Зокрема, розкрито фінансово-кредитні механізми фінансування будівництва житла шляхом емісії цільових облігацій та з використанням коштів довірителів Фонду фінансування будівництва. Особливу увагу цього розділу приділено аналізу вітчизняного досвіду емісії іпотечних облігацій.

У розділі *“Перспективи розвитку іпотечного ринку в Україні”* розкрито механізм активізації попиту на первинному іпотечному ринку. Теоретично доведено і підтверджено на основі розроблених економіко-математичних моделей руху іпотечного капіталу, що в трансформаційній економіці для забезпечення довгостроковості іпотечних фінансових відносин та дохідності і надійності іпотечних інвестицій доцільно запроваджувати “перехідні” механізми іпотечного кредитування, що засновані на бюджетних і ринкових джерелах фінансування нерухомості.

Значне змістове навантаження мають також додатки, в яких представлені типові форми договорів, що укладаються у процесі іпотечного кредитування, наведено статистичну інформацію з розвитку іпотечного ринку в країнах з ринковою економікою.

У роботі застосовані загальні і спеціальні методи та підходи. Зокрема, якісний аналіз і метод наукової абстракції використано у дослідженні сутності іпотечного ринку; мікроекономічний аналіз — для розкриття специфіки суб’єктно-об’єктного складу, інструментів іпотечного кредитування, особливостей формування попиту і пропозиції на іпотечний капітал; макроекономічний і кореляційно-регресійний методи — для визначення ролі і значення іпотечного ринку в суспільному відтворенні. Інституційний аналіз, а також методи логічного та історичного підходів стали основою формування загальної схеми еволюції моделей іпотечного ринку. Системний аналіз покладено в основу дослідження поширених у світовій практиці моделей іпотечного кредитування, процесів становлення іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці. Порівняльний аналіз використано для характеристики адаптивних можливостей “класичних” моделей іпотечного ринку до умов трансформаційної економіки.

Економіко-математичне моделювання здійснювалося у формуванні “перехідних” моделей іпотечного ринку на промисловому і житловому сегментах іпотечного ринку України. За допомогою статистичного і кількісного аналізу оцінювалися масштаби розвитку іпотечного ринку, визначалися очікувані ефекти від запровадження “перехідних” механізмів іпотечного кредитування в Україні. Методи економічного аналізу використано у процесі систематизації показників рівня розвитку іпотечного ринку та ефективності житлового іпотечного кредитування.

Практичне значення і цінність викладених результатів полягає в тому, що вони поглиблюють розуміння проблем розвитку іпотечного ринку в трансформаційній економіці і можуть бути використані під час розробки соціально-економічної політики, правових документів і стратегічних програм розвитку іпотечного ринку в Україні.

Розділ 1

ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА ІПОТЕЧНОГО РИНКУ

1.1. Іпотека: юридичний та економічний аспекти

Іпотечний ринок — історичне явище; із розвитком іпотечного ринку уточнюються і наповнюються новим змістом його теоретичні трактування. Тому дефініція іпотечного ринку, як об'єкта, що розвивається, також повинна відображати не результат його розвитку, а результат зі своїм становленням, тобто відображати весь процес розвитку іпотечного ринку — від виникнення і до сучасних його форм.

Сутність іпотечного ринку як явища особливого, що багатоаспектно відрізняється від інших ринків і так само багатоаспектно пов'язане з ними, розкривається через діалектику загального й одиничного. У категорії загального фіксується спільна, абстрагована від усіх одиничних та особливих явищ, властивість, як притаманна всім їм ознака, що забезпечує внутрішню єдність і дозволяє відносити їх до певного типу чи класу явищ, тоді як у категорії одиничного фіксується кількісно визначений момент саморозвитку, самовідмінності загального, яке виступає як якісно визначена дійсність. Оскільки момент діалектичної єдності загального та одиничного відображається в особливому, то дослідження іпотечного ринку як явища особливого передбачає: 1) встановлення тих сут-

нісних ознак, які дозволяють відносити іпотечний ринок до такого типу явищ економічної дійсності як “ринок”; 2) виявлення рис, які визначають іпотечний ринок як явище особливе.

Іпотечний ринок як абстрактний ринок, ринок узагалі, безвідносно до його конкретних якісних рис, які ідентифікують його як явище особливе, — це система економічних відносин у сфері обміну, організованих і діючих на принципах економічної свободи, вільної взаємодії попиту і пропозиції, вільного ціноутворення і конкуренції, що забезпечує рух економічних благ у різних сегментах економічного простору в умовах економічної відособленості учасників ринку, функціонуючих у рамках суспільного поділу праці. Ринковий механізм як спосіб реалізації відносин між суб'єктами господарювання, основними елементами якого є попит, пропозиція, ціна, конкуренція та їх закони, виступає тим “загальним”, що забезпечує єдність усіх видів ринків як таких. Існування іпотечного ринку як особливого явища пояснюється особливостями економічних відносин, відособлення яких в окремий вид здійснюється на основі особливостей суб'єктів та об'єктів цих відносин. Специфіка останніх пов'язана з поняттям іпотеки.

В історичному процесі розвитку застави іпотека є третьою, найбільш досконалою її формою. Початкова форма застави — фідучія (*fiducia*) — передбачала одночасне відчуження боржником майна, призначеного для забезпечення боргового зобов'язання, на користь кредитора з наступним його поверненням у власність боржнику в разі задоволення вимог кредитора. Друга форма застави — пігнус (*pignus*) — означала надання застави не у власність кредитору, а лише у володіння і користування з поверненням заставидавцю у разі виконання ним умов договору.

Розв'язання основних суперечностей фідучії та пігнуса (відсутність рівноваги економічних інтересів боржника і позичальника та невідповідність потребам розвитку ринкового господарства) відбулося із становленням іпотеки — специфічної форми забезпечення зобов'язань боржника нерухомим майном — у разі якої предмет застави залишається у володін-

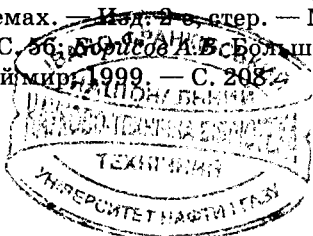
ні та користуванні заставодавця до порушення ним зобов'язань перед кредитором. У випадку невиконання боржником основного зобов'язання іпотека надає кредитору право задоволення вимог із вартості заставленої нерухомості. Отже, термін "іпотека" (від грец. *hypothēke* — застава, заклад) вживають для позначення забезпечення нерухомим майном зобов'язань боржника перед кредитором, що виникають у процесі правовідносин, які встановлюються договором кредитного характеру.

Іпотека — це історично утворений механізм відносин між кредитором і позичальником з приводу забезпечення прав обох сторін іпотечних відносин щодо предмета іпотеки. Іпотека — складна категорія, сутність якої розкривається з юридичного та економічного погляду.

В юридичному аспекті іпотека розглядається як спосіб забезпечення зобов'язань, що дає змогу відносити заставне право до категорії зобов'язальних майнових прав¹; або як форма обтяження майнових прав власників об'єктів нерухомості, чим підкреслюється майновий характер застави². Зазначені підходи до розуміння іпотеки не суперечать один одному, оскільки вказують на двоїсту природу іпотеки і дозволяють визначити іпотеку як майновий спосіб забезпечення виконання зобов'язання. Саме як особливий вид забезпечення нерухомим майном виконання боргового зобов'язання за договорами позики, кредиту, купівлі-продажу, лізингу іпоте-

¹ Придибайло О.М. Іпотека як фінансовий інструмент ринку // Фінанси України. — 2004. — № 6. — С. 6; Кудряцев В., Кудряцева Е. Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — С. 4; Ваксман С.А., Воробьева О.Е. Ипотечное кредитование и его участники на рынке жилья США: Учеб. пособие. — Екатеринбург: Изд-во Уральского госуд. ун-та, 1998. — С. 21.

² Меметова Д.О. Теоретико-методологические проблемы ипотеки в России (ипотека как юридическая и экономическая категория) // Ипотека. — 2000. — № 5. — С. 15; Горемыкин В.А., Бугулов Э.Р. Недвижимость: регистрация прав и сделок, ипотечное кредитование в схемах. — Изд. 2-е, стер. — М.: Информ.-издат. дом "Филинь", 1999. — С. 56; Борисов А.В. Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 1999. — С. 208.



ка визначається у законодавстві більшості країн і України зокрема¹.

Іпотека по-різному врегульовує майнові права у відносинах застави нерухомості у країнах англосаксонської системи цивільного права (США, Великобританія, Австралія) і країнах континентального права (країни Європи, за виключенням Данії, де діє змішана система). Особливості врегулювання правових відносин при іпотеці пов'язані, як правило, з особливостями розуміння та дослідження права власності, яке виступає основою відносин іпотеки. Континентальна традиція абсолютизує концентрацію прав власності (права володіння, користування та розпорядження) на об'єкти привласнення у одного власника, тому при іпотеці зберігається неподільність майнових прав на предмет застави: у відносинах іпотеки заставодавець встановлює похідне заставне право і відчужує це право на користь заставодержателя, залишаючись власником заставленої нерухомості до моменту її стягнення у випадку порушення ним зобов'язань.

Англосаксонська правова система розглядає право власності як набір правомочностей, що означає розщеплення (поділ) змісту права власності між різними особами. Право володіння, право користування, право розпорядження виступають як самостійні правомочності. У зв'язку з цим, у країнах з англосаксонською системою права домінує титульна застава нерухомості (mortgage), юридична суть якої полягає у формальній передачі заставодавцем (на основі письмового договору) титулу власності на заставлену нерухомість заставодержателю. У такий спосіб право власності на предмет застави розщеплюється: право володіння і користування до припинення строку дії основного

¹ *Сакаэ Вагацума, Тору Ариидзуми* Гражданское право Японии: В 2 т. / Пер. с японского В.В. Батуренко. — М.: Прогресс, 1983. — Т. 1. — С. 218; *Гражданское, торговое и семейное право капиталистических стран: Сб. нормативных актов: гражданские и торговые кодексы.* — М.: Изд-во УДН, 1986. — С. 98; *Пучковская И.И.* Ипотека: залог недвижимости. — Х.: Консум, 1997. — С. 31; *Меметова Д.О.* Теоретико-методологические проблемы ипотеки в России (ипотека как юридическая и экономическая категория) // *Ипотека.* — 2000. — № 5. — С. 15.

зобов'язання залишається у заставодавця, право розпорядження — переходить до заставодержателя. Отже, за своїм змістом mortgage подібний до фінансового лізингу, в разі якого користувач майна може стати його власником після відшкодування усіх витрат і забезпечення необхідної норми прибутку лізингодавцю (кредитору) шляхом сплати орендної плати і залишкової вартості об'єкта нерухомості.

У країнах англосаксонської правової системи сутність іпотеки тяжіє до першої форми застави у процесі її історичного розвитку — фідучії, яка передбачає перехід права власності на об'єкт застави до кредитора (заставодержателя); у країнах континентального права сутність іпотеки базується на давньоримському понятті іпотеки і передбачає, що предмет застави залишається у власності заставодавця.

Отже, іпотека за континентальним правом та іпотека за англосаксонською правовою системою опосередковують однакові господарські відносини, але в умовах відмінних правових систем, тому повної відповідності у категоріальному апараті європейської континентальної та англосаксонської правових системах іпотечного кредитування немає. У зв'язку з цим, у поясненні сутності іпотеки з юридичного погляду в літературі зустрічаються дефініції, що подібні за змістом, але відмінні за способом установаження майнових прав на нерухоме майно, яке передається у заставу.

Наприклад, в одних працях зазначається, що при іпотеці право власності на заставлене нерухоме майно (право володіння, користування та розпорядження) залишається у заставодавця до моменту порушення ним умов основного зобов'язання¹, в інших — що у разі застави нерухомого майна боржник номінально зберігає право власника², передає право

¹ Юргелевич С. Основні принципи іпотеки та іпотечного кредитування // Вісник НБУ. — 2002. — № 1 (71). — С. 34; Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — С. 12—13; Ненашева К.В. Современное ипотечное кредитование в промышленно развитых странах. — М., 2000. — С. 17.

² Евтух А.Т. Ипотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — С. 53; Рябченко О. Світовий досвід становлення іпотеки // Економіка України. — 2003. — № 1. — С. 24.

власності кредиторів¹ або зберігає за собою лише право володіння і користування заставленим нерухомим майном². Однак обидві правові системи враховують головне: іпотека з юридичного погляду є особливим видом забезпечення виконання боргового зобов'язання нерухомим майном, що залишається у володінні та користуванні іпотекодавця, згідно з яким у разі невиконання зобов'язання, забезпеченого іпотекою іпотекодержатель має право одержати задоволення своїх вимог за рахунок предмета іпотеки (з урахуванням цієї особливості термін “mortgage” перекладають як “іпотека”).

Відмінності законодавств у країнах континентальної та англосаксонської систем права викликали суттєві відмінності у правовому оформленні відносин іпотеки. Оскільки баланс інтересів у правовідносинах іпотеки у країнах континентального права зміщений у бік заставодавця, то забезпечення інтересів заставодержателя здійснюється шляхом нотаріального засвідчення договорів іпотеки, реєстрування у поземельних та іпотечних книгах. Тип іпотеки, тісно пов'язаний із веденням земельних кадастрів і поземельних книг, дістав назву “середньоевропейського типу іпотеки”³. Його переваги полягають у тому, що земельні кадастри та поземельні книги є офіційними реєстрами, які зручні для користування формі містять інформацію про власника земельної ділянки та об'єкти нерухомості, а також дані про обмеження й обтяження, покладені на них. Середньоевропейський тип іпотеки поширений нині на території Німеччини, Австрії, Швейцарії, Угорщини, Польщі, Румунії, Чехії, Словаччини, країн колишньої Югославії, а також у Нідерландах, Іспанії, Греції, Скандинавських країнах.

¹ Кручок С. Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // Економіка України. — 2001. — № 10. — С. 340.

² Радченко Б. Недвижимость в движении. Ипотечный процесс в Украине начался // Киевский телеграф. — 2001. — № 48. — С. 24.

³ Кручок С.І. Ипотечное кредитование: европейская практика та перспективи розвитку в Україні. — К.: Урожай, 2003. — С. 12—21; Кручок С. Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // Економіка України. — 2001. — № 10. — С. 68—71.

Сучасні правові принципи, які забезпечують законодавче регулювання застави нерухомого майна в межах континентальної системи права, найбільш повно описані І. Пучковською¹. До них належать такі:

- *принцип спеціальності* — полягає у законодавчому закріпленні видів об'єктів, які можуть виступати як предмет іпотеки, встановленні умов передачі нерухомого майна в іпотеку, визначенні вимог, що забезпечуються іпотекою, істотних умов іпотечного договору тощо;

- *принцип обов'язковості* — означає обов'язкове внесення прав щодо об'єкта нерухомості у книгу реєстрації іпотек. Значення цього принципу з юридичного погляду полягає у тому, що майнові права на нерухомість виникають лише з моменту внесення запису до книги;

- *принцип гласності* (публічності) — закріплений у правилах про доступність іпотечних книг усім особам, які бажають ознайомитися з їх змістом;

- *принцип старшинства* (пріоритетності) — полягає у тому, що внесені в книгу заставні права реалізуються в порядку їх внесення за часом. На сьогодні існують дві теорії старшинства — абсолютна і відносна. Відповідно до абсолютної теорії старшинства на об'єкт нерухомості може встановлюватися декілька іпотек, кожна з яких обтяжує частину об'єкта. У випадку вивільнення частини об'єкта нерухомості з-під застави інші кредитори не можуть вимагати задоволення своїх вимог за рахунок звільненої від зобов'язань частини об'єкта нерухомості, а її власник може розпоряджатися звільненою від зобов'язань частиною об'єкта нерухомого майна на свій розсуд. Відповідно до відносної теорії старшинства не лише старша (перша за часом реєстрації) іпотека, але і кожна наступна іпотека поширюється на весь об'єкт нерухомості, оскільки він розглядається як єдиний і неподільний;

- *принцип безповоротності* — означає незаперечність права, придбаного від особи, яка за змістом книги може його передати;

¹ Пучковская И.И. Ипотека: залог недвижимости. — Х.: Консум, 1997. — С. 37—38.

• *принцип достовірності* — передбачає, що установи, які ведуть іпотечні книги (суди, іпотечні установи) мають у кожному конкретному випадку перевіряти законність правочину, що встановлює майнові права на нерухомість.

Іпотечне законодавство України побудоване на правових принципах континентальної системи права, хоча порівняння деяких аспектів правових відносин в Україні та країнах — членах Європейського Союзу розкрило деякі відмінності у їх законодавчому врегулюванні (табл. 1.1).

У країнах англосаксонської системи права баланс інтересів зміщений у бік заставодержателя, тому концепція іпотеки в цих країнах більш гнучка і менш формалізована. Зокрема, вона не передбачає обов'язкового нотаріального засвідчення, публікації, докладного опису предмета застави, носить загальний характер, однак вимагає від власника нерухомості страхувати титул власності. Страхування титулу власності на об'єкт нерухомості фактично означає перекладання ризику з власника об'єкта нерухомості на страхувальника щодо подій, що сталися в минулому, але наслідки від яких можуть виникнути у майбутньому. Тому страхові компанії вивчають історію об'єкта нерухомості давністю до 70 років для виявлення непогашених зобов'язань або прав окремих осіб щодо нерухомого об'єкта. Отже, англосаксонська система реєстрації іпотечної нерухомості через страхування титулу власності не потребує участі держави у процесі реєстрації, але вимагає додаткових витрат від позичальників на титульне страхування.

Порівняння континентальної та англосаксонської систем права щодо правового оформлення відносин іпотеки дозволяє зробити висновок, що європейська система державної реєстрації та гарантування прав власності на нерухомість не лише дешевша для позичальника, але і надійніша, оскільки забезпечує стійкість прав власності на об'єкт нерухомого майна, встановлює спеціальний порядок щодо розпорядження ним, дозволяє формувати базу даних для оподаткування власників нерухомості відповідно до діючого законодавства.

Важливою складовою ефективного функціонування іпотечного ринку є реалізація прав кредитора на стягнення об'єкта застави у випадку невиконання боржником своїх зо-

Таблиця 1.1. Порівняння деяких аспектів іпотечних праводієносин в Україні та країнах ЄС

Предмет порівняння	Законодавство України	Законодавство країн ЄС
1. Вид основного зобов'язання, що забезпечується іпотекою	Зобов'язання боржника за договорами позики, кредиту, купівлі-продажу, лізингу, а також зобов'язання, яке виникає з інших підстав, виконання якого забезпечене іпотекою (ст. 1 Закону України "Про іпотеку")	Переважно зобов'язання, що випливають із договорів позики та кредиту
2. Права природи іпотечного зобов'язання	Акцесорне зобов'язання	Акцесорне зобов'язання
3. Кредитор	<p>1. Кредитор та іпотекодержатель завжди є однією особою.</p> <p>2. Закон України "Про іпотеку" не передбачає створення спеціальних суб'єктів: комерційний банк може здійснювати кредитні операції з використанням іпотеки в якості забезпечення виконання позичальником зобов'язань</p>	<p>1. У деяких країнах ЄС, наприклад у Німеччині, кредитор та іпотекодержатель є однією особою; в інших, наприклад, у Данії, — іпотекодержатель і кредитор — різні особи.</p> <p>2. У законодавстві країн ЄС виділяють комерційні банки та спеціалізовані іпотечні банки. Також на іпотечному ринку функціонують спеціалізовані ощадно-позичкові інститути (наприклад, будівельні товариства — у Великобританії, будівельні ощадні каси — у Німеччині)</p>

Продовження табл. 1.1

Предмет порівняння	Законодавство України	Законодавство країн ЄС
4. Право власності на предмет іпотеки	<p>Право власності на предмет іпотеки до моменту порушення умов основного зобов'язання належить іпотекодавцю, який має право володіти та користуватись предметом іпотеки відповідно до його цільового призначення, а також одержувати від предмета іпотеки продукцію, плоди і доходи, якщо інше не встановлено іпотечним договором (ст. 9 Закону України "Про іпотеку")</p>	<p>Відповідно до законодавства країн ЄС власником предмета іпотеки виступає іпотекодавець. Виключенням є Великобританія, де діє англосаксонська система права, відповідно до якої право володіння і користування до припинення строку дії основного зобов'язання залишається в іпотекодавця, тоді як право розпорядження предметом іпотеки належить іпотекодержателю незалежно від того чи порушено іпотекодавцем основне зобов'язання</p>
5. Предмет іпотеки	<p>Земельні ділянки, будівлі, споруди, інші об'єкти нерухомості, повітряні та морські судна, судна внутрішнього плавання, космічні об'єкти, майнові права на об'єкти незавершеного будівництва. Предметом іпотеки також може бути право оренди чи користування нерухомим майном, яке надає орендарю чи користувачу право будувати, володіти та відчувувати об'єкт нерухомого майна (ст. 1, ст. 5 Закону України "Про іпотеку")</p>	<p>Предметом іпотеки за законодавством країн ЄС виступають земельні ділянки та об'єкти нерухомого майна, розміщені на них. За законодавством Німеччини предметом іпотеки також може бути орендоване майно. За законодавством Швеції предметом іпотеки не може бути окрема квартира в багатоквартирному будинку. За законодавством Скандинавських країн предметом іпотеки не можуть бути незавершені будівництвом об'єкти нерухомого майна, оскільки неможлива реєстрація права власності на них</p>

Продовження табл. 1.1

Предмет порівняння	Законодавство України	Законодавство країн ЄС
<p>6. Особливості іпотечки об'єктів незавершеного будівництва</p>	<p>Передача в іпотеку об'єктів незавершеного будівництва, здійснюється шляхом передачі прав на земельну ділянку, на якій розташований об'єкт незавершеного будівництва. Після завершення будівництва житлова квартира залишається предметом іпотеки відповідно до іпотечного договору (ст. 16 Закону України "Про іпотеку"). Отже, права власності на об'єкт незавершеного будівництва, який є предметом іпотеки, набуває іпотекодержатель</p>	<p>Згідно з законодавством тих країн, в яких дозволяється іпотека недобудованих об'єктів нерухомого майна, власником недобудованого об'єкта виступає переважно іпотекодержатель</p>
<p>7. Особливості іпотечки земельних ділянок</p>	<p>Земельна ділянка є предметом іпотеки разом з усіма нерухомими об'єктами, розташованими на ній. Після звернення стягнення на передану в іпотеку земельну ділянку, на якій розташовані будівлі (споруди), що належать іншій, ніж іпотекодавець, особі, новий власник земельної ділянки зобов'язаний надати власнику будівлі (споруди) такі ж умови користування земельною ділянкою, які мав іпотекодавець (ст. 6 Закону України "Про іпотеку")</p>	<p>Питання іпотеки земельних ділянок у законодавстві країн ЄС врегульовується по-різному. Так, наприклад, у Німеччині земельна ділянка є предметом іпотеки разом з усіма об'єктами нерухомого майна, розташованими на ній; у Франції — іпотека земельної ділянки може не зачіпати об'єкти нерухомого майна, розташовані на ній</p>

Предмет порівняння	Законодавство України	Законодавство країн ЄС
8. Правові підстави виникнення іпотечних відносин	Іпотека виникає на підставі договору, закону або рішення суду. До іпотеки, яка виникає на підставі закону або рішення суду, застосовуються правила щодо іпотеки, яка виникає на підставі договору, якщо інше не встановлено законом (ст. 3 Закону України “Про іпотеку”)	У країнах континентального права (країни Європи за виключенням Данії) правовою підставою виникнення іпотечних відносин є договір, закон, рішення суду, а також письмова заява власника об’єкта нерухомості (як, наприклад, у випадку іпотеки морських судів — ст. 565 Італійського кодексу торговельного мореплавства)
9. Принципи обов’язковості та гласності (публічності)	Договір іпотеки підлягає нотаріальному посвідченню; предмет іпотеки підлягає внесенню до Єдиного державного реєстру заборон відчуження нерухомого майна; договір іпотеки підлягає внесенню до Державного реєстру іпотек. У разі недотримання умов державної реєстрації обтяження нерухомого майна іпотечний договір є дійсним, але вимога іпотекодержателя не набуває пріоритета відносно зареєстрованих прав чи вимог інших осіб на передане в іпотеку нерухоме майно (ст. 3, ст. 4 Закону України “Про іпотеку”)	У законодавстві всіх країн континентального права (всі країни ЄС за виключенням Великобританії) принципи обов’язковості та гласності (публічності) реалізуються шляхом включення іпотеки до реєстрів обтяження майна. У Німеччині договір кредиту та іпотечний договір також підлягають державній реєстрації. У Великобританії діє англосаксонська система права, яка не передбачає обов’язкового нотаріального засвідчення договору іпотеки, докладного опису предмета іпотеки, однак вимагає від іпотекодавця страхувати титул власності

Продовження табл. 1.1

Предмет порівняння	Законодавство України	Законодавство країн ЄС
<p>10. Принцип старшинства (пріоритетності)</p>	<p>Предмет іпотеки може бути переданий у наступну іпотеку за згодою попередніх іпотекодержателів, якщо інше не встановлено іпотечним договором. Попередня іпотека має вищий пріоритет над наступними іпотеками. У разі звернення стягнення на нерухоме майно, що є предметом декількох іпотек, вимоги кожного наступного іпотекодержателя задовольняються після повного задоволення вимог кожного попереднього іпотекодержателя згідно з пріоритетом і розміром цих вимог (ст. 13 Закону України “Про іпотеку”)</p>	<p>У законодавстві країн ЄС закріплено принцип пріоритетності (старшинства) іпотеки: попередня іпотека має пріоритет над наступними іпотеками</p>
<p>11. Принцип спеціальності</p>	<p>Предметом іпотеки може бути виділений у натурі об’єкт нерухомого майна (або його частина) із зареєстрованим правом власності на нього, який може бути відчужений іпотекодавцем і на нього може бути звернене стягнення (ст. 5 Закону України “Про іпотеку”). Іпотечний договір укладається у письмовій формі і підлягає нотаріальному посвідченню</p>	<p>За законодавством країн ЄС предметом іпотеки є відокремлена одиниця нерухомого майна із зареєстрованим правом власності на неї. У Великобританії, де діють традиції англосаксонської системи права, незареєстрована ділянка землі може виступати як предмет іпотеки, але першій іпотекодержатель має отримувати документ, який підтверджує право власності на неї</p>

Закінчення табл. 1.1

Предмет порівняння	Законодавство України	Законодавство країн ЄС
	<p>Іпотечний договір має містити відомості про іпотекодавця та іпотекодержателя, зміст і розмір основного зобов'язання, строк і порядок його виконання, опис предмета іпотеки, достатній для його ідентифікації, посилення на видачу заставної або її відсутність (ст. 18 Закону України "Про іпотеку")</p>	<p>Наступний іпотекодержатель і будь-який інший добросовісний іпотекодержатель, які не мають підтверджуючих право власності документів, повинні захистити свої інтереси шляхом реєстрації іпотеки</p>
<p>12. Принцип преференційного режиму для цінних паперів, забезпечених іпотекою</p>	<p>Не передбачено</p>	<p>У країнах ЄС цінні папери, забезпечені іпотекою, мають вищу цінність. Кредити, забезпечені іпотекою можуть перевищувати обмеження, встановлені для інших видів кредитів (Директива Ради "Про моніторинг та контроль над ризиками кредитних установ" (№ 92/121/ЄС від 21.12.1992 р.). У Данії іпотечні сертифікати, емітовані спеціалізованими датськими іпотечними кредитними інститутами, привносяться до державних облігацій або цінних паперів, які перебувають під гарантією держави</p>

Джерело: Складено з використанням даних: Інтернет-сторінка ГО "Інформаційно-ресурсний центр "Реформування земельних відносин в Україні" // <http://www.mu.land.org.ua> ; Про іпотеку: Закон України від 05.06.2003 р. № 898-IV // Голос України. — 2003. — 15 липня. — № 129 (3129). — С. 18—21.

бов'язань. Світова практика іпотечного кредитування передбачає два види процедур реалізації заставного права — *судову* та *адміністративну*. У США традиційно перевага надається *адміністративній процедурі*, ключовою фігурою якої виступає шериф. У його обов'язки входить публікувати оголошення про продаж заставного майна, оповіщати зацікавлених осіб, проводити торги.

У країнах Європи практикується *судова процедура* реалізації заставного права. Ця процедура передбачає три способи примусової реалізації заставних прав: *примусову іпотеку*, *примусовий аукціон* і *примусове управління*. *Примусова іпотека* служить виключно для збереження за кредитором певного рангового місця та підтвердження його права власності на майно. Тому на практиці заставні права на нерухомість реалізуються на основі *примусового аукціону* та *примусового управління*, а сама процедура реалізації заставного права нагадує правовий механізм банкрутства. Так, примусовий аукціон є судовою процедурою, мета якої — передача прав власності на нерухоме майно покупцю і задоволення за рахунок отриманих коштів вимог кредитора. Примусове управління дозволяє кредитору задовольнити свої вимоги через експлуатацію нерухомого майна. Примусове управління використовується і як спосіб реалізації заставних прав, і як проміжний етап, що передує примусовому аукціону.

Саме завдяки пов'язаності із системою реєстрації прав на нерухоме майно і закріплення прав заставодержателя на заставлену нерухомість іпотеку називають найбільш надійним способом забезпечення виконання зобов'язань. Від повноти та якості нормативно-правового забезпечення в більшій мірі залежить ефективність функціонування іпотечного ринку.

У світовій практиці відомі три види іпотеки: *законна* (застосовується лише до передбачених законом юридичних фактів і не залежить від волі сторін), *судова* (впливає із судового рішення) і *договірна* (є результатом угоди, ініціатором якої виступає власник нерухомості). У цьому дослідженні увага приділяється договірній іпотеці, оскільки функціонування іпотечного ринку передбачає договірні (партнерські) відносини його суб'єктів.

Категорії іпотеки властивий також економічний аспект, що ставить її в центр наукових дискусій учених-економістів. **Економічний аспект** розкриття сутності іпотеки ґрунтується на дослідженні взаємозв'язку застави і кредиту. Так, наприклад, Є. Павловський вважає іпотеку “найважливішим засобом забезпечення виконання кредитних та інших договорів”¹, В. Кудрявцев під іпотекою розуміє “заставу нерухомого майна (землі, будівель тощо) для одержання позики (кредиту)”², Л. Бєлих іпотеку визначає як “фінансовий інструмент, що полягає у наданні кредиту під заставу нерухомості”³, М. Сафрончук та І. Стрелець під іпотекою розуміють кредитування під заставу нерухомості⁴.

Отже, для кредитора і позичальника іпотека є тісним взаємозв'язком застави нерухомості і позики під цю заставу. Іпотека виступає як додаткова угода до основного зобов'язання між кредитором і позичальником, утворюється із виникненням кредитного зобов'язання і завершується разом із ним. Тому специфіка іпотеки як особливого виду забезпечення виконання боргового зобов'язання зумовлюється особливостями нерухомості як предмета застави та специфікою забезпечуваних нею вимог.

Нерухоме майно посідає центральне місце у будь-якому суспільстві, виконуючи одночасно дві найважливіші функції: засобу виробництва та предмета споживання. З об'єктами нерухомого майна тісно пов'язане державне економічне і правове регулювання суспільного виробництва та інших сфер життєдіяльності суспільства.

Під час дослідження сутності нерухомості з економічного погляду увага зосереджується на розкритті способу зв'язку

¹ Павловский Е. Каким быть закону об ипотеке? // Закон. — 1993. — № 2. — С. 43.

² Кудрявцев В., Кудрявцева Е. Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — С. 61.

³ Бєлих Л.П. Формирование портфеля недвижимости. — М.: Финансы и статистика, 1999. — С. 78.

⁴ Сафрончук М., Стрелец И. Ипотека // Наука и жизнь. — 1999. — № 5. — С. 54.

(взаємодії, взаємовпливу, єдності) землі і благ, створених людиною безпосередньо на землі. Так, А. Моріс визначає нерухомість як “землю і все те, що зведено на ній, росте чи прикріплено до неї”¹; Г. Харрісон — як “землю і всі предмети, постійно і надійно з нею пов’язані у природний спосіб чи завдяки дії людини”²; В. Горемікін, Е. Бугулов — як земельну ділянку та все те, що пов’язане з нею нерозривно, переміщення чого без суттєвих втрат для його призначення не можливе³; О. Гриценко — як “матеріально-речовий капітал, зрощений із землею”⁴.

Отже, під нерухомістю розуміють земельні ділянки та розташовані і нерозривно пов’язані з ними об’єкти, переміщення яких не можливе без їх знецінення та втрати ними споживчих якостей (хоч у законодавстві деяких країн і України, зокрема, правовий режим нерухомого майна поширюється також на повітряні та морські судна, судна внутрішнього плавання та космічні об’єкти, але не за родовою ознакою, а за доцільністю поширення на них спеціального правового режиму, встановленого для дійсно нерухомих об’єктів).

Правова єдність землі і нерухомості передбачає, що у разі передачі в іпотеку будівлі (споруди) іпотека також поширюється на належну іпотекодавцю на правах власності земельну ділянку або її частину, на якій розташована відповідна будівля (споруда) і яка необхідна для використання цієї будівлі (споруди) за цільовим призначенням; у разі передачі в іпотеку земельної ділянки іпотека також поширюється на розташовані на ній будівлі (споруди) та об’єкти незавершеного будівництва.

¹ *Maurice A. How to invest in real estate.* — 2-nd ed. — N. Y.: Mc Grow-Hill, 1999. — P. 1.

² *Харрісон Генри С.* Оценка недвижимости: Учеб. пособие: Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1993. — С. 27.

³ *Горемькин В.А., Бугулов Э.Р.* Недвижимость: регистрация прав и сделок, ипотечное кредитование. В схемах. — Изд. 2-е, стер. — М.: Информ.-издат. дом “Филинъ”, 1999. — 144 с.

⁴ *Гриценко Е. А.* Рынок недвижимости: закономерности становления и функционирования. — Х., 2002. — С. 30.

Такі ознаки нерухомості, як матеріальність і фізична переміщуваність у просторі, рідкісність, унікальність, тривалість створення і довгостроковість існування, неадитивність (відносна неподільність нерухомості, невідповідність вартості її рівних фізичних одиниць), висока капіталомісткість, непрямая мобільність (можливості зміни функціонального призначення), специфічна форма ліквідності (здатність перетворюватися на гроші, зберігаючи у такий спосіб свою вартість), а також висока, як правило, стабільна ціна з тенденцією до підвищення дають змогу залишати нерухомий об'єкт у володінні та користуванні іпотекодавця (або третьої особи), зумовлюючи специфіку іпотеки як особливого виду застави. Головні ознаки нерухомості, які надають специфіки об'єктам нерухомості як товару, наведено у табл. 1.2.

Сукупність специфічних фізичних та економічних ознак нерухомості формують інвестиційну сутність іпотечного кредитування. У країнах зі стабільною економікою фінансові доходи, які виникають у результаті руху позичкового капіталу у сфері фінансування нерухомості, завжди перевищують витрати, пов'язані з іпотечним кредитуванням.

Це явище можна пояснити двома аспектами. *По-перше*, зростанням вартості нерухомості у довгостроковій перспективі, тоді як у коротко- і середньостроковому періодах можливі коливання вартості об'єктів нерухомості як у бік зростання, так і у бік зниження, обумовлене змінами у попиті на відповідних сегментах ринку нерухомості. Динаміку цін на об'єкти нерухомості можна простежити за динамікою індексів цін на об'єкти житлової нерухомості (рис. 1.1). *По-друге*, наявністю ринкових балансів інтересів для всіх суб'єктів іпотечних фінансових відносин. Зростання вартості об'єкта нерухомості разом із відповідними фінансовими доходами є головним стимулюючим фактором іпотечного інвестування, гарантією для всіх учасників інвестиційного процесу.

Отже, з економічного погляду іпотека має допоміжний характер, оскільки вона виступає матеріальним (вартісним) забезпеченням кредиту як самостійного економічного відношення та опосередковує рух позичкового капіталу. Зауважимо, що в деяких працях під "іпотекою" розуміють також

Таблиця 1.2. Ознаки нерухомості як товару та їх вияв у реальному економічному житті

Риси нерухомості	Характеристика	Економічні та правові наслідки
Фізичні ознаки:		
Фізична складність	Наявність значної кількості складових частин у будь-якого об'єкта нерухомості (грунт, будівлі, споруди, багаторічні насадження)	Складність аналізу ринку об'єктів нерухомості в силу суттєвих відмінностей складових об'єкта нерухомості
Стабільність, іммобільність	Незмінність місця розташування	Правові наслідки: нерухомість не може бути переміщена і прихована з метою уникнення правового регулювання. Економічні наслідки: легкість в обтяженні зобов'язаннями; локальний характер ринку нерухомості; зручність використання нерухомості в якості застави
Довговічність	Вічність землі, тривалий період існування будівель і споруд	Правові наслідки: можливість відокремлення права володіння і користування об'єктом нерухомості від права розпорядження; багатоманітність комбінації майнових прав. Економічні наслідки: тривалий життєвий цикл нерухомості сприяє залученню інвестицій
Різномірність, унікальність	Відсутність двох ідентичних об'єктів нерухомості	Економічні наслідки: складність процесу оцінки вартості нерухомості; високі витрати під час оцінки

Продовження табл. 1.2

Риси нерухомості	Характеристика	Економічні та правові наслідки
Неподільність	Нерозривний зв'язок нерухомих об'єктів із землею, фізична неподільність будинків, будівель та їх приміщень	Економічні наслідки: змінний характер використання об'єкта нерухомості; коливання величини доходів від нерухомості; неможливість фізичного усунення вад розміщення об'єктів
Економічні ознаки:		
Рідкісність	Обмеженість кількості пропозиції порівняно з попитом з огляду на індивідуальність кожного нерухомого об'єкта	Економічні наслідки: коливання вартості (ціни) об'єкта нерухомості; необхідність модернізації об'єктів нерухомості з метою задоволення мінілих потреб
Локальність	Наявність у кожного об'єкта певного фізичного розташування та економічного положення	Економічні наслідки: спосіб використання нерухомості чи зміна цього способу є значною мірою результатом визначеності положення та оточення, а також доступності об'єкта нерухомості для споживача
Взаємозалежність	Пов'язаність способів використання різних видів нерухомості	Економічні наслідки: в результаті впливу інших об'єктів на спосіб використання цієї нерухомості вартість останньої змінюється
Висока капіталомісткість	Необхідність значних витрат на придбання землі та здійснення будівництва	Економічні наслідки: кінцевий характер фінансування; тривалий період повернення вкладеного капіталу; значна тривалість життєвого циклу нерухомості; неповоротність здійснених витрат на модернізацію

Риси нерухомості	Характеристика	Економічні та правові наслідки
Низька ліквідність	Відсутність можливості швидкої заміни нерухомості на готівку	Економічні наслідки: складність швидкого одержання (повернення) коштів може знижувати бажання інвестувати у нерухомість
Інвестиційний погнеціал	Ціна об'єктів нерухомості має тенденцію до зростання	Економічні наслідки: підвищення вартості об'єкта нерухомості є головним стимулюючим фактором інвестування в нерухомість, що перетворює об'єкти нерухомості у специфічний інвестиційний товар

Джерела: Складено за даними: *Kucharska-Stasiak E. Nieuchomosc a gupiek. — Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, 2000. — С. 16—24; Меркулов В.В. Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юридический центр-Пресс, 2003. — С. 44—45.*

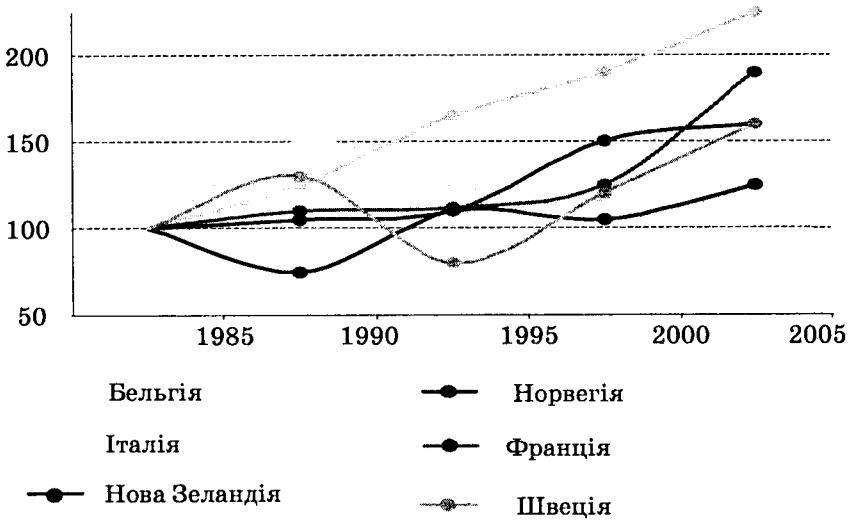


Рис. 1.1. Динаміка індексів цін на об'єкти житлової нерухомості в деяких країнах у 1985—2005 рр., (1985 = 100%), %

Джерело: Побудовано за даними: *Ahearne Alan G., Ammer John, Doyle Brian M., Kole Linda S., Martin Robert F.* House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — International Finance Discussion Papers. — Number 841. — September 2005. — 71 p.

заставну — боргове свідоцтво про заставу нерухомості¹. Іншими словами, термін “іпотека” вживається тут у значенні цінного папера, що засвідчує і борг за основним зобов'язанням, і заставу нерухомого майна. На нашу думку, ототожнення категорій “іпотека” та “заставна” є недоцільним, оскільки існу-

¹ Большая Сов. энциклопедия: В 30 т. / Гл. ред. А.М. Прохоров. — Изд. 3-е. — М.: Сов. энциклопедия, 1972. — Т. 10. — С. 1161—1162; Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азриляна. — 4-е изд., доп. и перераб. — М.: Ин-т новой экономики, 1999. — С. 315; *Борисов А.Б.* Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 1999. — С. 281; *Пучковская И.И.* Ипотека: залог недвижимости. — Х.: Консум, 1997. — 132 с.

ють інші назви заставної (іпотечний сертифікат, заставне свідоцтво тощо).

Іпотека сама по собі не створює додаткового капіталу, однак завдяки їй виникають нові чинники капіталізації ресурсів. Серед економічних функцій іпотеки доцільно виділити такі:

- мобілізація фінансових ресурсів для інвестиційних цілей. Іпотека забезпечує рух вартості з метою отримання прибутку, досягнення соціального ефекту на основі довгострокового кредитування під заставу нерухомості, що залишається у володінні та користуванні іпотекодавця;
- забезпечення обігу майнових прав на об'єкти нерухомості у випадках, коли інші форми відчуження нерухомого майна економічно неефективні або недоцільні;
- створення фінансового капіталу шляхом випуску та обігу заставних і похідних від них іпотечних цінних паперів.

Отже, іпотека як економічна категорія — це відносини, що виникають з приводу руху вартості, наданої у позику під заставу нерухомості з метою інвестування в об'єкти нерухомості; іпотека як економічне явище — це трансакція, яка створює передумови для появи інвестиційних мотивацій на ринку нерухомості.

Іпотека як сукупність економіко-правових відносин, що виникають між суб'єктами господарювання з приводу забезпечення виконання боргового зобов'язання нерухомим майном, виступає лише частиною фінансово-економічної сутності іпотечного кредитування, оскільки забезпечує організацію інвестиційного процесу за наявності застави об'єкта нерухомого майна. Іпотечний ринок виникає не з появою іпотеки як застави нерухомості, а з появою іпотечного капіталу і в умовах подальшого розвитку товарно-грошових відносин перетворюється в особливу сферу фінансових відносин.

1.2. Іпотечний капітал і форми його руху

Поєднання позиченої вартості та застави об'єкта нерухомості (іпотеки) утворюють нову інтегративну якість — іпотечний капітал, який перетворюється на специфічний товар іпотечного ринку.

Розкриття економічної природи іпотечного капіталу, а отже, й економічної природи іпотечного ринку, ґрунтується на розумінні сутності та основних етапів розвитку фінансових ринків та їх взаємозв'язку з ринком нерухомості. Відтак, необхідно констатувати, що іпотечний капітал та іпотечний ринок є історичними явищами — вони виникають на певному історичному етапі розвитку іпотеки та еволюціонують із розвитком як ринків землі і нерухомості, так і фінансових ринків: кредитного, страхового, фондового. Тому і категорії іпотечного капіталу та іпотечного ринку не є застиглими в історичному контексті: кожна наступна категорія включає в себе попередню і тому є більш конкретною, оскільки відображає весь спектр іпотечних фінансових відносин.

Категорія іпотечного капіталу не знайшла глибокого дослідження в економічній літературі, тому більшість дослідників обмежуються визначенням іпотечного капіталу як “позичкового капіталу, забезпеченого заставою нерухомості”. Саме такі дефініції знаходимо, наприклад, у працях І. Майорової¹, Є. Тарасевича, О. Євтуха, В. Єсіпова. Дійсно, іпотечний капітал як єдність двох протилежностей — позичкового капіталу та іпотеки — має характерні риси та ознаки позичкового капіталу, які набувають специфіки у результаті пере-

¹ *Майорова И.В.* Ипотека и ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — Пенза: Информ.-издат. центр Пенз. госуд. ун-та, 2001. — С. 31; *Тарасевич Е.И.* Финансирование инвестиций в недвижимость. — СПб.: ГТУ, 1996. — С. 6; *Евтух А.Т.* Жилищная ипотечная система: мировой опыт // Деньги и кредит. — 2000. — № 10. — С. 77; *Ипотечно-инвестиционный анализ: Учеб. пособие / Под ред. В.Е. Есіпова.* — СПб., 1999. — С. 113.

несення на його характеристики визначальних рис нерухомості, що впливають з її економічної природи.

По-перше, іпотечний капітал як позичковий капітал — це грошовий капітал, який призначений і дійсно наданий у позику. Маючи грошову форму, позичковий капітал відрізняється від грошового капіталу як функціональної форми промислового капіталу: іпотечний капітал із самого початку виступає як капітал, тобто як вартість, здатна до самозростання. Наділений цією властивістю, іпотечний капітал перетворюється на товар особливого роду, споживча вартість якого полягає у здатності продуктивно використовуватися позичальником, забезпечувати йому дохід, частина якого використовується для сплати позичкового процента.

Категорія “дохід” тут трактується широко: як певна кількість грошових коштів, матеріальних благ чи послуг, отриманих за певний проміжок часу. Таке розуміння доходу виправдане з погляду застосування категорії іпотечного капіталу, кінцевою метою якого не завжди є прибуток. Іпотечний капітал може і не мати виробничого призначення, а приносити дохід у вигляді ефекту, корисності, у формі економії часу, або блага. Так, іпотечні позики для придбання житлової нерухомості не знаходять прямого продуктивного використання, тим не менше мають зв’язок із процесом відтворення через забезпечення відтворення людини як біосоціальної та економічної істоти, а тому мають економічний і соціальний ефекти, які можна вважати своєрідним “доходом” (вигодою) позичальника, а іпотечний капітал розглядати як вартість, що продукує дохід. Докладно це питання розглядається під час обґрунтування інвестиційного характеру іпотечного ринку та іпотечного кредиту як форми інвестицій.

По-друге, іпотечний капітал, як позичковий капітал, має особливу форму руху. Він втілюється у грошах (G), які надаються у позику та повертаються до їх власника з приростом — позичковим відсотком (ΔG): тобто $G \rightarrow G'$, де $G' = G + \Delta G$; причому гроші в угодах іпотечної позики фігурують як капітал і вартість, яка є метою угоди. Відсутність метаморфоз товарів і грошей складає характерну рису руху іпотечного капіталу як позичкового. Це положення не заперечується наявністю кон-

кретних угод іпотечної позики, в яких об'єктом виступають не гроші, а товар, оскільки товар у такому випадку “виступає особливою формою грошового капіталу” (К. Маркс)¹. Відтак, у житловому іпотечному кредитуванні набула поширення цільова модель іпотечного ринку, яка характеризується тим, що іпотечний кредит надається не у грошовій формі, а шляхом вселення позичальника у частково оплачене помешкання із розстрочкою залишку неоплаченої вартості під його заставу. В цьому випадку товар (об'єкт житлової нерухомості) виступає формою грошової суми.

По-третє, рух позичкового капіталу складається з двох, розділених у часі, актів: надання кредитором грошового капіталу позичальнику і повернення позичальником позиченої вартості з відсотками. Форма руху іпотечного капіталу $G—G'$ як позичкового, не відображає процесів виробництва й обігу, однак передбачає, що у проміжку між двома вказаними актами обігу позичена вартість здійснює рух як капітал ($G—T... V...T'—G'$), хоча в кожному конкретному випадку цього може і не відбуватися. Рух іпотечного капіталу не включає (але передбачає) рух позиченої суми як капіталу.

По-четверте, іпотечний капітал, як позичковий капітал, має специфічну форму споживання — тимчасове використання через відчуження зі збереженням у процесі використання його споживчих властивостей. У такому разі іпотечний капітал перетворюється на капітал як здатну до самозростання вартість лише у процесі руху, відчуження, надання позики. Угода позики у цьому випадку є особливою формою товарного обміну і може бути охарактеризована через протиставлення угоді купівлі-продажу:

1) у разі угоди купівлі-продажу взаємне представлення товарів відбувається одночасно; у разі угоди позики повернення еквівалента відстрочене у часі, що створює якісно відмінну від купівлі-продажу форму руху вартості;

2) кожна угода позики, навіть якщо вона поодинокі, і знаходиться поза зв'язками з іншими аналогічними угодами, на

¹ Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. — Т. 3. — Кн. III: Процесс капиталистического производства, взятый в целом. — Ч. I—II / Под ред. Ф. Энгельса. — М.: Политиздат, 1970. — С. 378.

відміну від угод купівлі-продажу створює тривалий зв'язок між контрагентами угоди, що породжує взаємну зацікавленість і спільність їх цілей;

3) у разі угоди купівлі-продажу відбувається рух споживчої вартості, тоді як вартість залишається в руках у контрагентів угоди. У разі угоди позики відбувається рух не лише споживчої вартості, але і вартості;

4) у разі угоди купівлі-продажу відбувається рух власності, тобто угода купівлі-продажу передбачає збіг власності з її використанням; угода позики заснована на можливості відокремлення власності від її використання;

5) у разі угоди купівлі-продажу гроші виступають як засіб обігу; в акті позики гроші фігурують як вартість, що є метою угоди.

Отже, іпотечний капітал має характерні риси, які обумовлені багатогранною сутністю позичкового капіталу. Іпотечний капітал виникає об'єктивно і закономірно як форма позичкового капіталу.

Іпотечний капітал як позичковий розв'язує суперечності між заощадженнями та інвестиціями на мікрорівні (в рамках одного суб'єкта господарювання), а також розв'язує суперечності між ринками інвестиційних товарів і ринками інвестицій на макрорівні (в масштабах суспільства). Загальне протиріччя між попитом на інвестиції та їх пропозицією конкретизується у таких суперечностях:

1) суперечність між очікуваннями, зумовленими споживчими стандартами домогосподарств і планами виробничої діяльності підприємств, та їх поточними доходами. Невідповідність (дисбаланс) між ціною об'єкта нерухомості та поточним доходом її користувача — перешкода, яка не долається в межах ринку нерухомості, однак нівелюється шляхом створення механізму залучення фінансових ресурсів із ринку позичкових капіталів;

2) суперечність між грошовими заощадженнями одних економічних суб'єктів і потребами у додатковому грошовому капіталі — в інших. Закономірність кругообороту капіталу в процесі відтворення (коли на одних ланках утворюються тимчасово вільні капітали, а на інших — виникає потреба у

них), з одного боку, та необхідність майнового забезпечення позики під час відчуження позиченої вартості на тривалий строк, з іншого, формують об'єктивну основу виникнення іпотечного капіталу як особливої форми позичкового капіталу;

3) суперечність між відносно нееластичною пропозицією позичкового капіталу для фінансування об'єктів нерухомості у довгостроковому періоді і потребою у розширенні попиту на ринку нерухомості. Високий ступінь ризику відчуження кредитором на тривалий строк значного за обсягом позичкового капіталу в умовах відносно обмеженості джерел мобілізації довгострокового грошового капіталу та невизначеності зумовлює відносну еластичність пропозиції позичкового капіталу у короткостроковому періоді та її відносну нееластичність — у довгостроковому. Ринку нерухомості притаманні зворотні характеристики: у короткостроковому періоді пропозиція на ринку нерухомості відносно нееластична і відносно еластична — у довгостроковому, що пояснюється тривалим періодом будівництва об'єктів житлової і нежитлової нерухомості. Іпотечний капітал виникає як спосіб розв'язання суперечності між інвестиційним капіталом (позичковим капіталом) і дійсним капіталом (об'єктами нерухомого майна) в умовах недостатньої пропозиції довгострокового позичкового капіталу порівняно з попитом на нього для здійснення інвестиційних операцій на ринку нерухомості. Отже, іпотечний капітал узгоджує інтереси позичальника (одержати у довгострокову позику значний за обсягом капітал на придбання або розвиток нерухомості під її заставу із використанням об'єкта застави за цільовим призначенням) і кредитора (знизити ризик неповернення наданої у позику вартості та вирішити проблему дефіциту вільних грошових ресурсів довгострокового характеру шляхом рефінансування іпотечних активів).

Після виокремлення іпотечного капіталу як різновиду позичкового капіталу, він набуває власних форм руху, які найбільш повно розкривають його особливості. Функціональними формами руху іпотечного капіталу є *іпотечний кредит* та *іпотечні цінні папери*.

Іпотечний кредит часто визначають як позику (угоду позики), надану на принципах банківських позик під забезпе-

чення нерухомим майном на довгостроковій основі¹. Формальна схожість угод іпотечної позики, що зустрічається у різних економічних системах, закріплюється однаковим найменуванням — “іпотечний кредит”, але відносини іпотечного кредитування, зберігаючи однакову назву, мають різну сутність, різну природу. Іпотечний кредит як тип угоди позики, спосіб руху вартості, починає розвиватися із виникненням приватної власності на землю, переходом від натурального до мінового господарства й існує на різних стадіях розвитку: в аграрному, індустріальному, постіндустріальному суспільствах. Однак це не дає змогу вважати тотожними ті іпотечні кредитні відносини, правовим оформленням і формою існування яких є угоди іпотечної позики, укладені в різних економічних системах.

В аграрній економічній системі іпотечний кредит здійснював рух лихварського капіталу, в економічній системі індустріального типу — рух іпотечного капіталу як позичкового. І лихварський капітал, і іпотечний капітал є капіталом, тобто вартістю, що приносить дохід у формі позичкового процента, і у цьому розумінні відмінності між лихварським та іпотечним капіталом як позичковим капіталом немає, а тому, на перший погляд, немає різниці між іпотечним кредитом в аграрному суспільстві й іпотечним кредитом в індустріальному суспільстві. Однак відмінності в умовах функціонування лихварського капіталу та іпотечного капіталу як позичкового не дозволяють ототожнювати лихварський та іпотечний капітал, а тому й іпотечний кредит аграрного та індустріального

¹ *Зеленкова Н.* Іпотека // Деньги и кредит. — 1992. — № 11. — С. 53; *Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С.* Фінансовий словник. — 2-ге вид., випр. та доп. — Л.: Вид-во “Центр Європи”, 1997. — С. 246; *Финансово-кредитный словарь: В 3 т. / Гл. ред. В.Ф. Гарбузов.* — М.: Финансы и статистика, 1984. — Т. 1. — С. 477; *Коломойцев В.Е.* Універсальний словник економічних термінів: інвестування, конкуренція, менеджмент, маркетинг, підприємництво: Навч. посіб. — К.: Молодь, 2000. — С. 162; *Борисов А.Б.* Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 1999. — С. 281; *Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна.* — 4-е изд., доп. и перераб. — М.: Ин-т новой экономики, 1999. — С. 405.

суспільства. Так, характерними рисами іпотечного кредиту як форми руху лихварського капіталу є: непродуктивний і, переважно, споживчий характер; висока вартість і короткостроковість; формування за рахунок власних коштів кредитора; децентралізація відносин іпотечної позики через пряму домовленість між кредитором і позичальником. Крім того, ще однією важливою особливістю іпотечного кредиту, як форми руху лихварського капіталу, є те, що позичена вартість виступає капіталом лише для кредитора.

На відміну від іпотечного кредиту, як форми руху лихварського капіталу, іпотечний кредит, як форма руху позичкового капіталу, характеризується продуктивністю, оскільки рух іпотечного капіталу, як позичкового, обумовлений необхідністю його виробничого використання з метою одержання прибутку. Внаслідок цього, знижується процентна ставка за іпотечним кредитом, сприяючи його доступності, перетворюючи іпотеку в потужний інструмент інвестиційно-фінансової діяльності.

Отже, іпотечний кредит як економічна категорія не може характеризуватися лише специфічними ознаками кредитної угоди, його характеризують ті економічні відносини, які складаються і розвиваються на основі угод позики, формою виникнення яких є угода позики, — іпотечні кредитні відносини.

Основою іпотечних кредитних відносин є рух іпотечного капіталу як позичкового, тому вони утворюють ту частину системи економічних відносин, яка пов'язана з наданням вартості у позику під заставу нерухомості, її використанням і поверненням з процентами. Звідси, іпотечний кредит як економічна категорія виражає відносини, які виникають між кредитором і позичальником з приводу дохідного руху вартості, наданої у позику під заставу нерухомості для фінансування об'єктів нерухомого майна і виступає формою прояву іпотечних кредитних відносин. Зміст іпотечного кредиту заснований з одного боку, на відносинах застави, з іншого — відносинах позики. Ці дві сторони іпотечного кредиту не існують автономно: відносини іпотеки і відносини кредитування виступають рівноправними складовими іпотечного кредиту як самостійного економічного явища.

Серед принципів руху вартості у формі іпотечного кредиту необхідно виділити загальні принципи, що властиві всім формам кредиту, та спеціальні принципи, що притаманні іпотечному кредиту, які відрізняють його від інших форм кредиту.

Загальні принципи функціонування іпотечного кредиту такі:

1) принцип обов'язкового повернення — означає тимчасове користування грошовим капіталом, наданим у позику;

2) принцип платності — передбачає сплату позичкового процента за користування грошовими засобами, наданими у позику;

3) принцип строковості — вимагає повернення позиченої вартості у строки, передбачені кредитною угодою;

4) принцип диференціації — означає диференційований підхід кредитора до потенційних позичальників.

Доцільність доповнення сукупності загальних принципів функціонування кредиту принципом диференціації зумовлена тим, що цей принцип береться до уваги у розробці кредитором власної методики андеррайтингу, створенні єдиних стандартів кредитування, складанні загальнодержавних, регіональних, міських програм пільгового кредитування з метою підтримки певних категорій позичальників. Принцип диференціації серед інших загальних принципів функціонування кредиту називають, зокрема, І. Павлова¹ та Л. Дробозіна².

Спеціальні принципи функціонування іпотечного кредиту, що виокремлюють іпотечний кредит в особливу форму кредиту: принцип забезпечення, принцип цільового використання, принцип довгостроковості відносин іпотечного кредитування.

Принцип забезпечення позики заставою нерухомості за умов збереження за заставодавцем права володіння і користування нею. Об'єкт застави і об'єкт фінансування можуть не збігатися: об'єкт прикладання іпотечного капіталу — конк-

¹ Павлова І.В. Основные элементы системы ипотечного жилищного кредитования // Деньги и кредит. — 2003. — № 3. — С. 60—61.

² Фінанси. Грошовий обіг. Кредит: Навч. посіб. / Л.О. Дробозіна, Л.П. Окунева, Л.Л. Андросова та ін.; За ред. проф. Л.О. Дробозіної. — Рівне: Вид. агенція "Вертекс", 2001. — С. 243.

ретна мета, для досягнення якої надається позика; об'єкт застави — це об'єкт нерухомого майна, що виступає забезпеченням у відносинах іпотечного кредитування. У світовій практиці іпотечного кредитування прослідковується тенденція збігу предмета іпотеки та об'єкта кредитування, не зважаючи на те, що законодавства більшості країн допускають заставу іншої нерухомості. Також один і той самий об'єкт нерухомого майна може одночасно виступати забезпеченням декількох зобов'язань. З економічного погляду друга, третя і т. д. іпотека сприяє збільшенню фінансових активів як окремого суб'єкта господарювання, так й економіки в цілому, підвищуючи рівень капіталізації ресурсів.

Принцип цільового використання іпотечної позики. Більшість дослідників і практиків розуміють під іпотечним кредитом будь-яку позика, надану під заставу нерухомості, незалежно від мети її використання. Так, Л. Рябченко зазначає: "...оскільки іпотечний кредит надається під заставу реальних цінностей, то для банку конкретність мети іпотечного кредитування не завжди є обов'язковою"¹. Г. Поляковський у праці "Житлова економіка" пише: "...у широкому розумінні іпотечна заборгованість може розглядатися як загальна заборгованість домогосподарства, прив'язана до домоволодіння"². У зв'язку з цим на практиці банки надають іпотечні кредити не лише на придбання або будівництво об'єктів нерухомості житлового і нежитлового призначення, купівлю земельних ділянок під забудову, але й на реконструкцію та модернізацію об'єктів нерухомості, а також на інші цілі, наприклад на споживчі потреби, на ведення малого бізнесу тощо.

Однак, на нашу думку, особливість іпотечного кредиту полягає саме в його цільовому призначенні — у використанні на розвиток нерухомості. Тому "класичною" метою іпотечного кредитування є: фінансування будівництва, придбання, модернізації об'єкта житлової і нежитлової нерухомості, освоєння і придбання земельних ділянок. Якщо враховувати

¹ Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — С. 18.

² Жилищная экономика: Пер. с англ. / Под ред. Г. Поляковского. — М.: Дело, 1996. — С. 149.

можливу відмінність між об'єктом іпотеки та об'єктом кредитування, то можна визначити такі варіанти іпотечного кредитування¹:

- 1) придбання об'єкта нерухомості під його заставу;
- 2) будівництво об'єкта нерухомості під його заставу;
- 3) реконструкція, модернізація об'єкта нерухомості під його заставу;
- 4) будівництво об'єкта нерухомості під заставу земельної ділянки;
- 5) придбання земельної ділянки під заставу об'єкта нерухомості;
- 6) придбання земельної ділянки під заставу наявної земельної ділянки.

До цього переліку часто додають, що іпотечний кредит дає можливість купувати машини, устаткування та інші засоби виробництва². Це не заперечується “класичною” метою іпотечного кредитування, оскільки підприємство (його структурні підрозділи) при іпотеці виступає як цілісний майновий комплекс і застava поширюється на все майно підприємства, у тому числі на основні фонди, оборотні кошти, а також інші кошти, відображені у балансі підприємства³.

Отже, з урахуванням цільового призначення іпотечний кредит є формою руху іпотечного капіталу у сфері фінансування нерухомості.

Принцип довгостроковості іпотечних кредитних відносин. Питання строків іпотечного кредитування в економічній літературі трактується неоднозначно, оскільки довгостроковість для різного економічного середовища має різне значення. Так, наприклад, В. Шелудько довгостроковим вважає

¹ *Бережна Т.В.* Об'єкти і суб'єкти іпотечного кредитування // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. — 2001. — № 104. — С. 55.

² *Кутыркин А.Н., Цупор И.И.* Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность. — Донецк: ИЭП НАН Украины — ДИЭХП, 2001. — С. 34; *Рябенко О.* Світовий досвід становлення іпотеки // Економіка України. — 2003. — № 1. — С. 23.

³ Про заставу: Закон України від 02.10.1992 р. № 2654-ХІІ зі змін. і доп. // <http://www.rada.gov.ua>.

кредит, що надається на період більше 4—5 років¹; А. Покритан та Л. Рябченко — коли термін кредитування знаходиться у межах 10—30 років², в інших літературних джерелах довгостроковим вважається кредит, який надається на 15—40 і більше років³. У країнах із трансформаційною економікою довгостроковою є позика, надана на період більше 3 років⁴. Для цілей аналізу перспектив розвитку іпотечного ринку та виконання розрахунків у рамках економіко-математичних моделей вважаємо за доцільне приймати за нижню межу строку іпотечного кредитування 5 років, тоді як верхня межа визначатиметься метою кредитування та видом нерухомості.

Зазначені вище загальні та спеціальні принципи виступають основоположними принципами іпотечного кредиту, які необхідно розглядати не лише як принципи його функціонування, але й як його сутнісні особливості. Жодну із цих властивостей не можна усунути, замінити, не змінивши економічної природи іпотечного кредиту, не ліквідувавши іпотечні кредитні відносини як такі. Особливості іпотечного кредиту формують переваги та недоліки іпотечного кредитування як для позичальника, так і для кредитора, основний зміст яких наведений у табл. 1.3.

Отже, іпотечний кредит виражає відносини з приводу дохідного руху вартості у сфері фінансування нерухомості, наданої у довгострокову позику під заставу землі або іншого об'єкта нерухомого майна зі збереженням за заставодавцем права володіння і користування ним на принципах повернення, платності, строковості, диференціації.

¹ Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. — К.: Знання-Прес, 2002. — С. 424—425.

² Покритан А. Характер виробничих відносин у сучасній Україні // Економіка України. — 1999. — № 10. — С. 21—22; Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование: проблемы и перспективы развития // Деньги и кредит. — 1997. — № 3. — С. 53.

³ Большая Сов. энциклопедия: В 30 т. / Гл. ред. А.М. Прохоров. — Изд. 3-е. — М.: Советская энциклопедия, 1972. — Т. 10. — С. 1161.

⁴ Про порядок формування і використання коштів фондів підтримки індивідуального житлового будівництва: Постанова Кабінету Міністрів України від 03.08.1998 р. № 1211 // <http://www.liga.kiev.ua>.

Відносини іпотечного кредитування оформлюються договором про основне зобов'язання (як правило, *договором кредиту*) і договором про іпотеку (*іпотечним договором*).

Регламентация відносин між кредитором та позичальником відбувається на підставі *договору кредиту*, який укладається між суб'єктами кредитних відносин у письмовій формі та з огляду на який, кредитор зобов'язаний надати визначену суму грошей (кредит) в обмін на зобов'язання позичальника щодо повернення кредиту і сплату процентів.

Таблиця 1.3. Переваги та недоліки іпотечного кредитування для позичальника і кредитора

Переваги	Недоліки
1. Застава нерухомості під час кредитування	
<p><i>Для кредитора-іпотекодержателя:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — полегшується контроль за збереженням предмета застави; — право кредитора звернути стягнення та реалізувати предмет іпотеки для задоволення своїх вимог у разі невиконання позичальником умов кредитного договору 	<ul style="list-style-type: none"> — ускладнює процес реалізації застави у випадку непогашення позики, оскільки предмети іпотеки, як правило, не належать до високоліквідних активів
<p><i>Для позичальника-іпотекодавця:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — зростання інвестиційних можливостей шляхом перетворення нерухомості в операційний капітал; — фізичні характеристики нерухомості дозволяють залишати об'єкт іпотеки у володінні та користуванні позичальника; — самостійно розпоряджається доходом, одержаним у результаті використання предмета іпотеки 	<ul style="list-style-type: none"> — втрата права власності на предмет іпотеки у разі невиконання зобов'язань, передбачених кредитним договором
2. Цільове використання іпотечної позики	
<p><i>Для кредитора-іпотекодержателя:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> — можливість диверсифікації, тобто урізноманітнення інструментів і програм іпотечного кредитування 	<ul style="list-style-type: none"> — додаткові витрати, пов'язані з диверсифікацією інструментів і програм іпотечного кредитування;

Закінчення табл. 1.3

Переваги	Недоліки
<p>відповідно до мети використання іпотечної позики;</p> <p>— контроль за цільовим використанням іпотечного кредиту сприяє зниженню ризиків можливих втрат капіталу і доходів в умовах інформаційної асиметрії</p>	<p>— додаткові витрати на моніторинг цільового використання іпотечного кредиту</p>
<p>Для позичальника-іпотекодавця:</p> <p>— заставою у іпотечному кредиті може виступати нерухомість, на придбання якої залучається позичковий капітал;</p> <p>— з метою збереження предмета іпотеки позичальник виконує умови кредитного договору, підвищує платоспроможність і покращує власний фінансовий стан</p>	<p>— обмежує можливість спрямування іпотечних позик на інші цілі;</p>
3. Довгостроковість іпотечного кредитування	
<p>Для кредитора-іпотекодержателя:</p> <p>— у разі платоспроможності позичальника кредитор забезпечується стабільною клієнтурою;</p> <p>— заставні активно обертаються на вторинному ринку, що дозволяє кредитору диверсифікувати ризики іпотечного кредитування</p>	<p>— іпотечне кредитування передбачає значний обсяг аналітичної роботи, пов'язаної з управлінням активами і пасивами кредитора</p>
<p>Для позичальника-іпотекодавця:</p> <p>— збільшує період погашення основної суми боргу і процентів, знижуючи розмір щомісячних виплат;</p> <p>— відносна стабільність номінальних виплат протягом періоду кредитування</p>	<p>— підвищує ризик неплатоспроможності позичальника та втрату прав власності на предмет іпотеки</p>

Договір кредиту за чинним законодавством України можна визначити як двосторонній, консенсуальний, оплатний договір, за яким застосовуються правила, які встановлені для до-

говору позики, якщо такі не суперечать сутності правовідносин, що склалися між сторонами в межах кредитного договору. Однією із головних відмінностей договору про іпотечний кредит від звичайного договору кредиту є особливий вид забезпечення виконання зобов'язань, а саме — іпотека нерухомого майна, що визначається в договорі іпотеки. Зразок типової форми договору про іпотечний кредит наведено у додатку 1.

Договір іпотеки (іпотечний договір) спрямований на фактичне виконання основного зобов'язання у разі порушення позичальником умов договору кредиту і надає іпотекодержателю переважне право задовольнити забезпечені іпотекою вимоги. Питання укладання договору іпотеки регулюється загальними правилами Цивільного кодексу України, водночас істотні умови такого договору викладені в Законі України “Про іпотеку” та інших нормативних актах. Так, іпотечний договір відповідно до ст. 18 Закону України “Про іпотеку” укладається між одним або декількома іпотекодавцями та іпотекодержателем у письмовій формі і підлягає нотаріальному посвідченню. Іпотечний договір повинен містити такі істотні умови: ідентифікацію юридичної (фізичної) особи іпотекодавця та іпотекодержателя; зміст і розмір основного зобов'язання, строк і порядок його виконання та/або посилання на договір кредиту, забезпеченням виконання якого є предмет іпотеки; опис предмета іпотеки, достатній для його ідентифікації, та/або його реєстраційні дані; посилання на видачу заставної або її відсутність. Іпотечний договір може містити інші положення, зокрема, визначення вартості предмета іпотеки, посилання на документ, що підтверджує право власності іпотекодавця на предмет іпотеки, відомості про обмеження та обтяження прав іпотекодавця на предмет іпотеки, визначення способу звернення стягнення на предмет іпотеки. Зразок типової форми договору іпотеки наведений у додатку 2.

Цивільний кодекс України встановлює необхідність державної реєстрації обтяження нерухомості шляхом внесення відповідного запису до Єдиного державного реєстру заборон відчуження нерухомого майна та реєстрації іпотеки у Державному реєстрі іпотек, які здійснюються відповідно до встановлених законодавством процедур.

Матеріальним носієм боргових зобов'язань, які виникають у процесі іпотечного кредитування, виступають боргові *цінні папери*, які виражають відносини позики і визначають права на заставлену нерухомість та дохід у формі процента. Циклічний характер розвитку ринків нерухомості накладає особливості на іпотечний ринок, змінюючи масштаби і структуру попиту на іпотечний капітал. Так, у процесі революційних інновацій на ринках інвестиційних товарів зростає потреба в іпотечному капіталі та змінюються вимоги до його якісних характеристик, серед яких масштабність і мобільність набувають першочергового значення. Однак реалізувати ці вимоги іпотечний капітал як позичковий на певному етапі розвитку ринкової економіки не здатен: цільове використання позиченої вартості та довгостроковість іпотечних кредитних відносин породжують суперечність, яка виявляється у відмінності строків акумулювання позичкового капіталу та його вивільнення із відтворювального процесу. Отже, на етапі функціонування іпотечного капіталу як позичкового відбувається відтворення суперечності між заощадженнями та інвестиціями, а також між ринком інвестиційних товарів і ринком інвестицій у масштабах усього суспільства на новому (вищому) рівні.

Розв'язання цієї суперечності відбувається через процес рефінансування іпотечних активів кредиторів, який є сукупністю фінансових операцій, що забезпечують залучення кредитором фінансових ресурсів шляхом створення на основі первинних боргових зобов'язань іпотечних цінних паперів із метою розміщення серед інвесторів. Процес рефінансування іпотечних кредитів ґрунтується на оборотній формі іпотеки. На відміну від забезпечувальної форми іпотеки, яка не передбачає видачі заставної, у оборотній формі іпотеки за договором іпотеки видається заставна.

Заставна — борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню у грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання — право звернути стягнення на предмет іпотеки. Відповідно до чинного законодавства України заставна складається у письмовій формі в одному примірнику на блан-

ку стандартної форми, яка встановлюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Згідно зі ст. 21 Закону України “Про іпотеку” у заставній обов’язково мають міститися такі реквізити:

- слово “заставна” як складова назви документа і визначення про зобов’язання боржника виконати перед іпотекодержателем у встановлений строк основне зобов’язання;
- посилання на документи, що ідентифікують особу іпотекодавця та іпотекодержателя;
- посилання на реквізити іпотечного договору та договору, що обумовлює основне зобов’язання; опис предмета іпотеки, достатній для його ідентифікації, та/або його реєстраційні дані;
- зміст і розмір основного зобов’язання, строк і порядок його виконання;
- спосіб звернення стягнення на предмет іпотеки, якщо він передбачений іпотечним договором.
- відмітка про реєстраційний номер, дату та місце державної реєстрації обтяження нерухомого майна іпотекою (цей реквізит вноситься відповідно до чинного законодавства). Зразок типової форми бланка заставної наведений у додатку 3.

Заставна — неемісійний цінний папір, що поєднує ознаки іменного й ордерного цінного папера, наділений здатністю до необмеженого обігу шляхом учинення індосамента. Наступний власник заставної набуває всіх прав іпотекодержателя (нового кредитора) за договором, яким обумовлене основне зобов’язання, та за іпотечним договором, на підставі якого була видана заставна, а права попереднього власника заставної як іпотекодержателя (первинного кредитора) припиняються.

Отже, при оборотній формі іпотеки заставна, виступаючи засобом забезпечення боргу, набуває реального майнового змісту, має вартість і може переходити разом із правом стягнення боргу іншій особі.

Рефінансування іпотечних позик може здійснюватися таким шляхом:

- 1) безпосередньої передачі наданих іпотечних кредитів:
 - а) відчуження (продаж) заставної через вчинення індосамента

з компенсацією індосанту (особі, якій належить заставна) вартості заставної у встановленому сторонами розмірі; б) продажу заставної з зобов'язанням зворотного викупу (операція репо); в) передачі заставної у заставу для забезпечення виконання зобов'язань перед іншими кредиторами;

2) створення загального фонду іпотечних боргових зобов'язань і передачі права на дольову участь у виданому іпотечному кредиті, що дозволяє інвесторові одержувати свою частку основного боргу в разі повернення позичальником іпотечного кредиту і процентних платежів;

3) сек'юритизації активів (від англ. *securities* — цінні папери), яка означає емісію цінних паперів, забезпечених кредитами та іншими активами для продажу їх інвесторам з метою залучення фінансових ресурсів.

Сек'юритизацію часто ототожнюють з операціями на вторинному ринку, пов'язаними з безпосередньою передачею наданих іпотечних позик. Так, наприклад, Дж. Стінкі визначає сек'юритизацію як “продаж позик, які оформленні як цінні папери і саме в такій якості продані інвесторам”¹. Із наведеного визначення випливає, що сек'юритизація і продаж іпотечних кредитів на вторинному ринку — подібні операції. У дійсності сек'юритизація і діяльність на вторинному ринку відрізняються за своєю природою, хоча зрештою призводять до однакових результатів (емісія іпотечних облігацій і безпосередній продаж наданих іпотечних позик мають подібне призначення — залучати іпотечний капітал). Операція на вторинному ринку передбачає, що кредитор, надавши іпотечну позичку, відчужує право вимоги за нею іншому інституту, тобто іпотечна позика переходить з балансу кредитора на баланс іншого інституту. Сек'юритизація відрізняється від операцій на вторинному ринку тим, що вимога за наданою іпотечною позичкою не відчужується, а на її основі створюється новий (похідний) цінний папір, забезпечений виплатами основного боргу і процентними платежами, а також заставленим неру-

¹ Стінкі Дж. Ф. Управление финансами в коммерческих банках: Пер. с англ. 4-го перераб. изд. / Под ред. Р.Я. Левиты, Б.С. Пинскера. — М.: Catallaxy, 1994. — С. 15.

хомим майном. Такої ж думки додержуються, зокрема, М. Болеат і А. Коулз¹ та деякі інші дослідники².

Хоча результатом обох операцій (безпосередньої передачі наданих іпотечних позик і сек'юритизації активів) є мобілізація ресурсів, однак у першому випадку вона здійснюється за рахунок продажу права вимоги за позикою, у процесі сек'юритизації — за рахунок емісії цінних паперів на базі наданих іпотечних позик, у такий спосіб останні залишаються на балансі емітента. Той факт, що у процесі сек'юритизації іпотечні позики залишаються на балансі емітента, свідчить про принципову відмінність сек'юритизації від продажу іпотечного кредиту на вторинному ринку, в результаті якої позика “списується” з балансу кредитора.

Деякі економісти ідентифікують сек'юритизацію як процес трансформації (перетворення) іпотечної позики в цінний папір (цінні папери). Так, наприклад, Б. Федоров визначає сек'юритизацію як “трансформацію банківських кредитів та інших активів у ринкові цінні папери для продажу інвесторам”³, Т. Френкел указує, що “сек'юритизація дозволяє конвертувати неліквідний кредит у цінні папери”⁴, О. Бажанов під сек'юритизацією розуміє “перетворення неліквідних активів (кредитів, наданих на будівництво і придбання нерухо-

¹ *Boleat M., Coles A. The Mortgage Market.* — London: Allen and Unwin, 1987. — P. 120.

² Жилье: комплексный взгляд / Под общ. ред. В.М. Агапкина; Науч. ред. А.В. Черняк, В.З. Черняк. — М.: А.В.Ч., 2001. — С. 701; *Кудрявцев В., Кудрявцева Е. Основы организации ипотечного кредитования.* — М.: Высш. шк., 1997. — С. 11; Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Fund Accounts, Financial Assets and Liabilities* (December, 7, 1994); *Колб Роберт В., Родригес Риккардо Дж. Финансовые институты и рынки: Учебник: Пер. 2-го амер. изд.* — М.: Изд-во “Дело и сервис”, 2003. — С. 67.

³ *Федоров Б.Г. Англо-русский банковский энциклопедический словарь.* — СПб.: Лимбус-Пресс, 1995. — С. 365.

⁴ *Frenkel T. Securitization of loans: Asset-backed securities and structured financing // The financial services revolution: Understanding the changing role of banks, mutual funds, insurance companies / Kirsch C. E., ed.* — Chicago etc.: Irwin, 1997. — P. 215.

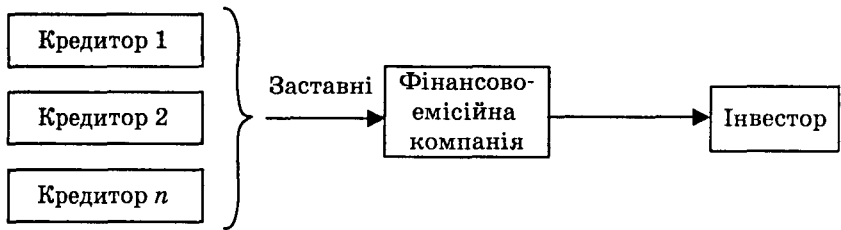
мості під її заставу) у ліквідні цінні папери”¹. На нашу думку, таке трактування сек’юритизації є не зовсім правильним, оскільки трансформація — це перетворення одного в інше, а у процесі сек’юритизації кредит не перетворюється в цінний папір, виникнення цінного папера не припиняє існування кредиту. Цінний папір створюється на основі кредиту, який продовжує об’єктивно існувати.

Отже, сек’юритизацію необхідно визначати як форму залучення ресурсів шляхом емісії цінних паперів, забезпечених кредитами та іншими активами. Оскільки сек’юритизація властива не лише іпотечним позикам, але й іншим формам кредиту, тому ми конкретизуємо поняття сек’юритизації іпотечно-го кредиту. *Сек’юритизація іпотечного кредиту* — процес рефінансування іпотечних позик шляхом емісії іпотечних цінних паперів, які забезпечені грошовими вимогами за іпотечними позиками, а також заставою нерухомого майна. Головна мета емісії похідних іпотечних цінних паперів полягає у перетворенні професійно орієнтованих і складних інструментів — заставних, у прості та гомогенні інструменти — іпотечні облигації.

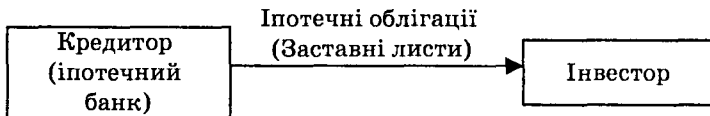
У практиці рефінансування іпотечних кредитів шляхом сек’юритизації діють два механізми: *по-перше*, рефінансування шляхом емісії іпотечних облигацій, які забезпечені пулом (пакетом) заставних і мають колективну гарантію, та, *по-друге*, рефінансування шляхом емісії іпотечних облигацій (заставних листів) — довгострокових боргових зобов’язань кредитора, які забезпечені заставою нерухомого майна. Особливості цих механізмів рефінансування іпотечних кредитів наведено у вигляді схеми на рис. 1.2.

У теорії іпотечного кредитування часто використовують поняття заставного листа стосовно емісійних цінних паперів, які засвідчують право їх власника на одержання від емітента (іпотечного банку) в передбачені строки, номінальної вартості і процентних платежів, а також отримання задоволення у разі невиконання емітентом (іпотечним банком) прийнятих на

¹ *Бажанов О.С.* Пошук шляхів залучення довгострокових фінансових ресурсів при іпотечному кредитуванні: змішана модель рефінансування // *Економіка розвитку*. — 2004. — № 3. — С. 50.



а) Рефінансування шляхом емісії іпотечних цінних паперів, що мають колективну гарантію



б) Рефінансування через боргові зобов'язання, що забезпечені заставою нерухомості

Рис. 1.2. Механізми рефінансування іпотечних кредитів шляхом сек'юритизації активів

себе зобов'язань із вартості нерухомості, що входить у реєстр покриття іпотечних цінних паперів, переважно перед іншими кредиторами емітента. Однак відзначимо, що в деяких країнах та у дореволюційній Росії, зокрема, назва “заставний лист” передувала назві “іпотечні облигації”¹. Тому, якщо абстрагуватися від типу емітента, за економічною сутністю заставний лист подібний до іпотечної облигації, що дозволяє ототожнювати ці поняття².

¹ Черняк А.В. Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: Международный ун-т, 2001. — С. 444.

² Рябченко Л. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // Аудитор. — 1999. — № 1—2. — С. 82; Правовые проблемы организации рынка ипотечного кредитования в России / Под ред. В.С. Ема. — М.: Статут, 1999. — С. 73; Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. — С. 196; Воеводская Н.П., Пантелеев В.В. Жилищное кредитование // Деньги и кредит. — 1996. — № 11. — С. 52.

Отже, при оборотній формі іпотеки іпотечний капітал здійснює рух не лише у формі іпотечного кредиту, але й у формі іпотечних цінних паперів (заставних, іпотечних сертифікатів участі, іпотечних облігацій), які за економічною природою є борговими цінними паперами. Взаємозв'язок основних форм та інструментів рефінансування іпотечних кредитів наведено у табл. 1.4.

Таблиця 1.4. Форми та інструменти рефінансування наданих іпотечних кредитів

Форми рефінансування іпотечних позик	Інструменти здійснення операцій
<p>Передача іпотечних позик шляхом:</p> <ul style="list-style-type: none"> — відчуження заставної через учинення індосамента з компенсацією індосанту вартості заставної; — продажу заставної із зобов'язанням зворотного викупу (операція репо); — надання заставної у заставу 	<p>Заставна — документальне свідоцтво, яке засвідчує факт надання іпотекодавцем певного об'єкта нерухомості у заставу з метою забезпечення виконання боржником основного зобов'язання</p>
<p>Створення загального фонду (портфеля) іпотечних боргових зобов'язань і передача права на дольову участь у загальному портфелі іпотечних кредитів, що дозволяє інвесторові одержувати частку основного боргу під час повернення позичальниками іпотечних кредитів і процентних платежів</p>	<p>Іпотечні сертифікати участі — цінні папери, що посвідчують частку їх власника у платежах за іпотечними активами. Емітовані у такий спосіб цінні папери мають дохідність, яка обчислюється як середньозважена дохідність за заставними, що входять у портфель іпотечних кредитів, а термін їх погашення визначається як середня, розрахована на основі термінів погашення цих заставних. Отже, власник іпотечного сертифікату отримує дохід і бере участь у диверсифікованому портфелі заставних¹</p>

¹ Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. — К.: Знання-Прес, 2002. — С. 67—68.

Форми рефінансування іпотечних позик	Інструменти здійснення операцій
<p><i>Сек'юритизація іпотечних кредитів</i> — емісія іпотечних цінних паперів (іпотечних облігацій), забезпечених групою активів (грошовими вимогами за іпотечними позиками та заставою нерухомості).</p> <p>Сек'юритизація відрізняється від інших операцій із заставними на вторинному ринку тим, що вимога за наданою іпотечною позикою не відчужується, а на її основі створюється новий (похідний) цінний папір, забезпечений виплатами за іпотечною позикою та заставою нерухомого майна</p>	<p><i>Іпотечні облігації</i> — забезпечені покриттям емісійні цінні папери, які засвідчують право їх власника на одержання від емітента номінальної вартості і процентних платежів, або задоволення вимог із вартості нерухомості, що входить у реєстр покриття іпотечних цінних паперів, у разі невиконання емітентом зобов'язань</p>

Отже, із розвитком економічних відносин іпотечний капітал набуває нового змісту: він переростає суто кредитні відносини, що пов'язані з відтворенням позичкового капіталу, і набуває специфічних рис, які дозволяють розглядати іпотечний капітал як фінансовий.

Іпотечний капітал як фінансовий розв'язує такі суперечності:

1) суперечність між швидкістю акумуляції (мобільністю) іпотечного капіталу та тривалим строком його вивільнення із виробничого процесу: можливість рефінансувати надані іпотечні кредити дозволяє підтримувати іпотечним кредиторам необхідний рівень ліквідності та одержувати стабільний дохід від обслуговування рефінансованих іпотечних активів;

2) суперечність між доходом і ризиком на фінансових ринках: включення до складу фінансового портфеля іпотечних цінних паперів дозволяє інвесторові збалансувати портфель фінансових інвестицій та уникнути ризиків, характерних для корпоративних цінних паперів.

Отже, для покупців нерухомості іпотечний капітал — спосіб розв'язання суперечності між потребою в розширенні виробничих потужностей чи покращенні житлових умов і рівнем поточного доходу; для кредитора й інвесторів — між ризиком і доходом; для професійних учасників ринку нерухомості (ріелтерів, оцінників, страхових компаній, агенцій з управління нерухомістю) — механізм розширення попиту на ринку нерухомості, який розширює межі для зростання масштабів виробництва і “споживання” об'єктів і сприяє ефективному функціонуванню будівельної галузі. Особливий характер розв'язуваних іпотечним капіталом суперечностей призводить до затребуваності іпотечного капіталу в господарському обігу.

1.3. Сутність і структура іпотечного ринку

Іпотечний ринок — невід'ємний елемент ринкової економіки, тому проблеми іпотеки та іпотечного кредитування постійно перебувають у центрі уваги економічної науки. Еволюція наукової думки від іпотеки як застави нерухомості до сучасного поняття іпотечного ринку пройшла три етапи¹.

Перший етап характеризується закладанням основ для теоретичного осмислення іпотеки та іпотечного кредитування класиками економічної теорії — У. Петті, А. Смітом, Д. Рікардо, хоча у своїх працях вони розглядають питання іпотеки у контексті макроекономічних проблем, а іпотечний кредит вважають непродуктивною позичкою. Так, У. Петті аналізує можливості одержання позички під заставу землі для покриття заборгованості з податків²; А. Сміт підкреслює, що “єдина категорія людей, яким, як правило, позичають гроші, не очікуючи, що вони нададуть їм прибуткового засто-

¹ *Евтух А.Т.* Ипотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — С. 86.

² *Петти У.* Трактат о налогах и сборах // Антология экономической классики: В 2 т. / Сост. И.А. Столяров. — М.: ЭКОНОМ, 1991. — Т. 1. — С. 34, 41.

сування, це — землевласники, що позичають під заставу своїх маєтків”¹.

Другий етап (XVIII ст. — 60-ті роки XX ст.) ознаменувався переходом наукової думки від загальних поглядів на іпотеку та іпотечний кредит у контексті макроекономічних проблем до їх дослідження як інструментів залучення інвестицій для розвитку матеріального виробництва і невиробничої сфери. Акцент у наукових працях цього періоду зміщується у бік загальної теорії кредиту (В. Лексис, Й. Шумпетер, Б. Бухвальд, Б. Гільдебрант), створення іпотечних кредитних інститутів (Е. Закс, В. Святловський, В. Михайлевський), розвитку теорії житлового іпотечного кредитування (В. Святловський, М. Загряцков, В. Михайлевський), дослідження механізмів функціонування іпотечного ринку (В. Михайлевський, В. Обозненко, І. Бойко, Є. Михайлов). Однак зауважимо, що зміст більшості праць цього періоду має, переважно, описовий характер, не відрізняється глибиною досліджень економічних категорій, механізмів функціонування і закономірностей розвитку іпотечного ринку.

Третій етап (з 70—80-х років XX ст.) характеризується поглибленням досліджень економічної природи іпотеки (Н. Зеленкова, Н. Косарева, Р. Страйк, О. Краснікова, Є. Козакова, М. Угаєва), ролі іпотечного кредитування у соціально-економічному розвитку (В. Ресін, Г. Поляковський), особливостей іпотечного кредитування об’єктів доходної нерухомості (О. Євтух, М. Дж. Фрідман, Н. Ордуей). Перехід до ринкової моделі господарювання в постсоціалістичних країнах викликав нові проблеми, вирішення яких неможливе у рамках традиційних уявлень економічної теорії. Останнє обумовило розширення проблематики економічних досліджень на основі комплексного вивчення процесів становлення іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці. Пріоритетними напрямками пізнання стають: формування теоретичної бази становлення і розвитку іпотечних фінансових відносин в умовах

¹ *Смит А.* Исследования о природе и причинах богатства народов // Антология экономической классики: В 2 т. / Сост. И.А. Столяров. — М.: ЭКОНОМ, 1991. — Т. 1. — С. 375.

трансформаційної економіки (П. Єщенко, В. Лагутін, П. Климиник, О. Бичков, С. Крочок, О. Гриценко); вивчення світового досвіду організації іпотечного ринку та його сегментів (О. Євтух, А. Гречана, С. Крочок); дослідження умов формування та ефективного функціонування іпотечного ринку у процесі ринкових трансформацій (В. Кравченко, І. Малий, І. Пучковська, В. Роговий); узагальнення практичного досвіду іпотечного кредитування та розробка інструментів його активізації (К. Паливода, О. Сидорчук, Т. Авер'янова, В. Лимаренко, В. Поляченко).

Активне освоєння нових методів дослідження, різновекторність наукової творчості та структури знання призводять до множинності сучасних концепцій іпотечного ринку. Головним фактором, що обумовлює специфіку іпотечного ринку, є багатогранна сутність іпотечного капіталу. У реальній дійсності іпотечний капітал здійснює рух у двох функціональних формах — у формі іпотечного кредиту та іпотечних цінних паперів, кожна з яких може виступати як основна (визначальна) залежно від конкретної ситуації, цілей і стадій аналізу. Внаслідок цього в економічній науці існує декілька концепцій, прихильники яких визначають сутність іпотечного ринку, зосереджуючи увагу на тій чи іншій формі руху іпотечного капіталу. Так, аналіз дефініцій іпотечного ринку, наведених у монографіях, публікаціях, словниках, дозволив окреслити три підходи до трактування змісту цієї категорії.

У працях В. Ема¹, словнику економічної та фінансової термінології І. Бернара та Ж.-К. Коллі², економічній енциклопедії за редакцією Л. Абалкіна³, які формують перший підхід, іпотечний ринок виступає як ринок, де обертаються лише боргові зобов'язання з іпотечними гарантіями, які надаються

¹ Правовые проблемы организации рынка ипотечного кредитования в России / Под ред. В.С. Ема. — М.: Статут, 1999. — С. 14.

² Бернар И., Колли Ж.-К. Толковый экономический и финансовый словарь: французская, русская, английская, немецкая, испанская терминология: В 2 т: Пер. с фр. — М.: Междунар. отношения, 1997. — Т. 2. — С. 180.

³ Экономическая энциклопедия / Гл. ред. Л.И. Абалкин. — М.: ОАО Изд-во “Экономика”, 1994. — С. 700.

для сприяння рефінансуванню іпотечних позик. Так, в економічній енциклопедії за редакцією Л. Абалкіна іпотечний ринок визначається як “вторинний ринок, на якому обертаються іпотечні цінні папери: боргові інструменти, забезпечені нерухомим майном (заставні, іпотечні сертифікати чи заставні свідоцтва), іпотечні облигації та інші іпотечні цінні папери”¹. Оскільки, відповідно до такого підходу, іпотечний ринок обмежується вторинним ринком, фінансовими активами якого визнаються іпотечні цінні папери, то особливості іпотечного ринку виводяться із специфіки ринку цінних паперів.

Представники другого підходу (наприклад, І. Гуцал², В. Іванов³, В. Колесніков⁴, інші дослідники) вважають, що на іпотечному ринку надаються кредити, що забезпечені заставою нерухомості. Під час дослідження іпотечного ринку як ринку іпотечних кредитів його характеристики обмежуються закономірностями кредитного ринку.

Третій підхід передбачає вивчення іпотечного ринку як сфери акумулювання довгострокового грошового капіталу для надання іпотечних кредитів шляхом емісії іпотечних облигацій⁵. Найбільш типовим визначенням іпотечного ринку є

¹ Экономическая энциклопедия / Гл. ред. Л.И. Абалкин. — М.: ОАО Изд-во “Экономика”, 1994. — С. 700.

² Гуцал І.С. Функціонування кредитного механізму в Україні в перехідний до ринку період. — Т.: Збруч, 2000. — С. 15.

³ Иванов В.М. Финансовый рынок. — К.: МАУП, 1999. — С. 99.

⁴ Колесников В.И., Черненко В.А., Малькова С.А., Иванова Г.М. Кредит и его формы: Учеб. пособие. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001. — С. 15.

⁵ Финансово-кредитный словарь: В 3 т. / Гл. ред. В.Ф. Гарбузов. — М.: Финансы и статистика, 1984. — Т. 1. — С. 478; Борисов А.Б. Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 1999. — С. 281; Загородний А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Финансовый словарь. — 2-ге вид., випр. та доп. — Л.: Вид-во “Центр Європи”, 1997. — С. 401; Зеленкова Н. Ипотека // Деньги и кредит. — 1992. — № 11. — С. 55; Рябченко О. Світовий досвід становлення іпотеки // Економіка України. — 2003. — № 1. — С. 26; Современный рынок капиталов / Под ред. д-ра экон. наук Г.П. Солюса. — М.: Финансы, 1977. — С. 13.

таке: “Іпотечний ринок — сфера, де акумулюються довгострокові грошові нагромадження шляхом випуску іпотечних облігацій, які застосовуються для надання кредиту під заставу нерухомості”¹. Такий висновок стає можливим тому, що ефективно надання і обслуговування довгострокових іпотечних кредитів потребує функціонування механізму їх рефінансування. Так, американські фахівці П. Баррос і Р. Страйк стверджують, що “іпотечний бізнес не забезпечений вторинним ринком, який здатен повернути частину кредитних коштів практично одночасно з наданням кредиту під іпотеку, у сучасних умовах неможливий”².

Отже, представники третього підходу розглядають іпотечний ринок як єдність ринку кредитів і ринку цінних паперів, що найбільш повно відповідає сучасному рівню розвитку іпотечного ринку. Однак слід зауважити, що такий підхід до визначення іпотечного ринку дещо звужує сукупність його ідентифікаційних ознак через покладання обов’язкового рефінансування наданих кредитів шляхом емісії іпотечних облігацій, оскільки у світовій практиці існують моделі іпотечного ринку, в яких залучення ресурсів для іпотечного кредитування не передбачає емісії іпотечних облігацій.

Акцентування уваги на формах вияву іпотечного ринку зумовлює труднощі в окресленні предметної області дослідження та однозначності у її розумінні. Це у свою чергу спричиняє, *по-перше*, термінологічну різноманітність категоріального апарату об’єкта дослідження: поряд з категорією “іпотечний ринок” вживають поняття “ринок іпотечного кредиту”, “ринок іпотечного капіталу”, “ринок іпотеки”, “ринок заставних”³ переважно як синоніми категорії “іпотечний ринок”.

¹ Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. — 4-е изд., доп. и перераб. — М.: Институт новой экономики, 1999. — С. 866; Финансово-кредитный словарь: В 3 т. / Гл. ред. В.Ф. Гарбузов. — М.: Финансы и статистика, 1984. — Т. 1. — С. 478; *Борисов А.Б.* Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 1999. — С. 281.

² *Barross P., Struyk R.* Housing Report in Eastern Europe: Progress and Problems // Cities. — 2003. — August.

³ *Тарасевич Е.И.* Финансирование инвестиций в недвижимость. — СПб.: ГТУ, 1996. — С. 6—7; *Евтух А.Т.* Ипотечный механизм ин-

По-друге, неоднозначне розуміння сутності іпотечного ринку призводить до невизначеності місця іпотечного ринку в системі ринків. Зокрема, у деяких працях¹ зазначається, що іпотечний ринок є частиною ринку позичкових капіталів, в інших — частиною ринку цінних паперів² або складовою ринку капіталів³.

Іпотечний ринок як економічна категорія виражає економічні відносини, які виникають між суб'єктами суспільного відтворення у зв'язку з ринковим оборотом іпотечного капіталу. Фактором, що зумовлює специфіку іпотечного ринку, є іпотечний капітал. На основі дослідження генезису і сутнісних рис іпотечного капіталу зроблено висновок про фінансову природу іпотечного капіталу: реалізація іпотечним капіталом двох сторін своєї сутності — як форми інвестицій (іпотечний кредит) та інвестиційного товару (іпотечні цінні папери) призводить до того, що іпотечний капітал у процесі свого руху одночасно формує ринок іпотечних кредитів і ринок іпотечних цінних паперів. Це стає можливим і одночасно необхід-

вестирования. — Луцк, 2000. — С. 31; Шклярук С.Г. Финансовая система: структура, механизм функционирования, оптимизация. — К.: Нора-принт, 2003. — С. 20; Меньшикова М.А. США: капиталистическое накопление и индустриализация сельского хозяйства. — М.: Наука, 1970. — С. 166; Пономарев В.Н. Ипотека — важнейшая часть государственной стратегии жилищной политики // Ипотека: финансирование будущего. — 2000. — № 5. — С. 13; Осокина И.Л. Самоцель — не ипотеку внедрить, а проблему жилья решить // Ипотека: финансирование будущего. — 2000. — № 1—2. — С. 7.

¹ Финансово-кредитный словарь: В 3 т. / Гл. ред. В.Ф. Гарбузов. — М.: Финансы и статистика, 1984. — Т. 1. — С. 478; Борисов А.Б. Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 1999. — С. 281; Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. — 2-ге вид., випр. та доп. — Л.: Вид-во “Центр Європи”, 1997. — С. 401.

² Зеленкова Н. Ипотека // Деньги и кредит. — 1992. — № 11. — С. 55.

³ Колесников В.И., Черненко В.А., Малькова С.А., Иванова Г.М. Кредит и его формы: Учеб. пособие. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001. — 74 с.; Финанси. Грошовий обіг. Кредит: Навч. посіб. / Л.О. Дробозіна, Л.П. Окунєва, Л.Л. Андросова та ін.; За ред. проф. Л.О. Дробозіної. — Рівне: Видавнича агенція “Вертекс”, 2001. — 352 с.

ним у зв'язку з тим, що надання й обслуговування довгострокових іпотечних позик потребує функціонування механізму їх рефінансування, дієвість якого забезпечує емісія іпотечних цінних паперів. Такий підхід дозволяє розуміти іпотечний ринок як специфічну сферу фінансових відносин, об'єктом яких виступає іпотечний капітал у формі іпотечних кредитів та іпотечних цінних паперів, для інвестування в об'єкти нерухомості.

Іпотечний капітал володіє характерними особливостями, які обумовлені багатогранною сутністю фінансового капіталу та іпотеки, внаслідок чого іпотечний ринок має специфічний суб'єктний склад і структуру. Сукупність учасників іпотечного ринку утворює його суб'єктний склад, місце кожного з учасників в якому визначається функціями в системі руху іпотечного капіталу.

Склад учасників іпотечного ринку представлений *основними і забезпечуючими суб'єктами*. *Основні суб'єкти* — це учасники, економічні відносини між якими складають сутність іпотечного ринку та визначають структуру механізму іпотечного кредитування. Основними суб'єктами іпотечного ринку виступають позичальник, кредитор, інвестор.

Позичальник — суб'єкт відносин іпотечного кредитування (фізична або юридична особа), що отримує у тимчасове користування іпотечний капітал на умовах повернення, строковості, платності, диференціації з метою фінансування нерухомості.

Кредитор — спеціалізований посередник, який акумулює грошові ресурси, трансформує їх в іпотечний капітал, розподіляє між позичальниками у вигляді іпотечних кредитів з метою отримання прибутку, та здійснює рефінансування іпотечних активів. В особі кредитора можуть виступати: іпотечні банки, які є спеціалізованими інститутами з іпотечного кредитування; універсальні комерційні банки, надання іпотечних позик для яких є одним із видів діяльності; ощадні інститути, які залучають заощадження населення та надають іпотечні позики фізичним особам (серед них виділяють спеціалізовані інститути — ощадно-позичкові, які спеціалізуються на житловому іпотечному кредитуванні, та неспеціалізовані — ощадні банки, іпотечне кредитування для яких є

одним із джерел розміщення пасивів поряд із позиками фінансово-кредитним інститутам та інвестуванням у цінні папери).

У літературі, присвяченій дослідженню питань практичної організації іпотечного ринку, *інвестором* визнається, як правило, суб'єкт іпотечного ринку, який інвестує грошові засоби в іпотечні цінні папери, здійснюючи функцію рефінансування діяльності кредитора¹. Однак фінансова природа іпотечного капіталу (для того, щоб розпочати рух у формі іпотечного кредиту та іпотечного фінансового капіталу, представленого іпотечними цінними паперами, іпотечний капітал має бути акумульований як грошовий капітал) вимагає виділення не лише вторинного інвестора — суб'єкта ринку іпотечних цінних паперів, що здійснює вкладання грошового капіталу в іпотечні цінні папери, але й первинного — власника вільних фінансових ресурсів у грошовій формі, які мобілізуються фінансово-кредитними інститутами і трансформуються в іпотечний капітал. Оскільки джерелом тимчасово вільних грошових засобів, які створюють матеріальну основу іпотечних фінансових відносин, є грошовий капітал, вивільнений у процесі кругообігу промислового і торгового капіталів, грошові засоби у формі цільових фондів і резервів, а також заощадження населення, то в особі первинних інвесторів виступають юридичні і фізичні особи, що здійснюють господарську діяльність та отримують доходи. Вторинними інвесторами іпотечного ринку виступають, переважно, *інституційні інвестори* — договірні ощадні інститути та інвестиційні посередники.

Договірні ощадні інститути в особі страхових компаній та пенсійних фондів залучають грошовий капітал у вигляді довгострокових внесків приватних осіб, укладають його в іпотечні цінні папери, акції й облігації корпорацій, казначейські зобов'язання. *Інвестиційні посередники* — інвестиційні компанії, взаємні фонди — залучають внески шляхом емісії та розміщення серед приватних осіб власних пакетів акцій (взаємні

¹ *Евтух А.Т.* Ипотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — С. 30—31; *Лимаренко В.И.* Ипотечное кредитование жилищного строительства в России: состояние, проблемы, пути развития // Экономика строительства. — 2000. — № 5. — С. 8.

фонди) та облігацій (інвестиційні компанії) й інвестують грошовий капітал в іпотечні цінні папери, акції та облігації корпорацій. Структура портфеля активів інституційних інвесторів визначається строковістю їх пасивів і надійністю активів.

Ефективному функціонуванню іпотечного ринку, його динамічній рівновазі та розвитку сприяє діяльність *забезпечуючих суб'єктів ринку* — спеціалізованих, відносно самостійних організаційно-правових форм в особі органів державної реєстрації прав на нерухоме майно; судових органів; установ нотаріальних та юридичних послуг; страхових компаній, що здійснюють страхування ризиків іпотечного кредитування; компаній з оцінки нерухомості; фінансових інститутів, які здійснюють посередницькі операції на ринку заставних, тощо. Цільове призначення і роль забезпечуючих суб'єктів іпотечного ринку полягає у підвищенні ефективності та оперативності роботи основних суб'єктів через спеціалізацію окремих видів діяльності: здійснення організаційного оформлення відносин іпотечного кредитування; надання маркетингових послуг та інформаційне забезпечення діяльності основних суб'єктів іпотечного ринку; обслуговування руху іпотечного капіталу з часу його мобілізації до моменту повернення відчуженої у позику вартості; зниження ризиків іпотечного кредитування тощо.

Якщо розглядати іпотечний ринок не спрощено (коли всі уявлення про іпотечний ринок вкладаються і вичерпуються відносинами між позичальником і кредитором з приводу надання й обслуговування іпотечних позик), а більш широко, то відбувається розширення ланцюга відносин учасників іпотечного ринку від схеми “позичальник ↔ кредитор” до схеми “позичальник ↔ первинний інвестор”. У такий спосіб найбільш чітко виявляється посередницька функція іпотечного ринку, коли кредитні інститути, вторинні (інституційні) інвестори та забезпечуючі суб'єкти іпотечного ринку виконують посередницькі функції у русі тимчасово вільних фінансових ресурсів від первинних інвесторів до позичальників, формуючи інфраструктуру іпотечного ринку (рис. 1.3).

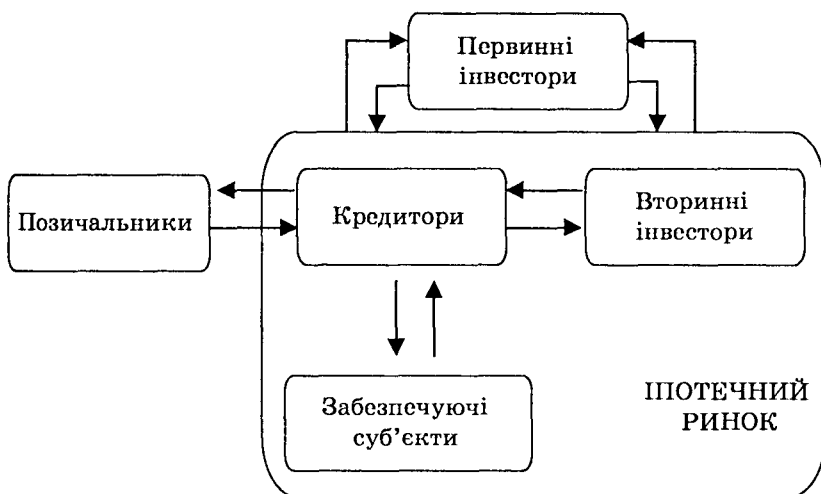


Рис. 1.3. Рух грошових потоків на іпотечному ринку

Інфраструктура іпотечного ринку як сукупність інститутів, що забезпечують і регулюють акумулювання грошового капіталу, трансформацію його в іпотечний капітал і розподіл між суб'єктами суспільного відтворення, виступає особливим механізмом взаємозв'язку на добровільній договірній основі та принципах економічної доцільності власників тимчасово вільних грошових засобів і реальних інвесторів за посередництва фінансово-кредитних і забезпечуючих інститутів.

Отже, основа існування іпотечного ринку — наявність суб'єктів із тимчасово вільним грошовим капіталом і суб'єктів, які потребують іпотечного капіталу. Іпотечний ринок розв'язує цю суперечність шляхом перетворення тимчасово вільного грошового капіталу, а також заощаджень фізичних і юридичних осіб, в іпотечний капітал із наступним його включенням у кругообіг капіталу, що забезпечує процес відтворення. Отже, іпотечний ринок як сукупність інститутів-посередників, що забезпечують зворотний перерозподіл іпотечного капіталу між суб'єктами суспільного відтворення,

виступає механізмом взаємозв'язку на добровільній договірній основі та принципах економічної доцільності власників тимчасово вільних грошових засобів і реальних інвесторів за посередництва іпотечних фінансово-кредитних та забезпечуючих інститутів.

Для розуміння загальної логіки функціонування ринку іпотечного капіталу ключове значення має виявлення мотиву поведінки суб'єктів ринку. Реальним, зумовленим принципом економічної вигоди мотивом і стимулом діяльності суб'єкта ринку виступає його економічний інтерес. Будучи породженням і соціальним проявом потреб, їх усвідомленням, економічні інтереси реалізуються через діяльність суб'єктів ринку.

Економічні інтереси суб'єктів іпотечного ринку різноспрямовані: економічний інтерес позичальника на промисловому і аграрному сегментах іпотечного ринку — одержати довгостроковий іпотечний кредит для організації або реконструкції діючого виробництва під процент, що забезпечує підприємницький дохід; на житловому сегменті — покращити житлові умови за допомогою невисокої частки виплат за кредитом у дохід; кредитора — максимізувати дохідність активних операцій, мінімізувати ризики іпотечного кредитування і забезпечити повернення позиченої вартості; інвестора — максимізувати дохід на заощадження і вкладений в іпотечні цінні папери капітал; суспільства в цілому — капіталізувати нерухоме майно і забезпечити його оборотність, неінфляційно підтримувати сферу матеріального виробництва, наповнити дохідну частину державного бюджету. Характеристику економічних інтересів і функцій суб'єктів іпотечного ринку наведено у табл. 1.5.

Взаємодія суб'єктів іпотечного ринку та узгодження їх економічних інтересів відбувається через ринковий механізм, який здійснює саморегулювання іпотечного ринку через попит, пропозицію, ціну, конкуренцію та їх закони. Оскільки попит і пропозиція іпотечного капіталу — взаємопов'язані явища, то структуру іпотечних фінансових відносин можна представити як взаємозв'язок і взаємозумовленість, *по-перше*, відносин, пов'язаних з формуванням пропозиції іпотеч-

Таблиця 1.5. Економічні інтереси і функції суб'єктів іпотечного ринку

Суб'єкт іпотечного ринку	Економічні інтереси	Функції
<p>Позичальники — фізичні та юридичні особи, які уклали договір іпотечного кредитування з фінансово-кредитним інститутом</p>	<p>Максимізація обсягів залучених фінансових ресурсів з найменшою вартістю на одиницю вартості предмета іпотеки. Одержання довгострокового іпотечного кредиту з високою часткою виплат основного боргу і процентів у доході</p>	<p>Формування попиту на іпотечні кредитні ресурси з метою фінансування об'єктів нерухомості</p>
<p>Кредитори — фінансово-кредитні інститути, які надають позичальникам іпотечні кредити у встановленому законодавством порядку</p>	<p>Максимізація дохідності активних операцій; обмеження ризиків іпотечного кредитування; забезпечення повернення іпотечного капіталу</p>	<p>Надання іпотечних позик на основі оцінки платоспроможності позичальника відповідно до вимог і умов іпотечного кредитування; оформлення кредитного договору і заставної; обслуговування наданих іпотечних кредитів</p>
<p>Інвестори — юридичні або фізичні особи, що розміщують власні та залучені заощадження на депозитах фінансово-кредитних інститутів та інвестують в іпотечні цінні папери з метою одержання доходу або набуття прав, що надаються власникові іпотечних цінних паперів відповідно до чинного законодавства</p>	<p>Максимізація доходу на заощадження і вкладений в іпотечні цінні папери капітал</p>	<p>Здійснення заощаджень, купівля іпотечних цінних паперів іпотечних кредиторів і операторів виторгів іпотечного ринку</p>

Продовження табл. 1.5

Суб'єкт іпотечного ринку	Економічні інтереси	Функції
<p>Оператори вторинного іпотечного ринку — спеціалізовані інститути, які рефінансують надані іпотечні позики</p>	<p>Одержання прибутку в результаті розміщення емітованих іпотечних цінних паперів серед інвесторів</p>	<p>Емісія іпотечних цінних паперів; залучення коштів інвесторів у сферу фінансування нерухомості; надання кредиторам підтримки у розробці іпотечних інструментів</p>
<p>Продавці нерухомості — фізичні та юридичні особи, які формують пропозицію об'єктів житлової і житлової нерухомості на ринку нерухомості</p>	<p>Реалізація наявної нерухомості; максимізація прибутку</p>	<p>Формування пропозиції на ринку нерухомості</p>
<p>Органи державної реєстрації прав на нерухоме майно й операцій з ним</p>	<p>Ведення реєстру нерухомості, об'явленої заставою</p>	<p>Оформлення переходу прав власності на об'єкт нерухомості до нового власника; зберігання і надання інформації щодо прав власності й обтяження об'єктів нерухомості іпотекою всім зацікавленим особам</p>
<p>Страхові компанії — інститути, які мають ліцензії на здійснення майнового страхування, особистого страхування позичальників і страхування цивільно-правової відповідальності учасників іпотечного ринку</p>	<p>Максимізація прибутку</p>	<p>Надання послуг страхування майна, відповідальності, життя тощо</p>

Закінчення табл. 1.5

Суб'єкт іпотечного ринку	Економічні інтереси	Функції
<p>Оцінювачі — юридичні особи, що мають право на здійснення професійної оцінки нерухомості, яка виступає предметом застави у іпотечному кредитуванні</p>	<p>Максимізація прибутку</p>	<p>Здійснення професійної оцінки житлових і нежитлових приміщень та об'єктів іншої нерухомості, які виступають предметом застави при іпотечному кредитуванні</p>
<p>Ріелторські фірми — юридичні особи, які мають ліцензію на функціонування в якості професійних посередників на ринку нерухомості</p>	<p>Максимізація прибутку</p>	<p>Підбір варіантів купівлі-продажу об'єктів нерухомого майна; консультативна допомога під час укладання угод купівлі-продажу; участь в організації проведення торгів з реалізації іпотечної нерухомості</p>
<p>Інфраструктурні ланки іпотечного ринку — нотаріальні контори, паспортні інститути, органи опіки, юридичні консультації тощо</p>	<p>Максимізація прибутку, захист прав суб'єктів ринку</p>	<p>Забезпечення юридичного супроводу угод; захист прав неповнолітніх і недієдатних під час укладання угод з об'єктами нерухомості</p>

Джерело: Складено за даними: Довбиенко *И.В.* Іпотека: Учебно-практ. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.З. Черняка. — М.: Изд-во РДЛ, 2003. — С. 58—60.

ного капіталу і, *по-друге*, відносин, пов'язаних з формуванням попиту на іпотечний капітал.

Попит на іпотечний капітал формують позичальники, джерелом погашення іпотечних позик яких виступають майбутні доходи. Попит на іпотечні кредити — співвідношення між процентними ставками та обсягами позик, які позичальники бажають і можуть здійснити при кожній ціні іпотечного капіталу, — підпорядковується дії загального закону попиту: у разі зниження процентної ставки попит на іпотечний капітал зростає; і навпаки, зростання процентних ставок на іпотечному ринку призводить до зниження попиту на іпотечний капітал.

Графічно ця залежність подається у вигляді спадної лінії *D*, яка відображає обернену залежність обсягів іпотечного кредитування від процентної ставки (рис. 1.4). Зміни у нецінових детермінантах попиту на іпотечний кредит (строках кредитування, доході позичальника, частці іпотечного кредиту у вартості застави, кількості позичальників на ринку, ставках оподаткування операцій з нерухомістю) призводять до зрушення кривої попиту, зміни обсягів іпотечного кредитування та рівня процентних ставок.

Кредитори формують пропозицію іпотечного капіталу, джерелом якого виступають заощадження первинних інвесторів. Заощадження — тимчасово вільні грошові кошти, які не призначені для споживання і виникають унаслідок збереження економічними суб'єктами частини одержаних доходів. Однак, не всі заощадження формують пропозицію іпотечного капіталу у формі іпотечних кредитів. Значний вплив у перетворенні заощаджень на іпотечний капітал здійснює мотив, яким керується суб'єкт, обмежуючи власне споживання, та його ставлення до фінансово-кредитних інститутів, які акумулюють заощадження. Лише та частина заощаджень, яка реально мобілізована фінансово-кредитними інститутами з метою надання у позику під заставу нерухомості може виступити як пропозиція іпотечного капіталу.

Пропозиція іпотечного капіталу — співвідношення між процентними ставками та обсягом грошового капіталу, який кредитори пропонують на кожному рівні процентної ставки.

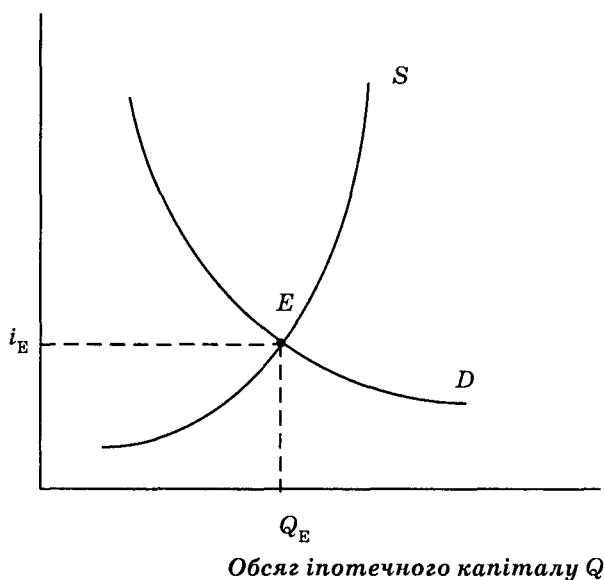


Рис. 1.4 Рівновага на іпотечному ринку

— підпорядковується дії закону пропозиції, який для іпотечного ринку формулюється так: у разі зниження процентної ставки пропозиція іпотечного капіталу знижується; і навпаки, зростання процентних ставок на іпотечному ринку призводить до зростання пропозиції іпотечного капіталу. Графічно ця залежність подається у вигляді висхідної лінії S , яка відображає пряму залежність обсягів пропозиції іпотечного капіталу від процентної ставки (рис. 1.4). Зміни у нецінових детермінантах пропозиції іпотечного капіталу (ризик іпотечного кредитування, витрати на формування іпотечного капіталу, витрати з оформлення і обслуговування іпотечної позики, ліквідність предмета іпотеки, кількість іпотечних кредиторів на ринку) призводять до зміщення кривої пропозиції, зміни обсягів іпотечного кредитування і процентних ставок.

Рівноважна ринкова процентна ставка встановлюється за умов рівності попиту і пропозиції іпотечного капіталу (точка

Е на рис. 1.4) і відсутності тенденції до зміни процентної ставки та обсягів інвестицій. За рівноважною процентною ставкою (i_E) кредитори пропонують такий обсяг іпотечного капіталу (Q_E), який бажають і можуть інвестувати позичальники.

Процентна ставка не лише забезпечує врівноваження попиту і пропозиції на іпотечний капітал, вона виступає інструментом розподілу іпотечного капіталу, відображає досягнутий баланс інтересів між суб'єктами іпотечних фінансових відносин. Отже, іпотечний ринок можна визначити як цінний механізм координації діяльності та поєднання економічних інтересів його суб'єктів.

Іпотечний ринок — не монолітне утворення, це система, яка складається з окремих елементів, взаємопов'язаних і взаємообумовлених у становленні та розвитку. Дослідження структури іпотечного ринку дозволяє, *по-перше*, визначити його місце, роль і функціональне призначення у цілісній системі ринкової економіки, *по-друге*, встановити рушійні сили, які забезпечують його функціонування і розвиток, а також елементи, через які ці сили діють, *по-третьє*, прогнозувати способи реагування ринкового механізму на можливі варіанти зміни соціально-економічних умов.

За функціональним підходом до дослідження іпотечного ринку, який передбачає, що структуру іпотечного ринку формує структура іпотечного капіталу, у складі іпотечного ринку можна виділити первинний і вторинний ринки руху іпотечного капіталу (*функціональна структура іпотечного ринку*). На первинному ринку іпотечного капіталу відбувається надання і обслуговування іпотечних кредитів, а також випуск заставних. Тому первинний ринок іпотечного капіталу виражає відносини між позичальником і кредитором і за суттю є ринком іпотечних кредитів.

На вторинному ринку іпотечного капіталу обертаються заставні та емітовані на їх основі іпотечні цінні папери. У зв'язку з цим серед сукупності наявних в економічній літературі визначень вторинного іпотечного ринку найбільш поширеними його дефініціями є визначення вторинного іпотечного ринку як "ринку, на якому продаються вже надані іпотечні

позики”¹. Отже, вторинний іпотечний ринок виражає відносини між кредитором і вторинним інвестором з приводу “формування сукупного кредитного портфеля іпотечної системи шляхом емісії на основі персоніфікованих заставних у знеособлені дохідні цінних паперів і розміщення їх серед інвесторів”². Суб’єктний склад вторинного іпотечного ринку визначається способом організації відносин іпотечного кредитування, однак будь-яка із моделей вторинного ринку передбачає наявність, по-перше, іпотечного кредитного інституту, який самостійно емітує на основі заставних іпотечні цінні папери або передає первинні заставні фінансово-емісійній компанії, яка випускає власні боргові зобов’язання, забезпечені пулами придбаних у кредитора заставних; по-друге, вторинних інвесторів в особі фізичних осіб та інституційних інвесторів, серед яких розміщуються емітовані цінні папери.

Завдяки специфіці первинного і вторинного ринків заставних іпотечний капітал інвестується двічі: перший раз — в (первинні заставні) і залишає іпотечний ринок, трансформуючись у дійсний капітал; другий — у похідні іпотечні цінні папери, циркулюючи на фондовому ринку як резерв ліквідності. На первинному ринку протистоять один одному позичковий і фінансовий капітали рівної вартості; на вторинних ринках “загальна маса позичкового капіталу, що обслуговує процес трансформації капіталів, є меншою за масу фінансового”³.

Розмежування ринку іпотечного капіталу на первинний і вторинний ринки, на наш погляд, найбільш точно характери-

¹ *Кострикин П.Н., Кузьминов А.Н., Мutowин С.И., Никифорова О.В.* Ипотечное кредитование в России. — М.: МАКС-Пресс, 2002. — С. 39; *Костусев О.О.* Проблемы запровадження іпотеки і антимонопольне законодавство // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 199; *Рябченко Л.И.* Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — С. 33.

² *Евтух А.Т.* Ипотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — С. 82.

³ *Гойко А.Ф.* Организация рынка финансового капитала и инвестиций в Украине. — К.: Будивельных, 1995. — С. 81.

зує головні сутнісні риси цих ринків, їх головні завдання: обслуговувати процес розподілу іпотечного капіталу для реального інвестування в об'єкти нерухомості та здійснювати перелив капіталів відповідно до критеріїв дохідності, динаміки приросту капіталу, фінансових ризиків. Так, первинний ринок впливає на розміри валових національних заощаджень та інвестицій, служить для перерозподілу іпотечного капіталу і виступає стихійним регулятором пропорційності в економічній системі; тоді як на вторинному ринку відбувається зміна власників боргових зобов'язань, оформлених у вигляді іпотечних цінних паперів, без зміни величини ресурсів початкового позичальника. Однак, забезпечуючи переміщення власності на капітал, вторинний ринок здійснює функцію рефінансування наданих іпотечних кредитів. Це сприяє підвищенню ліквідності капіталу іпотечних кредиторів, пом'якшенню циклічного потоку позичкового капіталу, зв'язує грошову масу, забезпечує перелив грошей із регіонів з надлишковими грошовими ресурсами у регіони зіх нестачею, зменшує відмінність між процентними ставками у різних географічних районах, стабілізуючи її в цілому по країні.

Первинний і вторинний іпотечні ринки — не ізольовані, а взаємно підпорядковані складові іпотечного ринку, які забезпечують повноцінний життєвий цикл іпотечного капіталу. Між первинним та вторинним ринками існує тісний зв'язок: по-перше, зростання операцій іпотечного кредитування на первинному ринку призводить до активізації угод на вторинному ринку, що, у свою чергу, викликає розширення первинного ринку іпотечного капіталу; по-друге, дохідність іпотечних цінних паперів, розміщених на вторинному ринку, виступає одним із головних орієнтирів у визначенні параметрів іпотечного кредитування на первинному ринку.

Отже, за результатами дослідження функціональної структури іпотечного ринку прийшли до висновку, що іпотечний ринок — система економічних відносин, які виникають на суміжних ринках із приводу надання, обслуговування та рефінансування іпотечних кредитів.

Структуризація іпотечного ринку за сегментами (*сегментна структура іпотечного ринку*) здійснюється залежно від

виду іпотечної нерухомості (тобто залежно від типу об'єкта нерухомості, що виступає в якості заставного забезпечення). Аналіз ряду робіт¹ показав наявність відмінностей у класифікації ринку нерухомості: у його структурі виокремлюють сегменти за особливістю обігу нерухомих об'єктів, повнотою прав власності, фізичним статусом об'єктів, функціональним призначенням, просторовим розміщенням, мотиваційними чинниками, якістю, ціною тощо. Однак найчастіше виділяють складові за соціально-економічним призначенням нерухомості — сегмент дохідної і недохідної нерухомості. У визначенні соціально-економічного призначення об'єкта нерухомості головним є фінансування, тому, якщо фінансування нерухомості здійснюється з метою одержання активних (інвестування з метою одержання доходу, продаж з метою одержання доходу, використання у виробничо-господарській діяльності) і пасивних (дохід від надання в оренду) форм доходу, об'єкт нерухомості належить до дохідної; в іншому випадку — до недохідної нерухомості. Так, наприклад, О.Т. Євтух відзначає, що “дохідна іпотека — один із різновидів загальної іпотеки, предметом застави якої є нерухомість, що безпосередньо використовується позичальником для одержання доходу”².

Однак зауважимо: 1) існують неявні форми доходу від володіння нерухомістю, що ускладнює її віднесення до групи дохідної (недохідної); 2) належність деяких видів нерухомості до першого чи другого сегмента має суб'єктивний характер і є обумовленим особливостями їх функціонування; 3) у динаміці можливий перехід об'єктів із категорії дохідної нерухомості в недохідну, і навпаки. Тому виділення сегментів іпо-

¹ *Белых Л.П.* Формирование портфеля недвижимости. — М.: Финансы и статистика, 1999. — 263 с.; *Горемыкин В.А., Бугулов Э.Р.* Экономика недвижимости: Учебник. — М.: Информ.-издат. дом “Финдиль”, 1999. — 592 с.; *Евтух А.Т.* Ипотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — 260 с.; *Пучковская И.И.* Ипотека: залог недвижимости. — Х.: Консум, 1997. — 132 с.; *Фридман Д., Ордуэй Н.* Анализ и оценка приносящей доход недвижимости: Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1995. — 480 с.

² *Евтух А.Т.* Доходная ипотека. — Луцк, 2000. — С. 2.

течного ринку доцільно здійснювати за функціональними особливостями і виділяти сегменти іпотечного ринку за здатністю об'єкта нерухомості задовольняти певну потребу. За цією ознакою у сегментній структурі іпотечного ринку присутні ринок іпотечної нерухомості як споживчого блага (житлові об'єкти, заклади відпочинку, дозвілля, лікувальні, учбові та інші заклади) і ринок іпотечної нерухомості як виробничого блага (земельні ділянки, підприємства, будівлі, споруди, нежилі приміщення, інші об'єкти підприємницької діяльності). Оскільки ринок нерухомості виробничого призначення — неоднорідний з погляду специфіки об'єктів нерухомості, у його складі доцільно виділяти комерційний, промисловий і аграрний сегменти (рис. 1.5).

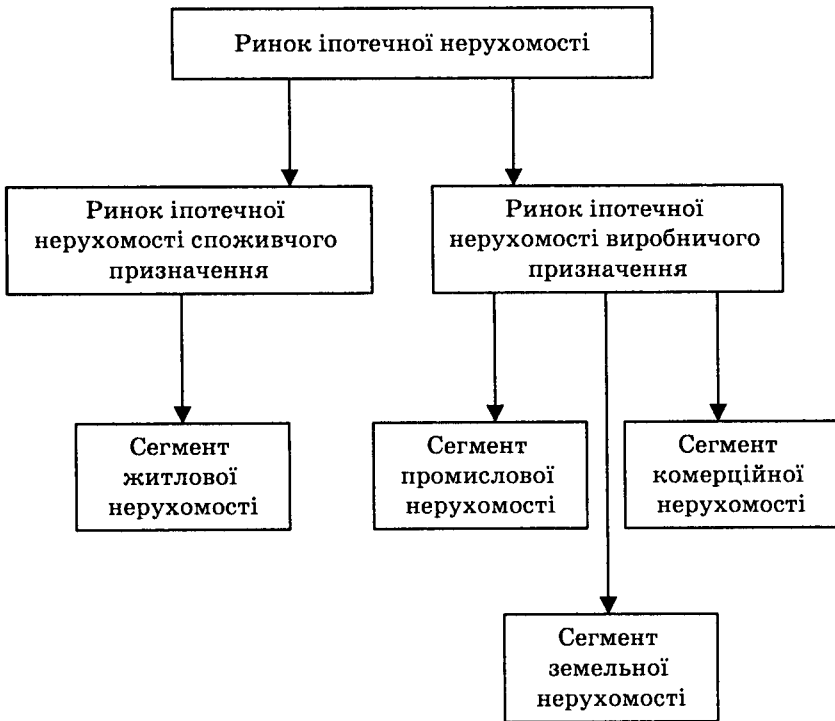


Рис. 1.5. Сегментна структура іпотечного ринку

Іпотечна нерухомість у формі товару функціонує за законами товарних ринків, але, виступаючи у формі іпотечної нерухомості споживчого призначення та іпотечної нерухомості як фактора виробництва, вона регулюється різними механізмами. Ринок іпотечної нерухомості споживчого призначення регулюється законами первинного попиту і пропозиції, тоді як на ринку іпотечної нерухомості виробничого призначення попит і пропозиція на об'єкти нерухомості мають похідний (вторинний) характер. Це призводить до формування в межах ринку іпотечної нерухомості двох різнофункціональних систем з особливими зв'язками і залежностями: у першому випадку значний вплив здійснює ринок споживчих товарів тривалого користування, рівень особистих доходів, тенденції та традиції заощадження; у другому — особливого значення набувають процеси нагромадження, інвестування, динаміка кон'юнктури супутніх ринків (ринку товарів і послуг — для промислового сегмента іпотечного ринку, ринку сільськогосподарської продукції — для аграрного сегмента іпотечного ринку)¹.

Ринок нерухомості, на відміну від інших ринків, має яскраво виражений локальний характер, де формуються його визначальні характеристики (попит, пропозиція, ціна, умови кредитування та інвестування), тому основні процеси, які зумовлюють функціонування і розвиток іпотечного ринку відбуваються на регіональному і локальному рівнях. Це вимагає дослідження *просторової структури іпотечного ринку* і виділення загальнонаціонального, регіонального і локального сегментів. У результаті інтернаціоналізації господарських зв'язків, розвитку нових технологій і сучасних засобів зв'язку формується глобальний іпотечний ринок.

Під час дослідження місця іпотечного ринку у системі ринків ми з'ясували, що серед науковців немає єдності щодо структури ринку капіталів. Це пояснюється як використанням різних ознак у класифікації структурних одиниць ринку

¹ Гриценко Е.А. Структурная организация рынка недвижимости // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 2000. — № 6 (94). — С. 66.

капіталів, так і неоднозначністю трактування категорії капіталу різними дослідниками. Зокрема, в економічній літературі знаходимо декілька підходів до трактування поняття капіталу: розширений підхід (капітал як вартість, що приносить дохід); монетарний підхід (капітал як гроші); матеріально-речовий підхід (капітал як засіб виробництва); факторний підхід (капітал як фактор виробництва); соціально-економічний підхід (капітал як система економічних відносин); часовий підхід (капітал як дисконтований потік доходів); рівневий підхід (приватний, суспільний капітал). Як наслідок, ринок капіталів класифікується за окремими сегментами і не представлений як система, всі елементи якої органічно взаємопов'язані та взаємодіють між собою.

Класифікаційною ознакою у дослідженні структури ринку капіталів ми пропонуємо використовувати головну сутнісну властивість капіталу як економічного блага — здатність включатися у процес суспільного виробництва і приносити його власнику дохід. Оскільки капітал має двоїсту природу і функціонує як реальний та фінансовий, то і ринок капіталів також має двоїсту природу і виступає частиною фінансового ринку і ринку факторів виробництва (рис. 1.6).

Отже, зі структури ринку капіталів випливає, що іпотечний ринок утворюють комплементарні сегменти — фінансові ринки (ринки кредитів і цінних паперів) і ринок нерухомості, однак лише в тих їх частинах, які обслуговують рух іпотечного капіталу. В цьому полягає певна умовність іпотечного ринку. Тому у внутрішньому середовищі іпотечного ринку можна умовно виділити три підсистеми, кожна з яких забезпечує функціонування іпотечного ринку в межах конкретних ринків: підсистему іпотечної нерухомості — на ринку будівництва та обігу нерухомості, підсистему первинного іпотечного ринку — на ринку іпотечних кредитів, підсистему вторинного іпотечного ринку — на ринку іпотечних цінних паперів (рис. 1.7).

У функціональній єдності підсистеми первинного і вторинного іпотечних ринків “відповідають” за процес інвестування іпотечного капіталу в об’єкти нерухомості, підсистема іпотечної нерухомості сприяє ефективному вкладанню ресурсів і за-

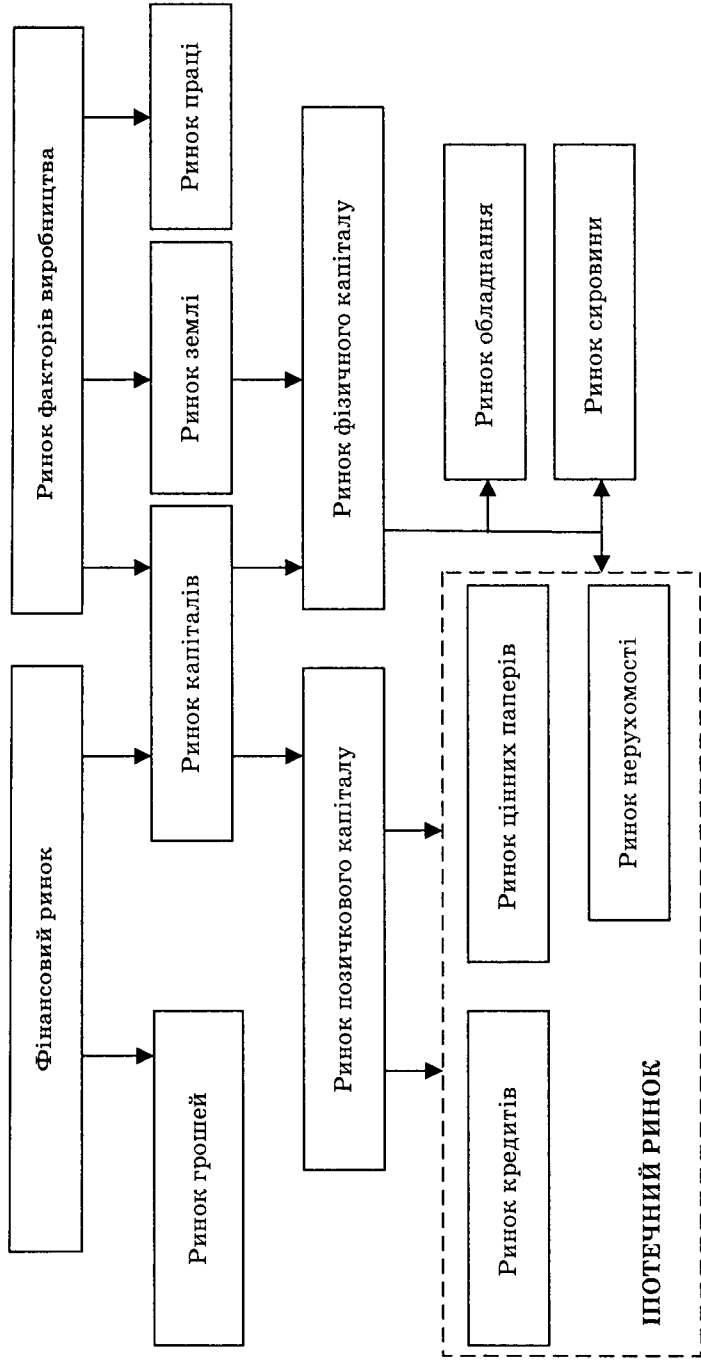


Рис. 1.6. Структура ринку капіталів



Рис. 1.7. Місце іпотечного ринку у системі ринків

безпечує надійність інвестиційного процесу. Отже, іпотечний ринок виступає інтегративною єдністю фінансових ринків і ринку нерухомості за системоутворюючої дії іпотечного капіталу.

Оцінюючи роль кожної з підсистем, зауважимо, що підсистема вторинного ринку виконує домінуючу функцію — функцію інвестування; підсистема первинного ринку виконує операційну функцію — функцію надання і обслуговування іпотечних позик, виступає посередником, сполучною ланкою іпотечного ринку. Підсистема іпотечної нерухомості формує пропозицію на ринку об'єктів нерухомості; через інертність будівельної індустрії вона підпорядкована поведінці інвестора, який активізує споживчий попит, а тому її роль у внутрішній системі іпотечного ринку пасивна.

Інтеграція фінансових ринків і ринку нерухомості згладжує їх негативні риси і розширює вплив позитивних рис. Зокрема, невисока ліквідність ринку нерухомості у поєднанні з вторинним іпотечним ринком стає менш загрозовою для кредитора та інвестора; в той же час відносно стійка ставка доходу на ринку нерухомості переноситься на фондовий і кредитний ринки, що сприяє їх стійкості¹. Крім того, інтеграція фінансових ринків і ринку нерухомості підвищує капіталізацію ресурсів цих ринків, забезпечує ефективне використання вільних грошових коштів і нерухомого майна; формує іпотечний ринок як самовідтворювану систему.

Кожна складова у виділених структурах іпотечного ринку, яка є відносно самостійною, здатна функціонувати в автономному режимі, але всі вони, під час формування іпотечного ринку, взаємодіють як елементи єдиної системи, а тому органічно пов'язані між собою у становленні та розвитку. Порушення цього взаємозв'язку стає перешкодою для існування повноцінного іпотечного ринку та знижує його роль у забезпеченні ефективного функціонування елементів ринкової системи і створенні оптимальних умов для розвитку інвестиційних процесів й активізації економічного зростання.

Отже, у результаті проведених досліджень, прийшли до висновку, що іпотечний ринок як економічне явище виявляється на різних рівнях дослідження як:

— сфера відносин обміну, об'єктом якого є іпотечний капітал у формі іпотечних кредитів та іпотечних цінних паперів, відчужуваний на умовах строковості, платності, поворотності, диференціації. Рух іпотечного капіталу у цих функціональних формах призводить до формування ринку іпотечних кредитів і ринку іпотечних цінних паперів;

— економіко-правовий механізм взаємозв'язку на добровільних договірних засадах і принципах економічної доцільності власників тимчасово вільного грошового капіталу та реальних інвесторів за посередництва фінансово-кредитних і забезпечуючих інститутів;

¹ *Евтух А.Т.* Іпотечний механізм інвестування. — Луцк, 2000. — С. 78.

— ціновий механізм поєднання протилежних інтересів суб'єктів іпотечного ринку на основі взаємодії попиту і пропозиції на іпотечний капітал;

— інтеграційна єдність комплементарних сегментів: іпотечний ринок є “сферою перетину” фінансових ринків (кредитного і цінних паперів) і ринку нерухомості у тих їх частинах, які обслуговують рух іпотечного капіталу.

Застосування системного підходу дає змогу визначити іпотечний ринок як систему економіко-правових відносин, що виникають між суб'єктами суспільного відтворення на взаємопов'язаних ринках фінансів і нерухомості з приводу акумулювання грошових ресурсів, їх розміщення у формі іпотечних кредитів і рефінансування іпотечних активів з метою здійснення інвестиційних операцій на ринку нерухомості. У запропонованій дефініції іпотечного ринку виявляються усі сутнісні риси іпотечного капіталу, рух якого забезпечує іпотечний ринок (строковість, дохідність, поворотність, забезпеченість заставою нерухомості, цільовий характер), та принцип фінансового посередництва, що лежить в основі функціонування ринку.

Розділ 2

МОДЕЛІ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ

2.1. Класифікація моделей іпотечного ринку

Дослідження економіко-правових відносин, які виникають у результаті руху іпотечного капіталу, утворюють іпотечний ринок і здійснюють значний вплив на розвиток усєї системи економічних відносин, потребує, на нашу думку, застосування принципів системного підходу та інституційної теорії. Це дозволить розглядати об'єкт дослідження як сукупність взаємопов'язаних економічних і неекономічних факторів у контексті їх еволюційного розвитку.

Застосування системного підходу до дослідження іпотечного ринку і представлення його як внутрішньо інтегрованої та зовнішньо відокремленої системи економіко-правових відносин, пов'язаних з обігом іпотечного капіталу, виправдане як з позиції теорії систем, яка дає можливість розглядати як систему всю сукупність учасників з їх взаємовідносинами, а взаємодіючі сторони інтерпретувати як функціональні елементи системи зі складними зв'язками між ними¹, так і з

¹ *Могилевский В.Д.* Методология систем: вербальный подход / Отд-ние экон. РАН; Науч.-ред. совет изд-ва "Экономика". — М.: ОАО "Изд-во "Экономика", 1999. — С. 35.

практичного погляду: системний підхід сприятиме більш повному розкриттю суттєвих сторін, рис, характеристик іпотечного ринку у процесі його функціонування і розвитку.

Системний підхід передбачає всебічне вивчення іпотечного ринку із застосуванням вербального, математичного та графічного його опису. Хоча математичні методи є інструментом для кількісної і символічної побудови алгоритмів функціонування об'єкта дослідження, проте на сьогодні не існує переконливих математичних моделей для цілого ряду економічних явищ, у тому числі і для іпотечного ринку. У зв'язку з цим, ми погоджуємося з відомим фахівцем у галузі системного аналізу В. Спіцнаделем у тому, що “більшість впливових наукових теорій є нематематичними за своїм характером..., а ... ті математичні конструкції, які є в їх основі, усвідомлюються пізніше і охоплюють лише окремі аспекти відповідних емпіричних даних... Ймовірно, краще мати спочатку певну нематематичну модель із усіма її недоліками, але таку, що охоплює деякий непомічений раніше аспект дійсності, що досліджується і дозволяє сподіватися на наступну розробку відповідного алгоритму, ніж починати з недосконалих математичних моделей”¹. Тому іпотечний ринок досліджується нами у цьому розділі з використанням нематематичних моделей.

Необхідність застосування принципів інституційної теорії у вивченні іпотечного ринку зумовлена тим, що ринок завжди інституційно організований: кожний суб'єкт ринку, кожний акт товарообміну, кожна грошова операція потребують інституційної організації; справа не в тому, щоб “угамувати” стихію ринку або пристосувати ринок до потреб суспільства, а в тому, щоб взагалі здійснювати ринкові операції². Саме становлення відповідної інституційної структури, — зазначає В. Вольчик, — призвело до трансформації спонтанного механізму ринкового обміну у “невидиму руку”,

¹ Спіцнадель В.И. Основы системного анализа. — СПб., 2000. — С. 34—35.

² Тенденції української економіки. Грудень 1999 р. — TACIS: DG Європейської комісії. — С. 94.

яка скеровує суспільство у напрямі зростання багатства¹. У цьому розумінні сутність “невидимої руки” полягає у поширенні таких суспільних правил і умов, за яких завдяки вільній конкуренції підприємців і через їх власні інтереси ринок якнайкраще вирішує суспільні завдання і гармонізує власну і колективну волю з максимально можливою корисністю для усіх і кожного².

Інституційна організація іпотечного ринку — це система взаємопов’язаних формальними і неформальними відносинами державних і ринкових інститутів, яка визначає умови руху іпотечного капіталу і доходів. Рамки такої системи координації економічної діяльності формує інституційна структура. Під *інституційною структурою* ми розуміємо упорядкований набір інституцій, які створюють моделі економічної поведінки господарюючих суб’єктів, визначають та обмежують сукупність варіантів їх вибору та взаємодії, а також впливають на розподіл активів, доходів і витрат, ефективність ринкових трансакцій. Отже, інституційна структура іпотечного ринку організовує економічні і правові відносини, пов’язані з формуванням, розподілом і використанням іпотечного капіталу для здійснення інвестиційних операцій на ринку нерухомості.

У такому контексті необхідно відзначити, що, якщо іпотечний ринок за суттю — це система економіко-правових відносин, що встановлюються між суб’єктами іпотечного ринку з приводу дохідного руху вартості, яка надається у позику під заставу нерухомості, і є таким незалежно від конкретно-історичних умов його функціонування, то інституційна організація іпотечного ринку виступає зовнішнім розкриттям сутності іпотечного ринку, зовнішнім оформленням і зовнішнім виявом його буття. Інституційна організація вказує на конкретність існування іпотечного ринку, виступає способом його

¹ Вольчик В.В. Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов // Известия вузов. Северо-Кавказский регион. Общественные науки. — 2002. — №4. — С. 43—50.

² Прутська О.О. Институціоналізм і проблеми економічної поведінки в перехідній економіці. — К.: Логос, 2003. — С. 66.

буття у конкретних історичних умовах і співвідноситься з іпотечним ринком як одиничне і загальне.

Серед представників інституційної теорії немає загальноприйнятого визначення поняття інституції. У цьому дослідженні категорія інституції вживається у такому трактуванні представника нової інституційної теорії Д. Норта: *інституції* — це “сукупність створених людьми правил і норм, які виступають як обмеження для економічних агентів, а також як відповідні механізми захисту і контролю за їх дотриманням”¹; тобто встановлені у суспільстві “правила гри” чи покладені людьми обмеження, які визначають сукупність варіантів вибору для індивідів, формують поведінку суб’єктів господарювання та спрямовують їх взаємодію. За Д. Нортом ми також будемо виділяти і використовувати у теоретичних дослідженнях три типи інституцій: *формальні правила* (офіційні правові обмеження), *неформальні обмеження* (традиції, усталені звичаї, неписані кодекси поведінки, культурна спадщина, ментальні стереотипи) та *механізми забезпечення їх дотримання*.

Відповідно до еволюційної теорії розвитку інституцій, основні положення якої викладені у працях Д. Норта, М. Ослона, Р. Познера, О. Уїл’ямсона та інших дослідників, у кожній країні під впливом сукупності притаманних лише цій країні особливих економічних, політичних, правових, історичних, психологічних та інших факторів повинні були розвинутися оригінальні ефективні інституційні структури іпотечного ринку. Зокрема, цієї думки притримуються В. Кудрявцев і Є. Кудрявцева, які підкреслюють, що “багатоманітність факторів є основою існування у світі десятків різновидів і варіантів організації іпотечного кредитування. Так, існують країни, де різні варіанти організації іпотечного кредитування реалізуються одночасно і не виключають один одного, орієнтуючись на власну нішу”². Отже, інституційна організація

¹ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — С. 11.

² Кудрявцев В., Кудрявцева Е. Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — С. 37.

іпотечного ринку в різних країнах повинна суттєво відрізнятися та відображати історію їх фінансового розвитку. Однак на практиці спостерігається не багато країн, які мають принципові інституційні відмінності в організації іпотечного ринку, а лише декілька груп країн, іпотечні ринки яких відрізняються інституційним складом учасників, механізмами руху іпотечного капіталу, способами включення держави в іпотечні фінансові відносини. У рамках кожної із груп іпотечні інституційні структури характеризуються значною подібністю. Пояснення цього явища розпочнемо з класифікації національних варіацій інституційної організації іпотечного ринку.

Для класифікації та характеристики основних способів інституційної організації іпотечного ринку представимо інституційну схему перерозподілу іпотечного капіталу у його функціональних формах від первинних інвесторів до позичальників у вигляді моделі. Зауважимо: *модель іпотечного ринку* — ідеальна система, яка відображає об'єктивний світ, с виразом людської свідомості і характеризується певним рівнем спрощеності.

Література, яка присвячена питанням організації іпотечного ринку, характеризується термінологічною різноманітністю категоріального апарату. Так, за механізмом формування ресурсної бази іпотечного кредитування виділяють від двох до п'яти “класичних” моделей іпотечного ринку.

Наприклад, С. Печатнікова¹, Ю. Семенюк², А. Ужегов³ виділяють *дві моделі іпотечного ринку*: модель депозитного інституту (кредитори залучають ресурси для цілей іпотечного кредитування за рахунок депозитів) та модель інвестиційної компанії (з розвинутим механізмом рефінансування іпотеч-

¹ Печатнікова С.М. Модели организации системы ипотечного жилищного кредитования // Экономика строительства. — 2001. — № 1. — С. 21—30.

² Семенюк Ю.Г. До питання розвитку інфраструктури іпотечного кредитування в Україні // Вісн. Київ. нац. ун-ту імені Тараса Шевченка. — 2000. — № 40. — С. 45—50. — Серія “Юридичні науки”.

³ Ужегов А.Н. Квартира в кредит: ипотечная сделка. — СПб.: Питер, 2001. — 288 с.

них позик і вторинним ринком заставних). Не надаючи принципів відмінностей виділеним моделям, у праці А. Ужегова перша названа системою заощаджень, друга — системою вторинного ринку¹. В методичних рекомендаціях з реалізації програм житлового іпотечного кредитування ці моделі фігурують як моделі депозитного інституту та іпотечного банку².

Р. Страйк, Н. Косарева, А. Сучков³, О. Євтух⁴ і В. Мінц⁵ виділяють *три моделі іпотечного ринку*: цільову, яка побудована за ощадно-позичковим принципом, де в особі кредитора виступає майбутній позичальник; депозитну, в якій ресурсна база іпотечного кредитування формується із довільних джерел (власного капіталу кредитора, депозитних рахунків клієнтів, міжбанківських позик тощо); інвестиційну, засновану на механізмі рефінансування іпотечних активів кредиторів і залученні ресурсів із ринку цінних паперів.

У працях В. Кудрявцева, С. Кудрявцевої⁶, М. Сафрончука⁷, А. Кутиркіна, І. Цупора⁸ зазначені вище моделі фігурують як збалансована автономна, усічена відкрита (або відкрита — у

¹ Ужегов А.Н. Квартира в кредит: ипотечная сделка. — СПб.: Питер, 2001. — 288 с.

² Пастухова Н.С., Рогожина Н.Н., Гасяк В.М. Методические рекомендации по организации и порядку осуществления программ ипотечного жилищного кредитования. — М.: Фонд “Институт экономики города”, 1999. — С. 8—9.

³ Страйк Р., Косарева Н., Сучков А. Жилищное ипотечное кредитование в условиях современной России // Деньги и кредит. — 1995. — № 8. — С. 52—59.

⁴ Евтух А.Т. Ипотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — 260 с.

⁵ Минц В.М. Модели ипотечного кредитования и перспективы их применения в России // Банковское дело. — 2002. — № 6. — С. 30—34.

⁶ Кудрявцев В., Кудрявцева Е. Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — 64 с.

⁷ Сафрончук М., Стрелец И. Ипотека // Наука и жизнь. — 1999. — № 5. — С. 54—58.

⁸ Кутыркин А.Н., Цупор И.И. Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность. — Донецк: ИЭП НАН Украины — ДИЭХП, 2001. — 240 с.

А. Кутиркіна, І. Цупора) та розширена відкрита; у деяких дорацях¹ автори використовують такі назви: модель контрактних заощаджень, модель роздрібного акумулювання ресурсів і модель залучення ресурсів із оптових джерел; у дослідженні І. Пучковської² — відповідно, німецька, банківська та американська моделі.

В інвестиційній моделі іпотечного ринку і моделі іпотечної компанії іпотечний капітал формується за рахунок грошових ресурсів вторинних інвесторів шляхом рефінансування іпотечних активів, що дозволяє вважати їх ідентичними. У цільовій моделі фінансування іпотечних кредитів здійснюється за рахунок цільових ощадних внесків майбутніх позичальників, у депозитній — переважно за рахунок строкових депозитів, що дає змогу розглядати їх як окремі випадки ощадно-позичкової моделі іпотечного ринку.

На підставі аналізу поширених у світовій практиці механізмів іпотечного кредитування І. Пенкіна³ виділяє *чотири моделі іпотечного ринку*: модель комерційних банків, яка за способом формування іпотечного капіталу відповідає депозитній моделі; ощадно-позичкова модель, аналогічна цільовій; модель іпотечних банків, яка заснована на механізмі рефінансування наданих іпотечних кредитів через банківські довгострокові боргові зобов'язання, що забезпечені заставою нерухомості; модель вторинного ринку, яка забезпечує рефінансування іпотечних позик спеціалізованими посередниками вторинного ринку через емісію іпотечних цінних паперів, що забезпечені пулом заставних.

¹ Housing finance: key concepts and terms. Economic commission for Europe. United Nations. — New York; Geneva, 1998. — 54 p.; *Машинистова Е.* Кредитные институты как субъекты операций с жильем // Российский экономический журнал. — 1996. — № 7. — 47—56.

² *Пучковская И.И.* Некоторые проблемы организации ипотечного кредитования // Ипотечный рынок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 186—189.

³ *Пенкина И.А.* Современная система ипотечного кредитования в США. — М.: МАКС-Пресс, 2000. — 106 с.

Л. Рябченко виділяє *п'ять моделей іпотечного ринку*: модель контрактних заощаджень, фінансування іпотечних кредитів в якій здійснюється за ощадно-позичковим принципом; депозитно-кредитна модель із фінансуванням через строкові позики і внески; однорівнева модель, яка пов'язана з функціонуванням іпотечних банків; дворівнева модель, яка забезпечує рефінансування шляхом прямого продажу заставних, наданих іпотечних кредитів на вторинному іпотечному ринку; сучасна модель із розвинутим ринком іпотечних цінних паперів, які мають колективну гарантію¹.

Розмежування однорівневої і дворівневої моделей іпотечного ринку більшість дослідників здійснюють за особливостями механізму рефінансування іпотечних активів первинних кредиторів: однорівнева передбачає об'єднання функцій первинного кредитора та емітента іпотечних цінних паперів, дворівнева — виділення функції емітента іпотечних цінних паперів облігаційного типу у самостійну функцію². Оскільки рефінансування передбачає обмеження джерел фінансування іпотечних позик прямим продажем іпотечних кредитів та емісією іпотечних цінних паперів, то однорівнева і дворівнева

¹ *Рябченко Л.И.* Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — 120 с.

² *Волков С.С.* Вибір моделі іпотечної фінансової системи з урахуванням світового досвіду // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 54—55; *Страйк Р., Косарева Н., Сучков А.* Жилищное ипотечное кредитование в условиях современной России // Деньги и кредит. — 1995. — № 8. — С. 52—59; *Кутыркин А.Н., Цупор И.И.* Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность. — Донецк: ИЭП НАН Украины — ДИЭХП, 2001. — 240 с.; *Веремейкина В.Д.* История развития ипотечных кредитных учреждений // Банковские услуги. — 2001. — № 11. — С. 34—39; *Битеряков А.В.* Основы ипотечного кредитования // Промышленное и гражданское строительство. — 2000. — № 11. — С. 41—42; *Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н.* Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования в России // Вопросы экономики. — 2001. — № 5. — С. 89—106; *Ужегов А.Н.* Квартира в кредит: ипотечная сделка. — СПб.: Питер, 2001. — 288 с.

моделі виступають різновидами механізму руху іпотечного капіталу, який заснований на функціонуванні вторинного ринку іпотечного капіталу.

На наявність різних способів залучення ресурсів у механізмі рефінансування іпотечних кредитів із використанням вторинного ринку іпотечного капіталу вказував ще на початку ХХ ст. Д. Михайлевський: “надавши позичку, банк продає її заставну або методом безпосереднього продажу, або шляхом емісії облігацій та інших цінних паперів”¹. Хоча зазначені способи залучення ресурсів у механізмі рефінансування іпотечних кредитів із використанням вторинного ринку лише визначають кількість рівнів у такому механізмі та не змінюють його сутнісних ознак, проте для свого формування та ефективного функціонування потребують специфічного інституційно-правового оформлення. У зв’язку з цим необхідно, на наш погляд, однорівневу та дворівневу моделі вважати різновидами інвестиційної моделі іпотечного ринку, а класифікацію його моделей за роллю первинного кредитора у рефінансуванні іпотечних кредитів через виключення з поля дослідження механізмів руху іпотечного капіталу, які функціонують без вторинного ринку, — вважати неповною.

У табл. 2.1 зроблено спробу систематизувати й надати термінологічної єдності виділеним і проаналізованим вище моделям іпотечного ринку.

Отже, за механізмом акумулювання іпотечного капіталу, на нашу думку, доцільно виділяти *три “класичні” моделі іпотечного ринку* — цільову, депозитну та інвестиційну з одно- і дворівневою її модифікаціями (така їх назва, на наш погляд, адекватно відображає сутність кожної). Наявність же відмінних форм інституційної організації іпотечного ринку можна пояснити різними за рівнем складності модифікаціями та змінами “класичних” моделей у результаті їх адаптації до конкретно-історичних умов розвитку іпотечних фінансових відносин.

¹ Михайлевський Д.И. Ипотечные банки Германии и финансирование жилищного строительства. — СПб.: Финансовое изд-во, 1925. — С. 55—56.

У табл. 2.2 наведено поширені у світовій практиці іпотечного кредитування механізми акумулювання іпотечного капіталу, специфіка яких дозволила виокремити “класичні” моделі іпотечного ринку.

Таблиця 2.2. Механізми формування іпотечного капіталу

Характеристика	Використання
1. Система будівельних заощаджень	Австрія, Великобританія, Ірландія, Іспанія, Мексика, Німеччина, Норвегія, США, Фінляндія, Франція
2. Строкові депозити	Австрія, Бельгія, Великобританія, Греція, Данія, Ірландія, Іспанія, Італія, Люксембург, Мексика, Португалія, Нідерланди, Норвегія, США, Фінляндія
3. Рефінансування шляхом прямого продажу іпотечних кредитів на вторинному ринку	Цей механізм рефінансування є спрощеним*, тому його використання у практиці іпотечного кредитування обмежене (діяв у США в 1934—1970 рр.)
4. Рефінансування шляхом емісії банківських боргових зобов'язань (облігацій), що забезпечені заставою нерухомості	Австрія, Данія, Іспанія, Італія, Нідерланди, Німеччина, Норвегія, Португалія, Франція, Швеція
5. Рефінансування шляхом емісії іпотечних цінних паперів, що мають колективну гарантію (забезпечені пулом заставних)	Австралія, Великобританія, Гонконг, Данія, Іспанія, Канада, США, Франція, Швеція

* Заставна обертається на вторинному ринку, якщо вона має статус цінного папера; в іншому випадку здійснюється обіг основного зобов'язання, оформленого у формі векселя, який фіксує всі елементи кредитного договору (суму боргу, процентну ставку, строки платежів тощо).

Джерела: Складено за даними: European Mortgage Federation. Quarterly Figures. — Vol. 30, First quarter 2002. (<http://www.hypo.org/>); Low S., Wyman M. Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets / European Mortgage Federation, 2003. (<http://www.hypo.org/>); Рябченко Л. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // Аудитор. — 1999. — № 1—2. — С. 77, 85.

Вибір механізму акумулювання іпотечного капіталу в його функціональних формах як критерію класифікації зумовлений його комплексністю: він надає специфіки джерелам іпотечних кредитних ресурсів; визначає ступінь розвитку механізмів управління ризиками іпотечного кредитування; дає змогу виділити організаційно-правову форму кредиторів; визначає умови кредитування: строки, процентні ставки, частку іпотечної позики у вартості застави тощо.

У цільовій і депозитній моделях фінансування іпотечних кредитів здійснюється за рахунок строкових внесків (депозитів), що дає змогу розглядати їх як ощадно-позичкові моделі. Інвестиційна модель заснована на механізмі рефінансування іпотечних активів первинних кредиторів і залученні фінансових ресурсів з вторинного іпотечного ринку, тому інвестиційна модель — модель вторинного ринку. Виділення одно- і дворівневої її модифікацій здійснено за особливостями механізму рефінансування іпотечних позик: однорівнева ґрунтується на об'єднанні функцій первинного кредитора та емітента іпотечних цінних паперів, дворівнева — на виділенні функції емітента іпотечних цінних паперів у самостійну (рис. 2.1).

“Класичні” моделі іпотечного ринку мають єдину економічну основу — в кожній із них присутня нерухомість, застава якої є важливим інструментом активізації позичальника і забезпечення інтересів кредитора. Відмінності “класичних” моделей іпотечного ринку зумовлені специфікою механізму формування іпотечного капіталу. Останній зумовлюється:

1) інституційним середовищем, яке утворює інституційна структура офіційних правил і неофіційних обмежень, а також методів, інструментів, організаційних нововведень забезпечення виконання контрактів і угод, що у своїй сукупності знижують трансакційні витрати руху іпотечного капіталу;

2) сукупністю інститутів, які виникли і розвинулися під впливом стимулів, які створені інституційною структурою, з метою досягнення певних цілей. Поняття “інститут” тут вжито у значенні матеріалізованої установи чи організації, що у своєму глибинному базисі має традиції, правила, норми, закони; інститут виступає зовнішнім втіленням інституцій.

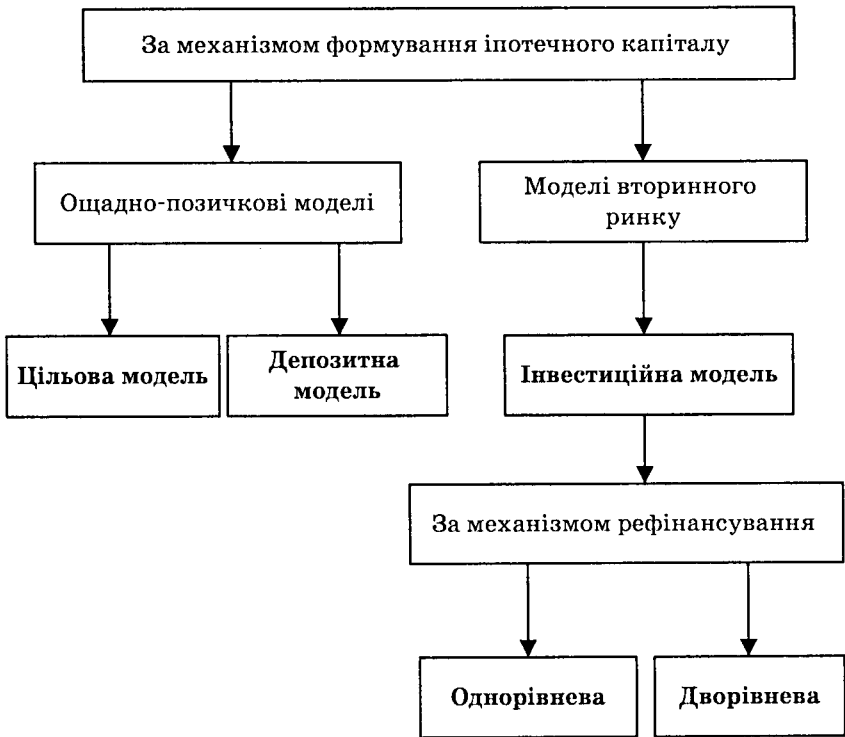


Рис. 2.1. Класифікація моделей іпотечного ринку

Виділені “класичні” моделі іпотечного ринку у значній мірі є теоретичними абстракціями, які дозволяють аналізувати сутнісні риси різних способів інституційної організації іпотечного ринку. На практиці в рамках національних іпотечних ринків одночасно діють альтернативні механізми руху іпотечного капіталу в його функціональних формах. У цьому розумінні всі наявні іпотечні ринки є іпотечними ринками зі змішаною інституційною організацією, де функціонують системи інституцій, інститутів і детермінованих ними механізмів, належні різним моделям. Так, наприклад, у Бельгії, Данії, Швеції функціонують інститути депозитної та однорівневої інвестиційної моделей; у Німеччині — цільової та одно-

рівневої інвестиційної; в Ірландії — цільової і депозитної; в Австрії та Іспанії — цільової, депозитної, однорівневої інвестиційної тощо (табл. 2.3).

Таблиця 2.3. Тип інституційної організації іпотечного ринку в деяких країнах (частка у структурі іпотечної заборгованості, 2001 р., %)

Країна	Моделі іпотечного ринку*		
	Цільова	Депозитна	Однорівнева інвестиційна
Австрія	64,4	21,3	6,4
Бельгія	—	95,7	1,1
Великобританія	16,0	76,6	—
Данія	—	8,5	91,5
Ірландія	23,4	76,6	—
Іспанія	59,8	38,3	1,9
Німеччина	69,1	—	21,3
Норвегія	48,8	36,2	2,3
Фінляндія	27,7	45,7	—
Швеція	—	7,5	92,5

* Сума іпотечної заборгованості, яка створена в рамках кожної моделі іпотечного ринку, може не дорівнювати 100 % у зв'язку з тим, що в деяких країнах роль іпотечних кредиторів виконують інші інститути (наприклад, страхові компанії), які тут не враховано.

Джерело: European Mortgage Federation. Quarterly Figures. — Vol. 30, First quarter 2002. (<http://www.hypo.org/>)

Комбінація і пошук оптимального співвідношення різних механізмів руху іпотечного капіталу здійснюється в кожному суспільстві протягом усієї історії іпотечних фінансових відносин, їх конкурентної боротьби. Водночас, не зважаючи на комбінацію різних моделей іпотечного ринку, сутність і ос-

новний зміст інституційної організації системи іпотечних фінансових відносин визначається тією інституційною структурою, яка переважає, тобто має домінуючий характер. Показником, який дозволяє виділити домінуючу модель іпотечного ринку, є обсяг іпотечних кредитів, що надані в рамках кожного типу інституційної організації іпотечних фінансових відносин.

2.2. Типові ризики іпотечного кредитування

Одна із відмінностей фінансових ринків, та іпотечного ринку зокрема, від ринків товарів і послуг полягає у високому ризику здійснення фінансових операцій. Тривалий період іпотечного кредитування, особливості механізму формування і руху іпотечного капіталу, необхідність правильної оцінки іпотечної нерухомості та розробки специфічного інструментарію іпотечного кредитування — все це вказує на те, що іпотечні кредити є високо ризиковим продуктом фінансового ринку. Іпотечному кредитуванню притаманні кредитний ризик, ризик процентної ставки, ліквідності і дострокового погашення. Нижче наведені їх характеристика, ймовірні джерела виникнення і загальні методи мінімізації. Специфічні способи зниження ризиків руху іпотечного капіталу визначаються конкретною моделлю іпотечного ринку.

Кредитний ризик часто ототожнюють з ризиком неплатежу і визначають як “ризик невиконання позичальником своїх зобов’язань перед кредитором”¹ або як “потенційні втрати кредитора у випадку нездійснення позичальником платежів”²

¹ Housing finance: key concepts and terms. Economic commission for Europe. United Nations. — New York; Geneva, 1998. — P. 66.

² *Роговий В.В.* Макроекономічні передумови впровадження іпотеки в Україні // Іпотечний ринок в Україні: Мат. міжнар. наук.-практ. конференції “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 37.

(аналогічні визначення знаходимо і в деяких інших працях¹). На наш погляд, під час характеристики кредитного ризику необхідно враховувати не лише ризик неплатежу, але й ризики, що пов'язані з нерухомим майном. Тобто кредитний ризик — ризик потенційних втрат кредитора через нездатність позичальника повернути у встановлений строк позичену вартість і процентні платежі (ризик неплатежу) і ризик одержати в результаті продажу об'єкта застави меншої суми, ніж несплачена частина боргу, включаючи проценти і витрати, які пов'язані зі стягненням і реалізацією застави (ризики, які пов'язані з предметом застави).

Головними методами управління таким видом ризику є такі:

1) страхування (життя позичальника; іпотечної нерухомості від пожежі, стихійних явищ природи, інших причин руйнування, псування, знищення; відповідальності оцінника вартості нерухомого майна; чистоти майнових прав заставодавця тощо);

2) диференціація процентних ставок за іпотечними кредитами залежно від специфіки проектів, на реалізацію яких надаються іпотечні кредити;

3) встановлення процентної ставки, достатньої для компенсації ризику неповернення іпотечних кредитів частиною позичальників;

4) андеррайтинг, тобто оцінка ймовірності погашення кредиту. Андеррайтинг передбачає аналіз об'єкта застави, оцінку надійності забезпечення кредиту, оцінку об'єкта нерухомості, кредитоспроможності позичальника тощо.

Світовий досвід показує, що процедура андеррайтингу в іпотечному кредитуванні житлової нерухомості дещо відріз-

¹ Mortgage banks and mortgage bond in Europe / European Mortgage Federation. — 3rd edition. — Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2001. — Р. 43. (<http://www.hypo.org/>); *Лагутін В.Д.* Іпотечний кредит: проблеми стимулювання виробництва // Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. — С. 107—112; Руководство по представлению ипотечных кредитов. — М.: Фонд “Институт экономики города”, 1996. — С. 37.

няється від процедури андеррайтингу в іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості. У табл. 2.4 наведено процедуру андеррайтингу, що враховує особливість іпотечного кредитування об'єктів дохідної і недохідної нерухомості.

Таблиця 2.4. Процедура андеррайтингу з врахуванням особливостей іпотечної нерухомості

Етапи процедури андеррайтингу	Об'єкти дохідної нерухомості	Об'єкти житлової нерухомості
1. Аналіз предмета іпотеки	+	+
2. Показник надійності іпотечного кредиту	+	+
3. Показник платоспроможності позичальника	—	+
4. Аналіз фінансового стану позичальника	+	—
5. Показник доступності іпотечного кредиту	—	+
6. Аналіз проекту, що кредитується	+	—

Процедура андеррайтингу включає такі етапи:

- *аналіз предмета іпотеки* — дослідження таких характеристик нерухомості, як місце розташування, фізичні характеристики та особливості нерухомості, її теперішня і очікувана (майбутня) вартість. Важливим показником у аналізі об'єкта іпотеки є час реалізації заставленого майна у разі неповернення кредиту, який визначається на основі аналізу ринку нерухомості, зокрема місткості його відповідного сегмента;

- *показник надійності іпотечного кредиту* — процентне співвідношення між обсягом іпотечного кредиту і нижньою межею ринкової (оціночної) вартості іпотечної нерухомості (loan-to-value ratio, LTV). Зі зниженням значення показника надійності кредиту зростає імовірність покриття витрат кре-

дитора у разі звернення стягнення на заставлену нерухомість. У цілому значення показника надійності іпотечного кредиту варіюють залежно від моделі іпотечного ринку, однак у середньому для країн Західної Європи та США показник надійності іпотечного кредиту при кредитуванні житлової нерухомості перебуває у межах від 60 до 90 %¹ (рис. 2.2), при кредитуванні дохідної нерухомості — від 75 до 80 %²;

- *показник кредитоспроможності позичальника* (використовують при іпотечному кредитуванні житлової нерухомості) — виражене у процентах відношення щомісячних платежів за іпотечним кредитом (останні охоплюють процентні платежі, частину основного боргу, податки на нерухомість, страхові внески тощо) до щомісячних доходів позичальника (payment-to-income ratio, РТІ). Зі зниженням значення показника кредитоспроможності зменшується боргове навантаження на позичальника і підвищується його кредитоспроможність. У 70-х роках ХХ ст. граничне значення показника кредитоспроможності позичальника було на рівні 40 %, у середині 80-х років — 36 %, на початку 90-х років — граничне значення показника РТІ знизилося до 25—28 %³;

- *аналіз фінансового стану позичальника* (здійснюється при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості) — головним методом оцінки є метод коефіцієнтів, який часто зводиться до визначення матричним способом інтегрованого показника. На основі останнього здійснюють класифікацію позичальників, що дає змогу підвищити ефективність оцінки кредитного ризику в іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості. Для комерційних банків Національним банком України розроблено положення для оцінки фінансового стану по-

¹ *Walley S.* European Mortgage Markets in a Changing Environment // BIS Committee on the Global Financial System Meeting (16 March, 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — P. 24.

² *Сетух О.* Андеррайтинг і управління ризиками при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості // Банківська справа. — 2001. — № 3. — С. 50.

³ *Пенкина И.А.* Современная система ипотечного кредитования в США. — М.: МАКС-Пресс, 2000. — С. 50.

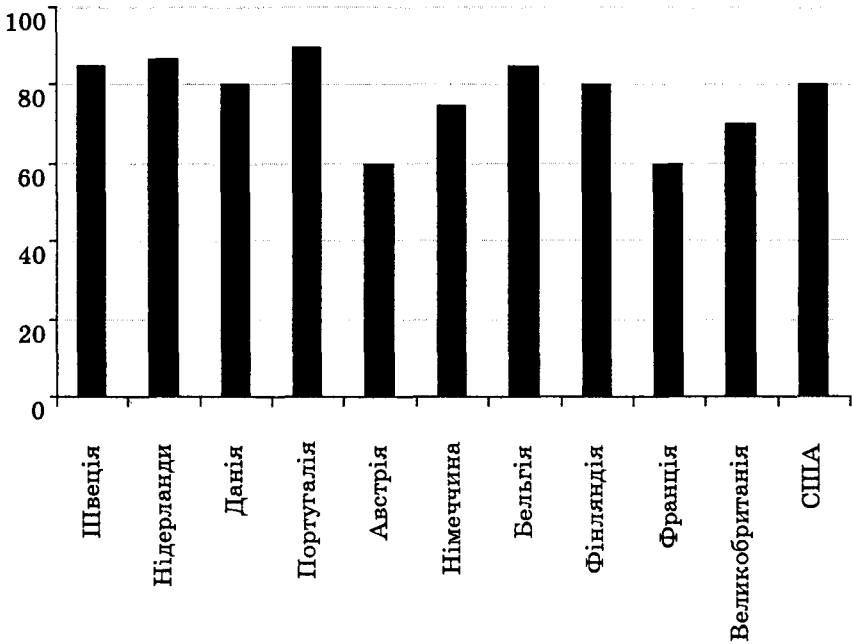


Рис. 2.2. Показник надійності іпотечного кредиту в деяких країнах, 2004 р.

Джерело: *Walley S. European Mortgage Markets in a Changing Environment // BIS Committee on the Global Financial System Meeting (16 March, 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — P. 24.*

зичальника¹; крім того комерційні банки розробляють власну методологію оцінки фінансового стану позичальника відповідно до специфіки роботи, включаючи до аналізу показники платоспроможності, фінансової стійкості, “надійності” позичальника тощо;

• *показник доступності іпотечного кредиту* (використовують при іпотечному кредитуванні житлової нерухомості) —

¹ Положення НБУ “Про порядок формування і використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями комерційних банків” від 27.03.1998 р. № 122.

є співвідношенням між ринковою (оціночною) вартістю іпотечної нерухомості та середньорічним доходом позичальника. У країнах зі збалансованою економікою цей показник перебуває у межах 3,0—4,0; у розвинутих країнах із ефективним ринком нерухомості — на рівні 2,0—3,5. У цілому, іпотечний ринок може ефективно функціонувати і має потенціал для подальшого розвитку, якщо показник доступності іпотечних кредитів не перевищує 4,5¹;

• *аналіз проекту, що кредитується* (здійснюється в іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості) — передбачає: 1) техніко-економічне обґрунтування проекту; 2) обчислення коефіцієнта обслуговування боргу. Техніко-економічне обґрунтування проекту дає змогу оцінити імовірність успіху проекту і охоплює аналіз кон'юнктури ринку товарів і послуг, які пропонуються проектом; виклад альтернативних варіантів їх виробництва; вивчення конкурентного середовища тощо. Коефіцієнт обслуговування боргу визначається як співвідношення величини чистого операційного доходу та суми обслуговування боргу. Метою обчислення коефіцієнта обслуговування боргу є встановлення реальної картини фінансових потоків, скоригованих за фактором часу і приведені до площі чи обсягу застави. Цей показник, за оцінкою О. Євтуха, певною мірою може виступати одним із критеріїв ефективності використання об'єкта нерухомості². Отже, скоригована величина чистого операційного доходу (обчислюється як різниця доходів і витрат позичальника з урахуванням фактора часу на одиницю площі дохідної іпотечної нерухомості) порівнюється з величиною обслуговування боргу за іпотечним кредитом як за процентом, так і за амортизацією основного боргу, приведених за часом і площею нерухомості. Відповідно до досвіду країн із ринковою і перехідною економікою звичайною вимогою є перевищення чистого операцій-

¹ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит. — М.: ЗАО “Изд-во “Экономика”, 2001. — С. 63.

² Євтух О. Андеррайтинг і управління ризиками при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості // Банківська справа. — 2001. — № 3. — С. 50.

ного доходу над сумою обслуговування боргу не менше, ніж у 1,25 разу¹.

Сукупність процедур, які мають здійснювати фахівці підрозділів кредитної установи з метою управління кредитним ризиком при іпотечному кредитуванні наведена у табл. 2.5.

Ризик процентної ставки — ризик виникнення від'ємної різниці між процентною ставкою, яка сплачується позичальником за наданим іпотечним кредитом, і рівнем процентної ставки, що сплачується кредитором первинним (вторинним) інвесторам. До 70-х років ХХ ст. в умовах відносно низьких і стабільних темпів інфляції, головним методом боротьби з ризиком процентної ставки було закладання інфляційної складової у фіксовану на весь період іпотечного кредитування процентну ставку. З 80-х років у зв'язку з високими темпами інфляції та труднощами щодо їх прогнозування відбувається перехід від іпотечних фінансових інструментів із фіксованою процентною ставкою до іпотечних фінансових інструментів зі змінною (регульованою) процентною ставкою, а також індексованих інструментів іпотечного кредитування. Їх характеристика, переваги і недоліки розкрито у табл. 2.6. Схеми розрахунку платежів за різними інструментами іпотечного кредитування наведені у додатку 4.

Комбінування фіксованих і змінних процентних ставок стало основою для формування так званих “гібридних” іпотечних фінансових інструментів, процентні ставки яких фіксовані протягом перших 3, 5, 7 років з наступним коригуванням. Співвідношення різних видів іпотечних фінансових інструментів постійно змінюється залежно від домінуючої моделі іпотечних фінансових відносин і ринкової кон'юнктури, однак простежується тенденція до зростання частки “гібридних” фінансових інструментів у структурі інструментів іпотечного кредитування (рис. 2.3). У цілому, ризик процентної ставки типовий для випадків, коли фінансування довгостро-

¹ *Свтух О.* Андеррайтинг і управління ризиками при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості // Банківська справа. — 2001. — № 3. — С. 50.

Таблиця 2.5. Процедури підрозділів кредитної установи в управлінні кредитним ризиком

Фахівці кредитної служби	Фахівці служби безпеки та фізичного моніторингу	Фахівці юридичної служби
<p>1. Аналіз наданих позичальником документів, його кредитної історії; фінансовий аналіз діяльності суб'єкта господарювання (при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості); визначення показників андеррайтингу.</p> <p>2. Техніко-економічне обґрунтування проекту, що кредитується, оцінка його ефективності (при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості).</p> <p>3. Оцінка об'єкта іпотеки (або залучення незалежних експертів).</p> <p>4. Визначення ризиків кредитування та розробка заходів щодо їх зниження.</p> <p>5. Визначення умов кредитування: обсяг, порядок надання, графік погашення іпотечного кредиту; тип і розмір процентної ставки; економічні та юридичні санкції у разі невиконання умов договору кредитування</p>	<p>1. Оцінка достовірності документів, що надані позичальником для одержання іпотечного кредиту.</p> <p>2. Вивчення історії відносин позичальника з фінансовими інститутами (при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості).</p> <p>3. Перевірка надійності партнерів позичальника, які мають відношення до кредитної операції, оцінка ймовірності виконання ними своїх зобов'язань (при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості).</p> <p>4. Перевірка наявності та стану об'єкта нерухомості, що передається у заставу; визначення можливості і доцільності прийняття фінансово-кредитною установою такого забезпечення.</p> <p>5. Оформлення договору застави нерухомого майна разом із фахівцями юридичної служби</p>	<p>1. Перевірка юридичного статусу об'єкта застави, документів, що підтверджують чистоту титуту власності чи оренди. При іпотечному кредитуванні будівництва та освоєння земельної ділянки здійснюється перевірка наявності дозволу відповідного підрозділу архітектурно-будівельного контролю.</p> <p>2. Вивчення наявності і правильності оформлення установчих документів, патентів, ліцензій на здійснення різних видів господарської діяльності (при кредитуванні дохідної нерухомості), інших документів, які підтверджують право власності на об'єкт нерухомості та гарантують здійснення угоди іпотечного кредитування.</p> <p>3. Розробка проектів кредитного договору і договору застави, юридичне супроводження процесу укладання кредитної угоди*</p>

Закінчення табл. 2.5

Фахівці кредитної служби	Фахівці служби безпеки та фізичного моніторингу	Фахівці юридичної служби
6. Здійснення експертизи проектно-кошторисної документації (або залучення до цієї роботи незалежних експертів)		

* У країнах Західної Європи при іпотечному кредитуванні об'єкта дохідної нерухомості після позитивного рішення кредитного комітету позичальнику направляють лист-зобов'язання, в якому вказують обсяг кредиту, умови, затвержені банком, список вимог для укладання кредитного договору, часові рамки і нормативи виконання. Перевага листа-зобов'язання (або "Договору про наміри") полягає в тому, що він дає змогу учасникам угоди уникнути непорозумінь до того, як будуть здійснені значні витрати для підготовки остаточного варіанта відповідних документів.

Джерело: Свух О. Андеррайтинг і управління ризиками при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості // Банківська справа. — 2001. — № 3. — С. 51.

Таблиця 2.6. Характеристика інструментів іпотечного кредитування

Характеристика інструменту	Переваги інструменту	Недоліки інструменту
Інструменти з фіксованою процентною ставкою		
<i>Ануїтетний іпотечний кредит</i>		
<p>1. Передбачає рівні платежі у погашення протягом періоду кредитування.</p> <p>2. Характеризується зниженням процентного платежу та зростанням внесків у погашення основного боргу в річній сумі платежів</p>	<p>1. Дає змогу рівномірно розподілити навантаження на позичальника зі сплати основного боргу та процентних платежів протягом строку кредитування.</p> <p>2. Відносна простота інструменту</p>	<p>1. Придатний для застосування лише в умовах помірної інфляції та стабільних фінансових ринків.</p> <p>2. Недоцільний для кредитування позичальників з невисокими доходами через перевищення на 10—50 % суми строкових виплат протягом строку кредитування порівняно з іншими інструментами цієї групи</p>
<i>Кредит з рівними внесками у погашення основної суми боргу</i>		
<p>1. Передбачає змінну величину річних платежів у погашення кредиту з тенденцією до зниження.</p> <p>2. Характеризується рівними внесками у погашення основного боргу та нарахуванням процентів на залишок основного боргу</p>		<p>1. Підвищує кредитний ризик через значне навантаження на позичальника у перші роки виплат.</p> <p>2. Обмежує кількість потенційних позичальників на ринку іпотечних кредитів через підвищення порогу їх платоспроможності*</p>

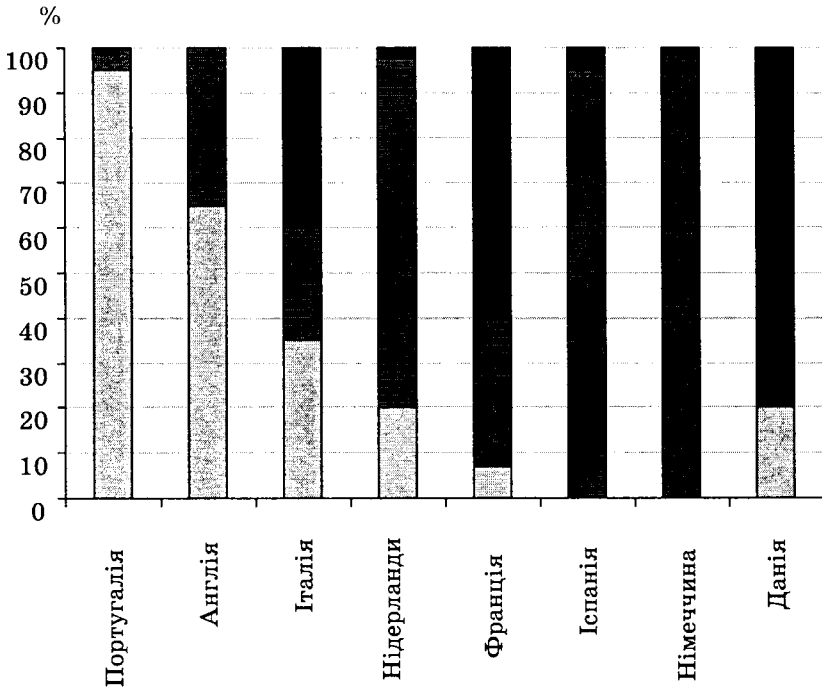
* У "Методичних рекомендаціях з організації та порядку здійснення програм іпотечного житлового кредитування" для країн із трансформаційною економікою зазначено, що "кредит з фіксованою сумою основного боргу найменше придатний для практики іпотечного кредитування". (Housing finance: key concepts and terms. Economic commission for Europe. United Nations. — New York: Geneva, 1998. — P. 64).

Продовження табл. 2.6

Характеристика інструменту	Переваги інструменту	Недоліки інструменту
<i>Іпотечний кредит з відсумковим платежем</i>		
<p>1. Передбачає сплату процентних платежів протягом періоду кредитування та одноразову виплату основного боргу в кінці періоду</p>	<p>1. Максимально знижує величину строкових виплат. 2. Сприяє зростанню попиту на іпотечні кредити</p>	<p>1. Підвищує кредитний ризик через віднесення повернення основної суми боргу на кінець кредитного періоду</p>
<i>Інструменти зі змінною процентною ставкою</i>		
<i>Іпотечний кредит з коригованою процентною ставкою</i>		
<p>1. Передбачає коригування процентної ставки зі змінною вартістю кредитних ресурсів. 2. Характеризується змінними виплатами у погашення іпотечної позики</p>	<p>1. Використовується в умовах помірних темпів інфляції та прогнозованої динаміки фінансових ринків. 2. Забезпечує на 1,5—2 % нижчі процентні ставки ніж позики з фіксованим процентом. 3. Привабливий для позичальника у разі встановлення максимальних величин щорічного приросту процентної ставки та меж зростання норми процента протягом кредитного періоду. 4. захищає інтереси кредитора у встановленні мінімального рівня процентної ставки</p>	<p>1. Потребує вибору індексу, на основі якого змінюється процентна ставка (дохідність державних цінних паперів, процентні ставки за міжбанківськими позиками, середня процентна ставка за депозитами комерційних банків тощо), оскільки не всі індекси адекватно відображають інфляцію та реальну вартість кредитних ресурсів. 2. Постійний перегляд процентної ставки знижує привабливість інструменту для позичальника. 3. Можлива неспівставність строкових платежів у погашення кредиту з доходом позичальника</p>

Характеристика інструменту	Переваги інструменту	Недоліки інструменту
Індексовані інструменти іпотечного кредитування		
<i>Іпотечний кредит з індексацією боргу</i>		
<p>1. Передбачає коригування непогашеної суми боргу на основі певного індексу (індекс споживчих цін, мінімальної заробітної плати тощо).</p> <p>2. Характеризується змінними протягом періоду кредитування внесками</p>	<p>1. Використовується в умовах високої інфляції.</p> <p>2. Забезпечує погашення іпотечного кредиту рівними платежами в реальних сумах у разі зміни номінальних величин платежів.</p> <p>3. Переносить інфляційний ризик на позичальника</p>	<p>1. Підвищує кредитний ризик у разі випередження темпів зростання індексу темпів підвищення реальних доходів позичальника</p>
<i>Іпотечний кредит з подвійною індексацією</i>		
<p>1. Передбачає зміну номінальної вартості строкових платежів у погашення іпотечного кредиту з урахуванням змін у темпах зростання доходів і зміну вартості непогашеного боргу.</p> <p>2. Характеризується змінною величиною внесків у погашення позики</p>	<p>1. Використовується в умовах високої інфляції.</p> <p>2. Дозволяє рівномірно розподілити ризики між позичальником і кредитором.</p> <p>3. Забезпечує доступність іпотечного кредиту для позичальника в результаті індексації платежів у погашення кредиту за показником доходу.</p> <p>4. захищає реальною вартістю капіталу кредитора у разі індексації боргу за показником рівня інфляції</p>	<p>1. В умовах високих темпів інфляції призводить до швидкого нарощення основної суми боргу та її перевищення початкової суми позики, подвоюючи період кредитування.</p> <p>2. У разі відставання темпів зростання доходів позичальника від темпів росту інфляції призводить до перевищення залишку боргу над вартістю застави, що підвищує кредитний ризик</p>

Джерела: Азапкин В.М., Гусева Л.В. и др. Ипотечное кредитование жилья в США // ЭКО: экономика и организация промышленного производства. — 1992. — № 11. — С. 114—124; Омшанова Э.А. Система ипотечного кредитования: теоретический аспект: Элиста, 2000. — С. 80—84; Пастухова Н.С., Рогожина Н.Н., Гасяк В.М. Методические рекомендации по организации и порядку осуществления программ ипотечного жилищного кредитования. — М.: Фонд “Институт экономики города”, 1999. — С. 60—65; Фаерман Е.Ю., Хачатрян С.Р. Ипотечное кредитование (анализ и моделирование) // Аудит и финансовый анализ. — 1998. — № 2. — С. 156—167.



- Фіксована процентна ставка
- “Гібридна” процентна ставка (з різним періодом фіксації і коригування)
- Змінна процентна ставка

Рис. 2.3. Частка іпотечних фінансових інструментів з різним видом процентної ставки на іпотечних ринках деяких країн ЄС у 1999 р.

Джерело: Обчислено за даними: *Low S., Wyman M. Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets / European Mortgage Federation, 2003. — P. 29. (<http://www.hypo.org/>)*

кових активів кредитори здійснюють за рахунок короткострокових зобов'язань, а також у випадках непередбачуваної інфляції.

Ризик дострокового погашення — ризик повного або часткового дострокового погашення іпотечного кредиту позичальником, у результаті чого виникає надлишкове фінансування і втрата кредитором процентних платежів, передбачених договором кредитування за період дострокового погашення позики.

Ситуація дострокового погашення іпотечної заборгованості виникає, як правило, в результаті зміни кон'юнктури на фінансових ринках: зниження процентних ставок стимулює позичальників виплачувати іпотечні позики за рахунок формування нової іпотечної заборгованості (в літературі цей процес отримав назву “рефінансування іпотечних кредитів позичальниками”¹). В умовах зростаючих процентних ставок позичальники, як правило, не схильні до дострокового погашення іпотечних кредитів.

Головним механізмом управління цим видом ризику є встановлення змінних або “гібридних” процентних ставок за іпотечними позиками, а також запровадження компенсації, достатньої для генерування такого грошового потоку, який відповідає раніше узгодженим виплатам з іпотечного кредиту.

Ризик ліквідності — ризик нездатності кредитора виконати поточні зобов'язання в результаті незбалансованості його активів і пасивів. Виникає через недостатність платежів за іпотечними позиками для виконання поточних зобов'язань кредитора, а також у зв'язку з труднощами мобілізації ресурсів шляхом продажу активів за ринковими цінами або близькими до них для покриття відтоку депозитів. Ризик

¹ *Brady Peter J., Canner Glenn B., Maki Dean M.* The Effects of Recent Mortgage Refinancing // Federal Reserve Bulletin. — 2000. — July. — P. 441—450; *Canner G., Dynan K., Passmore W.* Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002 // Federal Reserve Bulletin. — 2002. — № 12 (December). — P. 469—481; *Greenspan A., Kennedy J.* Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences. — Finance and Economics Discussion Series. — Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. — Federal Reserve Board. — Washington, 2005. — 83 p.

ліквідності вищий для тих іпотечних кредиторів, чиї пасиви сконцентровано у короткострокових депозитах, а активи — у довгострокових кредитах.

Механізм управління ризиком ліквідності містить детальний розрахунок грошових потоків; розробку стратегії мобілізації іпотечного капіталу з визначенням джерел і витрат; заснування спеціальних державних інститутів для підтримки ліквідності первинних іпотечних кредиторів. У цілому, проблема ліквідності кредитора безпосередньо залежить від моделі організації іпотечних фінансових відносин. Якщо для ощадно-позичкових моделей ризик ліквідності може стати значною проблемою, то у моделях вторинного ринку цей тип ризику, практично, відсутній, оскільки активні операції іпотечних кредиторів рефінансуються на вторинному іпотечному ринку.

У табл. 2.7 наведена загальна характеристика виділених “класичних” моделей іпотечного ринку з огляду на джерела формування іпотечного капіталу, організаційно-правових форм інститутів, які виступають у ролі первинних іпотечних кредиторів, а також із позицій особливостей механізму управління ризиками іпотечного кредитування.

2.3. Цільова модель іпотечного ринку

Основу цільової моделі становить ощадно-позичковий принцип фінансування, який перетворює іпотечний ринок у замкнену фінансову систему: спеціалізовані ощадно-позичкові інститути (житлово-ощадні каси *caisse d'epargne logement* — у Франції, будівельні спілки — *building societies* — в Англії, ощадно-позичкові асоціації *savings and loan associations* — та банки взаємних заощаджень — *mutual savings banks* — у США, будівельні ощадні каси *bausparkasse* — у Німеччині) формують кредитний фонд за рахунок цільових внесків учасників, за рахунок якого надають іпотечні кредити на житлове будівництво. Ощадно-позичковий принцип функціонування та цільове призначення іпотечних кредитів сприяли поширенню іншої назви цільової моделі іпотечного ринку — “система будівельних заощаджень”.

Таблиця 2.7. Загальна характеристика “класичних” моделей іпотечного ринку

Модель	Джерела формування іпотечного капіталу	Механізми управління ризиками	Організаційно-правові форми первинних іпотечних кредиторів. Умови іпотечного кредитування
Цільова	Цільові оцідні внески майбутніх позичальників	Нарахування “премій” на цільові оцідні рахунки, “неринкові” умови нагромадження і кредитування, низька частка іпотечного кредиту у вартості застави	Оцідно-позичкові інститути. Кредитування — із завершенням етапу нагромадження. Строки кредитування і процентні ставки співставні з часом і дохідністю на етапі нагромадження
Депозитна	Депозитні рахунки клієнтів	Андерайтинг, створення резервів, вистрання змінних процентних ставок, страхування, диверсифікація джерел фінансування іпотечних кредитів	Комерційні банки. Відсутня пряма залежність строків кредитування від джерел фінансування. Величина процентних ставок визначається вартістю залучення іпотечного капіталу

Закінчення табл. 2.7

Модель	Джерела формування іпотечного капіталу	Механізми управління ризиками	Організаційно-правові форми первинних іпотечних кредиторів. Умови іпотечного кредитування
Інвестиційна	Портфельні інвестиції вторинних інвесторів (інституційні інвестори, інвестиційні посередники)	Спеціалізація кредиторів, андеррайтинг, диверсифікація ризиків іпотечного кредитування, застосування змінних процентних ставок, надання синдикованих іпотечних кредитів	Іпотечні банки. Процентні ставки і строки кредитування залежать від дохідності іпотечних облігацій та їх життєвого циклу
	Дворівнева	Гарантії операторів вторинного ринку, страхування, андеррайтинг	Різні організаційно-правові форми первинних кредиторів (ощадно-позичкові інститути, іпотечні компанії, комерційні банки, страхові компанії). Процентні ставки і строки кредитування визначаються дохідністю іпотечних облігацій та тривалістю їх життєвого циклу

Особливості формування фонду кредитних ресурсів і наявність двох основних суб'єктів іпотечних фінансових відносин (позичальника і кредитора) визначають специфіку механізму іпотечного кредитування. Останній реалізується на первинному іпотечному ринку і передбачає етапи нагромадження і кредитування. На етапі нагромадження майбутній позичальник упродовж 2—10 років здійснює цільові внески, загальна величина яких наприкінці етапу становить 40—50 % вартості нерухомості, що інвестується. Із завершенням етапу нагромадження позичальнику, який переходить на кредитний етап, надається позика у розмірі 50—60 % вартості інвестованої ним нерухомості під її заставу. На кредитному етапі, що за тривалістю відповідає періоду нагромадження, здійснюється виплата основного боргу та процентних платежів, які надходять до фонду кредитних ресурсів ощадно-позичкового інституту (рис. 2.4).

Отже, на етапі нагромадження вкладник цільових внесків виступає кредитором інших вкладників, на етапі кредитування — позичальником. Іпотечний капітал у цільовій моделі іпотечного ринку має внутрішнє походження і не залучається з фінансових ринків, унаслідок чого модель є абсолютно незалежною не лише від коливань ринкової ціни позичкового капіталу, але й від загального рівня цієї ціни взагалі. Саме незалежність цільової моделі іпотечного ринку від кон'юнктури фінансових ринків призвела до поширення в літературі положення про її “неринковий” характер (такої позиції дотримуються, наприклад, А. Кутиркін, І. Цупор¹, В. Кудрявцев, Є. Кудрявцева², Р. Страйк, Н. Косарева, А. Сучков³).

Цільова модель іпотечного ринку може функціонувати у відкритій і закритій формах. Відкрита форма цільової моделі

¹ *Кутиркин А.Н., Цупор И.И.* Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность. — Донецк: ИЭП НАН Украины — ДИЭХП, 2001. — 240 с.

² *Кудрявцев В., Кудрявцева Е.* Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — 64 с.

³ *Страйк Р., Косарева Н., Сучков А.* Жилищное ипотечное кредитование в условиях современной России // Деньги и кредит. — 1995. — № 8. — С. 52—59.

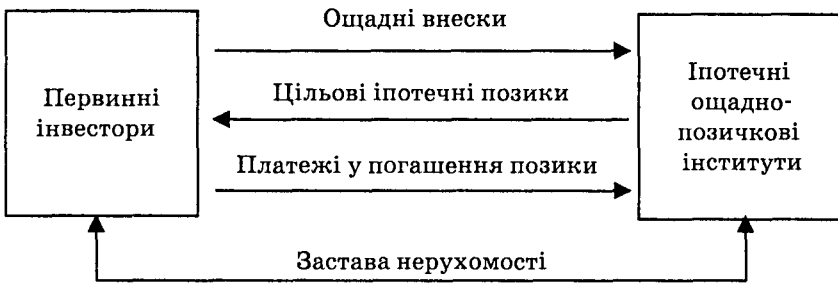


Рис. 2.4. Цільова модель іпотечного ринку

характеризується тим, що нагромадження і кредитування здійснюють універсальні комерційні банки, в яких контрактно-ощадні активи і пасиви відділені від інших видів діяльності. У закритій формі цільової моделі іпотечного ринку створюється спеціалізований інститут, який здійснює виключно операції, що пов'язані з залученням цільових ощадних внесків і наданням іпотечних кредитів позичальникам, які пройшли етап нагромадження.

Відносна автономність цільової моделі іпотечного ринку знижує кредитний ризик та забезпечує позичальникам привабливі умови іпотечного кредитування. Так, у Німеччині будівельні ощадні каси залучають внески під 2,5—4,5 % річних і надають іпотечні позики за процентною ставкою 5—6 % при коливанні ринкових процентних ставок 7—12 %¹; у Греції відповідні середні значення процентних ставок — 13,5 % за вкладками, 16—18,5 % за позиками при 23 % вартості іпотечного кредиту на ринку капіталів². Низькі процентні ставки сприяють вищій доступності іпотечних кредитів для позичальників і знижують імовірність неповернення у встановлений строк позиченої вартості та процентних платежів,

¹ Сольская И.Ю., Курилов А.В. Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск, Изд-во ИрГТУ, 2002. — С. 37; Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент: Учеб. курс. — К.: Эльга-Н: Ника-Центр. — 2002. — С. 92.

² Материали конференцій по проблемам стройсбережений и жилищного строительства // <http://www.minsk2000.to/>.

оскільки суми періодичних виплат за кредитом протягом періоду кредитування несуттєво відрізняються від сум, що сплачуються позичальником протягом періоду нагромадження. Зниженню кредитного ризику сприяє також можливість перевірки платоспроможності потенційного позичальника на етапі нагромадження.

Як показала практика, у Німеччині, Франції, інших країнах рівень неповернення іпотечних кредитів, які були надані ощадно-позичковими інститутами, невисокий: у Франції він не перевищує 1/10 загального обсягу неповернень усіх типів іпотечних кредитів; за оцінками фахівців, втрати від неплатежів позичальників у цільовій моделі іпотечного ринку Німеччини не перевищують 10 базисних пунктів (0,1 %)¹. Слід зауважити, що загальні втрати від неплатежів по всіх типах житлових іпотечних кредитів у Франції та Німеччині відносно низькі, що є наслідком ефективної системи андерайтингу та відносно стабільних цін на житловому сегменті ринку нерухомості (рис. 2.5).

В умовах незначних коливань процентних ставок на фінансових ринках цільова модель зводить практично до нуля ймовірність ризиків процентної ставки та ліквідності. За умов високих темпів зміни кон'юнктури на фінансових ринках зростає ризик процентної ставки та виникає загроза ліквідності кредитора через від'ємний приріст кількості учасників ощадно-позичкових інститутів у зв'язку з вилученням низькодохідних цільових депозитів та інвестуванням у високодохідні ринкові активи. Як наслідок — фонд кредитних ресурсів виявляється меншим за необхідний для кредитування тих учасників, що пройшли етап нагромадження. Саме зміна середніх процентних ставок за депозитами у США з 8% в 1978 р. до 20% річних у 1980 р. викликала вплив коштів з ощадно-позичкових асоціацій і стала причиною банкрутства багатьох із них².

¹ *Кук Дж.* Ипотечное кредитование в России // Банки, страхование и ценные бумаги для всех. — 1997. — № 9. — С. 7—9.

² *Воробьев В.П.* Проблемы развития ипотечного кредитования в России // Проблемы эффективности банковской системы. — 2000. — Вып. 3. — С. 94.

Німеччина

Індекс 1985 Q = 100

Франція

Індекс 1985 Q = 100

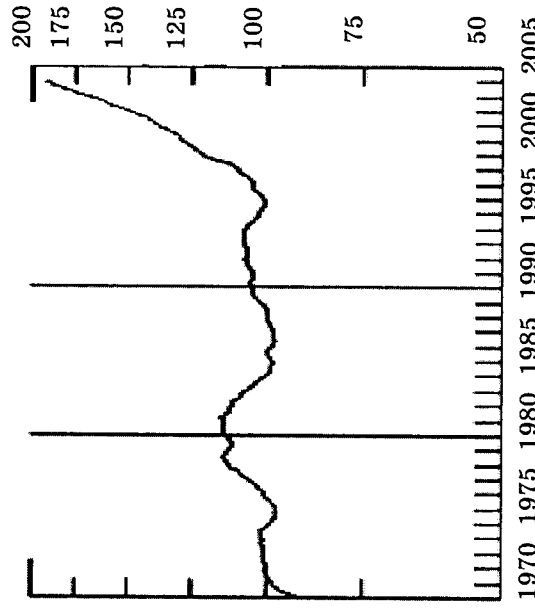
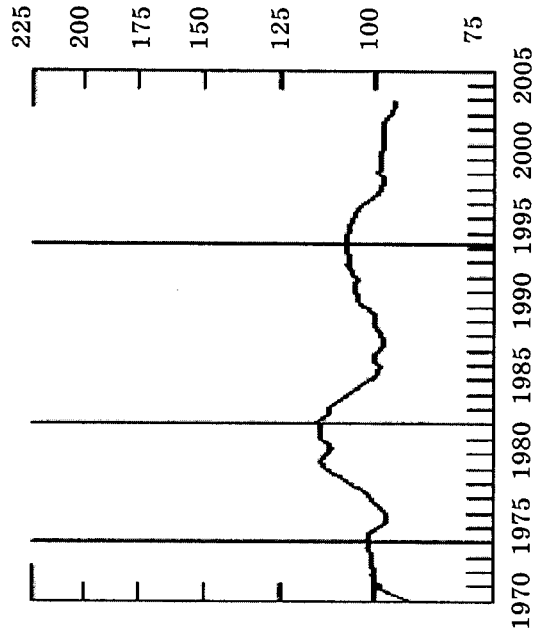


Рис. 2.5. Динаміка індексів цін на житлову нерухомість у 1970—2005 рр.

Джерело: *Ahearne Alan G., Atmer John, Doyle Brian M., Kole Linda S., Martin Robert F.* House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — International Finance Discussion Papers. — Number 841. — 2005. — September. — P. 44.

Зниження ризиків процентної ставки і ліквідності ощадно-позичкових інститутів відбувається через такі інституційні зміни.

По-перше, процентні ставки за цільовими внесками та іпотечними позиками прив'язуються до ставок фінансового ринку. Так, наприклад, у цільовій моделі іпотечного ринку Австрії процентні ставки залежать від норми позичкового процента на грошовому ринку; у Франції величина процентних ставок для етапів нагромадження і кредитування встановлюються державою залежно від кон'юнктури фінансового ринку; у Польщі процентні ставки цільових заощаджень та іпотечних кредитів формуються на основі облікової ставки Центрального банку¹. Така прив'язка процентних ставок за цільовими внесками та іпотечними кредитами до ставок фінансового ринку перетворює “класичну” цільову (закриту) модель на відкриту її модифікацію, наближуючи її до депозитної моделі іпотечного ринку.

По-друге, надані іпотечні кредити можуть рефінансуватися шляхом емісії іпотечних цінних паперів. Так, у Німеччині під час збереження фіксованих процентних ставок за цільовими внесками і позиками для розширення ресурсної бази та своєчасного виконання зобов'язань ощадно-позичковий інститут з 1989 р. можуть емітувати і розміщувати серед вторинних інвесторів іпотечні облігації. На початок 90-х років ХХ ст. близько 14 % пасивів будівельних ощадних кас Німеччини формувалося саме за рахунок емісії іпотечних облігацій². Надання ощадно-позичковим інститутам права здійснювати сек'юритизацію іпотечних активів перетворює “класичну” цільову модель іпотечного ринку на відкриту її модифікацію, наближуючи її до інвестиційної.

¹ Демянюк А.П. Организация системы строительных сбережений ипотечного кредитования // Ипотечный рынок в Украине: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв'язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 222.

² Кук Дж. Ипотечное кредитование в России // Банки, страхование и ценные бумаги для всех. — 1997. — № 9. — С. 7.

По-третє, за умов державної фінансової підтримки створюються групи вкладників, які розміщують заощадження на цільових ощадних рахунках без використання права на житловий іпотечний кредит, бо вони зацікавлені лише у доходах і “преміях” від цільових ощадних внесків. Так, значна кількість громадян (у Німеччині, наприклад, близько 20 %¹) не планує придбання і будівництво житла, але розглядає заощадження як надійний спосіб збереження та збільшення величини грошового капіталу. Така “відкритість” цільової моделі перетворює ощадно-позичкові інститути на ощадні банки, зближуючи її з “класичною” депозитною моделлю руху іпотечного капіталу.

Відкрита цільова модель іпотечного ринку має більше можливостей для зниження ризику ліквідності, хоча ця “відкритість” робить її чутливою до кон’юнктури фінансових ринків і підвищує кредитний ризик.

Характерною рисою цільової моделі іпотечного ринку є надання державою субсидій (“премій”) власникам цільових ощадних рахунків. Мета преміювання у цільовій моделі іпотечного ринку — *по-перше*, надання державних гарантій, оскільки в цьому випадку держава перетворюється на активного учасника системи будівельних заощаджень; *по-друге* — розширення кола осіб, для яких будівництво і придбання житла у такий спосіб буде фінансово доступним. У Чехії, наприклад, величина “премії” становить 25 % від суми цільових заощаджень, Словаччині та Польщі — 30 %, Угорщині — 40 % і надається у грошовій формі всім вкладникам ощадно-позичкових інститутів незалежно від їх майнового стану². У Франції діє “процентна премія”, яка сприяє встановленню високих процентних ставок за ощадними внесками — на рівні 8 % (з яких 4 % — депозитна ставка цільової моделі і 4 % — урядова “процентна премія”) та низьких процентних ста-

¹ *Ужегов А.Н.* Квартира в кредит: ипотечная сделка. — СПб.: Питер, 2001. — С. 32.

² *Куркач С.* Будзберажэнні паступова выціснучь ільготнае крэдытаванне? Інтерв’ю с Лопатыным В. // Звезда. — 1999. — № 20.

вок за іпотечними позиками — 5,5 %¹. У Німеччині прийнято дві форми державного “преміювання”:

1) “податкова премія”, яка передбачає скорочення оподаткованого доходу громадян на суму, еквівалентну 10 % -му розміру заощаджень, однак не більше ніж 936 німецьких марок у рік (розмір указанного мінімуму не підвищувався з 1970-х років, тому фактично межі “податкової премії” істотно скоротилися; крім того, величина податкових пільг знизилася з 30 % у 1970 р. до 23 % — у 1982 р. і до 10 % — у 1990 р.)²;

2) “премія” від суми цільових заощаджень, яка націлена на громадян із низькими та середніми доходами. Так, особи з оподатковуваним доходом у розмірі, що не перевищує 27 тис. німецьких марок мають право на “премію” у розмірі 10 % від суми цільових заощаджень, однак не більше 800 тис. німецьких марок. Програма “преміювання” залежно від суми цільових заощаджень була суттєво скорочена у 80-х роках ХХ ст.: розмір “премії” було знижено з 18 % до 14 % у 1982 р. і до 10 % — у 1989 р.³

У цілому, пряма фінансова підтримка позичальників у цільовій моделі іпотечного ринку Німеччини здійснюється із дотриманням гнучкості, пристосовуючись до макроекономічної динаміки. Так, у період відновлення господарства країни після 1945 р. “премія” на цільові ощадні внески нараховувалася у розмірі 33 % нагромаджених ресурсів, сьогодні її розмір не перевищує 10 %; у нових федеральних землях, де ринок житлової нерухомості переживає значні труднощі “премія” складає 15 %⁴.

Широкомасштабна державна підтримка і стимулювання у рамках цільової моделі іпотечного ринку дає змогу виділити поряд з ощадно-позичковим принципом функціонування моделі додатковий, не менш важливий принцип — наявність

¹ *Рябенко Л.И.* Ипотечное кредитование: проблемы и перспективы развития // Деньги и кредит. — 1997. — № 3. — С. 54.

² *Сольская И.Ю., Курилов А.В.* Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — С. 38.

³ Там же. — С. 38—39.

⁴ *Gruber W.* Sozial Wohnungsbau in der Bundesrepublik und Kapitalinteresse. — Köln: Pahl-Rugenstein, 1981. — P. 44.

державної підтримки системи будівельних заощаджень. У німецькому довідковому виданні “Будівельні ощадні каси — 1997” на підтвердження доцільності запровадження системи “преміювання” учасників будівельних ощадних кас наводяться такі дані: у 1987 р. на “преміювання” держава виділила 2,1 млрд німецьких марок, завдяки чому у сферу житлового будівництва було інвестовано суму, яка перевищила величину державних “премій” у 29 разів¹. Фахівцями підраховано, що кожна німецька марка, виплачена у вигляді державних премій у цільовій моделі іпотечного ринку, повертається державі у вигляді 2,8 марок податків². Висока ефективність “преміювання” пояснюється тим, що “премії” є додатковими ресурсами до інвестицій населення, розмір і послідовність виплат яких визначається його інвестиційною активністю. На думку німецьких фахівців, цільова модель іпотечного ринку забезпечує високу ефективність з низькими витратами фінансових ресурсів держави, підтримує ініціативу та підприємливість населення, виступає стимулом для загальної державної системи заощаджень³.

Сукупність позитивних і негативних рис цільової моделі утворюють переваги і недоліки її організації. Тут і далі у розкритті переваг і недоліків кожної з “класичних” моделей іпотечного ринку ми спираємося на твердження Д. Норта про те, що “інституції були (і є) завжди сумішшю одних, що ведуть до збільшення продуктивності виробництва, та інших, що зменшують її. Інституційна зміна однаковою мірою майже завжди створює можливості для цих обох ефектів”⁴.

Отже, серед переваг цільової моделі іпотечного ринку наведемо такі:

1) замінює короткострокові заощадження цільовими дов-

¹ Матеріали конференцій по проблемам стройсбережений и жилищного строительства // [http://www.minsk2000.to./](http://www.minsk2000.to/).

² *Евтух А.* Ипотека: теория и практика. — Луцк: Медиа, 1999. — 476 с.

³ *Евтух А.Т.* Жилищная ипотечная система: мировой опыт // Деньги и кредит. — 2000. — № 10. — С. 50.

⁴ *Норт Д.* Институції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — С. 18.

гостроковими внесками та інвестиціями, що здійснює позитивний вплив на ріелторський бізнес і будівельну індустрію;

2) забезпечує постійний попит на житло незалежно від стану фінансового ринку та циклічних коливань у сфері житлового будівництва;

3) повна прозорість: законодавством більшості країн, де функціонує цільова модель іпотечного ринку, закріплено, що ощадно-позичкові інститути мають право здійснювати лише один вид діяльності — залучати ощадні внески та надавати іпотечні кредити для будівництва і придбання житла;

4) відносна стійкість моделі: у разі коливань процентних ставок і зростанні кредитоспроможності позичальника нагромаджений капітал виконує роль буфера, обмежуючи величину доступного іпотечного кредиту.

Найбільш вагомими недоліками цільової моделі іпотечного ринку є, на нашу думку, такі:

1) у меншій мірі стимулює придбання нерухомості, оскільки відсуває у часі її набуття через наявність етапу нагромадження;

2) у разі кредитування будівництва житла є більш вигідною для будівельних компаній, ніж для позичальників. Цільова модель іпотечного ринку, фактично, обмежує вибір житла за ціною та споживчими властивостями лише зведеним ощадно-позичковим інститутом; оскільки житло будуватиметься під пересічного споживача, то цільова модель вигідна у першу чергу будівельним компаніям, які використовують кошти населення для нарощення обсягів житлового будівництва;

3) потребує значної кількості позичальників, тому поширена виключно на житловому сегменті іпотечного ринку;

4) не включає у господарський обіг дохідну нерухомість, обмежуючи ємність іпотечного ринку обсягами заощаджень позичальників, які зацікавлені в одержанні житлових іпотечних кредитів.

Незважаючи на деяку обмеженість, цільова модель завдяки автономності, порівняній простоті організації та значній дієвості набула поширення як у країнах із розвинутою ринковою економікою (Німеччині, Англії, Франції, Австрії), так і у

країнах із трансформаційною економікою (Польщі, Чехії, Словаччині, Угорщині, Хорватії, Казахстані, Білорусі)¹.

Про масштаби іпотечного кредитування, які забезпечує цільова модель іпотечного ринку, свідчить така інформація. З 1950 р. німецькі будівельні ощадні каси профінансували будівництво більше 11 млн квартир; за цей період вони надали близько 1000 млрд німецьких марок іпотечних кредитів для будівництва, придбання, реконструкції та модернізації житла; за даними 2000 р. більше 19 млн громадян Німеччини (23,1 % населення) є власниками щонайменше одного договору з ощадно-позичковим інститутом². На сьогодні майже кожний третій громадянин Франції має житловий ощадний контракт у ощадно-позичковій установі. Завдяки цьому на початку 90-х років ХХ ст. більше 50 % іпотечних кредитів було забезпечено цільовою моделлю іпотечного ринку, серед яких 28,3 % іпотечних кредитів було використано на будівництво нового житла; 44,9 % — на придбання житла на вторинному ринку; 26,8 % — на фінансування ремонту та реконструкції житла³. Цільова модель іпотечного ринку забезпечує 69,1 % іпотечних кредитів в Іспанії; 64,4 — в Австрії, 48,8 — у Норвегії, 27,7 — у Фінляндії, 23,4 % — в Ірландії⁴.

¹ *Сольская И.Ю., Курилов А.В.* Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — С. 50; *Демянюк А.П.* Организация системы строительных сбережений ипотечного кредитования // Ипотечный рынок в Украине: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 218; Матеріали конференцій по проблемам стройсбережений и жилищного строительства // <http://www.minsk2000.to/>.

² *Черных Е.В.* История и перспективы развития ипотечного кредитования в России / Принт. № WP/98/048. — М.: ЦЭМИ РАН, 1998. — С. 24—25.

³ *Wattanasiritham P.* Broadening Access for More Affordable Housing: Housing Finance for Thailand’s Poor // Housing Finance International. — 1996. — P. 17—24.

⁴ European Mortgage Federation. Quarterly Figures. — Vol. 30, First quarter 2002. (<http://www.hypo.org/>)

2.4. Депозитна модель іпотечного ринку

Депозитна модель, за оцінками фахівців, є найбільш простою і найменш досконалою моделлю іпотечного ринку¹. Кредиторами в депозитній моделі є, як правило, універсальні інститути — ощадні банки, страхові компанії, універсальні комерційні банки, які формують портфель кредитних ресурсів для надання іпотечних позик за рахунок депозитних рахунків клієнтів. Наявність універсальних інститутів, які здійснюють іпотечне кредитування поряд з іншими видами діяльності, утворює першу принципову характеристику депозитної моделі іпотечного ринку. Іншими характерними рисами механізму іпотечного кредитування депозитної моделі є такі:

- основні суб'єкти — первинний інвестор, позичальник, кредитор, механізм взаємодії яких наведено на рис. 2.6;
- депозитна модель не передбачає використання оборотної форми іпотеки і механізму рефінансування іпотечних активів — заставні не набувають форми оборотного цінного папера, тому “класична” депозитна модель замикається на первинному ринку іпотечного капіталу;
- строки кредитування та величина процентних ставок залежать від факторів, які детермінують кон'юнктуру фінансових ринків і ринку нерухомості;
- масштаб і баланс попиту і пропозиції іпотечного капіталу в рамках моделі визначається двома показниками: ціною залучення іпотечного капіталу і маржею кредитного інституту;
- процентні ставки за іпотечними позиками, як правило, відповідають процентним ставкам решти кредитів із урахуванням особливостей застави.

¹ Волков С.С. Вибір моделі іпотечної фінансової системи з урахуванням світового досвіду // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 54.

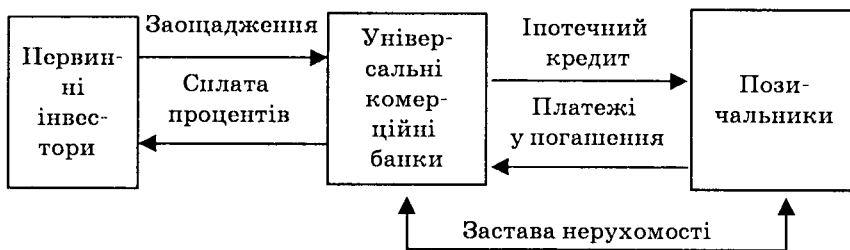


Рис. 2.6. Депозитна модель іпотечного ринку

Специфіка механізму руху іпотечного капіталу визначає способи зниження ризиків іпотечного кредитування. Так, управління кредитним ризиком у депозитній моделі відбувається на рівні окремого кредиту (андерайтинг, страхування, залучення достатнього забезпечення).

Залежність процентних ставок за іпотечними кредитами від кон'юнктури фінансових ринків підвищує ризик процентної ставки, з метою зниження якого відбулась наступна інституційна зміна: надання іпотечних позик за змінними процентними ставками. Іпотечні кредити зі змінною процентною ставкою — це інструменти первинного іпотечного ринку, процентна ставка яких періодично змінюється залежно від певного індексу (базису), який відображає динаміку ринкових процентних ставок. Періодичність перегляду кредиторами процентної ставки, як правило, становить 6 місяців, 1 рік або 5 років.

Застосування змінних процентних ставок, на думку фахівців, виступає єдиним радикальним способом управління ризиком процентної ставки в рамках депозитної моделі¹. Фінансові інструменти зі змінною процентною ставкою мають переваги для позичальника і кредитора порівняно з інструментами з фіксованою процентною ставкою, оскільки:

- із забезпеченням нижчих процентних ставок, підвищують доступність іпотечних кредитів і розширюють коло потенційних позичальників (рис. 2.7);

¹ Кук Дж. Ипотечное кредитование в России // Банки, страхование и ценные бумаги для всех. — 1997. — № 9. — С. 31.

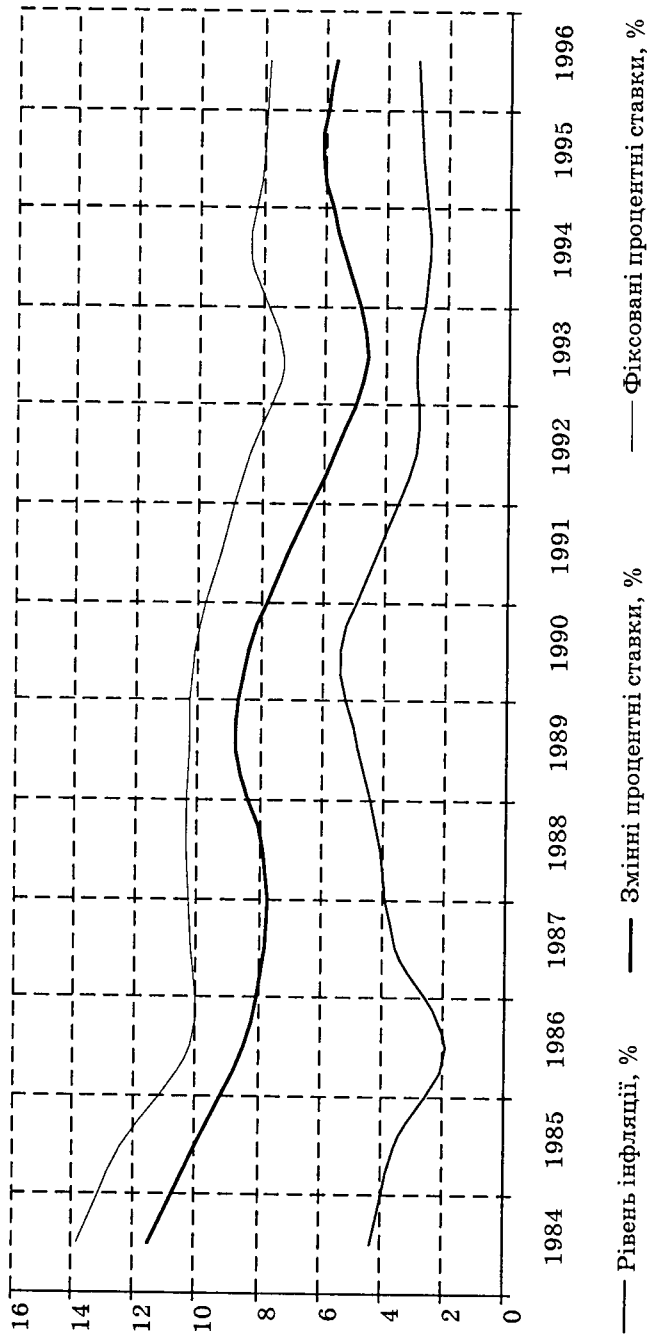


Рис. 2.7. Динаміка процентних ставок за іпотечними кредитами в США у 1984—1996 рр.

Джерела: Складено за даними: Survey of Current Business // Federal Reserve Bulletin. — Economic Report of the President. — Economic Indicators. — 1998. — Р. 18; Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Економікс: принципи, проблеми и політика: Пер. с 14-го англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 972 с.; Mortgage Interest Rates / Housing Market Statistics: National Association of Home Builders. — 1997. — № 12. — Р. 37.

- дозволяють уникнути ситуації дострокового погашення позичальником існуючої іпотечної заборгованості за рахунок формування нової у разі зниження ринкових процентних ставок;
- дозволяють кредиторів переносити ризик процентної ставки на позичальника (у використанні іпотечних кредитів із змінною процентною ставкою спред між дохідністю активів і пасивів виявляється більш сталим і у меншій мірі залежить від рівня процентних ставок ніж при фінансуванні активів з фіксованим доходом за рахунок пасивів зі змінною процентною ставкою).

Очевидно, що іпотечні позики зі змінними процентними ставками є привабливим інструментом для тих кредиторів, які утримують іпотечні активи у власному кредитному портфелі. У 2002 р. у середньому 48 % іпотечних кредитів були видані у країнах Західної Європи за змінною процентною ставкою; найбільша частка іпотечних позик із змінною процентною ставкою у загальному обсязі наданих іпотечних кредитів спостерігалась у Фінляндії (97 %), Греції (95), Люксембурзі (90), Іспанії (75), Великобританії (72), Португалії (70) та Ірландії (70 %) ¹, для яких депозитна модель іпотечного ринку є традиційною.

Разом із тим, зазначений механізм зниження ризику процентної ставки може стати причиною підвищення кредитного ризику через перевищення виплатами основної суми боргу та процентів за іпотечним кредитом гранично допустимої частки доходу позичальника. Гранично допустимі межі виплат за іпотечним кредитом у доході позичальника встановлюються, переважно, у сфері житлового іпотечного кредитування: частка виплат позичальника не повинна перевищувати 25—30 % його використовуваного доходу ². Дослідження, проведені Асо-

¹ *Hardt J., Earley F.* European Integration in the Mortgage Lending Industry: Developments since to Euro / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>)

² *Євтух О.* Житлова іпотека // Економіка України. — 2001. — № 1. — С. 40; *Сольская И.Ю., Курилов А.В.* Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — С. 61.

ціацією іпотечних кредиторів Америки у 1994 р., показали, що перевищення виплат за іпотечною позикою 36 % доходів позичальника підвищує кредитний ризик у 2 рази¹.

Ризик ліквідності комерційних банків, які здійснюють іпотечне кредитування, пов'язаний із концентрацією їх пасивів у короткострокових і середньострокових депозитах, активів — у довгострокових іпотечних позиках. Оскільки депозитна модель замикається на первинному ринку, то управління ризиком ліквідності відбувається через диверсифікацію джерел фінансування іпотечних кредитів (продаж активів, позики під заставу і без застави, відкриття резервних кредитних ліній), лімітування іпотечного кредитного портфеля комерційного банку, створення резервів. Так, вимоги до обсягу резервних фондів у країнах різні і знаходяться у межах від 0 % у Бельгії, Канаді до 6,6 % від обсягу короткострокових і 4—5 % від обсягу довгострокових депозитів у Німеччині; у цілому вимоги ліквідності коливаються в межах 5—15 % від вартості активів².

Сукупність позитивних і негативних рис депозитної моделі утворюють переваги і недоліки такого способу організації іпотечного ринку. Переваги організації іпотечного ринку за депозитною моделлю формуються такими її особливостями:

1) не потребує розширеної інфраструктури фінансових ринків;

2) присутність лише одного посередника у фінансовому зв'язку позичальника і первинного інвестора знижує вартість іпотечних кредитів для позичальника, сприяє їх вищій доступності;

3) не потребує спеціальних законодавчих і нормативних актів для функціонування, що надає їй простоти у організації. Разом із тим, пряма залежність процентної ставки за іпотечними позиками від загального стану фінансових ринків робить надання іпотечних позик в умовах нестабільної еконо-

¹ *Астанов К.М.* Ипотечное кредитование в России и за рубежом (законодательство и практика) // Деньги и кредит. — 2004. — № 2. — С. 44.

² *Євтух О.* Типові ризики іпотечного капіталу та управління ними // Вісник НБУ. — 2001. — № 11. — С. 45.

міки ризиковим видом діяльності для комерційних банків і недоступним продуктом для потенційних позичальників із урахуванням усіх видів ризиків у ціні іпотечного кредиту.

Депозитна модель іпотечного ринку поширена у країнах, де банківська система має традиційно високий рівень капіталізації: Бельгії, Греції, Ірландії, Італії, Нідерландах, Португалії, Великобританії, Фінляндії¹, що забезпечує, за даними на кінець 1998 р., близько 62 % загального обсягу іпотечних кредитів. Важливо відзначити, що поширення депозитної моделі іпотечного ринку в країнах Західної Європи пов'язане з використанням змінних процентних ставок за іпотечними позиками.

2.5. Інвестиційна модель іпотечного ринку

Механізм іпотечного кредитування в інвестиційній моделі іпотечного ринку ґрунтується на залученні іпотечного капіталу шляхом сек'юритизації іпотечних активів, зумовлюючи такі її особливості:

1) модель передбачає функціонування вторинного ринку, який забезпечує рефінансування іпотечних позик і виступає механізмом розв'язання проблеми дефіцитності довгострокових кредитних ресурсів;

2) масштаб і баланс попиту і пропозиції на первинному іпотечному ринку регулюється ціною іпотечних кредитних ресурсів, яка визначається дохідністю цінних паперів, які розміщені на вторинному ринку, а також ставками відрахувань на оплату послуг усіх професійних посередників;

3) процентні ставки за іпотечними позиками визначаються кон'юнктурою ринку іпотечних цінних паперів, а тому підвладні значним коливанням, унаслідок чого модель характеризується високим ризиком процентної ставки;

¹ European Mortgage Federation. Quarterly Figures. — Vol. 30, First quarter 2002. (<http://www.hypo.org/>); Кудрявцев В., Кудрявцева Е. Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — С. 38.

4) жорстке регламентування стандартів надання й обслуговування іпотечних кредитів та емісії іпотечних цінних паперів;

5) модель потребує державної підтримки (держава контролює емісію іпотечних цінних паперів; надає гарантії; страхує іпотечні кредити).

Відмінності у механізмах емісії іпотечних цінних паперів дають змогу виділити два підвиди інвестиційної моделі — однорівневу і дворівневу, які відрізняються складом учасників, роллю держави у забезпеченні ефективності функціонування ринку, а також характером розподілу ризиків іпотечного кредитування.

2.5.1. Однорівнева інвестиційна модель іпотечного ринку

Принципи функціонування однорівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку описали ще на початку ХХ ст. В. Лексис і Д. Михайлевський: “Надавши позику, іпотечний банк продає заставну або методом безпосереднього продажу, або методом випуску на її основі облігацій та інших цінних паперів. Отже, іпотечні банки оперують чужими грошима, що мобілізовані шляхом продажу заставних листів, покриттям яких служить не капітал банку, а іпотека, тобто обтяжена заставою нерухомість”¹. Особливості однорівневої інвестиційної моделі зумовлені змістовими характеристиками спеціалізованого інституту — іпотечного банку.

У практиці іпотечного кредитування іпотечним банком називають спеціалізований недепозитний кредитний інститут, який надає іпотечні позики за рахунок фінансових ресурсів, які мобілізовані з ринку іпотечних цінних паперів². Так, од-

¹ Михайлевский Д.И. Ипотечные банки Германии и финансирование жилищного строительства. — СПб.: Финансовое изд-во, 1925. — С. 55—56.

² Митрошина К. Ипотечные банки // Ипотека: финансирование будущего. — 2000. — № 1—2. — С. 13; Воробьев В.П. Проблемы развития ипотечного кредитования в России // Проблемы эффективнос-

норівнева інвестиційна модель базується на механізмі іпотечного кредитування, в якому кредитор (іпотечний банк) самостійно емітує іпотечні цінні папери (іпотечні облігації) і розміщує їх серед вторинних інвесторів. Це дає можливість виділити позичальника, кредитора і вторинного інвестора як основних учасників іпотечного ринку.

Емісія іпотечних облігацій дає змогу іпотечним банкам мобілізувати кредитні ресурси з подальшою їх трансформацією в іпотечні кредити, а повернення боргів позичальниками іпотечного банку є джерелом погашення емітованих іпотечних цінних паперів (рис. 2.8).

Аналіз особливостей функціонування однорівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку дає можливість виділити такі принципи її організації, дотримання яких забезпечує стійкість моделі. Деякі з наведених нижче принципів функціонування однорівневої інвестиційної моделі організації іпотечних фінансових відносин набули значення економічних нормативів, яких мають дотримуватися іпотечні банки у своїй діяльності¹.

1. Спеціалізація іпотечних банків. У переважній більшості країн іпотечні банки — кредитні інститути, які спеціалізуються як за видами діяльності, так і за сферами кредитування. Спеціалізація іпотечних банків за видами діяльності передбачає відособлення активів, пасивів і діяльності, яка пов'язана з іпотечними кредитними операціями та емісією іпотечних облігацій, від іншої діяльності банку з метою забезпечення його надійності. Так, іпотечні банки Данії мають право здійснювати лише один вид діяльності — надавати іпотечні позики, що засновані на емісії іпотечних цінних паперів

ти банковской системы. — 2000. — Вып. 3. — С. 141.

¹ *Кручок С.* Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // *Економіка України.* — 2001. — № 10. — С. 70—71; *Рябченко Л.* Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // *Аудитор.* — 1999. — № 1—2. — С. 82—83; *Колесников В.И., Черненко В.А., Малькова С.А., Иванова Г.М.* Кредит и его формы: Учеб. пособие. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001. — С. 172—173.

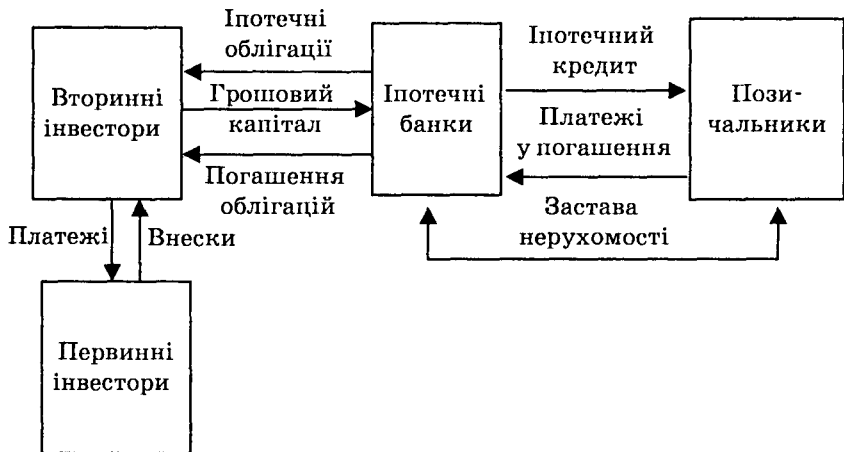


Рис. 2.8. Однорівнева інвестиційна модель іпотечного ринку

(Закон Данії “Про іпотечний кредит” 1850 р.); на території Німеччини іпотечні банки мають можливість здійснювати лише операції з мінімальним ризиком: із 40 іпотечних банків, що існували у 1900 р., 29 були спеціалізованими, а 11 — “змішаними”, тобто здійснювали поряд з іпотечним кредитуванням загальну банківську діяльність¹. Законодавство Польщі та Угорщини передбачає, що іпотечні банки можуть здійснювати лише деякі, найбільш надійні операції. У Словаччині та Чехії застосовується так звана “стіна захисту”, яка передбачає, що універсальні комерційні банки можуть одержати ліцензію на емісію іпотечних облигацій лише у тому разі, якщо вони відокремлять активи, пасиви та всі операції, пов’язані з емісією іпотечних цінних паперів, від інших видів діяльності (справа в тім, що у Чехії та Словаччині не вводили жорстку спеціалізацію іпотечних банків і обмежилися наданням спеціальних ліцензій комерційним банкам на право емісії

¹ Лимаренко В.И. Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. — М.: Диалог-МГУ, 2000. — С. 29.

іпотечних облігацій)¹. Що стосується сфер кредитування, то іпотечні банки Франції, Фінляндії, Іспанії, Німеччини спрямовують іпотечні кредити у житлове і промислове будівництво, сільське господарство; Канади — житлове будівництво; Швеції — житлове будівництво, сільське господарство і суднобудування; Нідерландів — переважно у сільське господарство². У цілому, залежно від об'єктів кредитування іпотечні банки поділяються на земельні банки, що кредитують під заставу землі; меліоративні банки, які кредитують меліоративні роботи; комунальні банки, які надають кредити під заставу житлової нерухомості³.

2. Принцип конгруенції (лат. *congruentia* — узгодженість, відповідність) передбачає узгодженість вимог іпотечного банку до позичальників за його зобов'язаннями перед інвесторами в іпотечні цінні папери. По-перше, сума емітованих іпотечним банком іпотечних облігацій не повинна перевищувати загальної суми виданих ним довгострокових іпотечних позик. Так, у п. 6 Закону Німеччини “Про іпотечні банки” зазначено, що загальна номінальна вартість емітованих банком іпотечних цінних паперів має покриватися іпотеками щонайменше такої ж вартості, а зобов'язання іпотечного банку з виплати процентних платежів держателям іпотечних облігацій мають покриватися як мінімум такими ж процентними доходами від наданих іпотечних кредитів. Це положення на-

¹ Кручок С. Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // Економіка України. — 2001. — № 10. — С. 70—71.

² Деньги. Кредит. Банки: Учеб. для вузов / Е.Ф. Жуков, Л.М. Максимова, А.В. Печатникова и др.; Под ред. проф. Е.Ф. Жукова. — М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1999. — С. 325—327; Рябченко О. Світовий досвід становлення іпотеки // Економіка України. — 2003. — № 1. — С. 24; Митрошина К. Ипотечные банки // Ипотека: финансирование будущего. — 2000. — № 1—2. — С. 14.

³ Шаповалов А.В. Роль НБУ та банківської системи України в організації іпотечного кредитування // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв'язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 51.

було значення *нормативу конгруенції покриття іпотечних облігацій*:

$$H_1 = \frac{IK}{IO}, \quad H_1 \geq 1, \quad (2.1)$$

де H_1 — норматив конгруенції покриття іпотечних облігацій; IK — вимоги банку за іпотечними кредитами у частині основного боргу, грн; IO — зобов'язання іпотечного банку за іпотечними облігаціями у частині основного боргу, грн.

По-друге, в деяких країнах регулюється співвідношення між власними коштами іпотечного банку і вартістю емітованих іпотечних облігацій. Сьогодні у більшості країн іпотечні банки мають право емітувати іпотечні облігації на суму, що не перевищує їх власний капітал у 10—20 разів¹. Це положення набуло значення *нормативу конгруенції покриття іпотечних облігацій власним капіталом*:

$$H_2 = \frac{BK}{IO}, \quad H_2 \geq 0,05, \quad (2.2)$$

де H_2 — норматив конгруенції покриття іпотечних облігацій власним капіталом; BK — власний капітал, грн; IO — зобов'язання іпотечного банку за іпотечними облігаціями у частині основного боргу, грн.

По-третє, оскільки процентні виплати і погашення іпотечних облігацій здійснюються із надходжень, які отримуються іпотечним банком у погашення іпотечних позик, тому термін дії іпотечних облігацій має відповідати строку чинності договорів іпотечного кредитування, а процент за іпотечними кредитами має перевищувати процент за емітованими іпотечним банком іпотечними облігаціями. Це положення набуло значення *нормативу конгруенції покриття процентних зобов'язань*:

$$H_3 = \frac{ПВ}{ПЗ}, \quad H_3 > 1, \quad (2.3)$$

¹ Деньги. Кредит. Банки: Учеб. для вузов / Е.Ф. Жуков, Л.М. Максимова, А.В. Печатникова и др.; Под ред. проф. Е.Ф. Жукова. — М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1999. — С. 329—330.

де H_3 — норматив конгруенції покриття процентних зобов'язань; $ПВ$ — процентні вимоги банку за іпотечними кредитами, грн; $ПЗ$ — процентні зобов'язання банку за іпотечними облігаціями, грн.

3. *Межа покриття* передбачає залучення в якості покриття іпотечних облігацій лише 60—70 % вартості заставленої нерухомості¹. Величина іпотечної позики, що надається банком — емітентом іпотечних облігацій, становить 60—70 % від вартості застави, тому й обсяг емісії іпотечних облігацій не повинен перевищувати 60—70 % від вартості заставленої в іпотечному банку нерухомості². Дотримання іпотечним банком межі покриття дозволяє страхувати власників емітованих іпотечних цінних паперів від ризику зниження цін на об'єкти нерухомості. На практиці іпотечні банки можуть надавати позики, які перевищують 60—70 % вартості застави, однак їх рефінансування здійснюється із використанням інших інструментів (незабезпечених облігацій іпотечного банку), обсяг яких не повинен перевищувати 20 % портфеля іпотечних кредитів для житлової нерухомості і 10 % — для комерційної³. Це положення набуло значення *нормативу покриття іпотечних облігацій заставою нерухомості*:

$$H_4 = \frac{ВЗН}{ІО}, \quad H_4 \geq 1,5, \quad (2.4)$$

де H_4 — норматив покриття іпотечних облігацій заставою нерухомості; $ВЗН$ — вартість заставленої нерухомості, грн; $ІО$ — зобов'язання іпотечного банку за іпотечними облігаціями у частині основного боргу, грн.

4. *Реєстр покриття* передбачає внесення до спеціального реєстру всіх активів, які виступають покриттям у емісії іпотечних цінних паперів, із зазначенням основних характеристик

¹ Рябенко Л. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // Аудитор. — 1999. — № 1—2. — С. 82.

² Там же. — С. 82.

³ Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. — 2001. — № 6. — С. 77.

заставленого об'єкта нерухомості, номінальної вартості іпотечної позики, процентної ставки, розміру внесків у погашення основного боргу, вартості застави, способу використання заставленого об'єкта (окремо виділяються дохідні об'єкти, незавершене будівництво та земельні ділянки під будівництво, оскільки їх частка не повинна перевищувати 10 % загального обсягу покриття¹).

5. Переважне право держателів іпотечних облигацій на погашення іпотечних цінних паперів у разі банкрутства іпотечного банку.

6. Принцип нагляду за діяльністю іпотечних кредитних інститутів передбачає контроль за темпами росту власного капіталу, рентабельністю іпотечного банку, дотриманням нормативів діяльності, встановлених відповідно до банківського законодавства з метою зниження ризиків, забезпечення надійності іпотечних банків. У Німеччині, наприклад, іпотечні банки раз у два роки перевіряються, а також регулярно направляють копії своїх реєстрів до наглядової установи². У законодавствах Польщі, Словаччини, Угорщини передбачений інститут довірених осіб; останні призначаються державою і здійснюють контроль за емісійною діяльністю іпотечних банків³. Наявність системи банківського нагляду забезпечує надійність іпотечних банків і дає змогу дотримуватися положення: “цінні папери іпотечних банків надійні на стільки, на скільки надійні іпотечні банки”.

Дотримання основоположних принципів функціонування іпотечних банків перетворює однорівневу інвестиційну модель іпотечного ринку на відносно надійну систему руху іпотечного капіталу. В Німеччині з часу прийняття у 1900 р. закону “Про

¹ *Рябченко Л.И.* Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — С. 80.

² *Stöcker O.M.* Die Hypothekenbanken und der Pfandbrief in den mitteleuropäischen Reformländern. — Frankfurt n. Mein: Fritz Knapp Verlag, 1998. — P. 21.

³ *Кручок С.* Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // Економіка України. — 2001. — № 10. — С. 70—71.

іпотечні банки” не було жодного випадку їх банкрутства¹. Надійність іпотечних банків дає можливість вторинним інвесторам розглядати іпотечні облігації як низькоризикові фінансові інструменти. Це сприяє встановленню порівняно невисоких процентних ставок за іпотечними цінними паперами (табл. 2.8) та іпотечними кредитами і підвищує доступність іпотечного капіталу для позичальників.

У більшості країн Західної Європи законодавчо встановлені нормативи, які стимулюють придбання вторинними інвесторами боргових зобов'язань облігацій іпотечних банків. Так, наприклад, у Німеччині, страхові компанії, як правило, можуть інвестувати не більше 5 % активів у цінні папери одного емітента, однак у разі інвестування в іпотечні цінні папери цей ліміт підвищено до 30 %. Аналогічна ситуація і з інвестиційними фондами: вони мають право інвестувати не більше 10 % активів у цінні папери одного емітента і до 20 % — у випадку фінансових інвестицій в іпотечні облігації іпотечних банків².

Таблиця 2.8. Дохідність цінних паперів Данії та Нідерландів у 1995, 1999 і 2000 рр.

Країна	Дохід боргових цінних паперів, %	Роки		
		1995	1999	2000
Данія	Державні облігації	7,58	4,30	5,54
	Іпотечні облігації	8,97	6,08	7,06
Нідерланди	Державні облігації	6,61	4,47	5,34
	Іпотечні облігації	6,61	4,69	5,76

Джерела: Складено за даними: Statistical Yearbook of the Netherlands, 2003. — Published by Statistics Netherlands Princess Beatrixlaan 428, 2003. — P. 451; Cities in a Globalizing World: Global report on human settlements, 2001. — United Nation Centre for Human Settlements (Habitat): Earthscan Publications Ltd, London and Sterling, VA. — P. 300.

¹ Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — С. 81.

² Минц В.М. Модели ипотечного кредитования и перспективы их применения в России // Банковское дело. — 2002. — № 6. — С. 32.

Специфіка механізму іпотечного кредитування однорівневої моделі іпотечного ринку впливає на характер перерозподілу ризиків, які властиві іпотечному кредитуванню. Найбільш вагомим для моделі є ризик процентної ставки, з метою зниження якого іпотечні банки застосовують змінні процентні ставки. Так, в Італії процентна ставка за довгостроковими іпотечними кредитами та емітованими іпотечними облігаціями фіксується лише на 6 місяців; в інших країнах іпотечні банки випускають облігації з максимальним строком 5 років і фіксують процентні ставки за іпотечними позиками на цей же строк¹. У цілому частка іпотечних позик зі змінною процентною ставкою у портфелі житлових іпотечних кредитів у Данії в 2002 р. становила 25 %, у Німеччині — 30, у Швеції — 62 %² і має стійку тенденцію до зростання.

Частину кредитного ризику іпотечний банк передає інвесторам, емітуючи та розміщуючи серед них іпотечні облігації. Разом з тим ризик передчасного погашення кредиту, тобто ризик збитків, що пов'язані з необхідністю сплачувати проценти за іпотечними цінними паперами, не маючи відповідних надходжень, цілком покладається на кредитора. Зниження цього виду ризику стало можливим у результаті стягнення комісії за передчасне погашення позики або встановлення додаткової процентної ставки, на величину якої (як правило, 0,25 % у місяць) збільшується процентна ставка за іпотечним кредитом³.

Серед *переваг* однорівневої інвестиційної моделі виділяємо такі:

- 1) простота надання і обслуговування іпотечних позик;
- 2) нижчі витрати організації та контролю порівняно з дво-рівневою інвестиційною моделлю;

¹ Митрошина К. Ипотечные банки // Ипотека: финансирование будущего. — 2000. — № 1—2. — С. 13.

² Hardt J., Earley F. European Integration in the Mortgage Lending Industry: Developments since to Euro / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>)

³ Деньги. Кредит. Банки: Учеб. для вузов / Е.Ф. Жуков, Л.М. Максимова, А.В. Печатникова и др.; Под ред. проф. Е.Ф. Жукова. — М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1999. — 322.

3) відсутність посередників у зв'язку кредитора і вторинного інвестора, що знижує вартість іпотечної позики для позичальника порівняно з дворівневою моделлю;

4) легка законодавча інтегративність, порівняна простота організації і контролю, стійкість моделі іпотечного кредитування.

Недоліком однорівневої інвестиційної моделі є відносно невисокі строки кредитування: позики надаються іпотечними банками, як правило, на 10—15 років¹. Для подовження періоду надання іпотечних кредитів застосовується така новація: фінансові ресурси іпотечних банків, ощадних банків, будівельних ощадних кас, страхових компаній, інших фінансових посередників об'єднуються в інвестиційну групу, яка розробляє єдину технологію роботи з позичальником. Останній отримує так званий синдиційований іпотечний кредит (або комбінований у різних варіантах пакет іпотечних кредитів), погашення якого здійснюється поступово: кредит ощадного банку погашається протягом перших 12—14 років, протягом наступних 10 років ліквідується заборгованість перед іпотечним банком і т. д.² У результаті такого синтезу:

1) кредитори мають змогу здійснювати іпотечне кредитування у більш гнучкій формі та підвищувати якість пропонованих послуг;

2) відбувається зниження процентної ставки за іпотечними позиками, зростання обсягів іпотечного кредиту і подовження строків кредитування;

3) полегшується процес організації іпотечного кредитування і здійснення всіх супутніх операцій (страхування, оцінка, реєстрація тощо).

Описана технологія придатна для застосування в умовах дефіцитності довгострокових кредитних ресурсів, оскільки схема консолідації іпотечного капіталу різних суб'єктів кредиту-

¹ Банки и банковские операции / Под ред. Е.Ф. Жукова. — М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1997. — 417 с.; Рябенко Л. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // Аудитор. — 1999. — № 1—2. — С. 76—86.

² Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит. — М.: ЗАО "Изд-во "Экономика", 2001. — С. 86.

вання у спільну схему для реалізації єдиної програми іпотечного кредитування може здійснюватися у різних технологічних варіантах.

Не зважаючи на переваги однорівневої інвестиційної моделі, значного поширення у світовій практиці організації іпотечного ринку вона не знайшла. Іпотечні банки діють у країнах із розвинутою ринковою економікою — Німеччині, Данії, Франції, Австрії, Іспанії, Швеції; важливе значення вони мають і в ряді країн Латинської Америки: в Аргентині, Бразилії, Мексиці, Венесуелі, Колумбії, Чилі; в Азії — в Індії, Пакистані, Південній Кореї, Туреччині, Таїланді¹. Країни Центрально-Східної Європи зробили перші кроки на шляху створення необхідних передумов для становлення однорівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку: законодавче врегулювання діяльності іпотечних банків і ринку іпотечних цінних паперів відбулося у Чехії (1995 р.), Словаччині (1996 р.), Угорщині (1997 р.), Польщі (1998 р.), Латвії (1998 р.), інших країнах із трансформаційною економікою².

Однак близько 83 % загального обсягу іпотечних облігацій Західної Європи припадає лише на три країни, для яких однорівнева інвестиційна модель іпотечного ринку є традиційною — Данію, Швецію, Німеччину (табл. 2.9). У Данії і Швеції практично всі іпотечні кредити рефінансуються за рахунок емісії іпотечних облігацій, у Німеччині — лише 20 %³.

Відносні розміри ринку іпотечних облігацій, емітованих іпотечними банками, у Західній Європі у найближчий час мо-

¹ Деньги. Кредит. Банки: Учеб. для вузов / Е.Ф. Жуков, Л.М. Максимова, А.В. Печатникова и др.; Под ред. проф. Е.Ф. Жукова. — М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1999. — С. 328.

² Кострикин П.Н., Кузьминов А.Н., Мухомин С.И. Мировой опыт ипотечного кредитования. — М.: МАКС-Пресс, 2002. — С. 115; Кручок С. Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // Економіка України. — 2001. — № 10. — С. 70; Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 39.

³ European Mortgage Federation. Quarterly Figures. — Vol. 30, First quarter 2002. (<http://www.hypo.org/>)

Таблиця 2.9. Ринок облігацій іпотечних банків деяких країн Європи у 2004 р.

Країна	Заборгованість за іпотечними облігаціями, млрд євро	Частка ринку іпотечних облігацій, %
Німеччина	249,848	36,6
Данія	232,799	34,1
Швеція	82,493	12,1
Франція	65,369	9,6
Швейцарія	28,870	4,2
Нідерланди	12,750	1,9
Угорщина	4,964	0,7
Австрія	3,000	0,4
Чехія	1,954	0,3
Словаччина	1,052	0,1
Інші країни	0,305	0,0
Усього	683,404	100,0

Джерело: Складено за даними: European Mortgage Federation. — Quaterly Figures. — Vol. 45, First quater 2005. (<http://www.hypo.org>)

жуть змінитися, оскільки у ряді країн здійснюються заходи, спрямовані на стимулювання використання іпотечних облігацій для формування іпотечного капіталу. Особливо це стосується таких країн як Франція, Люксембург і Фінляндія¹.

2.5.2. Дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку

Дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку передбачає продаж первинними кредиторами заставних наданих іпотечних позик спеціалізованим інститутам вторинного ринку

¹ Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. — 2001. — № 6. — С.76.

(фінансово-емісійним компаніям), які формують пули заставних і на їх основі емітують та розміщують серед вторинних інвесторів іпотечні облігації. *Пул заставних* — сукупність персоніфікованих заставних, що сприймається як єдиний, цілісний фінансовий інструмент і дозволяє здійснювати фінансові інвестиції не в індивідуальну заставну, а у пакет однотипних заставних, що утворюють пул.

Характеристики іпотечних пулів у деяких країнах, де дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку набула поширення, наведені у табл. 2.10.

Дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку найбільшого масштабу і досконалості набула в США, тому дворівневу модель часто називають “американською” моделлю іпотечного ринку, хоча вона набула поширення також в Австралії, Великобританії, Канаді, вивчаються можливості її запровадження в Японії.

Особливість механізму сек'юритизації іпотечних активів збільшує кількість основних суб'єктів ринку до чотирьох: позичальник, кредитор, фінансово-емісійна компанія, вторинний інвестор і передбачає трьохетапний механізм руху іпотечного капіталу (рис. 2.9). На першому етапі кредитори надають іпотечні позики, різні за видами нерухомого майна, строками кредитування, обсягами, і виступають власниками різних типів заставних. Другий етап — продаж кредиторами належних їм зобов'язань спеціалізованим інститутам — фінансово-емісійним компаніям, які формують пули однотипних заставних і емітують на їх основі іпотечні облігації. Третій етап руху іпотечного капіталу пов'язаний із розміщенням фінансово-емісійними компаніями емітованих іпотечних облігацій серед вторинних інвесторів.

Фінансово-емісійна компанія виплачує власникам іпотечних облігацій доходи у вигляді фіксованих процентних платежів та, після закінчення строку дії іпотечних облігацій, здійснює їх погашення. Джерелом ресурсів для виплати доходів вторинним інвесторам і погашення іпотечних облігацій є кошти, які передаються кредитором від позичальників (у погашення основного боргу і процентних платежів) за мінусом маржі кредитора. Отже, продаж іпотечних облігацій перетворює фі-

Таблиця 2.10. Характеристики пулів заставних у деяких країнах

Характеристики пулів	США	Капада	Великобританія
Домінуючі типи сек'юритизованих іпотечних кредитів	З фіксованою процентною ставкою	З фіксованою процентною ставкою	—
Величина пулу іпотечних кредитів (заставних)	Мінімум 300 кредитів	Мінімум 300 кредитів	Мінімум 300 кредитів
Стандартний розмір сек'юритизованого іпотечного кредиту	Максимум 300 тис. дол. США	15—200 тис. канадських дол.	15—150 тис. ф. ст.
Норматив кредитоспроможності позичальника (PTI)	32 %	Кредит не перевищує 2,5 річних доходів	Кредит не перевищує 2,25 річних доходів
Норматив надійності іпотечного кредиту (LTV)	80 %	75 %	80 %
Оцінка іпотечної нерухомості	Кваліфікований оцінник	Кваліфікований оцінник, погоджений кредитором	Оцінник, який затверджений Королівським Інститутом Оцінників
Страховання іпотечної нерухомості	Як мінімум 100 % від суми позики	Страховання на суму позики	Як мінімум 100 % від суми позики

Закінчення табл. 2.10

Характеристики пулів	Франція	Австралія	Гонконг
Домінуючі типи сек'юритизованих іпотечних кредитів	Зі змінною процентною ставкою	З фіксованою процентною ставкою	Зі змінною процентною ставкою
Величина пулу іпотечних кредитів (заставних)	Мінімум 300 кредитів	Мінімум 300 кредитів	Мінімум 300 кредитів
Стандартний розмір сек'юритизованого іпотечного кредиту	100—1500 тис. французьких франків	Максимум 150—350 тис. австралійських дол.	Максимум 390 тис. дол. США
Норматив кредитоспроможності позичальника (PTI)	30 %	30 %	40 %
Норматив надійності іпотечного кредиту (LTV)	80 %	75 %	75 %
Оцінка іпотечної нерухомості	—	Оцінник, зареєстрований в Австралійському Інституті оцінників	Кваліфікований оцінник, що має ліцензію
Страховання іпотечної нерухомості	Страховання на суму позики	—	Страховання на суму позики

Джерело: Рябченко Л. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // Аудитор. — 1999. — № 1—2. — С. 85.

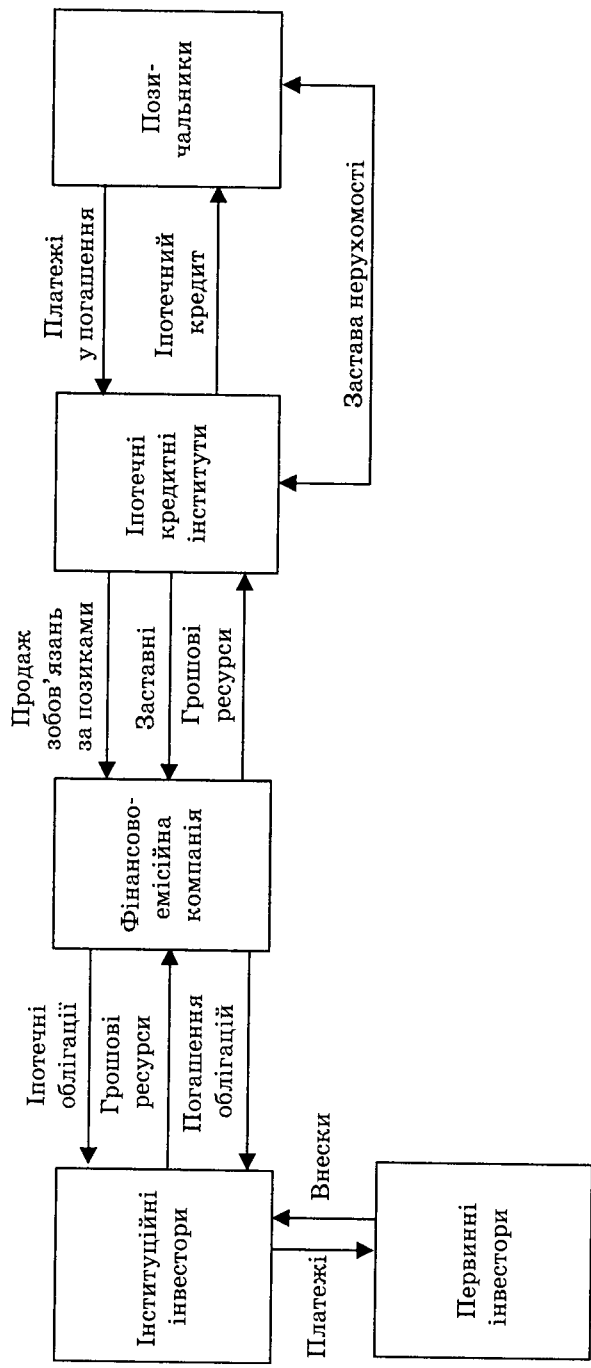


Рис. 2.9. Дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку

нансово-емісійну компанію на посередника, який передає вторинному інвестору виплати, що одержані компанією від кредитора, за мінусом величини власного доходу.

Специфіка механізму рефінансування іпотечних активів кредиторів із застосуванням іпотечних облігацій фінансово-емісійних компаній, емітованих на основі пулу заставних (*mortgage backed securities — MBS*). MBS призводить до розмежування функцій іпотечного кредитора та емітента іпотечних облігацій і перетворення операцій із надання і обслуговування іпотечних кредитів і рефінансування іпотечних активів у самостійні види діяльності. Це знаходить своє відображення у концентрації первинного іпотечного ринку на функціях надання і обслуговування іпотечних кредитів, вторинного ринку — на функціях рефінансування іпотечних кредитів і управлінні ризиками іпотечного кредитування. Так, починаючи з 1975 р., у структурі первинних кредиторів іпотечного ринку США зростає частка іпотечних кредиторів, які функціонують як іпотечні компанії, тобто надають іпотечні кредити виключно з метою їх подальшої реалізації на вторинному ринку (табл. 2.11). Це стимулює розвиток вторинного іпотечного ринку: якщо у 80-х роках ХХ ст. іпотечні кредитори рефінансували лише 20 % наданих іпотечних позик, то в 90-х роках ХХ ст. цей показник зріс до 58 % (рис. 2.10).

Таблиця 2.11. Частка різних категорій первинних кредиторів на іпотечному ринку США (у % від загальної кількості нових наданих іпотечних позик)

Тип кредитора	1975	1980	1985	1990	1992	1995	1997
Ощадний інститут	62	57	44	31	24	19	18
Комерційний банк	19	21	31	33	27	24	24
Іпотечна компанія	19	22	25	36	49	56	58

Джерела: Складено за даними: *Diamond Douglas B., Lea Michael J. Housing Finance in Developed Countries: An International Comparison of Efficiency // Journal of Housing Research. — 1992. — Vol. 3, Issue 1. — P. 152; Lea M. Global models for funding housing: What is the best model for Poland? — Washington, DC: The Urban Institute, 1999. — P. 8.*



Рис. 2.10. Розвиток вторинного іпотечного ринку США у 1975—2004 рр.

Джерела: Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: Пер. с 14-го англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 972 с.; Mortgage Debt Outstanding // Federal Reserve Bulletin. — 1997. — А35—А41.

Спеціалізація кредиторів первинного ринку на функціях надання й обслуговування іпотечних кредитів супроводжується централізацією іпотечного капіталу шляхом укрупнення компаній — первинних кредиторів. Так, якщо у 1990 р. частка 25 великих компаній з іпотечного кредитування становила близько 29 % загального портфеля іпотечних позик, наданих під заставу односімейних будинків, у 1996 р. — 39 %, то у 1998 р. цей показник становив 55 %¹.

Однією з причин об'єктивного процесу централізації іпотеч-

¹ Office of Federal Housing Enterprise Oversight: Annual Report to Congress, 1999. — Р. 37.

ного капіталу та укрупнення іпотечних компаній є збитковість операцій із надання іпотечних кредитів. Дослідження, проведені Асоціацією іпотечних кредиторів США (*Mortgage Bankers Association of America*), показали, що у 1994 р. середні витрати, які пов'язані з наданням іпотечних кредитів, становили 2350 дол. США, а дохід від надання іпотечних позик — лише 965 дол. США, тобто надання іпотечних кредитів на первинному ринку призводить у середньому до збитку у розмірі 1385 дол. США на кожний наданий іпотечний кредит¹. Джерелом доходів іпотечних компаній (первинних кредиторів іпотечного ринку), що дає змогу покривати збитки, пов'язані із наданням іпотечних кредитів, є надходження за обслуговування іпотечних позик. Так, наприклад, іпотечні облигації фінансово-емісійної компанії *Ginnie Mae* у 1985 р. мали середній розмір комісійних за обслуговування — 50 базисних пунктів (0,5 %), із яких 44 базисних пункти (0,44 %) виплачувалися первинному кредитору за обслуговування іпотечних кредитів, а 6 базисних пунктів (0,06 %) — *Ginnie Mae* як комісійна винагорода за надання державних гарантій².

Спеціалізація інститутів первинного ринку на функціях надання та обслуговування іпотечних кредитів і концентрація іпотечного капіталу сприяли зниженню вартості обслуговуючих операцій у результаті зниження трансакційних витрат та економії від масштабів кредитування. Так, у 1980-х роках (частка іпотечних компаній на іпотечному ринку США не перевищувала 22 %) середня плата за обслуговування стандартних іпотечних кредитів, що знаходилися на балансі фінансово-емісійних компаній *Fannie Mae* і *Freddie Mac*, становила 38 базисних пунктів (0,38 %), то у середині 1990-х років (частка іпотечних компаній на іпотечному ринку США становила 56 %) — лише 25 пунктів (0,25 %)³.

¹ Office of Federal Housing Enterprise Oversight: Annual Report to Congress, 1999. — С. 10.

² *Thyerson Kenneth J.* Federal Government-Related Mortgage Purchasers. In Kinney James M. and Garrigan Richard T., eds. // *The Handbook of Mortgage Banking: A Guide to the Secondary Mortgage Market*. — Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1985. — P. 70.

³ Office of Federal Housing Enterprise Oversight: Annual Report to Congress, 1996. — P. 10.

Дослідження, що проводились Асоціацією іпотечних кредиторів США у 1994 р., підтвердили, що із зростанням обсягу портфеля обслуговуваних іпотечних кредитів середня вартість обслуговування знижується (табл. 2.12).

Таблиця 2.12. Залежність середньої вартості обслуговування іпотечної позики від розміру іпотечного портфеля в США у 1994 р.

	Портфель обслуговуваних іпотечних кредитів, млн дол.				
	< 250	250— 999	1000— 3 999	4000— 19 999	≥ 20 000
Вартість обслуговування позики, дол.	367	142	132	109	80

Джерело: Складено автором за даними: Office of Federal Housing Enterprise Oversight: Annual Report to Congress, 1996. — Р. 13.

Отже, фрагментація процесу руху іпотечного капіталу має переваги лише у разі великих обсягів іпотечного кредитування. Додаткові стимули для централізації іпотечного капіталу та укрупнення іпотечних компаній створюють невисокі процентні ставки (рис. 2.11). Масштаб і баланс попиту і пропозиції іпотечного капіталу на первинному ринку іпотечного капіталу регулюється дохідністю цінних паперів, які розміщені на вторинному ринку, а також ставками відрахувань на оплату послуг усіх професійних учасників іпотечного ринку. Так, розмір премії за іпотечними облігаціями у дворівневій інвестиційній моделі іпотечного ринку Чилі перевищує на 50—95 базових пунктів (0,5—0,95 %) процентну ставку за державними борговими зобов'язаннями, тоді як для облігацій підприємств цей рівень становить 98—147 базових пунктів (0,98—1,47 %) ¹.

¹ Альваро Гальєрос Чилійська пенсійна система та її вплив на розвиток іпотечного ринку // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. "Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв'язання" (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 112.

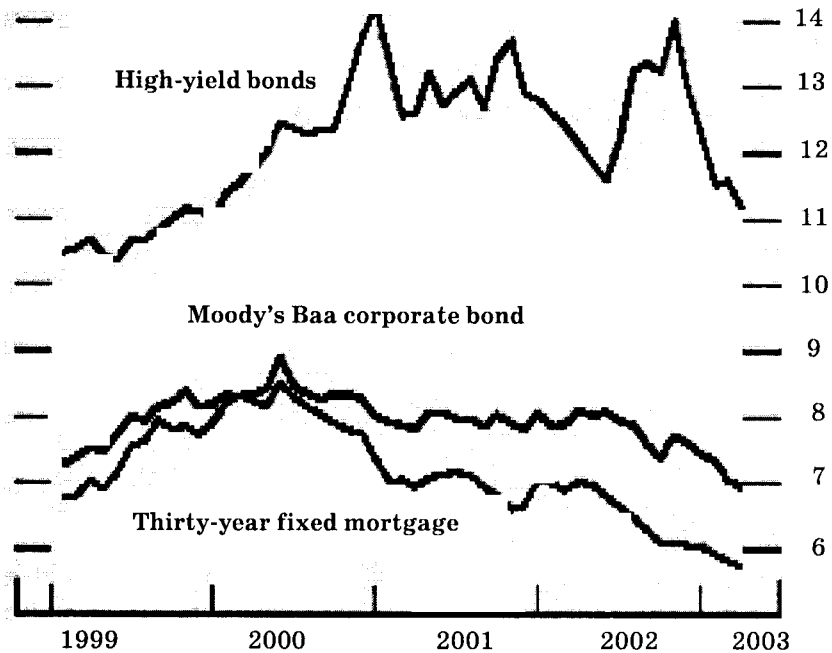


Рис. 2.11. Процентні ставки цінних паперів США у 1999—2003 рр.: High-yield bonds — облігації з високою дохідністю; Moody's Baa corporate bond — облігації корпорацій з індексом Baa інвестиційного агентства Moody's; Thirty-year fixed mortgage — іпотечні заставні з фіксованою процентною ставкою і строком дії 30 років.

Джерело: Carlson M., Perli R. Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002 // Federal Reserve Bulletin. — 2003. — № 6 (June). — P. 244.

Аналогічна закономірність простежується і на ринках іпотечних цінних паперів США і Канади. Так, наприклад, у США процентні ставки за іпотечними облігаціями перевищують лише на 100—150 базових пунктів (1—1,5 %) процентні ставки за державними цінними паперами і нижчі ніж процентні ставки за борговими зобов'язаннями організацій, які мають найвищий ступінь надійності та за рейтингом належать до цінних

паперів найвищої якості — AAA¹. Динаміка середньорічних процентних ставок іпотечних облігацій, державних цінних паперів і боргових зобов'язань корпорацій з рейтингом надійності AAA на ринку цінних паперів Канади наведена у табл. 2.13.

Таблиця 2.13. Динаміка процентних ставок на ринку цінних паперів Канади, %

Роки	Казначейські векселя	Корпоративні облігації з рейтингом AAA	Іпотечні облігації строком дії:		
			1 рік	3 роки	5 років
1997	3,4	7,0	5,5	6,5	7,0
2001	3,8	7,1	6,1	6,7	7,1

Джерело: Середньорічні процентні ставки обчислено за даними: Canadian Housing Statistics, 2001. — Canada Housing and Mortgage Corporation, 2002. — Р. 60.

Порівняння процентних ставок казначейських векселів, іпотечних облігацій, які забезпечені пулом заставних, і корпоративних облігацій з рейтингом AAA дозволяє підтвердити висновок, сформульований вище: іпотечні облігації у дворівневій інвестиційній моделі іпотечного ринку є низькоризиковими інструментами. Низький ризик іпотечних облігацій сприяє їх високій привабливості для вторинних інвесторів і здешевлює іпотечний кредит для кінцевого споживача, оскільки чим вищою є премія за ризик, тим дорожчим стає іпотечний кредит для позичальника (табл. 2.14).

Рейтинги державних і корпоративних цінних паперів формуються інвестиційними агентствами і є поточною оцінкою кредитоспроможності емітента. Їх не можна вважати рекомендацією для придбання, утримання чи продажу цінних паперів, оскільки вони не дають коментарів стосовно ринкових цін і придатності такого виду цінних паперів для конкретного інвес-

¹ Воробьев В.П. Проблемы развития ипотечного кредитования в России // Проблемы эффективности банковской системы. — 2000. — Вып. 3. — С. 90.

Таблиця 2.14. Номінальні процентні ставки і надбавки за кредитний ризик за довгостроковими зобов'язаннями в США у 1996—1997 рр., %

Клас цінних паперів	Лютий 1996		Березень 1997	
	Номінальна процентна ставка	Надбавка (премія) за кредитний ризик	Номінальна процентна ставка	Надбавка (премія) за кредитний ризик
Казначейські зобов'язання	7,8	—	8,6	—
AAA	8,7	8,7 - 7,8 = 0,9	9,5	9,5 - 8,6 = 0,9
AA	9,2	9,2 - 7,8 = 1,4	9,8	9,8 - 8,6 = 1,2
A	9,5	9,5 - 7,8 = 1,7	10,1	10,1 - 8,6 = 1,5
BB	10,1	10,1 - 7,8 = 2,3	10,6	10,6 - 7,8 = 2,8

Джерело: *Иванов В.М.* Финансовый рынок. — К.: МАУП, 1999. — С. 74.

тора. Рейтинги базуються на поточній інформації, яку одержують інвестиційні агентства від емітентів або з інших джерел, які вважають надійними. У формуванні рейтингів якості державних і корпоративних цінних паперів інвестиційні агентства аналізують три групи факторів: а) вид цінних паперів та їх забезпечення; б) здатність емітента своєчасно здійснювати виплати по емітованих цінних паперах; в) пріоритетність цінних паперів у випадку банкрутства емітента або його реорганізації. Класи якості цінних паперів та їх характеристика за класифікацією провідних інвестиційних агентств США — *Standard and Poor's* та *Moody's Investors Service* — наведені у табл. 2.15.

Покупцями іпотечних цінних паперів виступають переважно вторинні інвестори — інституційні інвестори (пенсійні фонди, страхові компанії) та інвестиційні посередники (інвестиційні компанії, взаємні фонди), які за своїм функціональним призначенням залучають значні обсяги довгострокових фінансових ресурсів. Важливим є те, що джерелом їх доходу виступає не стільки перевищення суми внесків над сумою виплат, скільки надійність фінансових інвестицій.

Надійність іпотечних облігацій забезпечується не лише колективною (солідарною) відповідальністю позичальників іпотечних кредитів, заставою нерухомості та майном суб'єкта, що емітує іпотечні цінні папери, але й забезпечується, як правило, державним страхуванням і гарантуванням іпотечних кредитів. На цьому аспекті наголошують ряд економістів. Наприклад, С. Кручок відзначає, що “рефінансування шляхом *mortgage backed securities* (MBS) — це рефінансування через емітовані небанківськими іпотечними установами боргові зобов'язання, які *дійсні за наявності додаткових гарантій*” (курсив наш — Авт.)¹.

Страхування іпотечних кредитів від кредитних ризиків у США здійснюють державні інститути — Міністерство житлового будівництва і міського розвитку (*Department of Housing and Urban Development*)², Міністерство у справах ветеранів

¹ Кручок С.І. Іпотечне кредитування: Навч. посіб. — К., 2002. — С. 123.

² Міністерство житлового будівництва і міського розвитку (*Department of Housing and Urban Development*) створене у 1965 р. виконує

Таблиця 2.15. Класи якості цінних паперів за класифікацією інвестиційних агентств США

Рейтинг цінних паперів	Інвестиційне агентство		Характеристика
	Standard and Poor's*	Moody's Investors Service**	
Найвища якість	AAA	Aaa	Імовірність сплати процентних платежів і суми основного боргу надзвичайно висока
Дуже висока якість	AA	Aa	Імовірність сплати процентних платежів і суми основного боргу достатньо висока
Висока якість	A	A	Імовірність сплати процентних платежів і суми основного боргу висока, хоча емітент підвладний несприятливим змінам економічних та фінансових умов
Середня якість	BBB	Baa	Емітент цінних паперів здатен сплачувати процентні платежі та погашати основну суму боргу. Однак несприятливі економічні умови із високою ймовірністю можуть призвести до послаблення можливостей здійснювати платежі за цими зобов'язаннями

* Standard and Poor's — найбільше рейтингове агентство США, що функціонує на ринку аналітичних послуг та інформації.

** Moody's Investors Service — провідне агентство з визначення рейтингу цінних паперів. Створене у 1913 р. у Нью-Йорку. Функціонує як дочірня компанія Dun and Bradstreet Corporation, яка збирає інформацію про корпорації в США, публікує фінансову і комерційну інформацію (заснована у 1841 р. у Нью-Йорку).

Джерела: Складено за даними: Standard and Poor's Corporation. Bond Guide. — 1995. — № 8. — Р. 10; Колб Роберт В., Родригес Рикардо Дж. Финансовые институты и рынки: Учебник: Пер. 2-го амер. изд. — М.: "Дело и сервис", 2003. — С. 151—152.

Закінчення табл. 2.15

Рейтинг цінних паперів	Інвестиційне агентство		Характеристика
	Standard and Poor's	Moody's Investors Service	
Якість нижча за середню	BB	Ba	Боргові цінні папери характеризуються меншим ризиком неплатоспроможності емітента у період, на який вони випущені, ніж інші спекулятивні цінні папери (B, CCC, CC, C). Разом з тим, емітент підвладний впливу негативних економічних і фінансових факторів, які можуть призвести до зниження ймовірності платежів за зобов'язаннями
Низька якість	B	B—Саа	На час встановлення рейтингу емітент здатен сплачувати процентні платежі та погашати основну суму боргу. Однак ймовірність здійснення виплат у майбутньому низька
Спекулятивні цінні папери	CCC CC	Ca	Емітент цінних паперів цієї категорії має ознаки банкрутуючої компанії. Виплати за такими зобов'язаннями повністю залежать від сприятливих економічних і фінансових факторів. У разі несприятливих умов ймовірність неплатоспроможності емітента висока
Найнижча якість	C DDD D	CC	Рейтинг цінних паперів емітента, щодо якого ініційована процедура банкрутства, але емітент: не порушує строків платежів (C), порушує строки платежів (DDD), не здійснює платежів за зобов'язаннями (D)

Спекулятивні цінні папери

(*Department of Veterans Affairs*) і приватні страхові компанії¹, у 90-х роках ХХ ст. частки яких у структурі портфеля застрахованих іпотечних кредитів становили, відповідно, 50 %, 19, 31 %².

Державні гарантії по іпотечних кредитах у США надають три іпотечні агентства, що виступають у ролі фінансово-емісійних компаній: Федеральна національна іпотечна асоціація *Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)*, Державна національна асоціація іпотечного кредиту *Ginnie Mae (Government National Mortgage Association)*, Федеральна корпорація житлового іпотечного кредиту *Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation)*. Напівдержавний статус цих фінансово-емісійних компаній дає їм змогу гарантувати виконання своїх зобов'язань перед інвесторами за рахунок створеного у федеральному бюджеті резервного фонду у 2,25 млрд дол.³ Тобто, фактично, кредитоспроможність цих іпотечних агентств замінює собою кредитоспроможність індивідуальних позичальників — власників іпотечної нерухомості, зобов'язання яких включені у пул іпотечних кредитів. Завдання, функції та підпорядкування фінансово-емісійних компаній США наведені у табл. 2.16.

Під час здійснення рефінансування іпотечних позик, які надані кредиторами первинного іпотечного ринку шляхом утримання їх у власному кредитному портфелі або шляхом

функції Федерального управління з житлових питань (*Federal Housing Administration*), заснованого у 1934 р. і реорганізованого у 1939 р., а саме: розробляє і реалізує програми житлового будівництва та розвитку міських комунальних господарств.

¹ Найбільші приватні страхові компанії США, які страхують іпотечні кредити: *GE Capital Mortgage Insurance Company*, *Mortgage Guaranty Insurance Company*, *United Guaranty Company*, *Republic Mortgage Insurance Company*, *Commonwealth Mortgage Insurance Company* та ін.

² Обчислено за даними: *Шадрин А.* Рынок ипотечных ценных бумаг. Опыт США и перспективы России // Рынок ценных бумаг. — 1998. — № 7. — С. 63.

³ *Воробьев В.П.* Проблемы развития ипотечного кредитования в России // Проблемы эффективности банковской системы. — 2000. — Вып. 3. — С. 87.

Таблиця 2.16. Спеціалізовані посередники вторинного іпотечного ринку США

Створення	Ginnie Mae	Fannie Mae	Freddie Mac
Завдання	Надає іпотечні позики в рамках державних програм допомоги суб'єктам житлового ринку, для яких недоступні звичайні методи іпотечного кредитування	Підвищує ліквідність ринку іпотечних кредитів, покращує розподіл інвестиційного капіталу для будівництва і придбання житла. З 1970 р. отримала право на придбання іпотечних позик, наданих без гарантій ФЖА і АСВ	Підвищує ліквідність інвестицій у сфері іпотечного бізнесу. Створює іпотечний капітал шляхом розвитку вторинного іпотечного ринку
Функції	Гарантує виплату основного боргу і процентів за іпотечними облігаціями. Обслуговує портфель іпотечних кредитів Федерального уряду	Купує різні види іпотечних житлових кредитів, емітує іпотечні цінні папери, що забезпечені пулом заставних	Зв'язує ринки іпотечних кредитів та іпотечних цінних паперів шляхом придбання кредитів та емісії на основі пулів однотипних заставних іпотечних облігацій
Операції	Купує іпотечні кредити з процентною ставкою, нижчою за ринкову, і продає іпотечні цінні папери зі знижкою до їх номінальної ціни	Купує стандартизовані заставні, емітує облігації і короткострокові векселі, купує цінні папери на контрактній основі, контролює обслуговування позик	Купує первинні і вторинні заставні, продає сертифікати участі

	Ginnie Mae	Fannie Mae	Freddie Mac
Фінансування	Державні програми допомоги фінансуються за рахунок позик. Казначейства, процентних платіжів на власній портфель іпотечних облігацій. Програма гарантування цінних паперів фінансується за рахунок комісійних від емігентів іпотечних цінних паперів	Отримує ресурси у процесі погашення придбаних іпотечних кредитів і в результаті продажу на вторинному ринку емітованих іпотечних цінних паперів, які забезпечені пулами іпотечних кредитів	Фінансується за рахунок емісії гарантованих іпотечних сертифікатів, довгострокових облігацій, векселів, а також за рахунок кредитних ліній комерційних банків

Примітка: Фінансово-емісійні компанії *Ginnie Mae*, *Fannie Mae*, *Freddie Mac* — найважливіші учасники вторинного іпотечного ринку США. Необхідно назвати також державні організації, які формують і активно беруть участь у роботі житлового сегмента іпотечного ринку — Міністерство житлового будівництва і міського розвитку (*Department of Housing and Urban Development*), Міністерство у справах ветеранів (*Department of Veterans Affairs*) та ін.

Джерела: Складено за даними: *Черных Е.В.* История и перспективы развития ипотечного кредитования в России / Принт. № WP/98/048. — М.: ЦЭМИ РАН, 1998. — 60 с. — С. 30—31; Модель вторичного рынка ипотечных кредитов: опыт США: Сб. мат. / Сост.: Институт экономики города. — М., 1995. — 130 с.

емісії на їх основі іпотечних облігацій, *Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac* підвищують ліквідність кредиторів первинного ринку: у разі передачі первинним кредитором фінансово-емісійній компанії права вимоги іпотечної заборгованості активи (іпотечна заборгованість) списуються з балансу кредитора, що дозволяє у такий спосіб покращувати фінансові показники і підвищувати рентабельність діяльності (первинний кредитор одержує комісійний дохід за обслуговування наданих іпотечних кредитів за відсутності цих активів на його балансі).

Крім того, фінансово-емісійні компанії перерозподіляють позичковий капітал шляхом переливу капіталу в більш рентабельні галузі та сфери економіки; сприяють зниженню відмінностей у процентних ставках іпотечних кредитів у різних географічних районах і формуванню єдиної ціни іпотечного капіталу в межах країни; диверсифікують іпотечні ризики не лише щодо різних позичальників (як в емісії іпотечних облігацій первинним кредитором), а й щодо різних кредиторів, а також у територіальному і географічному аспектах; під час здійснення поділу, укрупнення, об'єднання пулів іпотечних кредитів емітують цінні папери, які найкраще задовольняють потреби вторинних інвесторів щодо дохідності, ризиковості, строків обігу.

Отже, державне страхування і гарантування іпотечних кредитів дозволяє вторинним інвесторам вважати іпотечні облігації та іпотечні сертифікати участі, емітовані на їх основі, практично безризиковими і надійними фінансовими інструментами. Це здешевлює іпотечні кредити та сприяє залученню на іпотечний ринок значних ресурсів (табл. 2.17).

Низькі процентні ставки іпотечних кредитів у дворівневій інвестиційній моделі іпотечного ринку опосередковано забезпечує державний бюджет, тобто платники податків. Для того, щоб дешевими іпотечними позиками не користувалися особи, які купують елітне житло, у США законодавчо закріпили обмеження щодо величини (обсягу) іпотечного кредиту, який рефінансується фінансово-емісійними компаніями. Так, у 1999 р. ліміт на обсяг іпотечної позики, яка доступна для рефінансування фінансово-емісійними компаніями, був уста-

Таблиця 2.17. Частка державних агентств і вторинних інвесторів у структурі іпотечної заборгованості США у деяких роках за період 1975—2004 рр.

Роки	Державні агентства — держателі іпотечних активів *		Іпотечні пули, під які емітовано іпотечні облигації **		Іпотечна заборгованість, млн дол.
	Портфель іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	Сума наданих іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	
1973	46 721	6,8	18 040	2,6	682 321
1975	66 891	8,3	34 138	4,3	801 537
1977	70 006	6,8	70 289	6,9	1 023 505
1979	97 084	7,3	119 278	9,0	1 326 750
1981	126 094	8,0	163 000	10,3	1 583 264
1983	147 370	8,1	285 073	15,6	1 826 395
1985	166 928	7,3	415 042	18,3	2 269 173
1987	192 721	6,4	718 297	24,0	2 986 425
1989	209 498	5,9	946 766	26,6	3 556 370
1990	239 003	6,3	1 079 103	28,7	3 762 872
1991	266 146	6,8	1 250 666	31,9	3 924 782

* Державні агентства охоплюють: Федеральну національну іпотечну асоціацію (*Fannie Mae*), Міністерство у справах ветеранів, Міністерство житлового будівництва і міського розвитку, Трастову корпорацію, Фермерську житлову адміністрацію, Федеральну корпорацію зі страхування депозитів, Федеральну корпорацію житлового іпотечного кредиту (*Freddie Mac*), Державну національну асоціацію іпотечного кредиту (*Ginnie Mae*).

** Містять іпотечні пули утворені і гарантовані державними та приватними агентствами. Останні формують комерційний сегмент ринку MBS.

Роки	Державні агентства — держателі іпотечних активів		Іпотечні пули, під які емітовано іпотечні облигації		Іпотечна заборгованість, млн дол.
	Портфель іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	Сума наданих іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	
1992	286 263	7,1	1 425 546	35,2	4 049 256
1993	327 014	7,6	1 570 666	36,8	4 269 331
1994	319 327	7,1	1 726 833	38,6	4 475 550
1995	313 760	6,7	1 861 864	39,5	4 709 386
1996	309 757	6,1	2 057 873	40,7	5 052 167
—	—	—	—	—	—
2001	503 600	6,7	3 605 200	48,2	7 481 500
2002	558 500	6,7	4 029 200	48,4	8 316 800
2003	669 700	7,2	4 549 700	48,8	9 331 000
2004	693 100	6,6	5 041 900	47,9	10 528 900

Джерела: Складено за даними: Mortgage Debt Outstanding // Federal Reserve Bulletin. — 1997. — А35— А41; Flow of Funds Accounts of the United States: Coded Tables for the Z.1 release. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — Washington, 2005. — September. — P. 88.

новлений на рівні 240 тис. дол. США; іпотечні кредити, обсяг яких перевищував установлений ліміт, не страхувалися Міністерством житлового будівництва і міського розвитку та Міністерством у справах ветеранів і не рефінансувалися іпотечними агентствами *Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac*, а тому і процентні ставки за ними були вищими¹ (рис. 2.12).

Для Європейських країн, де функціонує дворівнева інвестиційна модель, характерна висока активність приватних посередників вторинного ринку, тоді як у США ці функції виконують, переважно, державні організації, або інститути, які підтримуються урядом. Це пояснюється тим, що в європейських країнах державне регулювання іпотечного ринку спрямоване на підтримку кредиторів (шляхом надання податкових пільг, пільгових кредитів), тоді як у США сконцентроване на розвитку ринку іпотечних цінних паперів і спрямоване на підтримання інститутів, які формують його інфраструктуру.

Особливості механізму іпотечного кредитування зумовлюють переваги і недоліки організації іпотечного ринку за дворівневою інвестиційною моделлю.

До *переваг* організації іпотечного ринку за дворівневою інвестиційною моделлю належать:

- 1) сприяння залученню на іпотечний ринок ресурсів вторинних інвесторів;
- 2) державне гарантування і страхування іпотечних кредитів і значні обсяги іпотечного кредитування здешевлюють іпотечні кредити для позичальників;
- 3) забезпечення диверсифікації ризиків іпотечного кредитування.

Серед *недоліків* дворівневої інвестиційної моделі виділимо такі:

- 1) обов'язковість стандартизації інструментів іпотечного кредитування. Застосування дворівневого механізму рефі-

¹ Воробьев В.П. Проблемы развития ипотечного кредитования в России // Проблемы эффективности банковской системы. — 2000. — Вып. 3. — С. 87—90.

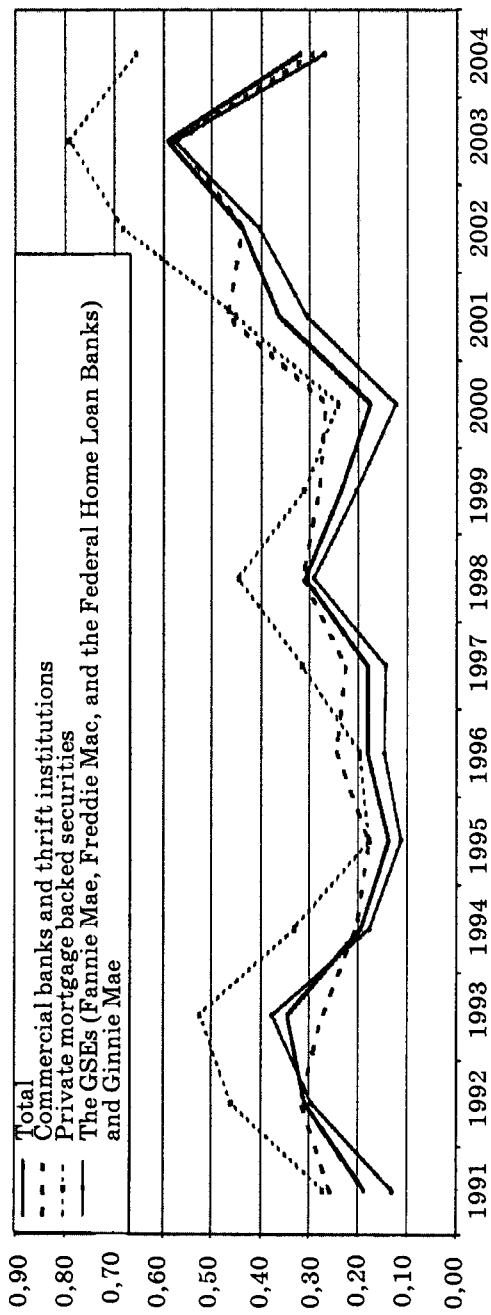


Рис. 2.12. Динаміка процентних ставок стандартних іпотечних позик, які надані первинними кредиторами на іпотечному ринку США, у 1991—2004 рр. (%): Total — сукупний; Commercial banks and thrift institutions — комерційні банки і ощадні інститути; Private mortgage backed securities — іпотечні obligції, забезпечені пулом заставних (MBS), приватних емітентів; The GSEs (Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks) and Ginnie Mae — MBS, гарантовані і застраховані Fannie Mae, Freddie Mac, the Federal Home Loan Banks, Ginnie Mae.

Джерело: Greenspan A., Kennedy J. Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences. — Finance and Economics Discussion Series. — Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. — Federal Reserve Board. — Washington, 2005. — P. 17.

нансування неможливе до нестандартних позик, тому сек'юритизація активів первинних кредиторів здійснюється, переважно, на житловому сегменті іпотечного ринку (хоча зауважимо, що на сьогодні почали розробляти програми сек'юритизації іпотечних кредитів, які надані під заставу комерційної нерухомості (офіси, готелі, підприємства роздрібною торгівлі)¹;

2) зниження ефективності моделі через асиметричність інформації, яка виникає у результаті фрагментації процесу руху іпотечного капіталу. Фрагментація процесу руху іпотечного капіталу, тобто поділ процедур руху іпотечного капіталу, з одного боку, на надання і обслуговування іпотечних кредитів, з іншого — на рефінансування і управління ризиками підвищує імовірність надання сумнівних іпотечних позик і пов'язаних з цим збитків (так, наприклад, збитки від неплатоспроможності позичальників фінансово-емісійної компанії *Fannie Mae* у 1996 р. становили 405 млн дол.²). Це вимагає пошуку нових механізмів поділу функцій і диверсифікації ризиків іпотечного кредитування. У Чикаго, наприклад, запроваджено експериментальну програму *Mortgage Partnership Finance*, в рамках якої іпотечні компанії зберігають кредитний ризик, що надає фінансово-емісійним компаніям відповідне поручительство. У західній економічній літературі це явище відоме як проблема головних (ведучих) суб'єктів ринку (*principal-agent problem*). Її сутність полягає у тому, що успіх одного учасника іпотечного ринку, який виконує обмежений набір функцій, залежить від якості виконання функцій іншими суб'єктами ринку. Всебічний аналіз цієї проблеми здійснив американський дослідник Р. Ордер (*R. Order*) у праці «Економіка вторинного іпотечного ринку США: еволю-

¹ *Greenspan A., Kennedy J.* Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences. — Finance and Economics Discussion Series. — Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. — Federal Reserve Board. — Washington, 2005. — P. 82.

² *Мишч В.М.* Модели ипотечного кредитования и перспективы их применения в России // Банковское дело. — 2002. — № 6. — С. 32.

ція та управлінські рішення” (1999) (*The Economics of the Secondary Mortgage Market in the United States: It's Evaluation and Some Management Issues*)¹;

3) урядові гарантії руйнують механізм ринкового переміщення капіталів;

4) в умовах значних коливань процентних ставок дворівнева модель іпотечного ринку не дає змоги використовувати іпотечні фінансові інструменти зі змінною процентною ставкою (*adjustable rate mortgage, ARM*). Хоча з 1981 р. комерційні банки, ощадні інститути та іпотечні компанії США отримали дозвіл на емісію іпотечних кредитів зі змінною процентною ставкою, а фінансово-емісійні компанії запровадили програми сек'юритизації для ARM, ці фінансові інструменти не набули поширення, значно поступаючись фінансовим інструментам з фіксованою процентною ставкою. Так, наприкінці 1990-х років 80 % іпотечних кредитів, рефінансованих фінансово-емісійними компаніями США, були позиками з фіксованою процентною ставкою². Незначне поширення ARM пояснюється тим, що іпотечні кредити зі змінною процентною ставкою за своєю природою менш гомогенні, ніж фінансові інструменти з фіксованою процентною ставкою, що утруднює формування пулів заставних та обмежує можливості їх реалізації на вторинному іпотечному ринку.

Незважаючи на стабільність і відпрацьованість, безперервність і чіткість роботи дворівневої моделі іпотечного ринку, вона досить хитка. Її стабільність базується на забезпеченні державою балансу інтересів усіх ринкових суб'єктів шляхом застосування різних стабілізуючих інструментів і технологій, на ефективному державному управлінні та значній державній підтримці інституту житлового іпотечного кредитування. З цього приводу Г. Ціліна зазначає, що без державного регулювання, створення технологій постійного

¹ *Order R.V. The Economics of the Secondary Mortgage Market in the United States: It's Evaluation and Some Management Issues.* — Freddie Mac, 1999.

² *Coles A. Securitization: What is Different about the USA? // Housing Finance International.* — 1999. — Vol. XIII. — № 3. — P. 11.

штучного балансування інтересів суб'єктів іпотечного ринку така система буде давати збій і може створити непередбачувані фінансові катастрофи¹.

Дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку може ефективно функціонувати лише у власному економічному та інституційному середовищі з надлишком фінансових ресурсів, високими доходами громадян, ефективною системою соціального захисту, ефективним державним регулюванням інвестиційного процесу, за наявності на житловому сегменті ринку нерухомості значного обсягу вільного житла (у багатьох країнах середній рівень незайнятого житла перебуває у межах 4—8 %, однак у країнах, де функціонує дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку, цей показник перевищує середні значення: у Франції він складає 7—8 %, у США — 10 %²).

У цілому можна констатувати, що хоча дворівнева інвестиційна модель організації іпотечного ринку використовується у ряді країн Європи (у 2004 р. сума емісії MBS у Великобританії склала 102 млрд дол., в Іспанії — 47, у Нідерландах — 18, в Італії — 10, у Франції — 6, у Німеччині — 1)³, цей механізм руху іпотечного капіталу широкого розповсюдження не набув (рис. 2.13).

Загальна заборгованість за іпотечними облігаціями, які забезпечені пулами заставних, у країнах ЄС у 1998 р. склала лише 1 % сукупного портфеля наданих житлових іпотечних кредитів, 2001 р. — зросла до 4 %⁴. Для порівняння: ринок іпотечних облігацій у США за своїми обсягами дещо посту-

¹ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит. — М.: ЗАО "Издательство "Экономика", 2001. — С. 235.

² Там же. — С. 248.

³ *Ahearn Alan G., Ammer John, Doyle Brian M., Kole Linda S., Martin Robert F.* House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — International Finance Discussion Papers. — Number 841. — September 2005. — P. 65.

⁴ *Lambert A.* Real estate transactions and the secured credit market in Europe: Introductory Eulis Seminar (Lund, 27—28 February 2003) / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>)

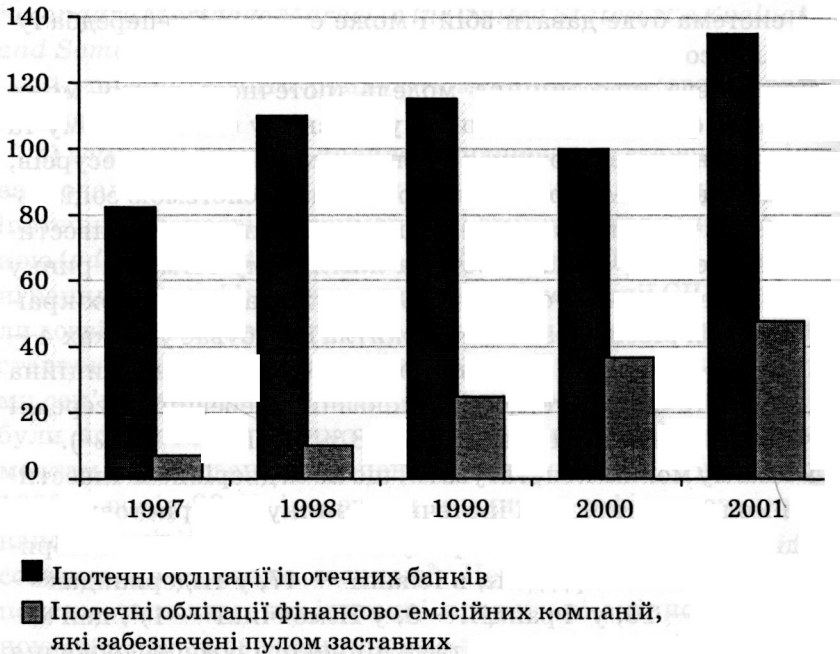


Рис. 2.13. Емісія іпотечних облігацій іпотечних банків і MBS в ЄС у 1997—2001 рр., (млрд євро)

Джерело: Low S., Wyman M. Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets / European Mortgage Federation, 2003. — Р. 53. (<http://www.hypo.org/>)

пається ринку державних облігацій, посідаючи майже третину ринку боргових цінних паперів¹.

Отже, за результатами проведених досліджень вважаємо за доцільне виділяти *три “класичні” моделі іпотечного ринку* — *цільову, депозитну, інвестиційну*, специфіка яких зумовлена джерелом формування іпотечного капіталу, особливостями організаційно-правової форми первинних кредиторів і механізмом управління ризиками іпотечного кредитування.

International Bond Market Analysis. — New York: Salomon Brothers Inc, 1996.

Розділ 3

ЕВОЛЮЦІЯ МОДЕЛЕЙ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ

3.1. Інституціоналізація іпотечного ринку: методологічний аспект

Фундаментальним фактором функціонування ринків виступають інституції, які розв'язують проблеми координації суб'єктів суспільного відтворення, зменшують невизначеність шляхом встановлення стійкого механізму взаємодії між ними як функціональними носіями попиту і пропозиції, створюють каркас ринку, визначають умови і можливості функціонування економічних законів, забезпечують форми економічної поведінки суб'єктів і реалізацію їхніх економічних інтересів.

Інституції та сформовані на їх основі інститути ми розглядаємо одночасно як спосіб і результат узгодження інтересів суб'єктів іпотечних фінансових відносин. Це дає можливість вивчати становлення іпотечного ринку як процес інституційного оформлення узгоджених економічних інтересів його суб'єктів. Такий підхід до дослідження зумовлений тим, що іпотечний ринок є складним конгломератом економічних зв'язків і норм, що інтегровані у рамках економічного порядку, який формується і відтворюється з безпосередньою участю економічних суб'єктів і виходячи з їх економічних інтересів. Тому, під час дослідження еволюції іпотечного ринку як

зміни типів його інституційної організації, необхідно, перш за все, виявити особливості узгодження економічних інтересів його суб'єктів і виникнення на цій основі тих економічних інституцій, які формують відмінну інституційну структуру, тобто складають специфіку кожної моделі іпотечних фінансових відносин.

Підхід до дослідження інституцій як похідних утворень від інтересів широко представлений у працях представників нової інституційної теорії — Д. Норта, М. Олсона, О. Уільямсона, Р. Познера, Р. Нельсона, С. Уінтера. Так, наприклад, Д. Норт підкреслює, що інституції, чи принаймні офіційні правила, створюються швидше для того, щоб слугувати інтересам тих, хто займає позиції, які дають змогу впливати на формування нових правил¹. Впливові у країнах Західної Європи ліберальні доктрини також обґрунтовують думку про те, що ринкові інституції виникають у результаті узгодження інтересів автономних економічних суб'єктів. Цей факт виділяє, зокрема, Д. Фостер: «Інституції — це встановлені зразки узгодженої поведінки»². Деякі вітчизняні та російські дослідники також розглядають інституції як форму узгодження різноспрямованих інтересів економічних суб'єктів, серед них — Л. Логінова³, Т. Трубіцина⁴, О. Яременко⁵, інші дослідники.

Виходячи із наведеного, можна припустити, що *інституції іпотечного ринку* — це система способів, норм і правил,

¹ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — С. 27.

² Введение в институциональный анализ / Под ред. В.Л. Тамбовцева. — М.: ТЕИС, 1996.

³ Логінова Л.В. Институционализация экономических интересов: методологический аспект // Формирование российской модели рыночной экономики: противоречия и перспективы / Под ред. К.А. Хубиева. — Ч. 2. — М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2003. — С. 260.

⁴ Woollett J. The Role of the EBRD in Supporting the Development of the Mortgage Sector in Central and Eastern Europe // Materials of the 8th Central European Covered Bond Conference (19 October 2004). — P. 36.

⁵ Яременко О.Л. Переходные процессы в экономике Украины: институциональный аспект. — Х., 1997. — 280 с.

процедур і цінностей, відповідно до яких суб'єкти іпотечних фінансових відносин взаємодіють між собою і під час узгодження різноспрямованих інтересів здійснюють економічну діяльність. Це положення можна конкретизувати у такий спосіб: *економічні інституції іпотечного ринку* — це інституціоналізовані економічні інтереси.

Поняття “інституціоналізація економічних інтересів” широко вживається в теоретичних дослідженнях, хоча єдиного трактування сутності цього поняття на сьогодні немає. У соціології поняття інституціоналізації застосовується для характеристики процесів, які формують організацію індивідів, груп тощо, перетворюючи їх взаємодію в інституційну систему. Так, Е. Гідденс, трактуючи суспільство, як сукупність інституціоналізованих форм поведінки, стверджує, що інституціоналізація означає перетворення на загальноприйнятту практику, яка зберігається у незмінній формі протягом поколінь¹.

В економічній теорії поняття інституціоналізації трактують по-різному: як процес формування функціональних, нормативних і владних відносин між інституційним суб'єктом і суб'єктами зовнішнього середовища²; як процес закріплення зовнішньої норми у суспільній практиці, її фактичне підтвердження через реальну практику економічних суб'єктів, як “спільну діяльність, упорядковану інституціями”³; як процес “закріплення поведінки суб'єктів... в певні організаційно стійкі форми, які визнаються всіма учасниками певної діяльності”⁴.

На нашу думку, сутність поняття “інституціоналізація” найбільш повно розкриває Л. Логінова у праці “Институцио-

¹ Гидденс Э. Социальные институты // Социологические исследования. — 1994. — № 2. — С. 129.

² Лебедева Н.Н. Институциональная экономика. — Волгоград: Изд-во ВолГУ, 1999. — С. 33—34.

³ Институциональная экономика / Под рук. Д.С. Львова. — М.: ИНФРА-М, 2001. — С. 37, 38, 93.

⁴ Мазур І.І. Інституціоналізація тіньової економіки України // Вісн. Київ. нац. ун-ту імені Тараса Шевченка. — Економіка. — 2006. — № 86—87. — С. 15.

нализация экономических интересов: методологический аспект”¹. Вона визначає економічну інституціоналізацію як сукупність економічних процесів, які організують економічних суб’єктів, перетворюючи їх взаємодію в економічну інституційну систему, елементи якої стають загальноприйнятою практикою, що зберігається у незмінній формі протягом декількох поколінь, що знаходить підтвердження у реальній поведінці людей.

Оскільки мотивом, стимулом економічної діяльності людини виступають її економічні інтереси, які, в результаті узгодження, призводять до появи економічних інституцій, то можна стверджувати, що в основі економічної інституціоналізації лежить процес узгодження економічних інтересів і їх оформлення у формі економічних інституцій. Звідси випливає, що інституційна структура іпотечних фінансових відносин, яка визначає тип інституційної організації іпотечного ринку, є результатом узгодження економічних інтересів його суб’єктів.

Вивчаючи процес інституціоналізації економічних інтересів, Л. Логінова виділяє ряд послідовних етапів, які наведено на рис. 3.1². Так, перший етап цього процесу передбачає конкретизацію спонукальних мотивів через усвідомлення суб’єктом економічної діяльності власних потреб і формування загальних цілей для активної діяльності. Другий етап пов’язаний із взаємодією економічних агентів, у результаті якої відбувається координоване узгодження різнобічних інтересів усіх економічних суб’єктів і формування сталої сукупності норм їх поведінки, тобто відбувається інституційне оформлення узгоджених інтересів економічних суб’єктів.

Однак розуміння інституцій лише як способу і результату узгодження різноспрямованих інтересів суб’єктів економічної діяльності нівелює інше джерело інституційного творення

¹ Логінова Л.В. Институционализация экономических интересов: методологический аспект // Формирование российской модели рыночной экономики: противоречия и перспективы / Под ред. К.А. Хубиева. — Ч. 2. — М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2003. — С. 262.

² Там же. — С. 263.

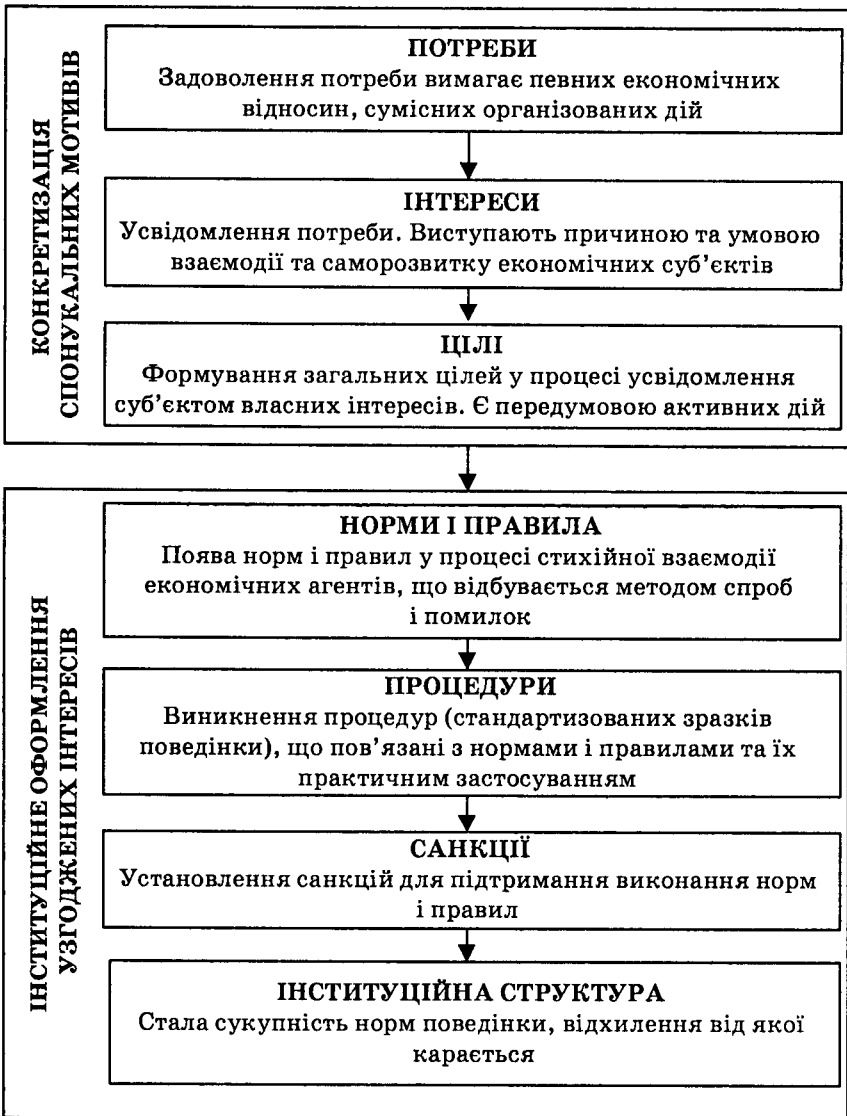


Рис. 3.1. Етапи інституціоналізації економічних інтересів

(а в подальшому й інституційних змін) — трансакційні витрати, які виникають у зв'язку з діяльністю економічних суб'єктів у ринковому середовищі і є наслідком конфлікту інтересів економічних агентів.

Під трансакційними витратами ми розуміємо економічні витрати, які виникають за будь-якої форми взаємовідносин між економічними агентами. Трансакційні витрати знижують прибутковість економічної взаємодії та можуть призводити до прямих збитків. Найбільш поширеною є типологія, яка охоплює п'ять типів трансакційних витрат¹:

1) витрати збору інформації (витрати часу і ресурсів на пошук інформації; втрати, пов'язані з неповнотою і недосконалістю інформації);

2) витрати проведення переговорів про умови обміну; витрати, пов'язані з укладанням контрактів;

3) витрати виміру атрибутів (параметрів) товару (послуги);

4) витрати специфікації і захисту прав власності (витрати на утримання судів, державних органів; втрати від недосконалої специфікації та ненадійного захисту прав власності; витрати часу і ресурсів на відновлення порушених прав власності);

5) витрати опортуністичної поведінки (моральний ризик, вимагання тощо).

Джерелом трансакційних витрат є суперечність інтересів, яка виникає у зв'язку з тим, що кожний економічний агент намагається максимізувати власну корисність (вигоду), і підкріплюється обмеженими здібностями економічних агентів щодо прийняття найбільш раціональних рішень в умовах асиметричної інформації та невизначеності. Загальний механізм дії трансакційних витрат і їх врахування при прийнятті рішень наведено у вигляді схеми на рис. 3.2.

¹ Укис Ю. Сущность и функции институтов в экономической системе // Вісн. Харківського нац. ун-ту імені В.Н. Каразіна. — 2002. — № 534. — С. 61—62; Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — 198 с.; Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 7.

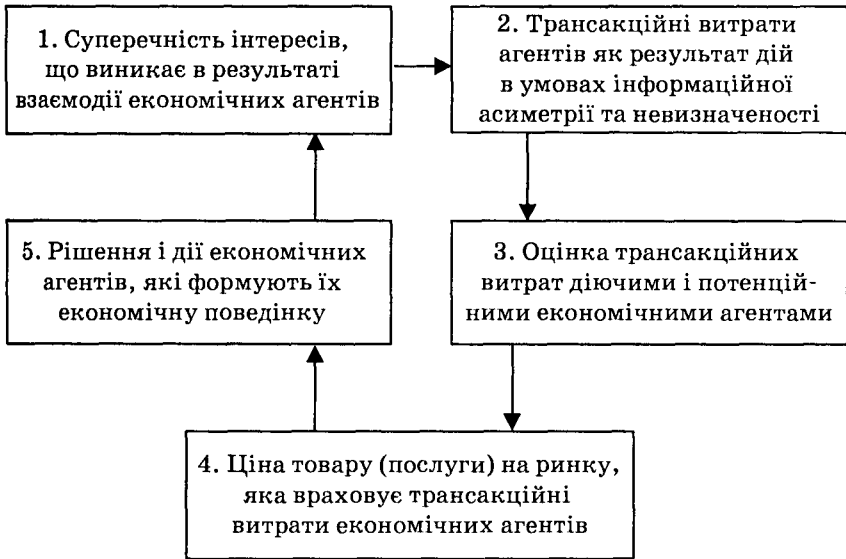


Рис. 3.2. Механізм дії трансакційних витрат

Зокрема, трансакційні витрати, які викликані суперечністю інтересів і діяльністю в умовах невизначеності та інформаційної асиметрії, оцінюються реальними та потенційними економічними агентами. Вони знаходять своє відображення у ринковій ціні товару (послуги) і безпосередньо впливають на активність економічних агентів на іпотечному ринку. Нижче, у формі схеми виділені економічні агенти, чий конфлікт інтересів є суттєвими з позиції їх впливу на трансакційні витрати руху іпотечного капіталу, зокрема:

- 1) між позичальником і кредитором;
- 2) кредитором і фінансово-емісійною компанією;
- 3) кредитором і первинним інвестором;
- 4) фінансово-емісійною компанією та вторинним інвестором;
- 5) кредитором і вторинним інвестором;
- 6) вторинним і первинним інвесторами (рис. 3.3).

Зауважимо, що наведена схема відображає всі можливі зв'язки між суб'єктами, які забезпечують кругообіг іпотечно-

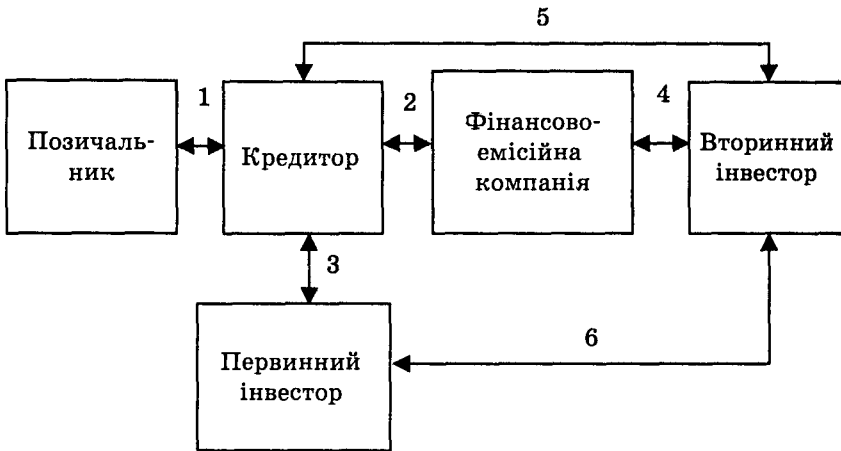


Рис. 3.3. Взаємовідносини економічних агентів у процесі кругообігу іпотечного капіталу

го капіталу, безвідносно до конкретної моделі організації іпотечних фінансових відносин. Головні суперечності інтересів суб'єктів іпотечного ринку та домінуючий тип трансакційних витрат для кожного виду конфлікту інтересів ми відобразили у формі таблиці, об'єднавши у такий спосіб 3 і 5-й та 2 і 4-й типи відносин між економічними агентами як подібні за природою, проявом суперечності інтересів і типом трансакційних витрат (табл. 3.1).

Інституції іпотечного ринку виступають способом і результатом узгодження незбігаючих інтересів і цілей взаємодіючих суб'єктів іпотечних фінансових відносин, а також є автоматичним способом раціоналізації повторюваних дій. Тому головною властивістю інституцій є зниження обсягу інформації, необхідної для індивідуальних і колективних дій, зниження невизначеності¹. Зокрема, аналізуючи ситуацію на іпотечному ринку і розуміючи механізм впливу трансакційних витрат на ринкову вартість іпотечних кредитів та іпотеч-

¹ Яременко О.Л. Переходные процессы в экономике Украины: институциональный аспект. — Х., 1997. — С. 33.

Таблиця 3.1. Суперечності інтересів агентів іпотечного ринку і типи трансакційних витрат

Тип взаємовідносин економічних агентів	Природа суперечності інтересів	Прояв суперечності інтересів	Домінуючий тип трансакційних витрат	Можливі витрати (трансакційні витрати)
1. Між кредитором і позичальником	Опортуністична певдінка позичальника в умовах неповної та асиметричної інформації	Позичальник може приховувати реальну мету одержання позички (в умовах відмінних процентних ставок за різними кредитними продуктами), свідомо завищувати показники власної кредитоспроможності, знижуючи ефективність діяльності кредитора	Витрати кредитора на збір інформації про кредитоспроможність позичальника, а також витрати спеціалізації та захисту прав власності	Втрата кредитором доходу від невиконання позичальником умов кредитного договору, у зв'язку з достроковим погашенням заборгованості за іпотечним кредитом
2. Між фінансово-емісійною компанією і кредитором	Опортуністична певдінка кредитора в умовах неповної та асиметричної інформації про кредитоспроможність і добросовісність позичальника	Кредитор з метою збільшення портфеля іпотечних кредитів може надавати сумнівні позички, знижуючи ефективність діяльності фінансово-емісійної компанії	Витрати фінансово-емісійної компанії на управління фінансовими активами, в тому числі витрати збору інформації про діяльність кредиторів, витрати стандартизації іпотечних кредитів і витрати	Втрата (недоотримання) доходу фінансово-емісійною компанією в результаті непланової продажності позичальників

Продовження табл. 3.1

Тип взаємовідносин економічних агентів	Природа суперечності інтересів	Прояв суперечності інтересів	Домінуючий тип трансакційних витрат	Можливі витрати (трансакційні витрати)
3. Між первинним інвестором і кредитором (вторинним інвестором)	Управління фінансовими ресурсами первинних інвесторів (дрібних вкладників) може суперечити їх інтересам	Кредитор (вторинний інвестор) може приймати рішення про формування активів з вищою дохідністю та, відповідно, з висшим ступенем ризику, або проводити дії, які прямо ведуть до зниження дохідності фінансових активів первинних інвесторів	Формування пулу заставних, додаткові витрати на контроль та одержання інформації	Недоотримання (втрага) очікуваних доходів від депозитів, повне або часткове знецінення фінансових активів у результаті помилок у управлінських рішеннях і погіршення фінансових результатів кредитора
4. Між кредитором (фінансово-емісійною компанією) і вторинним інвестором	Умови рефінансування наданих іпотечних кредитів можуть суперечити інтересам кредитора	За час формування портфеля іпотечних кредитів для сек'юритизації умови рефінансування	Витрати кредитора (фінансово-емісійної компанії) на управління фінансовими активами, в тому числі	Недоотримання (втрага) кредитором (фінансово-емісійною компанією) очікуваних доходів у результаті

Закінчення табл. 3.1

Тип взаємовідносин економічних агентів	Природа суперечності інтересів	Прояв суперечності інтересів	Домінуючий тип трансакційних витрат	Можливі втрати (трансакційні витрати)
		іпотечних кредитів можуть змінитися і підвищити ризики ліквідності та процентної ставки	витрати на стандартизацію іпотечних актів, витрати на розробку привабливих для інвесторів інструментів сек'юритизації, витрати збору інформації та витрати проведення переговорів	зниження ліквідності кредитора (фінансово-емісійної компанії) та виникнення від'ємної різниці між процентною ставкою, яка сплачується позичальником за іпотечним кредитом, і процентною ставкою за іпотечними облигаціями

них цінних паперів, кредитор може приймати більш обґрунтоване рішення щодо механізму фінансування іпотечних кредитів, який зменшить конфліктність інтересів, знизить трансакційні витрати та підвищить ефективність руху іпотечного капіталу.

Отже, в основі процесу руху іпотечного капіталу знаходяться економічні інтереси його учасників, які у випадку їх узгодження ініціюють сам процес іпотечного кредитування. Тобто забезпечення рівноваги інтересів суб'єктів іпотечних кредитних відносин є запорукою життєдіяльності та розвитку іпотечного ринку, тому з позиції економічної теорії формування іпотечного ринку передбачає узгодження інтересів учасників іпотечних фінансових відносин і становлення певної інституційної структури іпотечного ринку.

І. Гуцал, досліджуючи фактори забезпечення ефективного кредитування зазначає, що спільність інтересів суб'єктів ринку полягає у господарській необхідності, комерційній доцільності та фінансовій можливості кредитних відносин¹.

Однак, на нашу думку, господарська необхідність іпотечного кредитування (наявність потреби в іпотечному капіталі) та фінансова можливість здійснювати рух іпотечного капіталу (наявність як самих суб'єктів іпотечного ринку, так і можливостей іпотечних фінансових відносин: у позичальника — наявність фінансово-економічних передумов для інвестування і повернення позиченої вартості, у кредитора — забезпечувати зворотній перерозподіл іпотечного капіталу та стягувати об'єкт застави для задоволення своїх вимог у разі порушення позичальником умов договору, у інвестора — здійснювати іпотечні фінансові інвестиції) є передумовою становлення іпотечного ринку. Не лише наявність потреби в іпотечному кредиті (іпотечних цінних паперах), яка виявляється через попит позичальника (інвестора), але й наявність економічно та юридично незалежних суб'єктів господарювання, здатних самостійно приймати рішення і обирати шляхи їх досягнення, є передумовами становлення іпотечного ринку.

¹ Гуцал І. Мотиваційні фактори у забезпеченні ефективного кредитування // Банківська справа. — 2002. — № 3. — С. 38.

Оскільки всі учасники іпотечних фінансових відносин прагнуть до прибуткового вкладання фінансових ресурсів, то умовою становлення іпотечного ринку необхідно вважати розширене відтворення іпотечних фінансових відносин на основі сукупності принципів, серед яких комерційна доцільність руху іпотечного капіталу для кожного із суб'єктів ринку, що виділена І. Гуцалом, виступає найголовнішим, “цементуючим” принципом.

Отже, серед принципів іпотечних фінансових відносин, забезпечення яких є метою формування і одночасно умовою ефективного функціонування іпотечного ринку, виділяємо такі:

1) *принцип дохідності і надійності іпотечних інвестицій* визначає комерційну доцільність іпотечних фінансових відносин для кожного із суб'єктів іпотечного ринку. Розширене відтворення відносин іпотечного кредитування і становлення іпотечного ринку відбудеться у випадку існування додатної різниці між: а) процентними ставками за наданим у позику та залученим кредитором грошовим капіталом; б) доходом від використання кредитних ресурсів позичальником та його платежами у погашення позики; в) дохідністю вкладання грошового капіталу інвестором в іпотечні цінні папери та його альтернативним використанням. Недотримання принципу дохідності та надійності іпотечних фінансових інструментів призведе до втрати інвестиційної сутності іпотечного кредитування і гальмуватиме розвиток іпотечного ринку;

2) *принцип довгострокового характеру іпотечних фінансових відносин* визначає доступність іпотечних позик і попит на них та вимагає запровадження механізму зворотного перерозподілу та інвестування іпотечного капіталу, адекватного наявним економічним та інституційним умовам.

Принципи довгостроковості іпотечних фінансових відносин і дохідності та надійності іпотечних інвестицій мають забезпечувати доступність, а, отже, і масовість іпотечного кредитування як умову розширеного відтворення іпотечного ринку. Розширення трансакцій є наслідком становлення інституційної структури іпотечного ринку, яка узгоджує інтереси суб'єк-

тів іпотечних фінансових відносин і знижує трансакційні витрати руху іпотечного капіталу. Тобто в ролі головного критерію ефективності ринкового процесу ми використовуємо показник розширення трансакцій, а не Парето-ефективність, яка є центральним поняттям економічної ефективності неокласичної теорії¹. Сутність концепції ефективності ринкового процесу розкривається нижче із використанням висновків, одержаних В. Вольчиком і викладених ним у праці “Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов”².

Розподіл економічних благ є ефективним за Парето, якщо неможливо через перерозподіл покращити становище одного із контрагентів обміну без погіршення становища іншого контрагента обміну. Головним критерієм ефективності за Парето є відсутність розтрати ресурсів. Якщо можливий такий перерозподіл економічних благ, за якого хоча б один учасник обміну міг покращити своє становище без погіршення становища іншого економічного суб'єкта, вважається, що має місце розтрата ресурсів, а ситуація є неефективною за Парето. Так, у моделі економіки з двома індивідами, що подана на рис. 3.4, розподіл економічних благ у точці P_1 є неоптимальним за Парето, оскільки у результаті обміну можна значно покращити стан кожного із суб'єктів. Парето-ефективним (Парето-оптимальним) є такий розподіл економічних благ, за якого подальші взаємовигідні обміни неможливі: в моделі економіки з двома індивідами на рис. 3.4 Парето-ефективні варіанти розподілу економічних благ знаходяться на кривій AB .

¹ В. Парето сформулював оптимальну ситуацію для максимізації добробуту споживачів, які максимізують корисність від споживання благ в умовах обмежень власних доходів, що увійшла в економічну теорію під назвою “оптимум Парето”. Оптимум Парето — це максимум добробуту (суспільної корисності), за якого неможливо покращити становище окремого члена суспільства шляхом зміни обсягу виробництва та обміну, не погіршивши становища іншого. Звідси, Парето-ефективною називають економіку, в якій ніхто не може збагатитися інакше, як за рахунок збіднення іншого.

² Вольчик В.В. Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов // Известия вузов. Северо-Кавказский регион. Общественные науки. — 2002. — № 4. — С. 43—50.

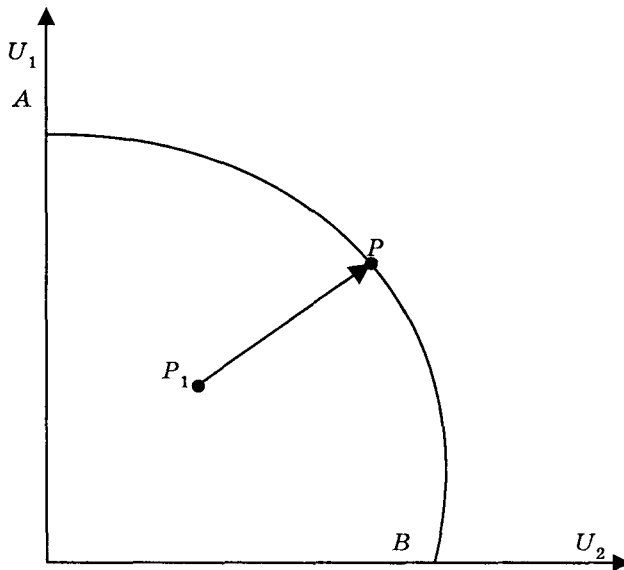


Рис. 3.4. Надлишок корисності

Отже, трансакції на ринку будуть відбуватися до того часу, доки у суб'єктів обміну існуватиме можливість одержати надлишок корисності, внаслідок чого економіка буде прямувати до точки P (рис. 3.4), в якій встановиться Парето-ефективність розподілу. Звідси випливає, що Парето-ефективність — це ефективність результату; вона відображає ситуацію здійснення усіх можливих трансакцій і є «ефективністю завершення ринкового обміну»¹.

Оскільки оцінка індивідом ступеня корисності певного блага знаходить своє відображення у суб'єктивній категорії цінності цього блага, то економічний обмін відбувається лише тоді, коли кожний із його учасників, здійснюючи акт обміну, досягає приросту цінності відносно цінності наявного набору благ.

¹ Вольчик В.В. Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов // Известия вузов. Северо-Кавказский регион. Общественные науки. — 2002. — № 4. — С. 45.

Факт приросту цінності доводить К. Менгер у праці “Основи політичної економії”, виходячи із припущення про наявність лише двох учасників обміну¹. Так, перший учасник має благо *A* цінністю w_1 , другий — благо *B* цінністю w_2 . У результаті обміну сукупна цінність благ кожного із учасників обміну збільшиться і складе $w'_1 = w_1 + x$ для першого учасника та $w'_2 = w_2 + y$ — для другого. Обмін буде відбуватися до того часу, поки сукупна цінність благ кожного із учасників обміну буде, за їх суб'єктивними оцінками, меншою, ніж сукупна цінність тих благ, які можуть бути одержані в результаті обміну. Тобто обмін відбувається, коли $w'_1 > (w_1 + x)$ для першого учасника обміну та $w'_2 > (w_2 + y)$ — для другого. Отже, можна записати рівняння:

$$(w'_1 + w'_2) - (w_1 + w_2) = \delta, \quad (3.1)$$

де w'_1 , w'_2 — сукупна цінність, відповідно, першого і другого учасників обміну після обміну; w_1 , w_2 — сукупна цінність, відповідно, першого і другого учасників обміну до обміну; δ — приріст цінності в результаті обміну.

Рівняння (3.1) математично відображає одиничний акт обміну. Ключовим у цьому рівнянні є показник δ , який характеризує приріст цінності ($\delta > 0$), а також саму можливість і доцільність обміну².

Отже, обмін економічними благами призводить до приросту сукупної цінності кожного з учасників обміну. Оскільки сукупна цінність благ до обміну менша за сукупну цінність благ після обміну, то трансакції вигідні для учасників обміну. Як наслідок, кількість трансакцій зростає, ринок розширюється.

Однак необхідно врахувати і той аспект, що в результаті неповноти та асиметрії інформації результат обміну важко

¹ Менгер К. Основания политической экономии // Австрийская школа в политической экономии: К. Менгер, Е. Бем-Баверк, Ф. Визер. — М., 1992. — С. 159.

² Вольчик В.В. Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов // Известия вузов. Северо-Кавказский регион. Общественные науки. — 2002. — № 4. — С. 46.

передбачити, тому після обміну цінність благ для учасника (учасників) обміну може виявитися меншою, ніж до обміну. Тобто: $w'_1 < (w_1 + x)$ і $w'_2 < (w_2 + y)$, тоді з рівняння (3.1) випливає, що $\delta < 0$. У результаті кількість обмінів буде зменшуватися, а ринок як сфера обмінних операцій — звужуватися. Така ситуація створить стимули для формування інституцій (норм, правил), а в подальшому й інститутів, які б знизили інформаційну асиметрію і транзакційні витрати та мультиплікативно збільшили кількість обмінів. Збільшення транзакцій є продуктивним, оскільки дозволяє акумулювати “неявні знання”, які впливають із суб’єктивного визначення цінності та здійснюваних обмінних транзакцій. Результати акумулювання “неявного знання” знайдуть відображення здатності у інституційних структур знижувати транзакційні витрати¹.

Виходячи із наведеного вище, рівняння (3.1) буде мати такий вигляд:

$$(w'_1 + w'_2) - (w_1 + w_2) = k \cdot \delta, \quad (3.2)$$

де k — коефіцієнт, який визначає якість інституцій, тобто їх здатність знижувати транзакційні витрати та інформаційну асиметрію у взаємодії економічних суб’єктів. В умовах інформаційної асиметрії значення коефіцієнта перебуває у межах від 0 до 1 ($0 < k < 1$), це означає, що неефективні інституційні обмеження створюють мультиплікативний ефект згортання обмінів. За відсутності інформаційної асиметрії значення коефіцієнта буде більшим від нуля ($k > 0$), це означає, що інституційні обмеження є ефективними, оскільки знижують асиметричність інформації, транзакційні витрати і створюють мультиплікативний ефект розширення обмінів на ринку².

Ефективність ринкового процесу визначає вектор розвитку ринку: якщо система рухається у напрямі розширення обмі-

¹ Вольчик В.В. Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов // Известия вузов. Северо-Кавказский регион. Общественные науки. — 2002. — № 4. — С. 46.

² Там же. — С. 47.

нів, ринковий процес можна вважати ефективним (рис. 3.5); в іншому випадку, коли відбувається відносно звуження кількості трансакцій, ринковий процес є неефективним.

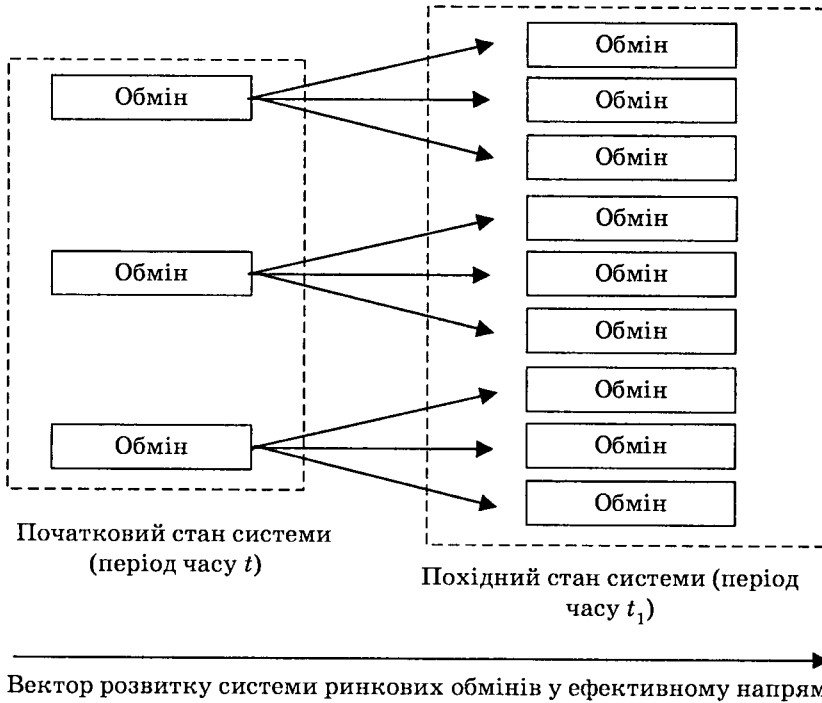


Рис. 3.5. Ефективний процес ринкових трансакцій

Важливим показником, що визначає напрям розвитку ринку, є стан його інституційної структури. Конкуренція (економічне суперництво економічних суб'єктів щодо задоволення власних інтересів) є механізмом реалізації потенціалу ринку, оскільки завдяки конкуренції буде відбуватися відбір ефективних інституцій, які у своїй сукупності утворюють інституційну структуру ринку.

Зауважимо, що якщо інституційна структура ринку перебуває у стадії формування або зміни, то інститути та інституції, які її конструюють, будуть виникати і закріплюватися в

залежності від порівняльної ефективності альтернативних способів координації господарської діяльності¹.

Отже, в результаті досліджень дійшли до висновку, що інституції виступають способом і результатом узгодження інтересів суб'єктів ринку, які діють в умовах інформаційної асиметрії та невизначеності. Разом із тим відзначимо, що інституційна структура іпотечного ринку сама по собі не є генератором оновлення іпотечного ринку як системи. Головною діючою особою цього оновлення є суб'єкт іпотечних фінансових відносин, а інституційна структура виступає одночасно результатом та інструментом, за допомогою якого суб'єкти іпотечного ринку знижують невизначеність та інформаційну асиметрію і реалізують власні економічні інтереси. Критерієм ефективності інституційного відбору є розширення ринкових трансакцій.

3.2. Еволюція моделей іпотечного ринку

Іпотечний ринок проходить певні етапи розвитку, упродовж яких змінюються форми його інституційної організації, зростають масштаби іпотечного кредитування, збагачується зміст взаємозв'язків між суб'єктами. Тому іпотечний ринок необхідно досліджувати як систему, що розвивається, стає дедалі більш структурованою, в якій відбувається поетапне формування елементів структури, ускладнюється механізм руху іпотечного капіталу.

Процес розвитку іпотечного ринку не аналогічний звичайній зміні його станів: у процесі розвитку іпотечний ринок не тільки розкриває закладені в ньому потенції, він скидає форми функціонування, які вичерпали себе. Перехід іпотечного ринку на інший рівень розвитку виявляється у зміні типу його інституційної організації. Так само як тип інституційної організації іпотечного ринку є результатом його розвитку,

¹ Вольчик В.В. Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов // Известия вузов. Северо-Кавказский регион. Общественные науки. — 2002. — № 4. — С. 46—47.

так і розвиток іпотечних фінансових відносин є процесом, що розгортається на основі певного типу інституційної організації іпотечного ринку. Отже, аналіз типів інституційної організації іпотечного ринку тісно пов'язаний з дослідженням генетичних зв'язків між ними та розкриттям напрямів еволюції моделей іпотечних фінансових відносин.

Аналіз публікацій показав, що питанням еволюції типів інституційної організації моделей іпотечного ринку (його моделей) не приділялося значної уваги. Теоретичні розробки у цьому напрямі здійснювалися американським дослідником М. Боле та російським ученим О. Старковим, однак вони характеризуються відмінностями одержаних результатів. Так, у побудові загальної схеми еволюції моделей житлового сегмента іпотечного ринку М. Боле виділяє п'ять типів кредитних інститутів: універсальні банки, ощадні банки, спеціалізовані ощадні банки, контрактні інститути, іпотечні банки. Покладаючи в якості критерію класифікації моделей іпотечного ринку тип кредитного інституту, М. Боле описує чотири послідовно змінювані моделі іпотечного ринку: модель прямого зв'язку, цільову (контрактну — у термінології М. Боле), депозитну і однорівневу інвестиційну (модель іпотечного банку — у термінології М. Боле)¹. Тобто модель прямого зв'язку характеризується відсутністю формальних посередницьких іпотечних інститутів, в особі кредитора виступають індивідуальні інвестори; комерційні банки формують депозитну модель; ощадно-позичкові інститути — цільову; іпотечні банки — однорівневу інвестиційну модель.

О. Старков децю модифікує підхід М. Боле; в еволюції типів інституційної організації житлового сегмента іпотечного ринку він виділяє п'ять етапів: модель прямого зв'язку, модель державного посередництва, депозитну модель, однорівневу інвестиційну модель (модель іпотечного банку — у термінології О. Старкова), дворівневу інвестиційну модель (модель вторинного ринку — у термінології О. Старкова)². Тобто

¹ *Boleat M.* National housing finance systems: a comparative study. — Wash.: Croom Helm, 1985. — P. 1—14.

² *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 15—16.

О. Старков, формуючи загальну схему еволюції моделей іпотечного ринку, по-перше, вивчає лише спеціалізовані іпотечні інститути; по-друге, виділяє модель державного посередництва і дворівневу інвестиційну модель, оскільки вони представлені новими конфігураціями різних інститутів; по-третє, об'єднує цільову і депозитну моделі в одну — депозитну, оскільки, на думку автора, цільова модель з інституційного подгляду є етапом розвитку депозитної моделі.

Викладені позиції становлять інтерес, оскільки виступають кроком на шляху побудови загальної схеми еволюції моделей іпотечного ринку. Разом із тим, вони не позбавлені деяких неточностей. Так, схема еволюції моделей іпотечного ринку М. Боле не охоплює дворівневий різновид інвестиційної моделі; у схемі еволюції моделей О. Старкова цільова модель іпотечного ринку ототожнюється з депозитною при суттєвій відмінності механізмів руху іпотечного капіталу.

Відповідно до класифікації моделей іпотечного ринку за механізмом формування іпотечного капіталу, “класичні” моделі іпотечного ринку — цільова, депозитна та інвестиційна (з одно- і дворівневою модифікаціями) — утворюють два класи моделей: ощадно-позичкові моделі (цільова і депозитна) та моделі вторинного ринку (однорівнева і дворівнева інвестиційні моделі). Зауважимо, що пасивні операції ощадно-позичкових моделей полягають у залученні короткострокових депозитів на ринку грошей, тоді як моделі вторинного ринку формують іпотечний капітал на ринку капіталів, що емітує та розміщує серед інвесторів іпотечні цінні папери.

Аналіз рівня розвитку ощадно-позичкових моделей та моделей вторинного ринку, який ґрунтується на оцінці таких параметрів як складність моделі, ступінь диверсифікації ризиків, ступінь мобільності іпотечного капіталу, рівень трансакційних витрат (витрат агентів на пошук інформації, партнерів, оцінку і розміщення вимог позичальника, кредитора, інвесторів, укладання контрактів, захист прав власності, моніторинг, юридичне забезпечення виконання кредитних угод тощо), показав, що моделі вторинного ринку є більш складними, ніж ощадно-позичкові моделі.

Моделі вторинного ринку характеризуються вищою спеціалізацією суб'єктів, більшою мобільністю іпотечного капіталу, нижчими інформаційними витратами і вищим ступенем диверсифікації ризиків, а тому їм притаманні нижчі трансакційні витрати. Оскільки “трансакційні витрати відображають невизначеність шляхом залучення плати за ризик, величина якої враховує імовірність невиконання угоди іншою стороною і відповідні збитки для першої сторони” (Д. Норт)¹, то ступінь розподілу функцій і ризиків між основними посередниками іпотечного ринку можна вважати одним із критеріїв рівня розвитку моделей іпотечного ринку (табл. 3.2).

Трансакційні витрати справляють вплив на вартість послуг іпотечного ринку, що позначається на рівні процентної ставки, яка є визначальним критерієм ефективності фінансового сектору. На цей критерій звертає увагу і Д. Норт: “рівень процентної ставки на ринках капіталу — чи не найяскравіший кількісний вимір ефективності інституційної основи”². Отже, моделі вторинного ринку забезпечують нижчі процентні ставки, а тому і вищі обсяги іпотечного кредитування порівняно з ощадно-позичковими моделями, оскільки є більш ефективними і відображають вищий рівень розвитку інституційної структури іпотечного ринку.

Так, порівняння іпотечного ринку країн ЄС, де у 2001 р. домінувала депозитна модель іпотечних фінансових відносин і забезпечувала 42,0 % наданих іпотечних кредитів³, тоді як частка іпотечних банків у структурі джерел фінансування іпотечних кредитів не перевищувала 19,0 %⁴, та іпотечного ринку США, який організований за дворівневою інвестиційною моделлю, дозволило зробити висновок про вищий рівень розвитку моделей вторинного ринку (табл. 3.3).

¹ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — С. 47.

² Там само. — С. 92.

³ European Mortgage Federation. Quarterly Figures. — Vol. 30, First quarter 2002. (<http://www.hypo.org/>)

⁴ Экономическая энциклопедия / Гл. ред. Л.И. Абалкин. — М.: ОАО “Изд-во “Экономика”, 1994. — С. 34.

Таблиця 3.2. Розподіл функцій і ризиків посередників іпотечного ринку в оцідочно-позичкових моделях та моделях вторинного ринку

Суб'єкти та їх функціональне навантаження		Моделі іпотечного ринку			
		Цільова	Депозитна	Однорівнева інвестиційна	Дворівнева інвестиційна
Кредитор	Функції	Надання і обслуговування іпотечних кредитів; забезпечення ліквідності; диверсифікація ризиків; фінансування іпотечних кредитів	Надання і обслуговування іпотечних кредитів; забезпечення ліквідності; диверсифікація ризиків; фінансування іпотечних кредитів	Надання і обслуговування іпотечних кредитів; забезпечення ліквідності; диверсифікація ризиків	Надання і обслуговування іпотечних кредитів
	Ризики	Кредитний ризик; ризик процентної ставки; ризик ліквідності; ризик дострокового погашення	Кредитний ризик; ризик процентної ставки; ризик ліквідності; ризик дострокового погашення	Кредитний ризик; ризик ліквідності; ризик дострокового погашення	—
Фінансово-емісійна компанія	Функції	—	—	—	Забезпечення ліквідності первинних кредиторів; диверсифікація ризиків

Суб'єкти та їх функціональне навантаження		Моделі іпотечного ринку			
		Цільова	Депозитна	Однорівнева інвестиційна	Дворівнева інвестиційна
Вторинні інвестори	Ризики	—	—	—	Ризик ліквідності; ризик дострокового погашення
	Функції	—	—	Фінансування іпотечних кредитів	Фінансування іпотечних кредитів
	Ризики	—	—	Кредитний ризик, ризик процентної ставки	Кредитний ризик, ризик процентної ставки

Джерела: Складено за даними: Статистика: теоретичні засади і прикладні аспекти: Навч. посіб. / Р.В. Фе-щур, А.Ф. Барвінський, В.П. Кічор та інші / За наук. ред. Р. В. Фещура. — 2-ге вид., оновлене і доп. — Л.: Інтеллект-Захід, 2003. — С. 51—52; Housing finance: key concepts and terms. Economic commission for Europe. United Nations. — New York, Geneva, 1998. — Р. 32.

Таблиця 3.3. Іпотечні ринки США та країн ЄС у 2001 р.

Показники	США	ЄС
Загальна сума заборгованості за іпотечними кредитами, наданими приватним особам, млрд євро	3751	2700
Частка іпотечної заборгованості у ВВП, %	53	36
Сума сек'юритизованого іпотечного боргу, млрд євро	2041	500
Частка сек'юритизованого боргу в загальній сумі іпотечної заборгованості, %	54	19
Населення, млн осіб	267	375
ВВП, млрд євро	7055	7470

Джерело: Экономическая энциклопедия / Гл. ред. Л.И. Абалкин. — М.: ОАО "Изд-во "Экономика", 1994. — С. 34.

Правильність припущення про те, що моделі вторинного ринку є більш ефективним типом інституційної організації іпотечного ринку порівняно з ощадно-позичковими моделями, також підтверджується висновком американських дослідників М. Лі та Д. Раймонда, які визначили спред (відхилення) між процентними ставками за іпотечними позиками (термін дії 10 років, показник надійності іпотечного кредиту, LTV — 80 %) і державними облігаціями з тим же строком дії для різних моделей інституційної організації іпотечного ринку в країнах з високим рівнем розвитку іпотечних фінансових відносин¹. Результати досліджень М. Лі та Д. Раймонда представлені у табл. 3.4.

Обчислення показали, що моделі вторинного ринку є ефективнішими порівняно з ощадно-позичковими: спреди моделей вторинного ринку (одно- і дворівневої інвестиційної) трьох країн (154,0) нижчі за аналогічні показники ощадно-позичкових моделей (цільової і депозитної) (204,8) на 24,8 %.

Спираючись на одну з аксіом синергетики (теорії самоор-

¹ Статистичний щорічник України за 1997 рік / За ред. О.Г. Осауленка. — К.: Техніка, 1998. — 585 с.

Таблиця 3.4. Спреди процентних ставок іпотечних позик і державних облігацій

Країна	Модель	Процентна ставка	Період аналізу	Базові пункти спреду	
				Ощадно-позичкові моделі	Моделі вторинного ринку
США	Дворівнева інвестиційна	Фіксована	1982—1987	—	147
			1988—1991	—	123
	Депозитна	Змінна	1988—1991	182	—
Німеччина	Однорівнева інвестиційна	Фіксована	1982—1991	—	146
	Цільова	Фіксована	1982—1991	165	—
Франція	Однорівнева інвестиційна	Фіксована	1986—1990	—	200
	Депозитна	Фіксована	1987—1991	265	—

ганізації систем), яка стверджує, що система, яка самоорганізується (а іпотечний ринок є власне такою системою, оскільки має всі ознаки адаптивних систем, здатних до самоорганізації, — відкритість, нерівновагу, діалектичну єдність інтеграційних і дезінтеграційних процесів, здатність до зміни внутрішніх взаємозв'язків тощо¹), змінює свою структуру у напрямі підвищення ступеня складності для протистояння деструкції та підвищення рівня її надійності, дійшли до висновку, що іпотечний ринок, організований за моделями вторинного ринку, характеризується вищим ступенем розвитку, ніж такий, що ґрунтується на ощадно-позичкових моделях.

Отже, моделі вторинного ринку є більш досконалішими, а тому і більш ефективними формами інституційної організації іпотечних фінансових відносин, ніж ощадно-позичкові моделі іпотечного ринку. Звідси випливає, що еволюція типів інституційної організації іпотечного ринку відбувається у напрямі від ощадно-позичкових моделей до моделей вторинного ринку. Про це свідчить, зокрема, співставлення часових періодів запровадження провідних організаційно-правових форм іпотечних кредиторів ощадно-позичкових моделей і моделей вторинного ринку в деяких країнах (табл. 3.5).

Дані табл. 3.5 показують, що еволюція моделей іпотечного ринку відбувається у напрямі від ощадно-позичкових моделей до моделей вторинного ринку, хоча існують країни, в яких розвиток моделей розпочався не з ощадно-позичкових моделей, як у переважній більшості країн, а з моделей вторинного ринку (Німеччина і Данія). Також зауважимо, що у разі зміни моделей іпотечного ринку повної відмови від попереднього типу інституційної організації іпотечних фінансових відносин, як правило, не відбувається: різні моделі іпотечного ринку співіснують, домінуючи на різних сегментах іпотечного ринку. Тому в цілому можна стверджувати, що пе-

¹ Більш докладно питання теорії самоорганізації систем та її застосовність до економічних систем різного рівня складності аналізує Н. Думна у праці "Теория самоорганизации и стратегия реформ в России" // Международные рынки капиталов в условиях глобальной конкуренции и перспективы инвестиций в Российской Федерации. — М.: ИМА-Пресс, 1999.

рехід між моделями іпотечного ринку відбувається як шляхом їх послідовної трансформації, так і шляхом паралельного створення нових форм інституційної організації іпотечних фінансових відносин.

Таблиця 3.5. Час запровадження моделей іпотечного ринку в деяких країнах

Країна	Ощадно-позичкові моделі	Моделі вторинного ринку
Англія	1775	1865
Німеччина	1778	1770
Данія	1810	1797
Франція	1818	1852
Австрія	1819	1841
Фінляндія	1822	1851
Італія	1822	1866
США	1831	1883
Словаччина	1992	1996
Чехія	1993	1995
Польща	1995	1997
Угорщина	1996	1997
Латвія	1996	1998

Джерела: Складено за даними: *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 21, 38—39; *Кручок С.* Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // *Економіка України.* — 2001. — № 10. — С. 70.

Оскільки тип інституційної організації іпотечного ринку визначається інституційною структурою (тобто сукупністю офіційних правил і неофіційних обмежень, а також методів, інструментів і механізмів забезпечення виконання угод, що у своїй єдності знижують трансакційні витрати руху іпотечно-

го капіталу) та сукупністю інститутів (тобто сукупністю матеріалізованих установ та організацій, які у своєму глибинному базисі мають традиції, правила, норми, закони¹ і виступають зовнішнім втіленням інституцій², бо виникають і розвиваються під впливом стимулів, створених інституційною структурою, з метою досягнення конкретних цілей), то взаємодія між інституціями та інститутами призводить до інституційної зміни, яка складається з поправок до системи правил, норм, механізмів забезпечення виконання угод і відбувається у напрямі підвищення мобільності іпотечного капіталу, зниження інформаційних витрат, спеціалізації суб'єктів іпотечного ринку, диверсифікації ризиків іпотечного кредитування.

Більш глибокий аналіз ощадно-позичкових моделей (цільової та депозитної) та моделей вторинного ринку (однорівневої інвестиційної та дворівневої інвестиційної моделей) показав, що цільова і депозитна моделі, пасивні операції яких полягають у залученні короткострокових депозитів з ринку грошей, виступають послідовними етапами розвитку моделей ощадно-позичкового класу, тоді як однорівнева і дворівнева інвестиційні моделі, залучаючи ресурси для іпотечного кредитування з ринку капіталів, — етапами розвитку класу моделей з вторинним ринком. Характеристика етапів еволюції моделей ощадно-позичкового класу і класу моделей з вторинним ринком наведена у табл. 3.6, 3.7. Порівняння інституційних структур, які утворюють певний етап у розвитку іпотечного ринку, здійснювалося за напрямками: склад і тип відповідальності учасників інституту, форма розподілу заощаджень, способи зниження кредитного ризику та ризику ліквідності. Зауважимо, що під час аналізу виділено “нульовий етап”, який представлений формою ощадно-позичкового

¹ *Соболев В.М.* Формирование рыночной инфраструктуры в переходной экономике индустриального типа: общие черты и особенности в Украине. — Х.: Бизнес-информ, 1999. — С. 21; *Яременко О.Л.* Переходные процессы в экономике Украины: институциональный аспект. — Х., 1997. — С. 33.

² *Титаренко Н.О., Поручник А.М.* Теорії інвестицій: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 109.

Таблиця 3.6. Еволюція моделей іпотечного ринку ощадно-позичкового типу

Номер етапу	Модель (країна і рік виникнення)	Кількість і склад учасників	Форма розподілу заощаджень	Тип відповідальності	Способи зниження кредитного ризику	Способи зниження ризику ліквідності
0	Початкова цільова (Англія, 1775)	Фіксований склад учасників. Від осіб, які не належать до цієї соціальної групи (спільна професія, територія, етнос) не приймаються внески й іпотечні кредити їм не надаються	Раціонування: домінує жеребкування, використовується черга, аукціон. Прогрестні платежі на внески й іпотечні кредити відсутні	Солідарна необмежена відповідальність за взятими зобов'язаннями	Переважають нееконічні санкції: "соціальний зв'язок" членів спілки, взаємний моніторинг, взаємний примус	Спеціалізація
1	Цільова (Англія, 1840)	Часткова відмова від фіксованої кількості та складу учасників. Обов'язкова умова — вкладники є майбутніми позичальниками	Раціонування: домінує жеребкування, використовується черга, аукціон. Прогрестні ставки за оцандними внесками і позиками нижчі за ринкові	Солідарна обмежена відповідальність за взаємними зобов'язаннями	Поєднуються еконічні та нееконічні санкції: перевірка кредитоспроможності на стадії нагромадження, взаємний примус	Спеціалізація

Закінчення табл. 3.6

Номер етапу	Модель (країна і рік виникнення)	Кількість і склад учасників	Форма розподілу заощаджень	Тип відповідальності	Способи зниження кредитного ризику	Способи зниження ризику ліквідності
2	Депозитна (Англія, 1845)	Відмова від фіксованої кількості та складу учасників. Вкладники — не обов'язково майбутні позичальники, і навпаки	Ціновий механізм кредитного ринку. Ринкова процентна ставка по депозитних вкладах і позиках	Обмежена відповідальність по взаємним зобов'язанням	Переважають економічні санкції: андеррайтинг, страхування, бюро кредитних історій, судовий канал примусу	Страховання депозитів, андеррайтинг

Джерело: Складено за даними: *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — 58 с.

Таблиця 3.7. Еволюція моделей вторинного ринку

Номер етапу	Модель (країна і рік виникнення)	Кількість і склад учасників	Форма розподілу заощаджень	Тип відповідальності	Способи зниження кредитного ризику	Способи зниження ризику ліквідності
0	Початкова однорівнева інвестиційна (Німеччина, 1770)	Об'єднання усіх потенційних позичальників або добровільне об'єднання фактичних позичальників	Заставна — зобов'язання позичальника, а не іпотечного кредитного інституту. Інститут не виступає безпосереднім кредитором емітентом, але є колективним гарантом заставних	Солідарна не обмежена відповідальність за взаємними зобов'язаннями	Неекономічні елементи: взаємозв'язок в межах соціального стану, взаємний моніторинг, соціальні санкції. Адміністративний канал примусу	Спеціалізація
1	Однорівнева інвестиційна (Франція, 1852)	Об'єднання кредиторів — власників акціонерного капіталу	Іпотечна облігація — зобов'язання кредитора, а не позичальника. Іпотечний інститут — кредитор, емітент і гарант іпотечних облігацій	Обмежена відповідальність за зобов'язаннями.	Кредитний андерайтинг, бюро кредитних історій. Реалізація застава через органи судової влади. Система державної реєстрації обороту об'єктів нерухомості	Обмеження видів діяльності. Переважне прямих державелів іпотечних облігацій, реєстрація забезпечення емісії, державний контроль, принцип конгруенції

Закінчення табл. 3.7

Номер етапу	Модель (країна і рік виникнення)	Кількість і склад учасників	Форма розподілу заощаджень	Тип відповідальності	Способи зниження кредитного ризику	Способи зниження ризику ліквідності
2	Дворівнева інвестиційна (США, 1970)	Суккупність посередників — кредиторів і фінансово-емісійних компаній	Іпотечна облігація — зобов'язання емігента (фінансово-емісійної компанії), забезпечена пулом однотипних заставах. Гарантії за іпотечними облігаціями надає держава або третя сторона, а не кредитний інститут	Обмежена відповідальність за зобов'язаннями	Кредитний андеррайтинг, бюро кредитних історій. Реалізація застави через органи судової влади. Система державної реєстрації об'єктів нерухомості	Обмеження вивідів діяльності, стандарти андеррайтингу, державні гарантії, страхування

Джерело: Складено за даними: Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — 58 с.

інституту, що ліквідується, та іпотечним банком у формі об'єднання позичальників. Вони — родоначальники моделей кожного з підвидів і з часу появи досконаліших їх форм не використовуються.

Еволюція моделей ощадно-позичкового класу охоплює три етапи. На першому етапі (початкова цільова модель, Англія, 1775 р.) ощадно-позичковий інститут функціонував як локальна спілка невеликої групи осіб, які об'єднували свої заощадження з метою будівництва об'єкта житлової нерухомості. Члени ощадно-позичкового інституту за рахунок внесків формували спільний кредитний фонд, який за допомогою жеребкування розподілявся між ними у формі позичок на придбання земельної ділянки і будівництво житла. Як правило, ощадно-позичковий інститут діяв 10—14 років і ліквідувався після того, як усі його учасники придбали (збудували) житло¹.

У працях Т. Беслі² та Т. Джуннане³, які присвячені вивченню спілок взаємного кредитування, їхня стійкість пояснюється тим, що в основі механізму їх дії знаходиться набір норм, який ефективніше, ніж інші формальні кредитні інститути (наприклад, банки) долає проблеми інформаційної асиметрії, банкрутства учасника і примусу виконувати зобов'язання після одержання позики. Зокрема, тісний соціальний зв'язок учасників ощадно-позичкового інституту (приналежність до однієї професійної групи, території, етносу тощо) дає змогу застосовувати до недобросовісного учасника спілки як економічні санкції (виключення із членів ощадно-позичкового інституту), так і соціальні (втрата репутації, дискомфорт від конфронтації з іншими членами ощадно-позичкового інсти-

¹ Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 29.

² Besley T., Coate S., Louny G. The economics of rotating saving and credit associations // American economic review. — 1993. — Vol. 83. — № 4. — P. 792—810.

³ Guinnane T.W. A failed institutional transplant: Raiffeisen's credit cooperatives in Ireland, 1894—1914 // Exploration in economic history. — 1994. — Vol. 31. — 38 p.

туту, пошук нового місця роботи та проживання). Отже, соціальний зв'язок, добровільний взаємний моніторинг, обмежена солідарна відповідальність членів спілки, адміністративний (а не судовий) канал примусу дозволяють мінімізувати інформаційні витрати і кредитний ризик та забезпечують стійкість ощадно-позичкового інституту ліквідаційного типу.

Наступний етап еволюції моделей ощадно-позичкового класу пов'язаний із становленням “класичної” цільової моделі іпотечного ринку (Англія, 1840 р.). Особливістю ощадно-позичкового інституту цього етапу є відміна фіксованої на період функціонування інституту кількості вкладників: нові учасники приймаються і виключаються після одержання кредиту групами через рівні проміжки часу. Обмін капіталом між групами учасників інституту дає можливість прискорити видачу кредитів, а також знизити ризик ліквідності ощадно-позичкового інституту.

Третій етап еволюції моделей ощадно-позичкового класу пов'язаний із формуванням інституційної структури “класичної” депозитної моделі іпотечного ринку (Англія, 1845 р.). Характерними особливостями цього етапу інституційного розвитку є відмова від фіксованої кількості і складу ощадно-позичкового інституту. Суттєвими змінами інституційного набору також стало запровадження механізму ринкового розподілу капіталу, економічних норм боротьби з банкрутством (андерайтинг, страхування, формування бюро кредитних історій) та використання судового каналу примусу виконання зобов'язань позичальником.

Початковий етап розвитку класу моделей із вторинним ринком пов'язаний зі становленням інституту іпотечного банку як примусового об'єднання землевласників певної територіальної одиниці, які виступають потенційними або фактичними позичальниками (Німеччина, 1770 р.). Іпотечні банки надавали іпотечні кредити у формі заставної, яку з метою залучення капіталу позичальник самостійно передавав інвесторові, тобто існував прямий зв'язок між індивідуальною іпотекою та цінним папером, який перебував в обігу. Передача заставної призводила до передачі прав вимоги за зобов'язан-

ням і потребувала обов'язкової реєстрації у системі поземельних книг. Отже, початковий інститут іпотечного банку надавав колективну гарантію за заставними і не виконував функції кредитора та емітента. Проблеми інформаційної асиметрії та кредитного ризику в рамках початкової однорівневої інвестиційної моделі розв'язувалися на основі тих самих норм, що і в рамках початкової цільової моделі (взаємозв'язок у межах соціального групи, взаємний моніторинг, адміністративний канал примусу)¹.

Другий етап еволюції класу моделей із вторинним ринком пов'язаний із становленням "класичної" однорівневої інвестиційної моделі (Франція, 1852 р.) і характеризується докорінними змінами як складу учасників інституту, так і форми продажу боргового зобов'язання позичальника. Відтак, іпотечний банк стає об'єднанням не позичальників, а кредиторів, перетворюючись на фінансового посередника. Крім того ліквідується прямий зв'язок між індивідуальною іпотекою та цінним папером: з метою залучення фінансових ресурсів для іпотечного кредитування іпотечний банк емітує власні боргові зобов'язання — іпотечні облігації, забезпечені персоніфікованими заставними. У такий спосіб іпотечний банк виконує функції і кредитора, і емітента, і гаранта. У результаті інституційного розвитку, соціальні норми зниження інформаційної асиметрії та кредитного ризику і ризику ліквідності замінюються економічними нормами².

Третій етап еволюції класу моделей із вторинним ринком пов'язаний із становленням у США "класичної" дворівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку. Сек'юритизація іпотечних активів розпочалася у США з 1970 р.³, тому часом становлення "класичної" дворівневої інвестиційної моделі в економічній літературі прийнято вважати 1970 р. Саме у США в

¹ *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 33.

² Там же. — С. 34.

³ *Лагутін В.Д.* Становлення і розвиток системи іпотечного кредитування // Фінанси України. — 2004. — № 1. — С. 82.

1970 р. сформувався механізм підвищення ліквідності первинних кредиторів з розмежуванням функцій кредитора та емітента іпотечних цінних паперів. Прототипом цього механізму руху іпотечного капіталу можна вважати технологію підвищення ліквідності фінансових інститутів, яка існувала у дореволюційній Росії.

Так, у 1873 р. у Росії було засновано Центральний банк Російського поземельного кредиту, головною функцією якого було не кредитування позичальників, а підтримання ліквідності іпотечних банків: Центральний банк Російського поземельного кредиту купував випущені провінційними іпотечними банками заставні та на їх основі емітував власні заставні у формі купонних облігацій¹. Необхідно вказати на три принципово важливі факти такої системи рефінансування: по-перше, відокремлення інститутів іпотечного ринку за їх функціональним навантаженням на інститути первинного та вторинного ринків; по-друге, розподіл функцій інститутів іпотечного ринку між кредитором (надання і обслуговування іпотечних кредитів) і емітентом (рефінансування та гарантування іпотечних кредитів); по-третє, принципово важливою є процедура емісії власних цінних паперів гаранта з використанням в якості забезпечення заставних провінційних банків.

Отже, відмінними рисами третього етапу еволюції класу моделей із вторинним ринком став розподіл функцій між кредитором і фінансово-емісійною компанією щодо надання, обслуговування, фінансування і гарантування іпотечних кредитів, а також суттєва зміна норми іпотечної облігації, яка є зобов'язанням не інституту, не позичальника, а групи позичальників (пулу заставних). Зазначені інституційні зміни призвели до становлення принципово відмінних способів зниження ризику ліквідності: спеціалізації інститутів, стандартизації іпотечних кредитів, надання державних гарантій, страхування².

¹ *Веремейкина В.Д.* История развития ипотечных кредитных учреждений // Банковские услуги. — 2001. — № 11. — С. 36.

² *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 34—35.

В історичному процесі розвитку іпотечного ринку перехід між різними типами його організації відбувався як шляхом послідовної трансформації інституційних структур (поступова зміна норм у рамках одного інституту), так і шляхом паралельного створення нових норм. Еволюція моделей іпотечного ринку ощадно-позичкового типу відбувалася переважно першим способом (Англія, 1775 р., 1840 р., 1845 р.), тоді як еволюція моделей із вторинним ринком — відповідно до другого способу (Німеччина, 1770 р., Франція, 1852 р., США, 1970 р.). Інституціями, які ініціювали зміну інших норм і правил, стали: норма, яка регулює склад учасників (членів) інституту (стовпець 2 табл. 3.6—3.7), а також норма, яка організовує розподіл заощаджень і форму продажу боргових зобов'язань (стовпець 3 табл. 3.6—3.7). Русійськими силами зміни цих інституцій є тип кінцевих позичальників, ступінь ринкової орієнтації економіки, рівень розвитку ринків грошей та капіталів. Головним фактором еволюційних змін стало збільшення обсягів іпотечного кредитування та розширення масштабів іпотечного ринку: кількісні зміни в обсягах іпотечного кредитування привели до змін в інституційній організації іпотечного ринку, які, у свою чергу, створювали умови для подальшого зростання обсягів іпотечного кредитування.

Якщо аналізувати еволюцію моделей іпотечного ринку з огляду на здатність інституційних структур знижувати трансакційні витрати, то необхідно відзначити, що початкова цільова (Англія, 1775 р.) і початкова однорівнева інвестиційна (Німеччина, 1770 р.) моделі руху іпотечного капіталу формуються в межах щільної мережі неофіційних обмежень, яка сприяє обміну на рівні певної соціальної групи при низьких (за таких умов) трансакційних витратах. Хоча суспільні витрати на ощадно-позичкові інститути можуть бути високими, вони не відбиваються додатковими витратами у процесі трансакцій. За такої моделі контрагенти угод взаємопов'язані межами певної соціальної групи; цей взаємозв'язок виступає силою, що забезпечує збереження порядку і дотримання офіційних правил і неформальних обмежень.

Збільшення угод у межах початкової цільової моделі супроводжується набагато вищими трансакційними витратами, оскільки на зміну щільній суспільній мережі відносин приходить система мінливої клієнтури. Остання породжує дві проблеми щодо трансакційних витрат: перша — проблема стосунків замовника із виконавцем, друга — проблема дотримання умов контракту. Вирішення зазначених проблем відбулося шляхом зміни інституційної структури іпотечного ринку і становлення “класичної” цільової моделі іпотечного ринку (Англія, 1840 р.), заснованої на ощадно-позичковому принципі функціонування та використанні як економічних, так і неекономічних механізмів примусу виконання угод.

Становлення депозитної (Англія, 1845 р.) і “класичної” однорівневої інвестиційної (Франція, 1852 р.) моделей іпотечного ринку відбувається в умовах формування ринків капіталу і встановлення певного політичного порядку, оскільки з розвитком складніших і безособових видів взаємообміну особисті зв'язки і добровільні обмеження перестають бути ефективними. Надійні права власності вимагають політичних і юридичних інститутів, які забезпечують виконання контрактів у часі і просторі.

Кінцевий етап еволюції моделей іпотечного ринку (США, 1970 р.) характеризується як високим рівнем спеціалізації, так і зростанням частки суспільних ресурсів, спрямованих на здійснення трансакцій. Однак головною інновацією цього періоду стало перетворення невизначеності в ризик шляхом страхування і диверсифікації портфеля іпотечних фінансових активів, що сприяло зниженню трансакційних витрат руху іпотечного капіталу. Отже, у дворівневій інвестиційній моделі іпотечного ринку фінансові посередники розподіляють ризик за допомогою портфельної диверсифікації та інституцій, що уможливають участь багатьох інвесторів у русі іпотечного капіталу.

В описаній схемі еволюції моделей іпотечного ринку визначальним є не лише те, що нижчі інформаційні витрати та економія на розширенні масштабів іпотечного кредитування разом із покращенням нагляду за виконанням контрактів

стимулюють перехід від простих до складних форм обміну на іпотечному ринку, але також і те, що інститути мають стимули для набуття знань та отримання інформації, які змусять їх розвиватися у суспільно-продуктивних напрямках.

3.3. Виникнення і трансплантація інституцій іпотечного ринку

Актуальним аспектом дослідження є також питання про походження інституційних структур іпотечного ринку, тобто чи є інституції та інститути результатом еволюційного розвитку, чи у поширенні визначених типів інституційної організації іпотечних фінансових відносин домінує їх свідоме копіювання. Зазначимо, що цей аспект дослідження є частиною більш широкої та змістовної проблеми інституційного будівництва, однозначного розв'язання якої поки що немає.

Так, Т. Веблен, один із основоположників інституціональної теорії, вважав, що “прогрес у людських інституціях ... у минулому, сучасному і майбутньому може бути зведений ... до природного відбору самих пристосованих зразків мислення”¹. Ф. Хайек, лідер неоавстрійського напрямку неоінституційної теорії, стверджував, що хоча люди створили інституції грошей, власності, контракту, обміну, моральної норми, юридичної норми і закону, а також інститути суду, уряду, держави тощо, всі вони були створені стихійно. Не міркування людей, а їх життєві потреби викликали до життя подібні речі². Д. Норт доводив, що інституції можуть бути і продуктом сві-

¹ *Логинова Л.В.* Институционализация экономических интересов: методологический аспект // *Формирование российской модели рыночной экономики: противоречия и перспективы* / Под ред. К.А. Хубиева. — Ч. 2. — М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2003. — С. 259.

² *Etudes sur les marche's de capitaux. Rapport general, 1977.* — С. 532.

домого людського задуму, а можуть і складатися у процесі історичного розвитку¹. В. Тамбовцев обґрунтовує теорію інституційного проектування, згідно з якою економічні інституції з'являються у суспільстві як заплановані (штучні) або незаплановані (природні, еволюційні) продукти економічної життєдіяльності. Найбільші шанси “вижити” має та інституція, яка формується на основі принципу найповнішого врахування інтересів усіх суб'єктів і у разі їх активної участі². Аналіз наведених поглядів дає змогу розглядати інституціоналізацію як процес, який органічно поєднує спонтанність і свідому діяльність людини.

Отже, формування інституційної структури іпотечного ринку може передбачати або самостійну генерацію і відбір інституцій, що дозволяє одержати модель іпотечного ринку, адекватну локальному середовищу — конкретним історичним умовам країни розвитку іпотечного ринку, або трансплантацію (копіювання, запозичення, “міжсистемне перенесення”³) інституцій з ефективних систем іпотечного кредитування з наступною їх адаптацією до конкретних умов функціонування ринку (звідси, *трансплантація* — це запозичення інституційних структур іпотечного ринку, які розвинулися в іншому інституційному середовищі).

У літературі часто стверджується, що відмінні інституційні структури (а отже, і моделі) іпотечного ринку розвивалися незалежно, в межах національних кордонів під впливом конкретного соціально-економічного середовища та економічної політики держави, тобто вказується на домінування самостійної генерації та відбору інституційних структур іпотечного ринку. Однак результати наших досліджень, а також ви-

¹ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — 198 с.

² Тамбовцев В. Інституційне проектування // Вопросы экономики. — 1997. — № 3. — С. 82—94.

³ Маслов А. Інституційна економічна теорія та проблеми інституційних перетворень при становленні сучасної економічної системи України // Вісн. Київ. нац. ун-ту імені Тараса Шевченка. — Економіка. — 2006. — № 86—87. — С. 24.

сновки Є. Черних¹ і О. Старкова² показали домінування трансплантації над самостійним розвитком у процесі поширення типів інституційної організації іпотечного ринку в більшості країн світу.

Обґрунтування такого твердження базується на порівнянні процесів самостійного виникнення інституцій та їх трансплантації та доведенні положення про те, що відмінності попередніх траєкторій інституційного розвитку в умовах самостійної генерації та відбору ефективних інституцій для розв'язання однакових проблем призводить до дивергенції інституцій у цих країнах³. Звідси випливає принаймні три аспекти:

1) в умовах відмінних траєкторій розвитку розв'язання подібних проблем відбувається шляхом становлення відмінних інституційних структур;

2) у разі трансплантації існує ідентичність запозичених інституцій у країні-донорі та країні-реципієнті з огляду на визначальні норми та принципи дії;

3) у разі трансплантації інституційних структур траєкторії попереднього інституційного розвитку країни-донора та країни-реципієнта відмінні: у країні-реципієнті відсутні етапи генерації та відбору ефективних інституцій, що пройдені країною-донором.

Отже, якщо самостійний інституційний розвиток двох країн призводить до виникнення відмінних інституційних структур іпотечного ринку, то їх ідентичність є наслідком трансплантації інституцій країною-реципієнтом у країні-донора.

Природний відбір інституційних структур іпотечного ринку, які пізніше були запозичені іншими країнами, відбувся

¹ Черных Е.В. История и перспективы развития ипотечного кредитования в России / Принт. № WP/98/048. — М.: ЦЭМИ РАН, 1998. — 60 с.

² Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — 58 с.

³ Там же. — С. 18.

лише у двох країнах: наприкінці XVIII ст. в Англії, де виник ощадно-позичковий інститут, та у Німеччині, де відбулося становлення інституту іпотечного банку.

Перший ощадно-позичковий інститут (будівельна спілка) був створений у 1775 р. в Англії. Промислова революція XVII ст. сприяла не лише швидкому розвитку промислового виробництва, торгівлі та грошового обігу, але й призвела до зміни соціальної структури суспільства, появи класу найманих робітників, а також стимулювала підвищення мобільності робочої сили та міграцію сільського населення у міста. Масова потреба у міському житлі нової верстви населення не могла бути задоволена в повному обсязі за рахунок оренди житлових приміщень у роботодавця та індивідуального житлового будівництва (у зв'язку з тривалим періодом нагромадження необхідної суми), а банківський кредит був недоступний для переважної більшості населення через відсутність у позичальників надійних форм застави, а у банків — достатніх санкцій для примусу виконання зобов'язань.

Раціоналізація наявної інституційної структури відбулася шляхом об'єднання у групу осіб, які здійснювали заощадження частини доходу з метою наступного фінансування житлового будівництва. Як стверджує один із дослідників неформальних фінансових інституцій П. Калл'єр, "створення інститутів взаємного кредитування є одним із очевидних Парето-покращень для осіб, які заощаджують з метою придбання капіталомісткого активу в умовах фрагментарного ринку капіталів... Об'єднання у такий спосіб грошового капіталу знижує тривалість періоду очікування придбання активу для всіх учасників групи, за виключенням останнього (тривалість періоду очікування якого не перевищує період його одноосібного нагромадження)"¹. Отже, переваги економічного механізму сумісного заощадження полягали не лише у скороченні середньої тривалості періоду нагромадження для учасників ощадно-позичкового інституту, але й у подоланні

¹ *Callier P. Informal Finance: the rotating saving and credit association — an interpretation // Kyklos. — 1990. — Vol. 43. — № 2. — P. 274.*

проблем невизначеності, інформаційної асиметрії, примусу за допомогою соціальних взаємозв'язків учасників та обмеженні їх опортуністичної поведінки. У зв'язку з соціальною замкненістю перших будівельних спілок їх поширення відбувалося шляхом створення нових ощадно-позичкових інститутів. Так, в Англії за період 1775—1825 рр. було створено 250 будівельних спілок; до 1875 р. їх кількість збільшилась до 3000¹. Згідно з теорією ефективності ринкового процесу розширення кількості трансакцій, які здійснювалися за нової системи інституційних обмежень, свідчить про їх адекватність і відповідність рівню інституційного та економічного розвитку країни.

Поява іншого спеціалізованого інституту — іпотечного банку — обумовлене подібними проблемами, які виникли в Німеччині наприкінці XVIII ст. Однак завдяки відмінній траєкторії попереднього інституційного розвитку в Німеччині виникає принципово відмінний інститут іпотечного ринку.

Перший іпотечний банк був створений у Пруссії у 1770 р. Після Семилітньої війни 1756—1763 рр. постала проблема відновлення сільського господарства за відсутності економічного підґрунтя для нагромадження землевласниками капіталу, відновлення зруйнованих господарств. Труднощі простого відтворення і значне податкове навантаження призводили до численних випадків банкрутства поміщиків. За таких умов кредитні рейтинги землевласників були низькими, а іпотечні кредити — недоступними для їх переважної більшості. Уряд Німеччини, з одного боку, не міг кредитувати землевласників за рахунок державного бюджету, а з іншого — не міг допустити їх масового банкрутства і переходу права власності на землю до нижчих верств населення.

Проблему низького кредитного рейтингу землевласників було розв'язано шляхом їх примусового об'єднання в іпотечні банки, організовані за принципом кредитних товариств (спілок), які здійснювали кредитування його учасників шляхом

¹ *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 20.

надання заставних, які позичальник самостійно розміщував серед інвесторів, залучаючи у такий спосіб капітал у грошовій формі. Економічний принцип дії іпотечного банку як товариства позичальників полягав у зниженні кредитного ризику інвестора, за рахунок іпотеки конкретної земельної ділянки та колективного майнового поручительства усіх учасників іпотечного банку. Функціонування інституту іпотечного банку забезпечувалась сукупністю норм, подібних до норм ощадно-позичкового інституту.

Отже, в Англії та Німеччині з появою подібних економічних проблем але відмінній попередній траєкторії інституційного розвитку відбулася самостійна генерація та еволюційний відбір двох відмінних початкових форм інституційної організації іпотечного ринку. Аналіз особливостей інституційного будівництва в інших країнах показав домінування трансплантації над самостійним розвитком у процесі становлення і розвитку іпотечного ринку.

В умовах автаркії різні країни, стикаючись у різні часові проміжки з подібними проблемами, незалежно одна від одної будуть виробляти відмінні рішення, оскільки, як стверджує Д. Норт, “немає підстав вважати, що в умовах різнорідності наявних у розпорядженні соціальних груп ресурсів, людського потенціалу, клімату та інституційного середовища, шляхи розв’язання однакових проблем будуть подібними”¹. Із розвитком суспільства автаркія послаблюється, тому результатом відбору у світовому масштабі є або переселення людей у країни з більш успішними економіками (які за темпами економічного зростання випереджають інші країни в результаті генерування та відбору більш ефективних інституцій), або копіювання їх інституцій. Зниження витрат передання інформації між соціальними групами (порівняно з витратами переселення) дає підстави вважати, що способи розв’язання однакових проблем у різних країнах будуть подібними, тобто трансплантація інституцій домінуватиме над їх самостійним винайденням. Ілюстрацією цього твердження є дані, що наве-

¹ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — С. 118.

дені у табл. 3.8, 3.9¹. У сучасних умовах роль трансплантації особливо зросла завдяки інтенсифікації контактів між країнами, діяльності міжнародних фінансових організацій.

Позитивний ефект трансплантації містить два аспекти. По-перше, відбувається покращення напряму відбору моделей іпотечного ринку. Тобто трансплантація дозволяє пропускати етапи у розвитку інституційних форм організації іпотечного ринку в країні-реципієнті та запроваджувати вищі за рівнем розвитку моделі руху іпотечного капіталу. Прикладом відсутності попередніх стадій у розвитку іпотечного ринку є становлення інституційної структури депозитної моделі у 10 країнах Центральної і Південної Америки (1958—1964 рр.), а також у Зімбабве (1950 р.), Кенії (1960 р.), Замбії (1960 р.), Колумбії (1972 р.), Філіппінах (1970 р.) в умовах відсутності попереднього етапу — цільової моделі.

Дослідження показали, що співвідношення між країнами, іпотечні ринки яких послідовно пройшли всі етапи розвитку, та країнами, розвиток іпотечних ринків у яких здійснювався через пропущення етапів, у XIX ст. було від 8 до 45; у XX ст. ця тенденція посилилася — від 1 до 35².

По-друге, трансплантація інституційних структур іпотечного ринку з розвинутих систем іпотечного кредитування дає можливість прискорити розвиток іпотечного ринку, тобто скоротити тривалість етапів розвитку моделей іпотечного ринку в

¹ Таблиці 3.8—3.9 складено за даними: *Vittas D.* Thrift deposit institutions in Europe and the USA. World Bank. Policy research working paper 1540. — 1995; *Mortgage banks and mortgage bond in Europe.* — 3rd edition / European Mortgage Federation. — Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2001. (<http://www.hypo.org/>); *Andersen G., Kauko K.* A cross-country study of market-based housing finance. — Helsinki, 1996. — 34 p.; *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — 58 с.; *Меркулов В.В.* Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юрид. центр-Пресс, 2003. — 360 с.

² *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 38, 43.

Таблиця 3.8. Трансплантація правових інституцій ощадно-позичкових моделей

Англія, початкова цільова модель (1775)		Країна-донор, модель (час виникнення)				Англія, депозитна модель (1845)	
Рік	Країна-реципієнт	Рік	Країна-реципієнт	Рік	Країна-реципієнт	Рік	Країна-реципієнт
1816	Ірландія	1865	Австрія	1950	Зімбabwe	1950	Зімбabwe
1831	США	1965	Франція	1960	Кенія	1960	Кенія
1846	Канада	1975	Туніс	1960	Замбія	1960	Замбія
1850	Австралія	1992	Словаччина	1962	Еквадор	1962	Еквадор
1855	ПАР	1993	Чехія	1962	Чилі	1962	Чилі
1885	Німеччина	1995, 1997	Польща	1962	Гватемала	1962	Гватемала
—	—	1996	Латвія	1962	Аргентина	1962	Аргентина
—	—	1996	Угорщина	1964	Болівія	1964	Болівія
—	—	1999	Словенія	1965	Панама	1965	Панама
—	—	—	—	1965	Бразилія	1965	Бразилія
—	—	—	—	1970	Філіппіни	1970	Філіппіни
—	—	—	—	1972	Колумбія	1972	Колумбія

Таблиця 3.9. Трансплантација правних інституцій моделей вгоринного ринку

Країна-донор, модель (час виникнення)									
Німеччина, початкова однорівнева інвестиційна модель (1770)			Франція, однорівнева інвестиційна модель (1852)				США, дворівнева інвестиційна модель (1970)		
Рік	Країна-реципієнт	Рік	Країна-реципієнт	Рік	Країна-реципієнт	Рік	Країна-реципієнт	Рік	Країна-реципієнт
1797	Данія	1857	Швейцарія	1977	Індія				
1802	Естонія	1860	Фінляндія	1979	Філіппіни				
1823	Нідерланди	1861	Нідерланди	1987	Англія				
1825	Румунія	1862	Німеччина	1991	Франція				
1835	Бельгія	1864	Португалія	1991	Іспанія				
1836	Швеція	1865	Англія	1993	Польща				
1838	Польща	1866	Італія	1993	Канада				
1841	Австрія	1872	Іспанія	1995	Фінляндія				
1851	Норвегія	1873	Румунія	1996	Росія				
1851	Фінляндія	1874	Австрія	1999	Японія				
1861	Росія	1876, 1997	Угорщина	2000	Литва				
—	—	1910, 2000	Болгарія	—	—				
—	—	1927	Греція	—	—				
—	—	1995	Чехія	—	—				
—	—	1996	Словаччина	—	—				
—	—	1997	Люксембург	—	—				
—	—	1998	Польща	—	—				
—	—	1998	Латвія	—	—				
—	—	2002	Ірландія	—	—				

країні-реципієнті порівняно з аналогічним періодом у країні-донорі. Стратегія самостійної генерації та відбору інституцій є менш ефективною, враховуючи необхідні витрати часу, праці та капіталу, а також невизначеність результату. Економічний же зміст трансплантації полягає у подоланні країнами-реципієнтами “за десятиліття чи навіть роки того шляху, який країни авангарду прокладали протягом століть”¹.

У табл. 3.10 наведено 34 епізоди трансплантації правових інституцій моделей ринку у 18 країнах і визначено прискорення (у роках) розвитку відповідної моделі у країні-реципієнті. Прискорення розвитку показує, на скільки років у конкретній країні-реципієнті скорочується період еволюції іпотечного ринку від стартової моделі до останнього успішного етапу трансформації порівняно з аналогічним періодом у країні-донорі.

За даними табл. 3.10 розраховано коефіцієнт прискорення розвитку, який обчислено як відношення тривалості етапу еволюційного розвитку іпотечного ринку у країнах-донорах до тривалості аналогічного етапу розвитку іпотечного ринку в країні-реципієнті. Коефіцієнт прискорення розвитку показує у скільки разів зростає швидкість проходження етапу розвитку іпотечного ринку в умовах трансплантації правових інституцій з наступною їх адаптацією до конкретних умов функціонування ринку порівняно з тривалістю проходження іпотечним ринком аналогічного етапу розвитку з самостійною генерацією і відбором його інституцій. Зокрема, коефіцієнти прискорення розвитку іпотечного ринку в умовах трансплантації та позитивній адаптації ощадно-позичкових моделей іпотечних фінансових відносин: США — 2,4; Канада — 5,4; Австралія — 8,8; ПАР — 3,7; Німеччина — 1,7; Зімбабве, Кенія, Замбія — 7,0; та моделей вторинного ринку: Нідерланди — 2,2; Бельгія — 1,8; Швеція — 3,3; Австрія — 2,5; Швейцарія — 2,7; Угорщина — 9,1; Франція — 1,4; Англія — 1,6; Іспанія — 1,7; Румунія — 1,7; Фінляндія — 1,4. Тенденції змі-

¹ Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 24.

Таблиця 3.10. Прискорення розвитку іпотечного ринку в результаті трансплантації

Країна-реципієнт	Ощадно-позичкові моделі				Країна-реципієнт	Моделі вторинного ринку			
	Країна-донор, модель (час виникнення)					Країна-донор, модель (час виникнення)	США, дворівнева інвестиційна модель (1970)	Прискорення розвитку, років	
	Англія, початкова цільова модель (1775)	Англія, "класична" цільова модель (1840)	Англія, депозитна модель (1845)	Прискорення розвитку, років					
США	1831	1850	1860	41	Нідерланди	1823	1861	—	44
Канада	1846	—	1859	57	Бельгія	1835	1881	—	36
Австралія	1850	—	1858	62	Швеція	1836	1861	—	57
ПАР	1855	—	1874	51	Австрія	1841	1874	—	49
Німеччина	1885	1924	—	26	Швейцарія	1857	1887	—	52
Зімбabwe	—	—	1950	70	Угорщина	1863	1872	—	73
Кенія	—	—	1960	70	Франція	—	1852	1991	61
Замбія	—	—	1960	70	Англія	—	1865	1987	78
—	—	—	—	—	Іспанія	—	1872	1991	81
—	—	—	—	—	Румунія	1825	1873	—	34
—	—	—	—	—	Фінляндія	1851	1860	1995	56

Джерело: Складено за даними: Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 37—39, 53—54; Voleat M. National housing finance systems: a comparative study. — Wash.: Croom Helm, 1985. — P. 67, 98, 120, 133, 150; Laux H. Die Bausparfinanzierung. — Heidelberg: Verlagsgesellschaft Recht und Wirtschaft. — 1992. — С. 45.

ни показників розвитку іпотечного ринку прискорюються прямо пропорційно коефіцієнту прискорення розвитку.

Трансплантація інституційних структур “класичних” моделей іпотечного ринку характеризується як успішна, якщо в результаті їх адаптації до нового соціально-економічного середовища зберігається відповідність основних характеристик запозиченої моделі сутнісним рисам емітованої. “За умов вдалої трансплантації, — зазначає В. Полтерович, — за відносно короткий проміжок часу відбувається позитивна адаптація інституту до нового інституційного і культурного середовища: інститут виконує у країні-реципієнті аналогічну роль, що і в країні-донорі”¹. Зауважимо, що трансплантація має забезпечити становлення іпотечних інститутів із визначеним набором норм поведінки, тоді як повна відповідність інститутів трансплантованої моделі їх аналогам не обов’язкова. Після запозичення відбувається пристосування запозиченої правової інституції до економічного та інституційного середовища країни-реципієнта, що призводить до національних варіацій “класичних” моделей іпотечного ринку в умовах спільності економіко-правових принципів їх організації та функціонування. Так, будівельні спілки Англії використовують змінні процентні ставки за цільовими заощадженнями та іпотечними позиками і міжрегіональну філіальну мережу, тоді як американські ощадно-позичкові асоціації — фіксовані процентні ставки і регіональну філіальну мережу; однак в основі і перших, і других знаходиться ощадно-позичковий принцип функціонування. Порівняльний аналіз законодавства європейських країн у галузі іпотечних банків також відображає відмінності у комбінації та інтерпретації загального набору норм інституту іпотечного банку зі збереженням його сутнісних рис (надання довгострокових позик під заставу нерухомості за рахунок фінансових ресурсів, які мобілізовані з ринку капіталів). Так, в Угорщині і Польщі, наприклад, діють спеціалізовані іпотечні банки, Чехії та Словаччині — не вводили жорсткої спеціалізації іпотечних банків і обмежилися надан-

¹ Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 29.

ням спеціальних ліцензій на право емісії іпотечних облігацій комерційним банкам; законодавство Словаччини, Угорщини, Польщі подібно до законів Німеччини вимагає оцінювати вартість предмета застави з орієнтацією на перспективу, Чехія взяла курс на ринкову вартість нерухомості. Якщо в Угорщині, Польщі і Словаччині емісія іпотечних облігацій обмежена 60 % вартості забезпечення іпотечних позик, то у Чехії встановлено ліміт на рівні 70 %¹.

Іншим критерієм, здатним визначити успішність трансплантації інституцій конкретної моделі іпотечного ринку є кількість трансакцій, здійснюваних за нової системи інституційних обмежень. Якщо іпотечний ринок рухається у напрямі розширення трансакцій, то запозичені інституції характеризуються позитивною адаптацією і встановленням стійких зв'язків між запозиченими інституційними структурами і наявним інституційним середовищем; і навпаки, наслідком неефективної трансплантації інституційних форм іпотечного ринку є відносно звуження трансакцій за нової системи інституційних обмежень.

Аналіз випадків трансплантації інституційних структур "класичних" моделей іпотечного ринку в різних країнах показав, що комбінації ощадно-позичкових моделей іпотечного ринку (цільової та депозитної) та моделей вторинного ринку (однорівневої та дворівневої інвестиційної) утворюють два трансплантаційні ланцюги:

1) франко-німецький напрям розвитку іпотечного ринку: "цільова модель → депозитна модель → однорівнева інвестиційна модель";

2) англо-американський напрям розвитку іпотечного ринку: "цільова модель → депозитна модель → дворівнева інвестиційна модель".

¹ *Лимаренко В.И.* Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. — М.: Диалог-МГУ, 2000. — С. 31; *Mortgage banks and mortgage bond in Europe.* — 3rd edition / European Mortgage Federation. — Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2001. (<http://www.hypo.org/>); *Кручок С.І.* Іпотечне кредитування: європейська практика та перспективи розвитку в Україні. — К.: Урожай, 2003. — 208 с.

Звідси, загальна схема еволюції моделей іпотечного ринку полягає у заміні однієї моделі іншою в рамках кожного з еволюційних ланцюгів розвитку іпотечного ринку: цільова модель змінюється депозитною, з неї випливає однорівнева інвестиційна і/або дворівнева інвестиційна модель (рис. 3.6).

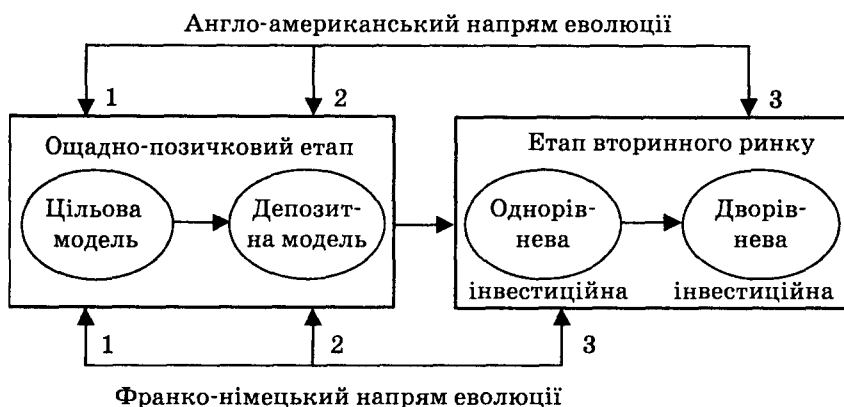


Рис. 3.6. Схема еволюції моделей іпотечного ринку

Відмінності англо-американського та франко-німецького ланцюгів еволюції іпотечного ринку зумовлює система права, що визначає особливості обігу прав на нерухоме майно, тип організації ринку капіталів, рівень його розвитку.

Англо-американський (англосаксонський) корпус права розщеплює право власності (володіння, користування, розпорядження) між різними особами, полегшуючи тим самим реалізацію застави у разі невиконання позичальником взятих на себе зобов'язань. Із наданням іпотечної позики до кредитора переходить право розпорядження об'єктом застави, а право володіння і користування залишається у заставодавця до припинення строку дії основного зобов'язання. Фактично, позичальник орендує об'єкт застави у кредитора до моменту погашення основного зобов'язання — іпотечної позики та процентних платежів, а примусові заходи спрямовуються на реалізацію застави, яка вже перебуває *de jure* у власності кредитора.

У рамках франко-німецького (континентального) корпусу права абсолютизується концентрація прав власності на об'єкт привласнення у одного власника, тому в іпотеці зберігається неподільність майнових прав на об'єкт застави: позичальник-заставадавець зберігає право власності (володіння, користування, розпорядження) до моменту порушення ним взятих на себе зобов'язань. Основу залучення нерухомості у господарський обіг як застави тут утворює надійна система реєстрації прав на об'єкти нерухомості.

Англо-американська і франко-німецька схеми еволюції моделей іпотечного ринку мають тісний зв'язок із класифікацією типів організації фінансово-кредитної системи у країнах їх розвитку. Тому іншим фактором, який зумовлює відмінності англо-американського та франко-німецького ланцюгів еволюції іпотечного ринку, виступає специфіка побудови фінансових ринків. Приймаючи за критерій класифікації типів організації фінансових ринків джерело довгострокового фінансування, виділяють дві моделі організації фінансових ринків¹: франко-німецьку з розвиненим банківським сектором і грошовим ринком та англо-американську з розвиненим ринком капіталів.

Наявність двох типів організації фінансових ринків пояснюється відмінностями в економічній поведінці суб'єктів фінансових відносин, що впливають із національного характеру, релігійних постулатів, традицій. Отже, структура фінансових ринків, рівень розвитку ринків грошей і капіталів, їх роль в економічній системі прямо визначаються²:

1) ступенем прийнятного для населення ризику; його економічною активністю; інноваційною складовою в його по-

¹ *Corbett J., Mayer C.* Financial reform in Eastern Europe: progress with the wrong model // Oxford review of economic police. — 1991. — Vol. 7. — № 4. — Р. 57—75; *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — 58 с.; *Іваницька О.М.* Фінансові ринки: Навч. посіб. — К.: Вид-во УАДУ, 1999. — 96 с.

² *Миркин Я.* Традиционные ценности населения и фондовый рынок // Независимая газета. — 1998. — 25 ноября.

ведінці; прагненням до індивідуальної економічної свободи (соціальної захищеності);

2) мірою прийнятної для населення підконтрольності та захисту з боку держави;

3) впливом релігійного та соціокультурного факторів (ступінь індивідуалізму; філософія активності; ступінь ієрархічності суспільства; рівень особистої свободи; індивідуальні цілі тощо);

4) схильністю до заощаджень, до підвищення добробуту; прагматичністю; традиціями вибору фінансових інструментів.

Англо-американський тип організації фінансових ринків із розвиненим ринком капіталів ґрунтується на економічній поведінці первинних інвесторів, в основі якої — традиції “протестантського капіталізму”, висока схильність до ризику, економічний індивідуалізм, висока трудова мобільність, слабка підконтрольність державі. Необхідно також зазначити, що США та Канада є країнами емігрантів, які приймали індивідів, що здатні ризикувати, самостійно приймати рішення, це і знайшло відображення у психології та ринковому потенціалі населення.

В основі *франко-німецького типу* організації фінансових ринків, що характеризується домінуючою позицією банківського сектору та ринку грошей, знаходяться принципово інші особливості економічної поведінки населення. Зокрема, практицизм, відносно низька трудова мобільність, схильність до соціальної захищеності, невисока здатність до ризику, висока схильність до заощаджень. Як наслідок, у країнах франко-німецького типу організації фінансових ринків норма заощаджень населення перевищує аналогічні показники у країнах англо-американського типу організації фінансових ринків (табл. 3.11). Крім того, первинні інвестори у франко-німецькому типі організації фінансових ринків надають перевагу низько ризиковим інвестиціям, тому тут домінують традиційні банківські депозити та фінансові інструменти із гарантованими виплатами (облігації).

Аналогія наведених вище класифікацій діючих систем права та типів організації фінансових ринків, а також виділе-

Таблиця 3.11. Частка чистих заощаджень у доходах домогосподарств у деяких країнах у 1960—1990 рр., %

Країни	1960—1967	1968—1973	1974—1979	1980—1990
Австралія	9,8	11,8	12,6	8,1
Бельгія	12,7	16,1	16,9	13,8
Великобританія	5,6	5,1	6,4	9,5
Голландія	13,8	14,7	13,5	13,0
Італія	17,3	19,5	22,3	17,8
Канада	5,9	7,5	12,4	12,8
Німеччина	10,3	13,6	13,3	12,4
США	8,2	9,5	9,6	5,4
Франція	12,2	14,1	15,5	14,2
Японія	15,2	18,0	21,6	15,8

Джерело: Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. — К.: Наукова думка, 1998. — С. 299.

них нами франко-німецького та англо-американського напрямів розвитку іпотечного ринку полягає в співпадінні двох груп країн з позиції обох класифікацій. Так, англо-американський ланцюг еволюції моделей іпотечного ринку, базуючись на домінуванні ринку капіталів і англосаксонській системі права, розвивається у США, Англії, Австралії, Новій Зеландії, Південній Африці, Латинській Америці; франко-німецький напрям, спираючись на грошовий ринок під час формування ресурсної бази іпотечного кредитування і континентальний корпус права щодо встановлення обігу прав на нерухоме майно, набув поширення в Німеччині, Франції, Австрії, Італії; на початку 1990-х рр. становлення іпотечного ринку у цьому напрямі розпочалося у Чехії, Словаччині, Латвії, Угорщині, Словенії.

Аналіз світової практики організації іпотечного ринку та дослідження у рамках загальної схеми еволюції його моделей

виявили тенденції до конвергенції однорівневої та дворівневої моделей іпотечного ринку. Найбільш помітні тенденції конвергенції двох ланцюгів еволюції моделей іпотечного кредитування у країнах ЄС. Останні узгоджують механізми регулювання іпотечного ринку, уніфікують стандарти оцінки кредито- і платоспроможності позичальника, гармонізують правові стандарти емісії іпотечних облігацій¹. З урахуванням цієї обставини загальна схема еволюції форм інституційної організації іпотечного ринку буде передбачати послідовну зміну моделей у напрямі: “цільова → депозитна → однорівнева інвестиційна → дворівнева інвестиційна”.

¹ *Hardt J., Earley F.* European Integration in the Mortgage Lending Industry: Developments since to Euro / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>); *Hardt J., Manning D.* European mortgage markets: Structure, funding and future development / European Mortgage Federation. — OECD, 2000. (<http://www.hypo.org/>)

Розділ 4

РОЛЬ І ЗНАЧЕННЯ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ У СУСПІЛЬНОМУ ВІДТВОРЕННІ

4.1. Функції іпотечного ринку. Інвестиційний характер іпотечного ринку

Роль і значення іпотечного ринку у суспільному відтворенні визначається його функціями. Функції консолідують іпотечний ринок як цілісне явище, виокремлюють з-поміж інших економічних явищ, характеризують його суспільне призначення та роль у суспільному відтворенні.

Функції не тотожні сутності іпотечного ринку, а виступають способом її виявлення. Поза суттю тих явищ, які визначають і формують категорію, функції не існують; вони відображають лише окремі ознаки сутності, а саме ті, які вирізняють цю категорію серед інших. Як і сама сутність іпотечного ринку, його функції є явищем об'єктивним і динамічним: кожна з функцій формується стихійно, розвивається з розвитком сутності іпотечного ринку, модифікується зі зміною середовища його функціонування.

Сукупність функцій іпотечного ринку, на нашу думку, доцільно поділяти на загальні функції, які властиві іпотечному ринку як ринку взагалі, та специфічні функції, які зумовлені інституційною структурою іпотечного ринку і виокремлюють його як особливе явище. Необхідність такого поділу зумовлена тим, що специфічні функції є “внутрішніми” функціями

іпотечного ринку, бо ефективність їх реалізації залежить від сукупності чинників, що пов'язані з типом інституційної організації іпотечних фінансових відносин і з рівнем розвитку іпотечного ринку. Загальні функції іпотечного ринку є “похідними” від “внутрішніх” і розглядаються нами як “зовнішні” функції, які визначають напрями впливу іпотечного ринку на макроекономічне середовище. Загальні та специфічні функції іпотечного ринку взаємопов'язані і не реалізуються автономно.

Під час вивчення функцій іпотечного ринку, дослідники, як правило, звертають увагу на його специфічні функції, не зупиняючись на загальноринкових. Так, П. Єценко, І. Павлова виділяють мобілізуючу (мобілізує ресурси для фінансування іпотечних позик), операційну (здійснює надання та обслуговування іпотечних кредитів) та інвестиційну функції¹; А. Кутиркін, І. Цупор називають функцію акумулювання, функцію трансформації грошових фондів у позичковий капітал і функцію використання для інвестиційних цілей².

Тобто серед цільових функцій іпотечного ринку дослідники, як правило, виділяють мобілізуючу, трансформаційну та інвестиційну функції, які, відповідно, забезпечують: 1) залучення заощаджень і грошових засобів, вивільнених у процесі кругообігу промислового і торгового капіталів та таких, що перебувають у формі цільових фондів і резервів; 2) трансформацію залученого грошового капіталу в іпотечний шляхом надання позик суб'єктам суспільного відтворення під заставу нерухомості; 3) інвестування позиченої вартості в об'єкти ринку нерухомості.

Не заперечуючи наявність в іпотечного ринку перерозподільної функції, дослідники, як правило, поділяють її на дві самостійні функції — акумулювання ресурсів та функцію

¹ Павлова И.В. Основные элементы системы ипотечного жилищного кредитования // Деньги и кредит. — 2003. — № 3. — С. 57; Ипотечный кредит в Австро-Венгрии. — СПб.: Типография В. Киришбаума, 1896. — С. 38.

² Кутыркин А.Н., Цупор И.И. Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность. — Донецк: ИЭП НАН Украины — ДИЭХП, 2001. — С. 26.

трансформації акумульованих ресурсів, що, на нашу думку, є недоцільним. Гроші перетворюються на іпотечний капітал (набувають руху у формі іпотечного кредиту та іпотечних цінних паперів) лише як у певний спосіб і з певною метою акумульовані та на визначених засадах надані. Тому залучення тимчасово вільних грошових засобів — незавершений процес, бо здійснюється з метою їх наступної трансформації та розміщення для задоволення потреб економічних суб'єктів у іпотечному капіталі. Виходячи із логічних міркувань, вважаємо за доцільне виділяти дві специфічні функції іпотечного ринку: *функцію зворотного перерозподілу та функцію інвестування.*

Оскільки *функцію перерозподілу*, тобто акумулювання грошових ресурсів з їх наступним розміщенням, здійснюють, крім ринку позичкового капіталу, інші фінансові ринки та державні бюджети різних рівнів, то ігнорування зворотного характеру перерозподілу іпотечного капіталу призводить до втрати зворотності як його характерної риси.

Інвестиційна функція іпотечного ринку, яка реалізується у цільовому характері іпотечних позик, виділяється у зв'язку із застосуванням розширеного підходу до трактування процесу кредитування. Останній передбачає надання, обслуговування, інвестування вартості в об'єкти нерухомості та її повернення (такої позиції під час визначення складових процесу кредитування додержуються, наприклад, І. Гуцал¹, В. Лагутін²). Зокрема, В. Лагутін зазначає: "...кредит виражає економічні відносини між кредитором і позичальником, які виникають під час одержання позики, користування нею та її повернення... Кредит як форма руху позичкового капіталу об'єднує в собі два процеси: 1) акумуляцію тимчасово вільних грошових коштів; 2) вкладення або розміщення, цих коштів..."³

¹ Гуцал І.С. Функціонування кредитного механізму в Україні в перехідний до ринку період. — Т.: Збруч, 2000. — С. 11.

² Лагутін В.Д. Кредитування: теорія і практика: Навч. посіб. — 4-те вид., стер. — К.: Знання, 2004. — С. 14.

³ Там само. — С. 14.

Через реалізацію функцій зворотного перерозподілу та інвестування виявляється суспільне призначення іпотечного ринку: забезпечувати капіталізацію вільних грошових ресурсів і розміщувати їх у формі іпотечних кредитів серед суб'єктів суспільного відтворення з метою здійснення інвестиційних операцій на ринку нерухомості. У запропонованій класифікації специфічних функцій іпотечного ринку виявляються як усі сутнісні риси іпотечного капіталу, рух якого забезпечує іпотечний ринок: строковість, дохідність, забезпеченість заставою нерухомого майна, цільовий характер, так і принцип фінансового посередництва, який лежить в основі функціонування іпотечного ринку.

Специфічні функції характеризують сутність і призначення іпотечного ринку, виступають внутрішніми функціями, що є іманентними іпотечному ринку, бо вони здійснюють:

- реалізацію вартості і споживчої вартості, які закладені в активах іпотечного ринку (іпотечних кредитах та іпотечних цінних паперах), у процесі руху іпотечного капіталу як самозростаючої вартості;
- реалізацію процесу руху іпотечного капіталу шляхом становлення інституційної структури іпотечного ринку як результату зниження трансакційних витрат;
- фінансове забезпечення процесу інвестування і споживання шляхом створення умов для реалізації економічних інтересів усіх суб'єктів іпотечних фінансових відносин;
- вплив на грошовий обіг через створення умов для безперервного руху іпотечного капіталу і регулювання грошової маси в обігу.

Загальні (загальноринкові) функції іпотечного ринку ніби виростають із перших, є їх продовженням і відрізняються зовнішнім характером впливу. Загальними функціями іпотечного ринку є:

- інтегруюча функція — іпотечний ринок знаходить для кожного суб'єкта ринку контрагента угоди, знижує трансакційні витрати, що забезпечує взаємодію покупців і продавців фінансових активів, у результаті якої встановлюються ціни, що зрівноважують попит і пропозицію, забезпечує єдність інтересів суб'єктів іпотечних фінансових відносин (го-

ризонтальна інтеграція), узгоджує інвестиційні попит і пропозицію (вертикальна інтеграція) і сприяє постійності зв'язків на ринках іпотечного капіталу і нерухомості;

- регулююча функція — виходячи із фактичного рівня процентної ставки, іпотечний ринок регулює основні параметри макроекономічного середовища — важливі виробничі та ринкові пропорції, що сприяє оптимізації галузевої та виробничої структур, активізації інвестиційної діяльності через ринковий ціноутворюючий механізм;

- стимулююча функція — ринковий механізм забезпечує мотивацію економічної діяльності: ринковий характер залучення інвестицій підвищує економічну відповідальність суб'єктів за їх раціональне використання; доступність будівництва і придбання об'єктів житлової нерухомості сприяє формуванню у суспільстві середнього класу;

- сануюча функція — іпотечний ринок звільняє суспільне виробництво від економічно слабких та нежиттєздатних елементів та заохочує ефективні одиниці господарювання за допомогою ринкових механізмів впливу, сприяє підвищенню ефективності суспільного виробництва;

- інформаційна функція — іпотечний ринок забезпечує суб'єктів інформацією про поточну кон'юнктуру, що модифікує їх економічну поведінку, яка спрямована на реалізацію їхніх економічних інтересів.

Значення іпотечного ринку в забезпеченні антикризового розвитку країни залежить від сукупності чинників, які пов'язані як з рівнем розвитку самого іпотечного ринку, так і зі ступенем “сприйнятливості” інших складових економіки до функціонування іпотечного ринку та змін, які породжуються ним у макроекономічному середовищі. Розвиток іпотечного ринку характеризується рівнем організації його структури, який визначається кількістю необхідних елементів (суб'єктів, об'єктів, інструментів), рівнем їх розвитку, складністю механізму їх взаємозв'язку, характером та інтенсивністю структурних зв'язків і зумовлює спосіб відтворення елементів і відносин іпотечного ринку. Оскільки структурні та функціональні властивості іпотечного ринку тісно взаємопов'язані, то у разі низького рівня структурної організації іпотечний ри-

нок не здатен самостійно відтворювати власні елементи і відносини, його специфічні функції реалізуються фрагментарно, а тому ступінь впливу іпотечного ринку на економічні процеси буде невисоким. У разі високого рівня структурної організації іпотечний ринок, самостійно створюючи і відтворюючи власні елементи та відносини, буде активно впливати на всі економічні процеси.

Крім того, позитивні зрушення, які забезпечує ефективне функціонування іпотечного ринку, необхідно розглядати не як такі, що здійснюються іпотечним ринком самостійно, а як результат його взаємодії з іншими елементами економічної системи. Тому міра впливу іпотечного ринку на соціально-економічний розвиток суспільства залежить також від ступеня розвитку інших підсистем економіки. Це означає, що сукупність цільових і загальноринкових функцій іпотечний ринок може успішно і якнайкраще виконувати, в умовах розвинутої ринкової економіки, коли сутність іпотечного ринку та закономірності руху іпотечного капіталу можуть виявлятися найбільш повно.

Породжувані іпотечним ринком іпотечні фінансові відносини мають безпосередній зв'язок із фінансовим і реальним секторами економіки, що дозволяє розглядати іпотечний ринок як механізм, що забезпечує їх взаємодію. Хоча фінансовий сектор зобов'язаний реальному своїм виникненням і процвітанням (саме тут формуються грошові потоки, закладаються джерела фінансових ресурсів; інститути фінансового сектору виступають складовою ринкової інфраструктури, що забезпечує безперебійне функціонування господарських зв'язків, взаємодію суб'єктів ринкової економіки і рух товарно-грошових потоків), проте роль фінансових ринків поступово змінюється: вони набувають самостійного значення і, здійснюючи зворотний вплив на реальний сектор, перетворюються на один із визначальних факторів розвитку останнього.

Аналіз публікацій, висловлювань експертів свідчить про широку варіативність поглядів на можливість фінансового сектору здійснювати вплив на економічне зростання — від абсолютного заперечення будь-якого зв'язку між функціонуванням фінансового ринку і розвитком реального сектору

економіки (наприклад, нобелівський лауреат Р. Лукас вважав, що значення фінансового сектору для економічного зростання переоцінюється¹) до визнання фінансового ринку як ключового фактора економічного зростання (наприклад, академік НАН України А. Чухно², В. Базилевич³, В. Кравченко⁴, інші дослідники). Зокрема, академік А. Чухно зазначає, що в сучасних умовах відбувається переростання товарно-грошового господарства в товарно-кредитне і зміна характеру соціально-економічного розвитку: кредитні відносини ще до початку виробництва на основі наукового прогнозування визначають умови виробництва й обміну товарів, підносять роль свідомості людини, роблять економіку передбачуваною⁵.

Однак зауважимо, що зі зростанням багатства відбувається об'єктивний процес посилення ролі фінансового сектору в системі економічних відносин, бо все більша частина прав власності на реальний капітал опосередковується фінансовим сектором. Ця тенденція не залишається поза увагою дослід-

¹ Григорьев Л., Гурвич Л., Саватюгин А. Финансовая система и экономическое развитие // *Мировая экономика и международные отношения*. — 2003. — № 7. — С. 66.

² Чухно А.А. Розвиток товарного виробництва і обміну та економічна політика держави // *Економічна теорія: сучасні проблеми розвитку сфери товарного обігу: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. Тези доповідей (24—25 жовтня 2002 р.)* / Відп. ред. В. Д. Лагутін: У 2 ч. — Ч. 1. — К., 2002. — С. 11.

³ Базилевич В.Д. Посилення ролі фінансів у трансформаційній економіці // *Фінанси України*. — 2004. — № 5. — С. 5—9.

⁴ Кравченко В.І. Іпотечний ринок як інститут розвитку економіки // *Економічна теорія: сучасні проблеми розвитку сфери товарного обігу: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. Тези доповідей (24—25 жовтня 2002 р.)* / Відп. ред. В.Д. Лагутін: У 2 ч. — Ч. 1. — К., 2002. — С. 117.

⁵ Чухно А. Переростання товарно-грошового господарства в товарно-кредитне // *Економіка України*. — 1998. — № 2. — С. 4—13; Чухно А.А. Розвиток товарного виробництва і обміну та економічна політика держави // *Економічна теорія: сучасні проблеми розвитку сфери товарного обігу: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. Тези доповідей (24—25 жовтня 2002 р.)* / Відп. ред. В.Д. Лагутін: У 2 ч. — Ч. 1. — К., 2002. — С. 11.

ників і спричинює зміщення акцентів із “вторинності” фінансового сектору на його провідну роль у деяких наукових концепціях, що базуються на гіпотезі зростання фінансового сектору як передумови загальноекономічного зростання. Зокрема, Дж. Хікс та Й. Шумпетер стверджують, що банки сприяють технологічним інноваціям, якщо виявляють і фінансують тих підприємців, у яких найвищі шанси на успішну розробку нових продуктів і на реалізацію нових виробничих процесів¹; у Доповіді про світовий розвиток у 2002 р. зазначено, що “розвиток фінансових інститутів — передумова майбутнього економічного зростання”².

В економічній теорії розроблено також теорію посередництва, яка розглядає діяльність фінансово-кредитних інститутів як таку, що сприяє ефективному розподілу обмежених ресурсів і виступає фактором економічного зростання. Так, А. Пігу вперше навів схему, яка розкриває роль кредитної системи і ринку цінних паперів в економічному зростанні³. На його думку, фінансові посередники створюють додаткові можливості для раціонального розподілу фінансових ресурсів, оскільки формують “систему гарантій” на засадах окупності та взаємної вигідності. Ідеї А. Пігу конкретизував за допомогою статистично-аналітичних методів Р. Голсміт і довів, що розвиток посередницьких інститутів розширює коло інвесторів і залучає в господарський обіг грошові капітали тих, хто не бажає вкладати їх у первинні зобов’язання. У працях Дж. Герлі та Е. Шоу обґрунтовуються твердження про паралельне зростання доходів і нагромадження фінансових ак-

¹ *Schumpeter J.A. Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung (The Theory of Economic Development). — Leipzig: Dunker und Humbolt, 1912; translated by Redvers Opie. — Cambridge, Mass: Harvard University Press. — 579 p.; Hicks J.A Theory of the Economic History. — Oxford: Clarendon Press, 1969. — 321 p.*

² Доклад о мировом развитии 2002 года. Создание институциональных основ рыночной экономики: Пер. с англ. — М.: Изд-во “Весь Мир”, 2002. — С. 9.

³ *Пігу А. Экономическая теория благосостояния: В 2 т. / Пер. с англ. А.Г. Фонов, С.М. Штернгарц; Общ. ред. С.П. Аукуционека. — М.: Прогресс, 1985. — Т. 1. — 512 с.*

тивів, оскільки ті, хто має вільні кошти, зацікавлені не стільки у збереженні ліквідності заощаджень, скільки в надійності і вигідності їх вкладання. Тому непрямі інвестиції (вклади у вторинні зобов'язання кредитних інститутів) стають для населення вигіднішими, ніж прямі інвестиції. Відомий американський дослідник М. Фрідман доповнив теорію посередництва з позицій монетаризма, підкреслюючи, що діяльність посередницьких структур не обмежується банківською системою, а розширюється за рахунок страхування, пенсійного обслуговування та функціонування специфічних кредитних установ. Науці відома також "гіпотеза Гершенкрона" про стадійність економічного розвитку та вихід економіки країни із стану відсталості. Відповідно до цієї гіпотези фінансові посередники створюють особливий механізм акумуляції фінансових ресурсів із метою досягнення стабільного економічного зростання та піднесення добробуту населення за рахунок збільшення інвестицій в економіку¹.

Важливим кроком у напрямі обґрунтування зростаючої ролі фінансового сектору у відтворювальному процесі стала серія досліджень, що проведені експертами Світового банку, в яких емпірично досліджувався зв'язок між параметрами фінансової системи і темпами економічного зростання, а також ряд новітніх публікацій, в яких розглядається взаємозв'язок між рівнем розвитку фінансової системи та інституційним середовищем (включаючи тип законодавчої системи, її організацію, забезпечення прав інвесторів, дотримання контрактного права тощо). Із цих досліджень випливає, що показники розвитку фінансової системи не лише корелюють з довгостроковими темпами економічного зростання, але й те, що зв'язок між ними носить стійкий причинно-наслідковий характер².

¹ *Загорський В.С.* Проблеми становлення і функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці України: Автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.01.01 / Львів. нац. ун-т імені Івана Франка. — Л., 1996. — 44 с.

² *Григорьев Л., Гурвич Л., Саватюгин А.* Финансовая система и экономическое развитие // *Мировая экономика и международные отношения.* — 2003. — № 7. — С. 66.

Отже, розвиток фінансового сектору визначається загальноекономічним розвитком; однак, починаючи з певного моменту, перший починає справляти зворотний вплив на характер останнього. Разом із тим, на будь-якому етапі економічного розвитку його подальші перспективи залежатимуть від того, наскільки адекватним виявиться фінансовий сектор і “фінансові технології” з позиції ефективного розміщення обмежених фінансових ресурсів. Тому сьогодні можна говорити про принципово іншу форму взаємодії реального і фінансового секторів економіки: фінансові ринки визначають стан реального сектору. Відтак, іпотечний ринок, який за економічною природою є фінансовим ринком, необхідно розглядати як механізм, що є здатним суттєво впливати на економічний розвиток країни.

Іпотечне кредитування за своєю природою носить інвестиційний характер і спрямоване на зростання індивідуальних та суспільних інвестицій. Тому механізм впливу іпотечного ринку на соціально-економічні процеси пов’язується нами з інвестиційним характером іпотечного ринку, за якого іпотечний капітал є інвестиційним капіталом, а іпотечний кредит та іпотечні цінні папери є формою інвестицій.

Більшість наявних в економічній літературі визначень пов’язують інвестиції виключно з цілями отримання прибутку. Хоча в умовах ринкової економіки мета прибуткового господарювання є визначальною, проте інвестиційна діяльність може переслідувати й інші цілі вкладання капіталу. Поняття інвестицій, на нашу думку, доцільно визначати ширше — як відносини з приводу вкладання всіх видів майнових та інтелектуальних цінностей із метою створення прибутку (доходу) і (або) досягнення соціального ефекту (зокрема, таке визначення інвестицій наводиться у Законі України “Про інвестиційну діяльність”; такий підхід обстоюють також О. Михайлова, Ю. Рижков¹). У першому випадку інвестиції матеріалізуються у факторах виробництва і розглядаються як засіб збільшення капіталу, у другому — знаходять утілення у

¹ Михайлова Е.В., Рижков Ю.В. Финансово-кредитные методы регулирования инвестиционных рынков / Под научн. ред. М.Н. Михайлова. — Л.: Изд-во ЛФЭИБ, 1991. — С. 10.

суспільній інфраструктурі та розглядаються як засіб надання соціальних послуг, які зрештою сприятимуть соціально-економічному розвитку суспільства.

Оскільки об'єкти нерухомості виступають одним із джерел виникнення іпотечного капіталу та кінцевою метою його використання, то форми існування іпотечного кредиту та характер іпотечного ринку визначаються природою витрат на ринку нерухомості. Якщо припустити інвестиційну природу витрат на ринку нерухомості, то операції з фінансування об'єктів нерухомого майна завжди повинні мати своїм мотивом отримання доходу чи досягнення соціального ефекту. І навпаки, якщо мотиви отримання доходу чи соціального ефекту відсутні, то вкладання коштів в об'єкти нерухомості не є інвестиціями.

За загальноприйнятою класифікацією у структурі ринку нерухомості розрізняють такі його сегменти, які створюють деякі труднощі з віднесенням витрат із фінансування об'єктів нерухомості до інвестиційних. Так, по-перше, за економіко-функціональними особливостями у складі ринку нерухомості виділяють ринок нерухомості як споживчого блага (перш за все ринок житла) та ринок нерухомості як виробничого блага. По-друге, залежно від мотиву фінансування нерухомості (одержання доходу від надання в оренду або в результаті перепродажу, використання як фактора виробництва, для проживання) виділяють ринки споживчої та дохідної нерухомості, які виступають сегментами загального ринку нерухомості.

Сегменти споживчої та виробничої нерухомості не ідентичні сегментам дохідної та недохідної нерухомості, бо сегмент дохідної нерухомості охоплює сегмент виробничої нерухомості та сегмент споживчої нерухомості у тій його частині, мотивом набуття якої є одержання доходу.

Отже, доходи від володіння, користування і розпорядження дохідною нерухомістю виступають у явній формі, бо пов'язані з розширенням, реконструкцією, модернізацією та переозброєнням об'єктів, які використовуються у виробничо-господарській діяльності, з наступним продажем або наданням в оренду з метою одержання доходу. На відміну від об'єктів дохідної нерухомості, об'єкти споживчої нерухомості, що використовуються для проживання, культурного доз-

вілля та відпочинку, не створюють дохід у явній формі, а тому віднесення витрат на фінансування об'єктів споживчої нерухомості до інвестиційних виступає суперечливим моментом. Ця суперечність виникає переважно у зв'язку з розбіжностями у трактуванні категорії “дохід”. Так, якщо дохід визначати як потік грошових надходжень, які отримує особа або країна протягом певного часу¹, то об'єкти споживчої нерухомості не створюють дохід у явній (грошовій) формі, що не дає змоги відносити витрати з їх фінансування до інвестиційних. Однак якщо категорію доходу трактувати широко, то у поняття доходу, як зазначає А. Маршалл, будуть включатися усі види корисності, яку людство у будь-який час отримує із своїх зусиль, які спрямовуються на те, щоб змусити ресурси слугувати їм у якнайкращий спосіб². І далі: “Повсякденна мова хоча і не схильна до такого широкого застосування терміна “дохід” під час дослідження суспільних проблем, але включає сюди, окрім грошового доходу, і деякі інші його форми. Так, Управління з прибуткового податку вважає житлове приміщення, яке займають його власники, джерелом доходу, що підлягає обкладанню податком, хоча дохід від приміщення виражається у формі безпосередньої зручності”³. Аналогічний підхід до трактування категорії доходу знаходимо у праці Є. Кучарської-Стасюк “Ринок нерухомості”⁴. Широке трактування категорії “дохід” розв'язує суперечність явних і неявних доходів і дає можливість відносити витрати з фінансування об'єктів нерухомості до інвестиційних.

Вузький підхід до трактування категорії доходу призвів до формування в економічній теорії двох підходів до визначення економічної природи витрат на ринку нерухомості. Представники першого підходу (наприклад, О. Чечелюк⁵, Е. Долан,

¹ *Панчишин С.* Макроекономіка: Навч. посіб. — К.: Либідь, 2001. — С. 552.

² *Маршалл А.* Принципы экономической науки: Пер. с англ. — М.: Изд. группа “Прогресс”, 1993. — Т. 1. — С. 137.

³ Там же. — С. 138—139.

⁴ *Kucharska-Stasiak E.* Nieruchomosc a rynek. — Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, 2000. — С. 160.

⁵ *Чечелюк О.А.* Концептуальні засади розвитку іпотеки в Україні // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Пробле-

К. Кэмпбелл¹, Т. Авер'янова², Г. Циліна³, С. Кручок⁴, Б. Губський⁵ та ін.) вказують на інвестиційну природу витрат на ринку нерухомості: “операції на ринку нерухомості завжди мають інвестиційний зміст, оскільки здійснюються з метою одержання доходу і/або придбання капітальних цінностей”⁶, тому витрати на придбання і будівництво житла є інвестиціями, а нерухомість у цілому виступає інвестиційним товаром. Цей підхід дає змогу визначити іпотечне кредитування як особливий вид економічних відносин з приводу надання позик під заставу нерухомого майна для здійснення інвестиційних заходів: будівництва, придбання і перепланування житлових та виробничих приміщень, освоєння земельних ділянок, і розглядати іпотечний кредит як форму інвестицій, що надає іпотечному ринку інвестиційного характеру.

Представники другого підходу (наприклад, С. Васильченко⁷, І. Бланк⁸, Т. Манакова⁹ та ін.) характеризують ринок не-

ми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв'язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 55.

¹ Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. — М.; СПб., 1993. — С. 6.

² Аверьянова Т.А. Ипотека: инновационная стратегия в жилищном строительстве России: Учеб. пособие / Новосибирский государственный архитектурно-строительный университет. — Новосибирск: НГАСУ, 2001. — С. 12.

³ Яременко О.Л. Переходные процессы в экономике Украины: институциональный аспект. — Х., 1997. — С.7.

⁴ Кручок С.І. Іпотечне кредитування: європейська практика та перспективи розвитку в Україні. — К.: Урожай, 2003. — С. 14.

⁵ Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. — К.: Наукова думка, 1998. — С. 181.

⁶ Колесников В.И., Черненко В.А., Малькова С.А., Иванова Г.М. Кредит и его формы: Учеб. пособие. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001. — С. 104.

⁷ Васильченко С.М. Теоретичні основи інвестування // Фінанси України. — 2001. — № 1. — С. 93—98.

⁸ Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент: Учеб. курс. — К.: Эльга-Н: Ника-Центр, 2002. — 448 с.

⁹ Манакова Т.А. Финансовый рынок России и его инфраструктура. — Кемерово: Кузбассвузиздат, 2001. — 160 с.

рухомості як споживчо-інвестиційний і відносять витрати на фінансування об'єкта нерухомості як предмета особистого споживання до споживчих витрат, а витрати на фінансування об'єкта нерухомості як засобу виробництва — до інвестиційних. У такому разі виникає суперечність. Одні дослідники, наприклад О. Гриценко, зазначають, що “споживча нерухомість стає інвестиційним благом, якщо мотивом її придбання є одержання доходу в результаті надання в оренду або *при одержанні позики під її заставу* (курсів наш — Авт.)”¹, і витрати на її фінансування визнаються інвестиціями (інвестиційними витратами). Інші, наприклад І. Гуцал, Л. Дробозіна, Л. Окунева, вказують, що у разі надання позик фізичним особам для покращення житлових умов і створення домашнього господарства іпотечний кредит набуває рис споживчого кредиту². Аналогічного погляду дотримуються А. Бойченко, С. Дубінін³, В. Колесніков, В. Чернетко, С. Малькова, Г. Іванова⁴. Оскільки споживчий кредит “задовольняє потреби поточного характеру”⁵ і є споживчими витратами, то іпотечний кредит, який надається фізичній особі на придбання чи будівництво житла, є грошовою формою споживчого кредиту і також постає як споживчі витрати. Заперечуючи виявлення іпотечного кредиту лише як форми інвестицій, іпотечний ринок характеризується як споживчо-інвестиційний.

Для вирішення суперечності між споживчою та інвестиційною природою іпотечного ринку в деяких працях пропо-

¹ *Гриценко Е.А.* Рынок недвижимости: закономерности становления и функционирования. — Х., 2002. — С. 65.

² *Гуцал І.С.* Функціонування кредитного механізму в Україні в перехідний до ринку період. — Т.: Збруч, 2000. — С. 58—59; *Фінанси. Грошовий обіг. Кредит.*: Навч. посіб. / Л.О. Дробозіна, Л.П. Окунева, Л.Л. Андросова та ін.; За ред. проф. Л.О. Дробозіної. — Рівне: Видавнича агенція “Вертекс”, 2001. — С. 250.

³ *Бойченко А.В., Дубинин С.К.* Финансы, кредит и валютные отношения зарубежных стран. — М.: Изд-во МГУ, 1989. — С. 36.

⁴ *Колесников В.И., Черненко В.А., Малькова С.А., Иванова Г.М.* Кредит и его формы: Учеб. пособие. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2001. — С. 31.

⁵ *Бойченко А.В., Дубинин С.К.* Финансы, кредит и валютные отношения зарубежных стран. — М.: Изд-во МГУ, 1989. — С. 36.

нується вважати іпотечну позику, що спрямовується на фінансування інвестиційних заходів фізичних осіб, споживчим інвестиційним кредитом (споживчими інвестиціями). Так, наприклад, А. Пересада, Т. Майорова¹ вважають, що сутнісною ознакою споживчого інвестиційного кредиту є кредитування інвестиційних заходів фізичних осіб, зокрема:

- на будівництво індивідуальних житлових будинків з надвірними будівлями, будинків у сільській місцевості, що не є основним житлом, будинків дачного типу, надвірних будівель, гаражів, благоустрій садових ділянок;
- придбання індивідуальних житлових будинків, квартир у житлових будинках, будинків дачного типу, гаражів, автомашин або засобів малої механізації, технології та технологічного обладнання;
- реконструкцію та капітальний ремонт індивідуальних житлових будинків, квартир, будинків дачного типу, автомашин і засобів малої механізації, технологічного обладнання тощо;

- інші поточні інвестиційні потреби придбання побутової техніки, меблів, товарів тривалого користування тощо.

На думку В. Лагутіна, якщо об'єктом споживчого кредиту є витрати, що пов'язані з задоволенням потреб капітального або інвестиційного характеру (будівництво житла, утримання об'єкта нерухомості), то цей вид споживчого кредиту набуває характеру довгострокової інвестиційної позики². Американський дослідник Ф. Мішкін відмічає, що споживчі рішення щодо житлового питання і тривалих споживчих витрат є також інвестиційними рішеннями³. На думку інших дослідників, такий підхід є суперечливим, оскільки "споживчі витрати не можуть бути інвестиційними витратами одночасно: якщо будинок придбано з метою здавання його в оренду — це інвестиція, капіталоутворення, витрати на придбання вироб-

¹ Пересада А.А., Майорова Т.В. Інвестиційне кредитування: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 95—96.

² Лагутін В.Д. Кредитування: теорія і практика: Навч. посіб. — 4-те вид., стер. — К.: Знання, 2004. — С. 79, 80, 84.

³ Mishkin F. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism // Journal of Economic Perspectives. — 1995. — Vol. 9. — № 4. — P. 4.

ничих ресурсів; якщо житловий будинок придбано для проживання в ньому власника цього будинку — це споживчі витрати домогосподарства”¹. І далі: “суб’єктами інвестування домогосподарства бути не можуть”². У такому разі поняття “споживчі інвестиції” взагалі вважається хибним, оскільки “у строгому розумінні не є інвестиціями взагалі, бо з фінансового погляду немає доходу на вкладений капітал і немає зростання капіталу”³.

Однак зазначимо, що у країнах із розвинутою ринковою економікою кредити інвестиційного характеру, зокрема позики на житлове будівництво і придбання житла, набули такого широкого розвитку, що утворили окрему групу кредитів, яка статистикою не включається у категорію споживчих⁴. Таке відособлення викликане перш за все тим, що ці позички надаються під заставу нерухомого майна, є довгостроковими і значними за обсягом (на відміну від споживчих кредитів на поточні потреби). Для кредитних інститутів найбільш суттєвим є те, що механізм іпотечного кредитування значно відрізняється від механізму кредитування інших споживчих потреб. У зв’язку з цим житловий іпотечний кредит ближче за своїми властивостями до інвестиційного кредиту, ніж до споживчого, хоча з останніми їх об’єднує те, що позичальником виступає фізична особа.

Отже, очевидними є певні точки поєднання житлового іпотечного кредиту із споживчим та інвестиційним. Тому, на нашу думку, доцільним є віднесення іпотечних позичок, які надані населенню на будівництво і придбання житлової нерухомості, до категорії інвестиційних і виділення їх із категорії споживчих кредитів. Такий підхід дасть змогу не лише уточнити зв’язок іпотечного кредиту з інвестиціями, але й призведе до більш чіткої та обґрунтованої класифікації банківських позик.

¹ Васильченко С.М. Теоретичні основи інвестування // Фінанси України. — 2001. — № 1. — С. 94.

² Там само. — С. 95.

³ Основы инвестирования. — М.: Церих-ПЭЛ, 1992. — С. 3.

⁴ Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — С. 24.

Варіативність поглядів на економічну природу витрат на ринку нерухомості зумовлює неявна форма доходу від об'єктів споживчої нерухомості, що надає дискусійності віднесенню витрат фінансування таких об'єктів до інвестиційних. Доведення (спростування) гіпотези про інвестиційну природу споживчої нерухомості стане обґрунтуванням інвестиційної (споживчо-інвестиційної) природи нерухомості та ринку нерухомості в цілому і дасть можливість визначити характер іпотечного ринку.

1. Усі види нерухомості є об'єктами довгострокового вкладення грошового капіталу, вартість якого здатна до самозростання. “Об'єкти нерухомості не лише важливий товар, який задовольняє особисті потреби людей, але одночасно і капітал у речовій формі, що приносить дохід”¹. Здатність об'єктів нерухомості генерувати дохід дає змогу розглядати їх як інвестиційний товар, а процес фінансування об'єктів нерухомості — як процес інвестування.

Дохід від інвестицій у нерухомість складається, як правило, з двох або трьох частин залежно від конкретних умов: 1) поточного доходу у вигляді прибутку, ренти, орендної плати чи інших надходжень у разі використання об'єкта нерухомості; 2) приросту ринкової вартості об'єкта нерухомості у часі та реалізації у разі продажу; 3) доходу від реінвестування отримуваних поточних доходів². Під час дослідження структури доходу, який створюється нерухомістю (безвідносно до її виду), необхідно звернути увагу на декілька особливостей. Так, у структурі доходу особливу роль відіграє рентний дохід (земельна рента), що виникає через обмеженість землі як структуроутворюючого елемента і наявність функціональних, фізичних та економічних властивостей нерухомості, що сприймаються ринком як обмежені³. Також придбання нерухомості, і споживчої зокрема, може розглядатися інвестором

¹ Горемыкин В.А., Бугулов Э.Р. Экономика недвижимости: Учебник. — М.: Информ.-изд. дом “Филинъ”, 1999. — С. 3.

² Там же. — С. 104.

³ Гриценко Е.А. Рынок недвижимости: закономерности становления и функционирования. — Х., 2002. — С. 66.

як більш ефективно вкладання грошового капіталу порівняно з іншими способами використання фінансових активів, бо об'єкти нерухомості виступають товаром, вартість якого зростає у часі. Причинами підвищення вартості нерухомості є: 1) потенційна здатність до зростання вартості внутрішньої складової об'єкта нерухомості — землі — у результаті змін у системі землекористування, відносного дефіциту земельних ділянок із потрібним розташуванням та якістю, дії інфляційних чинників тощо; 2) додаткові грошові витрати, що пов'язані з відновленням, реконструкцією, модернізацією об'єкта. Отже, угоди з об'єктами нерухомості — це не звичайне переміщення і кінцеве споживання товару, а рух капіталу, що приносить дохід.

2. Приналежність деяких видів споживчої нерухомості до групи дохідної (недохідної) має суб'єктивний характер, зумовлений, особливостями функціонування конкретного об'єкта; у динаміці можливий перехід об'єктів із категорії дохідної нерухомості у категорію недохідної, і навпаки. У дійсності не будь-який об'єкт нерухомості переходить у категорію дохідної нерухомості, і вартість не будь-якого об'єкта нерухомості зростає із часом. Однак та обставина, що за такої системи суспільних відносин будь-який об'єкт нерухомості має здатність перетворюватися на капітал, трансформує будь-який об'єкт нерухомості на інвестиційний товар. Отже, особливістю будь-якого об'єкта нерухомості, як відзначає О. Гриценко, є те, що він дохідний не лише реально, але й потенційно¹. Це означає, що "... житлові будинки, які займають власники, належать до інвестиційних товарів навіть у тому разі, коли житлові будинки не здаються в оренду (бо вони можуть бути здані в оренду з метою отримання грошового доходу)"², а "витрати на придбання житла за своєю природою є інвестиційними витратами навіть у тому випадку, коли житло купується для проживання власника"³.

¹ *Гриценко Е.* Формирование структуры рынка недвижимости // *Бизнес-Информ.* — 1999. — № 1—2. — С. 98.

² *Макконнелл К.Р., Брю С.Л.* Экономикс: принципы, проблемы и политика: Пер. с англ. 2-го изд. — К.: Хагар-Демос, 1993. — С. 136.

³ *Гриценко Е.А.* Рынок недвижимости: закономерности становления и функционирования. — Х., 2002. — С. 130.

3. Висока матеріало- і капіталомісткість об'єктів нерухомості означають, що для їх будівництва і реалізації необхідні значні вкладення коштів, які мають бути завчасно нагромаджені. Отже, потреба у значному обсязі капіталу для виходу на ринок нерухомості та тривалий період його обігу обумовлюють неможливість фінансування об'єктів нерухомості з поточних доходів і визначають необхідність заощаджень, які виступають джерелом інвестицій. Тому в системі національних рахунків витрати на житлове будівництво і придбання житла включають не у кінцеві споживчі витрати домогосподарств, а відносять до складу валових приватних внутрішніх інвестицій¹.

4. Витрати, пов'язані з покращенням житлових умов необхідно вважати інвестиціями в людський капітал. Так, К. Макконнелл і С. Брю визначають інвестиції в людський капітал як "будь-яку дію, яка сприяє зростанню кваліфікації і ... продуктивності праці працівників". І далі: "Витрати, які сприяють зростанню продуктивності праці, можна розглядати як інвестиції, або поточні витрати, які здійснюються у розрахунку, що вони будуть багаторазово компенсовані зростим потоком доходів у майбутньому"². Вони виділяють три види інвестицій у людський капітал: 1) витрати на освіту; 2) витрати на охорону здоров'я, які, зокрема, містять витрати на покращення житлових умов; 3) витрати на мобільність, пов'язані з міграцією працівників з місць із відносно низькою продуктивністю у місця з відносно високою продуктивністю³.

5. Фінансування об'єктів споживчої нерухомості забезпечує соціальний ефект, який є одним із результатів інвестиційного процесу. Об'єкти житлової нерухомості, що становлять найбільшу частку у групі споживчої нерухомості, "складають

¹ Мікроекономіка і макроекономіка: Підруч. для студентів екон. спец. закл. освіти: У 2 ч. / С. Будаговська, О. Кілієвич, І. Луніна та ін.; За заг. ред. С. Будаговської. — К.: Вид-во Соломії Павличко "Основи", 2001. — С. 236; *Панчишин С.* Макроекономіка: Навч. посіб. — К.: Либідь, 2001. — С. 122.

² *Макконнелл К.Р., Брю С.Л.* Экономикс: принципы, проблемы и политика: Пер. с англ. 2-го изд. — К.: Хагар-Демос, 1993. — С. 171.

³ Там же. — С. 171.

основу життя суспільства, визначають щабель його розвитку і благополуччя людей, стимулюють його прогрес”¹. Підвищення рівня забезпеченості населення житлом сприяє покращенню здоров’я, зростанню тривалості життя, підвищенню працездатності населення та зростанню ефективності суспільного виробництва. Тому, не зважаючи на те, що об’єкти нерухомості споживчого призначення задовольняють у своїй переважній більшості непродуктивні потреби, вони мають зв’язок із суспільним відтворенням, який виявляється у кінцевому рахунку (підвищення продуктивності праці, зростання ВВП, національного доходу тощо). Це дає змогу розглядати нерухомість споживчого призначення як інвестиційний товар, а витрати, що пов’язані з фінансуванням об’єкта споживчої нерухомості, — як інвестиції. У цьому контексті В. Жданов і В. Тимофеев зазначають, що житловий іпотечний кредит також необхідно класифікувати як інвестиційний, бо останній не приносить прямого доходу (прибутку), який є важливим атрибутом і характеристикою інвестицій, але виступає “важливим фактором повноцінного відтворення робочої сили та дійовим спонукальним мотивом до високоефективної праці”².

Отже, інвестиційні властивості споживчої нерухомості присутні навіть у випадку відсутності у її власника мотивів доходного використання, бо “інвестиційна природа нерухомості знаходиться у її прихованому вигляді, походить з основ її економічної сутності”³, тому всі операції та послуги, що здійснюються з нерухомістю, мають інвестиційний аспект. Звідси: об’єкти нерухомості споживчого призначення виступають об’єктами реальних інвестицій, а нерухомість у цілому — має інвестиційну природу. Це виводить на розуміння іпотечного кредиту як форми інвестицій, у зв’язку з чим іпотечний капітал та іпотечний ринок набувають інвестиційного характеру,

¹ Дронь А., Єщенко П. Ринок житла в Україні: перспективи і проблеми розвитку // Економіка України. — 1997. — № 7. — С. 6.

² Жданов В.П., Тимофеев В.В. Ипотечное жилищное кредитование: региональный аспект. — Калининград: Янтарный сказ, 2001. — С. 31.

³ Гриценко Е.А. Рынок недвижимости: закономерности становления и функционирования. — Х., 2002. — С. 65.

який виступає як одна з їх визначальних рис, притаманна їм особливість.

У такому контексті *іпотечний капітал* постає як сукупність економічних відносин з приводу зворотного перерозподілу тимчасово вивільнених із процесу відтворення грошових засобів і їх інвестування в об'єкти нерухомості; *іпотечний кредит* — як економічні відносини між позичальником і кредитором з приводу інвестування вартості, що надана у позику під заставу нерухомості; *іпотечний ринок* — як механізм реалізації іпотечних фінансових відносин в інвестиційній сфері.

Висновок про інвестиційний характер іпотечного ринку та розуміння іпотечної позики як форми інвестицій дає можливість розширити уявлення про рушійну силу іпотечного кредитування через розкриття механізму впливу інвестицій на обсяги виробництва, рівень зайнятості і цін у системі ринкових відносин. Під час дослідження питань ефективності функціонування іпотечного ринку на макrorівні вивчається економічний ефект, що виходить за межі конкретного інвестиційного проекту і виявляється в результаті впливу суми іпотечних кредитів, які надані у країні протягом певного періоду.

4.2. Роль іпотечного ринку у стимулюванні економіки у короткостроковому періоді

Потік інвестицій, що виникає під час функціонування іпотечного ринку, відіграє подвійну роль: з одного боку, впливає на сукупний попит і визначає обсяги виробництва і зайнятості, з іншого — впливає на сукупну пропозицію через капіталоутворення і визначає потенційний обсяг виробництва. Оскільки зв'язок іпотечного кредитування з рівнем цін, обсягами виробництва та рівнем зайнятості в економіці залежить від тривалості періоду, протягом якого взаємодіють сукупний попит і сукупна пропозиція, тому значення іпотечного ринку у системі відносин ринкової економіки досліджується нами,

по-перше, з позицій забезпечення короткострокового стимулювання економіки і досягнення макроекономічної стабільності, яка передбачає економічне зростання до точки довгострокової рівноваги економіки з заданими ресурсами і технологіями, досягнення повної зайнятості та відносно стабільного рівня цін (рух від точки *A*, яка відображає ситуацію неповної зайнятості ресурсів та/або неефективності виробництва до точки *B*, яка відображає досягнення економікою ефективності та повної зайнятості ресурсів, і вказує на зростання реального ВВП на рис. 4.1). По-друге, з позицій створення іпотечним ринком умов для економічного зростання у довгостроковій перспективі, що виявляється у зростанні потенційного рівня ВВП (рух від точки *A* з потенційним рівнем ВВП Y^*_1 до точки *B* із потенційним рівнем ВВП Y^*_2 на рис. 4.2).

У короткостроковому періоді іпотечний ринок усуває ситуацію недовикористання наявних виробничих потужностей: потік іпотечних кредитів у формі інвестицій стимулює сукупний попит, розширює місткість внутрішнього ринку, забезпечує зростання національного доходу в напрямі досягнення ним потенційного значення. Рух економічної системи до точки на кривій виробничих можливостей забезпечує трансмісійний механізм¹ іпотечного ринку, зумовлений мережевим зв'язком галузей і секторів економіки, який виникає у результаті взаємодії фінансового і реального секторів. Під трансмісійним механізмом іпотечного ринку ми розуміємо сукупність каналів, через які пропозиція іпотечних кредитів впливає на економічну активність.

Рушієм взаємодії фінансового і реального секторів економіки є потреба в капіталі суб'єктів суспільного відтворення, з метою задоволення якої вони виступають носіями попиту одночасно на ринках іпотечних кредитів і відповідних сегментах ринку нерухомості. Інтеграційний характер іпотечного

¹ У 1933 р. майбутній лауреат Нобелівської премії з економіки Р. Фріш розділив динамічний аналіз економічних коливань на імпульси і поширення процесів. Сучасні вчені замінили поняття імпульсу поняттям шок, а поняття поширення — поняттям трансмісія.

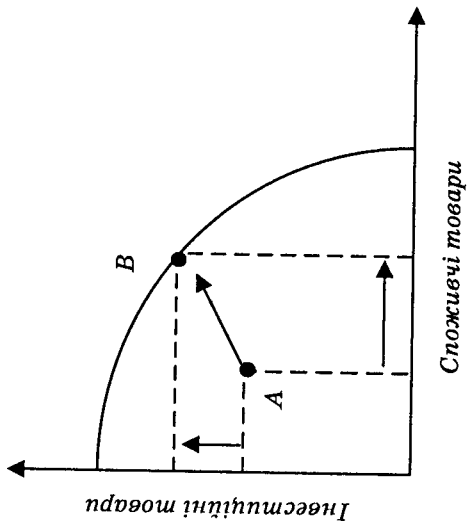
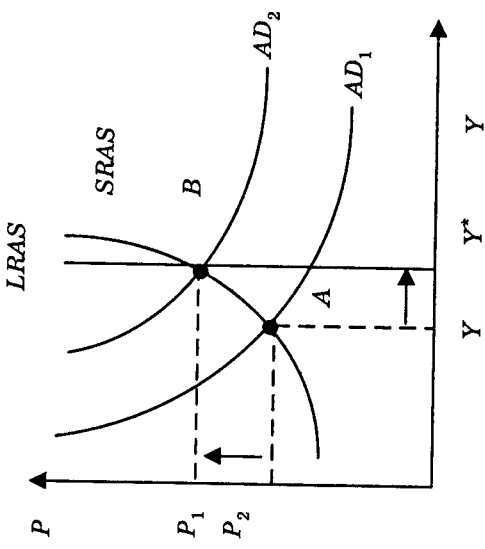


Рис. 4.1. Економічне зростання у короткостроковому періоді

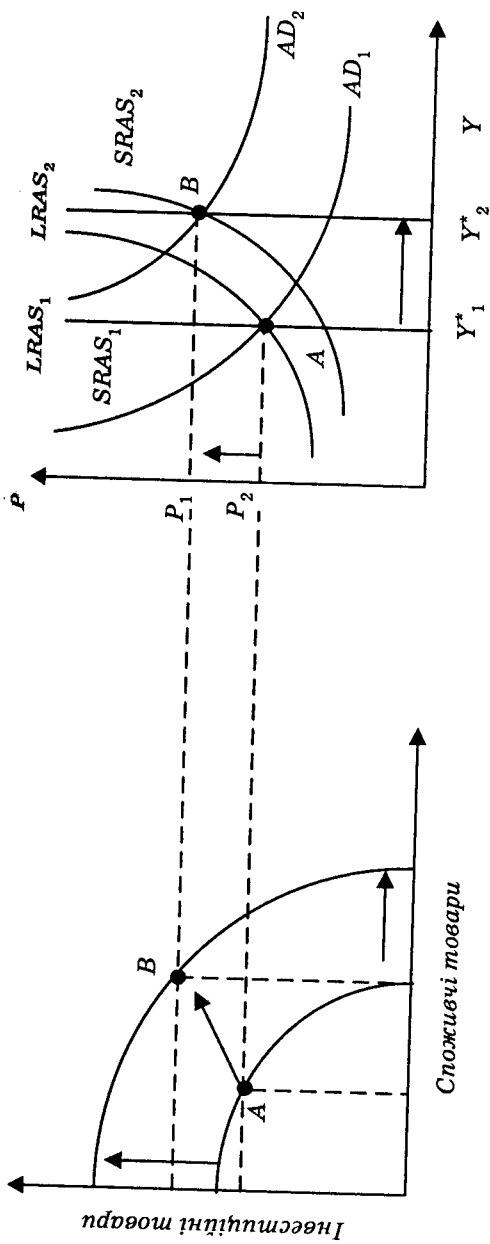


Рис. 4.2. Економічне зростання у довгостроковому періоді

ринку, виявляючись у єдності ринків капіталу та нерухомості, сприяє перенесенню поживавлення з одного ринку на інші через ефекти мультиплікації-акселерації (рис. 4.3).

Ефект мультиплікації інвестицій — багаторазова зміна обсягу національного виробництва під впливом одноразової зміни в обсягах інвестицій — виникає в результаті поживавлення у будівництві і суміжних із ним галузях. Особливе місце будівельного комплексу в економіці забезпечує найвищий коефіцієнт його взаємозв'язку з іншими галузями: матеріально-технічну базу будівельної індустрії забезпечують 70 галузей промисловості; 75 % усіх матеріальних ресурсів, що використовуються у будівництві, надходить із промисловості будівельних матеріалів, деревообробної та металургійної галузей¹. Тому незначне поживавлення на ринку нерухомості й у будівельній індустрії супроводжується зростанням попиту в інших секторах економіки. Оцінюючи роль іпотечного кредитування для економічного розвитку України, фахівці визначили, що збільшення інвестицій у житлове будівництво за рахунок іпотечного кредитування на 1 % призведе до зростання валової доданої вартості в економіці в цілому на 0,32 %, у промисловості — на 0,33, у лісовій, деревообробній, целюлозно-паперовій галузях — на 1,13, у промисловості будівельних матеріалів — на 1,25, у будівництві в цілому — на 2,5 %; тобто фактично у всіх галузях промисловості, за окремих винятків, відбудеться економічне зростання².

Активізуючи ринки землі, житлової, промислової та комерційної нерухомості, іпотечний ринок не лише сприяє економічному зростанню, але й надзвичайно його форсує, що створює ефект акселератора. Тобто в результаті зростання ре-

¹ Взаимосвязь между жилищным строительством и национальной экономикой. Проект сводного доклада по Семинару, проведенному в Праге (Чехословакия), 10—14 мая 1982 г. / Европейская экономическая комиссия ООН. — New-York, 1985. — С. 15.

² Гесць В.М. Роль іпотечного кредитування в контексті стратегії соціально-економічного розвитку України // Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Міжнар. наук.-практ. конф. "Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи" (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. — С. 51.

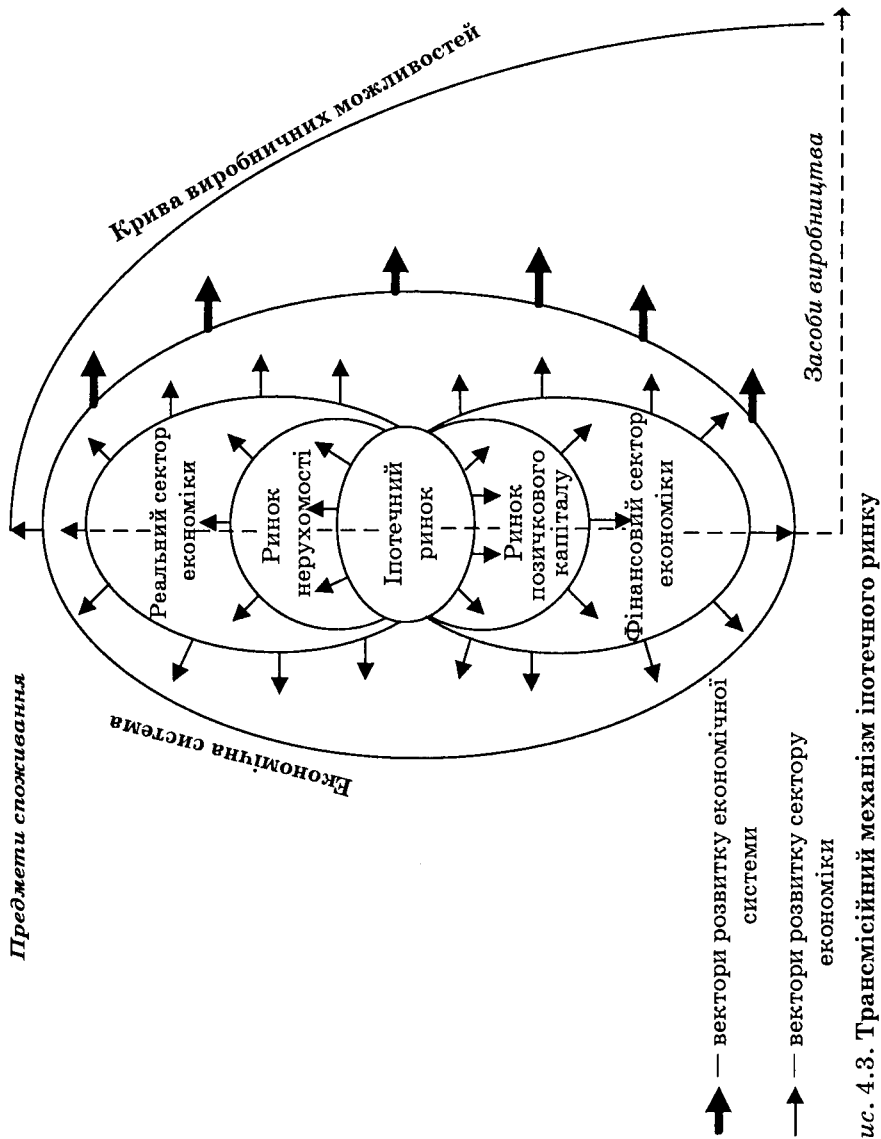


Рис. 4.3. Трансмісійний механізм іпотечного ринку

ального ВВП, зумовленого іпотечним кредитуванням, зростають автономні інвестиції, які прискорюють економічне зростання, поєднуючись з інвестиціями, генерованими іпотечним ринком.

Дієвість ефекту мультиплікації-акселерації залежить від рівня використання ресурсів в економіці: за наявності незадіяних ресурсів, мультиплікатор діє на повну силу; з наближенням економіки до стану повної зайнятості незадіяні у суспільному виробництві ресурси вичерпуються, і мультиплікатор втрачає дієвість: дедалі більша частка приросту інвестицій трансформується у зростання цін, а менша — у приріст реального ВВП; із досягненням економікою повної зайнятості мультиплікатор інвестицій не діє — приріст інвестиційних витрат трансформується у зростання цін.

Функціонування іпотечного ринку стимулює розвиток промисловості, сільського господарства, житлового будівництва. Іпотечне кредитування промислових підприємств дає змогу спрямувати потоки інвестиційних ресурсів у будівництво і перепланування виробничих будівель, споруд і приміщень, в оновлення і модернізацію виробничих потужностей підприємств. Це сприяє створенню нових виробництв, підвищенню якості та конкурентоспроможності продукції на внутрішньому і зовнішньому ринках.

Іпотечний ринок, забезпечуючи капіталізацію землі, сприяє формуванню у сільському господарстві умов для розширеного відтворення: зі збільшенням частки операційного капіталу сільськогосподарські товаровиробники мають більше можливостей для придбання землі, техніки, паливно-мастильних матеріалів, проведення меліоративних та агрохімічних заходів. Іпотечний ринок стабілізує ринок засобів виробництва і продуктів харчування, сприяє ліквідації соціальних протиріч у сільській місцевості, стимулює нарощення обсягів виробництва сільськогосподарської продукції.

На ринку житла іпотечний ринок формує платоспроможний попит, що сприяє доступності житла, активізує первинний і вторинний житлові ринки, залучає у житлову сферу заощадження населення та інші позабюджетні ресурси. Задо-

вольняючи соціальні потреби населення у житлі, іпотечний ринок сприяє реалізації економічних інтересів як фінансово-кредитних інститутів в ефективному використанні вільних фінансових ресурсів, так і житлово-будівельного комплексу в завантаженні виробничих потужностей, ініціюючи і стимулюючи його розвиток та активізуючи економіку країни в цілому. Сьогодні будівництво і придбання житла у більшості країн здійснюється саме з використанням іпотечних кредитів. У Німеччині 32 % дорослого населення виступають власниками цільових будівельних рахунків на суму більше 650 млрд євро¹. У США у період 1970—1996 рр. за рахунок іпотечних кредитів фінансувалося 84—89 % операцій з будівництва і придбання житлової нерухомості (табл. 4.1), що дало змогу щорічно спрямовувати на ринок житла біля 400 млрд дол. і щорічно вводити в експлуатацію в середньому 230 млн м² житла².

Розвиток житлового сегмента іпотечного ринку сприяє розширенню можливостей громадян вільно обирати місце проживання, що сприяє мобільності трудових ресурсів; задоволення потреб населення у житлі підвищує працездатність, покращує демографічну ситуацію у країні; іпотека стає одним із визначальних чинників підвищення якості життя громадян, розширює можливості підприємницького самовизначення, дає можливість вирішувати житлову проблему, зменшує соціальну напругу в суспільстві³. Саме рівень вирішення житлового питання, як зазначає В. Лагутін, є мірилом задоволення усіх інших потреб людини і сім'ї: "Людина

¹ Демянюк А.П. Организация системы строительных сбережений ипотечного кредитования // Ипотечный рынок в Украине: Міжнар. наук.-практ. конф. "Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв'язання" (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 219.

² Радченко Б. Недвижимость в движении. Ипотечный процесс в Украине начался // Киевский телеграф. — 2001. — № 48. — С. 24.

³ Копченко І.М. Основні напрями державного регулювання та сприяння розвитку іпотечного ринку в Україні // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: 36. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 62.

прагне до кращих житлових умов не тільки для забезпечення зручності проживання, але й для того, щоб реалізувати свої інтереси і здібності. Комфортне і зручне житло — показник самоповаги людини”¹.

Таблиця 4.1. Джерела фінансування житлового будівництва

Роки	Кількість збудованих житлових будинків		У тому числі			
			за рахунок іпотечних кредитів		за рахунок власних коштів населення	
	тис. одиниць	%	тис. одиниць	%	тис. одиниць	%
1970	793	100	666	84	127	16
1980	957	100	785	82	172	18
1990	966	100	792	82	174	18
1995	1066	100	938	88	128	12
1996	1012	100	901	89	111	11

Джерело: Складено за даними: *Лимаренко В.И.* Іпотека: стратегія розвитку. Теорія і практика впровадження системи іпотечного кредитування в умовах кризової економіки Росії. — М.: Діалог-МГУ, 2000. — С. 42.

Отже, іпотечний кредит як форма інвестицій є важливим засобом стимулювання сукупного попиту, розширення місткості внутрішнього ринку, що є необхідною передумовою для закріплення тенденцій економічного зростання.

Стимулюючи зростання обсягу національного виробництва, іпотечний ринок сприяє підвищенню рівня зайнятості. Для визначення впливу зміни реального ВВП на динаміку рівня безробіття доцільно застосовувати залежність, яка є справедливою для країн із розвинутою ринковою економікою²:

¹ *Лагутін В.Д.* Людина і економіка: Соціоекономіка: Навч. посіб. для вузів. — К.: Просвіта, 1996. — С. 124.

² *Панчишин С.* Макроекономіка: Навч. посіб. — К.: Либідь, 2001. — С. 308.

$$\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = 3 - 2 \cdot (U_t - U_{t-1}), \quad (4.1)$$

де Y_t , Y_{t-1} — реальний ВВП у розрахунковому (t) та базисному ($t-1$) періодах; U_t , U_{t-1} — рівні безробіття у розрахунковому (t) та базисному ($t-1$) періодах.

З формули (4.1) випливає, що кожний процент зростання реального ВВП понад 3 % підвищує рівень зайнятості в економіці на 0,5 %; і навпаки: рівень безробіття в економіці зростає на 2 % у разі зниження обсягів ВВП на 1 %. Скорочення рівня безробіття зменшує демоекономічне навантаження на робочу силу, сприяє соціальній стабільності у суспільстві.

В іпотечному ринку закладені також внутрішні потужні рушії до активізації економіки у фінансовій сфері. Іпотечне кредитування виступає відносно низькоризиковою банківською операцією порівняно з поточними кредитними операціями комерційних банків: 1) позики, забезпечені заставою нерухомості, є безпечнішими для банків порівняно з бланковими кредитами, бо в разі неповернення позиченої вартості банк задовольняє свої вимоги із вартості застави; 2) частина ризиків у іпотечному кредитуванні перекладається на позичальника та інвестора; 3) вторинний ринок іпотечного капіталу сприяє підвищенню ліквідності іпотечних інститутів. Відсутність іпотеки у банківській системі створює небезпеку для фінансово-кредитних інститутів, інвестицій, фондових ринків, грошового обігу. Фінансово-економічна криза другої половини 1998 р. в Україні, Росії, інших країнах СНД яскраво це засвідчила: активи банків, які не забезпечені ліквідною нерухомістю, швидко знецінилися¹.

Іпотечне кредитування забезпечує економіку платіжними засобами; здійснює антиципацію доходу позичальника (від лат. *anticipatio*, від *anticipo* — наперед визначаю — передбачення, прогноз, заздалегідь складене уявлення²); відволікаючи грошові засоби із поточного споживання у нагромаджен-

¹ *Евтух А.Т.* Іпотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — С. 20.

² Словник іншомовних слів / За ред. О.С. Мельничука. — К.: Головна редакція УРЕ, 1985. — С. 69.

ня, запобігає інфляційній кризі. Саме іпотечний ринок, на думку спеціалістів, виступає гарантом стійкості фінансової системи США, який постійно підтримує курс долара на високому рівні¹.

Справедливе й інше твердження про те, що надмірне кредитування негативно впливає на кон'юнктуру ринку нерухомості та купівельну здатність грошей, що перетворює іпотечний ринок на джерело макроекономічної нестабільності. Зокрема, зниження облікової процентної ставки у 2002—2004 рр. у США сприяло суттєвому зниженню вартості іпотечних кредитів для позичальника. Оскільки 70—80 % угод на ринку нерухомості США здійснюється з використанням іпотечних кредитів², то зниження процентних ставок і спрямування значних обсягів фінансових ресурсів на ринок нерухомості викликали зростання цін на об'єкти житлової та нежитлової нерухомості та стимулювали економічне зростання у короткостроковому періоді. Разом з тим, підвищення доступності іпотечних кредитів та зростання цін на ринку нерухомості у коротко- і середньостроковій перспективі стали причиною спекулятивних настроїв: реальні інвестори почали укладати фінансові ресурси в об'єкти нерухомого майна не з метою покращення житлових умов або розвитку малого бізнесу, а з метою одержання вищої норми доходу, ніж забезпечують альтернативні напрями інвестування. Це підтверджується тим фактом, що у 2003 р. обсяг ринку нерухомості США становив 145 % ВВП, тоді як обсяг фондового ринку не перевищував 82 % ВВП. Як наслідок, нереальні очікування щодо динаміки цін на ринку нерухомості призвели до його “перегріву”. Так, головні аналітики *National City Corporation*, порівнявши темпи зростання цін із середніми історичними показниками, а також з темпами приросту реальних доходів, вартістю іпотечних кредитів та щільністю населення у 299 містах, які складають 80 % американського ринку нерухомості, прийшли до

¹ Коломойцев В.Е. Універсальний словник економічних термінів: інвестування, конкуренція, менеджмент, маркетинг, підприємництво: Навч. посіб. — К.: Молодь, 2000. — С. 68.

² Ужегов А.Н. Квартира в кредит: ипотечная сделка. — СПб.: Питер, 2001. — 288 с.

висновку, що у 69 % із них вартість нерухомості виявилася завищеною у середньому на 30 %. “Перегрів” ринку нерухомості стимулюють також інструменти іпотечного кредитування, за якими протягом перших років сплачуються лише процентні платежі. Так, наприклад, у 2001 р. із використанням цього інструменту кредитування у Каліфорнії купувалося лише 2 % житлової нерухомості, тоді як у 2004 р. — 48 %. Саме цей штат фахівці вважають найбільш “перегрітим” із позиції вартості житлової нерухомості: темпи приросту цін на об’єкти нерухомості у 2004 р. тут становили 33 % з рівнем інфляції лише 3 %¹.

Отже, більшість значних криз на ринках нерухомості спричиняються нереальними ринковими очікуваннями, які призводять до надмірного інвестування у нове будівництво, незабезпеченості ринком значної кількості проектів, під які було надано іпотечні позички, перенасиченням ринку нерухомості. небезпека інфляції виникає у випадку, коли зростання грошової маси не супроводжується відповідним зростанням обсягів виробництва. Кредит не створює інфляції, якщо кредитування здійснюється за наявності резервів у виробничій сфері; за строками не перевищує період, потрібний для створення нового продукту; обмежений рамками кредитних грошей і вільних резервів; розширює виробництво товарів, які користуються попитом.

У цілому взаємозв’язок фінансових ринків і ринку нерухомості у загальному циклі ділової активності має такий вигляд: підвищення індексів фондового ринку, позитивні очікування інвесторів щодо прибутковості капіталовкладень на ринку нерухомості та зниження вимог до дохідності фінансових інструментів призводять до зниження процентних ставок за іпотечними кредитами. Наслідком покращення умов запозичення на фінансових ринках є поживавлення на ринку нерухомості, яке через ефекти мультиплікації-акселерації переноситься на економіку в цілому, стимулюючи економічне зростання у короткостроковому періоді. І навпаки, зниження індексів фондового

¹ Приходько О. Куда ведет дорога, вымощенная дешевой ипотекой? // Зеркало недели. — 2005. — 1 жовтня. — С. 7.

ринку, негативні очікування інвесторів і підвищення вимог до дохідності фінансових інструментів призводять до підвищення процентних ставок за іпотечними кредитами, спаду на ринку нерухомості та в економіці в цілому. Ця залежність справедлива для країн з високим рівнем розвитку іпотечного ринку: чим більша частка трансакцій на ринку нерухомості здійснюється за участі іпотечного кредиту, тим більшою мірою ринок нерухомості залежить від кон'юнктури фінансових ринків, від точної вартості іпотечного капіталу.

Викладені теоретичні положення щодо ролі іпотечного ринку в забезпеченні короткострокового стимулювання економіки підтверджуються низкою історичних фактів. Зокрема, розвиток іпотечного ринку дав змогу вийти свого часу з економічної кризи багатьом країнам: Канаді, США, Німеччині, Чилі, Аргентині, а також прискорити проведення економічних реформ у ряді інших країн¹. Показовим є досвід Німеччини: у 50-х роках ХХ ст. щорічний обсяг інвестицій у житлове будівництво становив 9—11 млрд німецьких марок, 40—50 % із яких становили іпотечні кредити. Швидке зростання житлового будівництва спричинило загальне економічне піднесення у країні: до 1950 р. ВВП Німеччини досяг рівня 1936 р., у період 1950—1955 рр. національний дохід зростав темпами 12 % на рік, відбулося зниження рівня безробіття, темпи росту заробітних плат і пенсій перевищували темпи зростання цін і податків².

Отже, іпотечне кредитування у короткостроковому періоді забезпечує:

1) економічний ефект, який полягає в комплексному розвитку галузей і ринків; укріпленні фінансової та банківської систем; створенні нових робочих місць і зниженні рівня безробіття; підвищенні сукупного попиту, зростанні національного доходу і ВВП;

2) соціальний ефект, що виявляється у підвищенні якості життя населення; розв'язанні проблеми забезпеченості насе-

¹ *Рябченко Л.И.* Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — С. 3; Ипотечное жилищное кредитование: Учеб. пособие / Сост. И.В. Дубовик, О.Ю. Оношко. — Иркутск: БГУЭП, 2003. — 227 с.

² Ипотечное жилищное кредитование: Учеб. пособие / Сост. И.В. Дубовик, О.Ю. Оношко. — Иркутск: БГУЭП, 2003. — С. 41.

лення житлом; укріпленні інституту сім'ї, духовного і фізичного здоров'я населення; стимулюванні демографічного відтворення; відродженні малих міст і сіл; зниженні соціальної напруги у суспільстві.

4.3. Значення іпотечного ринку для економічного зростання у довгостроковому періоді. Ефект “витіснення”

У довгостроковому періоді іпотечний ринок створює умови для економічного зростання, що виявляється у збільшенні потенційного рівня ВВП і зміщенні праворуч лінії довгострокової сукупної пропозиції та кривої виробничих можливостей. Однак звичайна акумуляція капіталу недостатня для стимулювання довгострокового економічного зростання: умовою прискорення економічного розвитку виступає оптимальна інтегрованість інвестицій у формі іпотечних кредитів до загальної структури виробництва.

У XIX і на початку XX ст. у країнах із ринковою економікою домінувало кредитування під заставу виробничої нерухомості, проте, починаючи з 30-х років XX ст., акценти в іпотечному кредитуванні зміщуються у сферу житлової нерухомості. Тенденція переважного розвитку житлового сегмента іпотечного ринку спостерігається у більшості країн: частка житлових іпотечних кредитів у їх загальному обсязі становила у США в 1994 р. — 75 %¹, а в 2004 р. — 82,5², у країнах Західної Європи у 1998 р. — 85 %³.

Аналіз структури інвестицій домогосподарств у житлову нерухомість показав, що у країнах із ринковою економікою будівництво і придбання житлової нерухомості здійснюється,

¹ *Sirota D.* Essentials of real estate finance. — 8th ed. — Chicago, IL: Real Estate Education Company, 1996. — P. 3.

² *Bielicki Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.Realkreditraadet.dk>. — P. 88.

³ *Рубцов Б.* Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. — 2001. — № 6. — С. 74.

як правило, із використанням іпотечних кредитів, тоді як у країнах, що розвиваються, і країнах із трансформаційною економікою переважають власні заощадження населення. Для ілюстрації цього твердження в табл. 4.2 наведено частку житлових іпотечних кредитів у структурі житлових інвестицій домогосподарств у деяких країнах із різним рівнем економічного розвитку.

Таблиця 4.2. Іпотечні кредити у структурі житлових інвестицій домогосподарств

Країни	Частка іпотечних кредитів, %	Країни	Частка іпотечних кредитів, %
<i>Країни високого рівня розвитку</i>		<i>Країни, що розвиваються</i>	
Бельгія	56	Індія	10
Великобританія	60	Кенія	11
Канада	76	Корея	20
Нідерланди	85	Марокко	15
США	82	Мексика	2
Фінляндія	42	Пакистан	11
У середньому у групі	67	Сенегал	6
—	—	Таїланд	33
—	—	Туніс	11
—	—	Туреччина	8
—	—	Філіппіни	26
—	—	У середньому у групі	19

Примітка: Дані про групу високо розвинутих країн наведені за 2003 р.; про групу країн, що розвиваються, — вибрані роки кінця 1970-х.

Джерела: Складено за даними: Buckley R.M. Housing finance in developing countries: the role of credible contracts // Economic Development and Cultural Change. — Chicago, 1994. — Vol. 42. — № 2. — Р. 319; Лимаренко В.И. Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. — М.: Диалог-МГУ, 2000. — С. 42; Walley S. European Mortgage Markets in a Changing Environment // BIS Committee on the Global Financial System Meeting (16 March, 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — Р. 24.

Дані таблиці 4.2 показують, що частка житлових іпотечних кредитів у структурі житлових інвестицій населення у країнах з розвинутою ринковою економікою в середньому у 5 разів вища, ніж у країнах, що розвиваються, тому дослідження ролі і значення іпотечного ринку у суспільному відтворенні у довгостроковому періоді здійснюється нами на прикладі житлових сегментів іпотечного ринку країн з розвинутою ринковою економікою.

Також зауважимо, що під час вивчення механізму впливу іпотечного ринку на макроекономічну динаміку у довгостроковому періоді ми не брали до уваги закономірності, які створюють іпотечні ринки країн з трансформаційною економікою, бо за невисоких обсягів кредитування частка іпотечного кредитування у структурі наданих кредитів у цих країнах незначна. Так, наприклад, відношення обсягу наданих кредитів населення до ВВП станом на 1 січня 2005 р. у США було 74,7 %, Великобританії — 96,5, Німеччині — 49,9, тоді як у Польщі — 15,2, Угорщині — 14,2. Чехії — 13,0 %¹. У структурі наданих кредитів у США, Німеччині, Великобританії частка іпотечних кредитів становила у середньому 76,3 %, тоді як у Польщі, Угорщині і Чехії — 53,6 %².

Розвиток житлового сегмента іпотечного ринку позитивно впливає на економіку в короткостроковому періоді за наявності резервних виробничих потужностей та незайнятих трудових ресурсів, але у довгостроковому періоді простежується від'ємний зв'язок між обсягами житлового іпотечного кредитування та їхньою ефективністю. Співставлення темпів приросту реального ВВП і заборгованості за житловими іпотечними позиками у 9 країнах за період 1996—2001 рр. показало перевищення темпами зростання портфеля житлових іпотечних кредитів темпів приросту реального ВВП (табл. 4.3).

¹ Поляченко *И.А.*, Данилова *Е.О.* Прогноз рынка кредитования населения на основе анализа макроэкономических показателей // Банковское кредитование. — 2005. — № 4. — С. 3.

² Там же. — С. 6.

Таблиця 4.3. Середньорічні темпи зростання ВВП і житлової іпотечної заборгованості в деяких країнах (1996—2001 рр.)

Країна	Показники*	
	Середньорічні темпи приросту реального ВВП, %	Середньорічні темпи приросту заборгованості за житловими іпотечними позичками, %
Греція	4,2	26,2
Франція	2,6	3,1
Люксембург	4,8	25,9
Іспанія	4,2	20,1
Бельгія	1,5	6,5
Португалія	4,5	20,7
Нідерланди	4,0**	11,7**
Данія	3,6	15,7
Ірландія	5,7**	17,6**

* Середні темпи зміни відповідних показників розраховано за формулою середньої геометричної.

** Обчислено за період 1996—2000 рр.

Джерела: За даними: International Financial Statistics: International Monetary Fund. — 2003. — Vol. LVI. — № 1. — P. 156, 304, 374, 394, 408, 568, 656, 738, 828; *Hardt J., Earley F.* European Integration in the Mortgage Lending Industry: Developments since to Euro / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>); *Lambert A.* Real estate transactions and the secured credit market in Europe: Introductory Eulis Seminar (Lund, 27—28 February 2003) / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>); Trends in Europe and North America: 2003. — The Statistical Yearbook of the Economic Commission for Europe. — U. N.: New-York; Geneva, 2003. — P. 179.

Для визначення ступеня чутливості ВВП до зміни обсягів житлового іпотечного кредитування обчислено коефіцієнт еластичності як відношення відносної зміни ВВП до відносної зміни житлової іпотечної заборгованості за формулою коефіцієнта дугової еластичності:

$$E = \frac{ВВП_1 - ВВП_0}{ЖИК_1 - ЖИК_0} \cdot \frac{(ЖИК_1 + ЖИК_0) : 2}{(ВВП_1 + ВВП_0) : 2} = \frac{ВВП_1 - ВВП_0}{ЖИК_1 - ЖИК_0} \times \frac{ЖИК_1 + ЖИК_0}{ВВП_1 + ВВП_0}, \quad (4.2)$$

де $ВВП_0$, $ВВП_1$ — відповідно базові і фактичні значення ВВП; $ЖИК_0$, $ЖИК_1$ — відповідно базові і фактичні значення заборгованості за житловими іпотечними кредитами.

Коефіцієнт еластичності показує, на скільки процентів зміниться обсяг реального ВВП у разі зміни обсягів житлового іпотечного кредитування на 1 %. Характеристика ступеня чутливості реального ВВП до зміни обсягів житлового іпотечного кредитування наведена у табл. 4.4.

Таблиця 4.4. Еластичність ВВП за обсягами житлової іпотечної заборгованості

Значення коефіцієнта	Характеристика чутливості ВВП	Пояснення
$ E > 1$	Відносно еластичний ВВП	Процентна зміна реального ВВП перевищує процентну зміну обсягів житлового іпотечного кредитування
$ E = 1$	Одинична еластичність ВВП	Процентна зміна реального ВВП дорівнює процентній зміні обсягів житлового іпотечного кредитування
$ E < 1$	Відносно нееластичний ВВП	Процентна зміна реального ВВП менша за процентну зміну обсягів житлового іпотечного кредитування

Значення коефіцієнтів еластичності реального ВВП за обсягами житлової іпотечної заборгованості для деяких країн із різним рівнем розвитку іпотечного ринку наведено в табл. 4.5. Обчислення показали, що значення коефіцієнта еластичності реального ВВП до зміни обсягів житлового іпотечного кредитування у співставних цінах змінюється на проміжку $0 < |E| < 1$, тобто зміна обсягів житлового іпотечного кредитування на 1 %

спричиняє зміну реального ВВП у довгостроковому періоді на величину, меншу ніж 1 %. Це дозволяє зробити висновок про невисоку чутливість реального ВВП до зміни обсягів заборгованості за житловими іпотечними кредитами.

Таблиця 4.5. Еластичність ВВП за обсягами іпотечного кредитування в деяких країнах (обчислено за період 1996—2001 рр.)

	Греція	Франція	Люксембург	Іспанія	Бельгія	Португалія	Німеччина	Нідерланди	Данія	Ірландія
Коефіцієнт еластичності	0,19	0,83	0,43	0,23	0,27	0,26	0,32	0,44	0,37	0,51

Джерела: Складено авторами за даними: International Financial Statistics: International Monetary Fund. — 2003. — Vol. LVI. — № 1. — Р. 156, 304, 374, 394, 408, 568, 656, 738, 828; *Hardt J., Earley F.* European Integration in the Mortgage Lending Industry: Developments since to Euro / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>); *Lambert A.* Real estate transactions and the secured credit market in Europe: Introductory Eulis Seminar (Lund, 27—28 February 2003) / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>); Trends in Europe and North America: 2003. — The Statistical Yearbook of the Economic Commission for Europe. — U. N.: New-York; Geneva, 2003. — Р. 179.

У цілому проблема ефективності іпотечного кредитування і ступеня впливу житлового сектору на національну економіку в довгостроковому періоді досліджена недостатньо: деякі висновки з цієї проблеми наведено у табл. 4.6.

Для встановлення характеру і тісноти зв'язку між обсягами житлового іпотечного кредитування та його ефективністю здійснено математичне моделювання економічних процесів із застосуванням прийомів і методів кореляційного і регресійного аналізу. Використання елементів кореляційно-регресійного аналізу у вивченні зв'язків між обсягами та ефективніс-

Таблиця 4.6. Вплив житлового сектору на національну економіку в деяких країнах

Країна	Результати досліджень
Франція	Наявна конкуренція між житловим сектором і промисловістю у фінансуванні інвестицій. На основі середньострокового аналізу фінансування національної економіки зроблено висновок, що політика підтримки житлового будівництва за рахунок іпотечного кредитування має доповнювати політику промислового розвитку
Данія	Скорочення капіталовкладень у житловий сектор не супроводжується зростанням інвестицій у сферу промислового виробництва
Бельгія	Житловий сектор розглядається додатковим до сектору промислового виробництва, тому заходи із стимулювання розвитку промисловості та житлового сектору за рахунок іпотечного кредитування мають об'єднуватися в уніфіковану політику розвитку
Фінляндія	Дослідження показали, що в умовах існування недовантажених виробничих потужностей капіталовкладення у житловий сектор не витісняють капіталовкладення у промисловість
Швеція	В умовах повного використання наявних виробничих потужностей та робочої сили зростання капіталовкладень у житловий сектор призводить до деякого скорочення приросту ВВП
Нідерланди	Вкладники капіталу в житловий сектор і промисловість — відмінні економічні одиниці, тому політика підтримки потрібна як для житлового сектору, так і для деяких галузей промисловості. Необхідно забезпечити рівновагу у розвитку промисловості і житлового будівництва

Джерело: Складено за даними: Взаимосвязь между жилищным строительством и национальной экономикой. Проект сводного доклада по Семинару, проведенному в Праге (Чехословакия), 10—14 мая 1982 года / Европейская экономическая комиссия ООН. — New-York, 1985. — С. 48—49.

тю житлового іпотечного інвестування у довгостроковому періоді має практичне значення, оскільки дасть можливість: 1) розширити уявлення про рушійну силу житлового іпотечного кредитування у довгостроковому періоді; 2) розробити адекватні методи, інструменти та визначити напрями державного впливу на обсяги житлового іпотечного кредитування та, відповідно, рівень розвитку житлового сегмента іпотечного ринку для перетворення його на потужний каталізатор економічного зростання у довгостроковій перспективі.

Для виявлення взаємозв'язку між факторною (частка житлових іпотечних позик у ВВП) і результуючою (ефективність житлового іпотечного кредитування) ознаками застосовано метод аналітичного групування. Результати аналітичного групування систематизовано у табл. 4.7, в якій показано розподіл одиниць якісно однорідної сукупності за факторною ознакою та зміну варіюючої ознаки в результаті зміни факторної ознаки. Кожна група, яка виділена за факторною ознакою, характеризується середніми значеннями результуючої ознаки, що дозволяє встановити вплив зміни факторної ознаки на розсіювання результуючої ознаки і на цій основі виміряти тісноту зв'язку між варіаціями цих ознак. Кількість груп розподілу визначено за формулою Стерджеса¹: $k = 1 + 3,322 \cdot \lg(n)$, де n — кількість одиниць у сукупності. З $n = 38$, кількість груп становить $1 + 3,322 \cdot \lg(38) \approx 6$. Величину інтервалу визначили шляхом ділення розмаху варіації факторної ознаки (визначається як різниця між її максимальним і мінімальним значеннями) на кількість груп: $(71 - 5) : 6 = 11$.

Аналіз табл. 4.7 із використанням інструментарію кореляційно-регресійного аналізу (табл. 4.8—4.9) виявив обернений зв'язок між ефективністю житлових іпотечних кредитів і рівнем розвитку іпотечного ринку: із зростанням частки позик у ВВП їх віддача (приріст ВВП на 1 євро житлових іпотечних кредитів) знижується. Обчислення показали, що:

1) зв'язок між рівнем розвитку житлового сегмента іпотечного ринку та ефективністю житлового іпотечного кредиту-

¹ Статистика: теоретичні засади і прикладні аспекти. Навч. посіб. / Р.В. Фещур, А.Ф. Барвінський, В.П. Кічор та ін.; За наук. ред. Р.В. Фещура. — 2-ге вид., оновлене і доп. — Л.: Інтеллект-Захід, 2003. — С. 21.

Таблиця 4.7. Залежність ефективності житлових іпотечних інвестицій від рівня розвитку іпотечного ринку

Частка іпотечних позик у ВВП, %	Середні величини факторної ознаки	Ефективність житлових іпотечних позик (приріст реального ВВП на 1 євро житлових іпотечних позик)					Середні величини результуючої ознаки
		1997	1998	1999	2000	2001	
до 10	6	4,08 (Греція)	3,23 (Греція)	1,7 (Греція)	1,73 (Греція)	—	2,69
11—21	16	1,25 (Люксембург) 1,59 (Іспанія)	1,24 (Іспанія)	—	—	2,94 (Греція) 4,57* (Франція)	2,32
22—32	26	1,68 (Бельгія) 0,54 (Португалія) 2,16 (Ірландія)	0,76 (Бельгія) 1,08 (Люксембург) 1,88 (Ірландія)	0,84 (Іспанія) 1,38 (Бельгія) 0,48 (Ірландія)	1,17 (Бельгія) 0,62 (Іспанія)	0,39 (Бельгія) 1,02 (Іспанія)	1,08
33—43	36	—	0,73 (Португалія)	0,94 (Португалія)	—	—	0,84
44—54	46	0,16 (Німеччина)	0,47 (Німеччина)	1,85 (Німеччина)	0,55 (Португалія)	0,70 (Португалія) 0,25 (Німеччина)	0,66

* Розраховано як середнє арифметичне за 1996—2001 рр.

Закінчення табл. 4.7

Частка іпотечних позик у ВВП, %	Середні величини факторної ознаки	Ефективність житлових іпотечних позик (приріст реального ВВП на 1 євро житлових іпотечних позик)				Середні величини результуючої ознаки
		1997	1998	1999	2000	
більше 55	56	0,51 (Нідерланди) 0,37 (Данія)	0,49 (Нідерланди) 0,21 (Данія)	0,45 (Нідерланди)	0,61 (Німеччина) 0,9 (Нідерланди)	0,42 (Данія)
						0,50

Джерела: Обчислено за даними International Financial Statistics: International Monetary Fund. — 2003. — Vol. LVI. — № 1. — P. 156, 304, 374, 394, 408, 568, 656, 738, 828; *Hardt J., Earley F.* European Integration in the Mortgage Lending Industry: Developments since to Euro / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>); *Lambert A.* Real estate transactions and the secured credit market in Europe: Introductory Eulis Seminar (Lund, 27—28 February 2003) / European Mortgage Federation, 2004. (<http://www.hypo.org/>); Trends in Europe and North America: 2003. — The Statistical Yearbook of the Economic Commission for Europe. — U. N.: New-York, Geneva, 2003. — P. 179.

Таблиця 4.8. Кореляційний аналіз залежності продуктивності житлових іпотечних позик від рівня розвитку іпотечного ринку

Характеристика процедури	Робочі формули	Результат обчислень
<p>1. Тіснота зв'язку, його напрям і ступінь наближення до функціонального кількісно оцінюється за допомогою коефіцієнта кореляції, значення якого змінюється у межах $-1 \leq r \leq 1$. Щільність і ступінь наближення зв'язку між досліджуваними змінними до функціонального оцінюють за абсолютним значенням коефіцієнта</p>	<p>Для нелінійної залежності</p> $r = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}, \quad (1)$ <p>де \hat{y}_i — теоретичні значення залежної змінної</p>	<p>$r = -0,97$ і $r < 0$, тому напрям зміни рівнів досліджуваних показників не співпадають: зростання рівня розвитку житлового сегмента іпотечного ринку супроводжується зниженням ефективності житлових іпотечних позик. Оскільки $r \geq 0,7$, зв'язок між досліджуваними змінними характеризується як яскраво виражений¹</p>

¹ Бутник-Сиверский А.Б. и др. Экономико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности предприятий и объединений. — М.: Финансы и статистика, 1982. — 200 с.; Третьяков А. Корреляционный анализ фондовых рынков // Рынок ценных бумаг. — 2001. — № 15. — С. 59.

Закінчення табл. 4.8

Характеристика процедури	Робочі формули	Результат обчислень
<p>2. Для статистичної оцінки значущості коефіцієнта кореляції використовують t-критерій Стюдента¹. Теоретичне значення функції розподілу Стюдента $t_{кр}$ з даним рівнем істотності α і $V = n - 2$ ступенями свободи знаходять за таблицями; якщо $t_{розп} > t_{кр}$, то гіпотеза про нульове значення коефіцієнта кореляції у генеральній сукупності приймається</p>	$t_{розп} = \sqrt{\frac{r^2}{1 - r^2} \cdot (n - 2)} \quad (2)$	<p>Для $V = 6 - 2 = 4$, $\alpha = 0,025$ за стандартними таблицями $t_{кр}$-розподілу Стюдента $t_{кр} = 2,776$. Значення $t_{розп}$, обчислене за формулою (2), становить: $t_{розп} = 8,1$, тобто $t_{розп} > t_{кр}$, тому гіпотеза про значущість коефіцієнта кореляції у генеральній сукупності приймається</p>
<p>3. Коефіцієнт детермінації показує, яка частина варіації залежної змінної обумовлюється варіацією факторного показника. Значення коефіцієнта детермінації змінюється на проміжку: $0 \leq d \leq 1$</p>	$d = r^2 \quad (3)$	<p>$d = 0,94$, що означає: 94 % варіації залежної змінної (ефективності житлового іпотечного кредитування) обумовлено факторною ознакою (рівнем розвитку житлового сегмента іпотечного ринку)</p>

¹ Статистика: теоретичні засади і прикладні аспекти: Навч. посіб. / Р.В. Фещур, А.Ф. Барвінський, В.П. Кічор та ін.; За наук. ред. Р.В. Фещура. — 2-ге вид., оновлене і доп. — Л.: Інтеллект-Захід, 2003. — С. 98.

² Там само. — С. 564.

Таблиця 4.9. Регресійний аналіз залежності продуктивності житлових іпотечних позик від рівня розвитку іпотечного ринку

Характеристика процедури	Робочі формули	Результат обчислень
<p>1. Побудова економіко-математичної моделі, яка відображає залежність між факторною (x) і результуючою ознаками (y). Підбір рівняння регресії здійснюється із застосуванням методу найменших квадратів, який полягає у виборі коефіцієнтів рівняння регресії, виходячи із умови мінімуму суми квадратів відхилень фактичних значень залежної змінної (y_i) від розрахованих за рівнянням регресії (\hat{y}_i)</p>	<p>Робочі формули</p> $\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2 \rightarrow \min, \hat{y}_i = a + b \cdot x_i, (4)$ <p>де \hat{y}_i — теоретичні значення залежної змінної; a, b — параметри регресії:</p> $\left\{ \begin{array}{l} n \cdot a + b \cdot \sum_{i=1}^n x_i = \sum_{i=1}^n y_i \\ a \cdot \sum_{i=1}^n x_i + b \cdot \sum_{i=1}^n (x_i)^2 = \sum_{i=1}^n y_i \cdot x_i \end{array} \right. , (5)$ $a = \frac{\sum_{i=1}^n y_i - b \cdot \sum_{i=1}^n x_i}{n}$ $b = \frac{n \cdot \sum_{i=1}^n x_i \cdot y_i - \sum_{i=1}^n x_i \cdot \sum_{i=1}^n y_i}{n \cdot \sum_{i=1}^n x_i^2 - \left(\sum_{i=1}^n x_i \right)^2}$	<p>Залежність між ефективністю житлового іпотечного кредитування і рівнем розвитку іпотечного ринку адекватно описується кривою виду $\hat{y} = a \cdot e^{b \cdot x}$. Для знаходження параметрів рівняння a і b застосовано метод найменших квадратів (4) і розв'язано систему рівнянь (5), в якій здійснено заміну:</p> $\hat{y} = a \cdot e^{b \cdot x}, \ln \hat{y} = \ln a + b \cdot x \cdot \ln e,$ $\ln \hat{y} = \ln a + b \cdot x, \hat{Y} = a' + b \cdot x,$ $\hat{Y} = \ln \hat{y}, a' = \ln a, a = e^{a'}$ <p>Регресійна залежність має вигляд:</p> $y = 3,339 \cdot e^{-0,036 \cdot x}$

Характеристика процедури	Робочі формули	Результат обчислень
<p>2. Оцінка надійності рівняння регресії за критерієм Фішера¹: розрахункове значення $F_{\text{розрах}}$ порівнюють з табличним значенням $F_{\text{кр}}$, знайденим для заданого рівня істотності α і ступенів свободи $V_1 = m$ і $V_2 = n - m - 1$. Якщо $F_{\text{розрах}} > F_{\text{кр}}$, гіпотеза про рівність дисперсій у генеральній та вибірковій сукупності приймається, рівняння регресії вважається значущим</p>	$F_{\text{розрах}} = \frac{n - m - 1}{m} \cdot \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2}, \quad (6)$ <p>де m — кількість факторів, які увійшли у модель</p>	<p>$n = 6, \alpha = 0,05, V_1 = 1,$ $V_2 = 6 - 1 - 1 = 4,$ $F_{\text{кр}} = 7,71, F_{\text{розрах}} = 55,7.$</p> <p>Оскільки $F_{\text{розрах}} > F_{\text{кр}}$ гіпотеза про рівність дисперсій в генеральній та вибірковій сукупності приймається, рівняння регресії вважається значущим</p>

¹ Статистика: теоретичні засади і прикладні аспекти: Навч. посіб. / Р.В. Фещур, А.Ф. Барвінський, В.П. Кічор та ін.; За наук. ред. Р.В. Фещура. — 2-ге вид., оновлене і доп. — Л.: Інтеллект-Захід, 2003. — С. 104.

Продовження табл. 4.9

Характеристика процедури	Робочі формули	Результат обчислень
<p>3. Дослідження автокореляції збурень для обґрунтування доцільності використання методу найменших квадратів у визначенні параметрів рівняння регресії. Для встановлення автокореляції збурень у великій вибірці застосовано критерій Дарбіна — Уотсона, обчислений за формулою. Встановлено верхній (d_U) і нижній (d_L) межі для</p>	$d = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2}, \quad (7)$ <p>де $e_t = y_t - \hat{y}_t$ — відхилення теоретичної лінії регресії від фактичних значень;</p> <p>$\sum_{t=1}^n e_t^2 \rightarrow \min$ — умова методу найменших квадратів¹</p>	<p>Обчислення встановили таке:</p> $\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2 = 0,6835,$ $\sum_{t=2}^n e_t^2 = 0,2579, \quad d = 2,65.$ <p>Відповідні значення d_U і d_L визначалися за таблицями на 5 % рівні значимості для однієї пояснюючої змінної²</p>

¹ Джонстон Дж. Эконометрические методы / Пер. с англ. и предисл. А.А. Рынина. — М.: Статистика, 1980. — С. 24.

² Там же. — С. 434.

Закінчення табл. 4.9

Характеристика процедури	Робочі формули	Результат обчислень
<p>рівня значимості статистики d. Якщо $d < d_L$, то гіпотеза про відсутність автокореляції відхиляється. Якщо $d > d_U$, то гіпотеза про відсутність автокореляції приймається. Якщо $d_L < d < d_U$, то висновок про наявність автокореляції зробити неможливо</p>		<p>Результат обчислень</p> <p>Оскільки $d_U = 1,26$ і $d_L = 0,90$, тобо $d > d_U$, то гіпотезу про відсутність автокореляції збурень прийнято. Застосування методу найменших квадратів для визначення параметрів рівняння регресії є доцільним</p>

вання характеризується як яскраво виражений із наближенням до функціональної залежності ($|r| \geq 0,7$);

2) змінам рівнів досліджуваних показників властива зворотна залежність: із зростанням обсягів житлового іпотечно-го кредитування його ефективність знижується ($r = -0,97$);

3) оцінка коефіцієнта кореляції за t -критерієм Стьюдента показала його значущість, що дає змогу припустити з імовірністю 97,5 % наявність тісного оберненого зв'язку між досліджуваними змінними у генеральній сукупності;

4) у цілому ефективність житлового іпотечного кредитування на 94 % обумовлена рівнем розвитку житлового сегмента іпотечного ринку ($d = 0,94$);

5) залежність між ефективністю житлового інвестування і рівнем розвитку іпотечного ринку описується рівнянням простої експоненційної кривої виду $\hat{y} = a \cdot e^{b \cdot x}$, де x — частка житлової іпотечної заборгованості у ВВП, y — ефективність житлових іпотечних інвестицій; тобто $\hat{y} = 3,339 \cdot e^{-0,036 \cdot x}$. Параметри a і b обчислено за методом найменших квадратів із використанням системи замінів (табл. 4.8);

6) у результаті оцінки надійності рівняння регресії за критерієм Фішера було прийнято гіпотезу про рівність дисперсій у генеральній і вибірковій сукупностях, що дозволило вважати встановлене рівняння регресії значущим.

Регресійний аналіз розкрив такі залежності:

а) ефективність житлового іпотечного інвестування знижується в середньому на $b \cdot x = -0,036 \cdot x$ процентів (відносно середнього значення) у разі збільшення частки житлових іпотечних кредитів у ВВП на 1 % (відносно середнього рівня);

б) граничний продукт (приріст реального ВВП, вироблений за умов залучення додаткової одиниці житлових іпотечних кредитів) знижується таким самим темпом, що і реальний ВВП за умов збільшення частки житлових іпотечних кредитів у ВВП: $a \cdot b \cdot e^{b \cdot x} = -0,12 \cdot e^{-0,036 \cdot x}$.

Інвестиції у формі житлових іпотечних кредитів вважаємо ефективними, якщо додаткова одиниця житлових іпотечних кредитів забезпечує приріст реального ВВП на величину, більшу за одиницю. І навпаки, житлові інвестиції вважаємо неефективними, якщо додаткова одиниця житлових іпотеч-

них кредитів забезпечує приріст реального ВВП на меншу величину. Розв'язання нерівності виду $3,339 \cdot e^{-0,036 \cdot x} \geq 1$ відносно x показало, що зростання розмірів житлового сегмента іпотечного ринку понад 33,5 % у ВВП призводить до неефективності подальшого інвестування у житловий сектор за рахунок іпотечних кредитів.

Збільшення розмірів житлового сегмента іпотечного ринку понад 33,5 % реального ВВП призводить до “витіснення” житловим сектором інших сфер першочергового інвестування з фінансових ринків. Наслідком “витіснення” житловим сектором інших сфер економіки, передусім промисловості та сільського господарства, з фінансових ринків є зниження абсолютного приросту реального ВВП на одиницю житлових інвестицій та уповільнення темпів зростання ВВП у довгостроковому періоді. Фактором, який підвищує до непропорційних розмірів переваги житлового сектору щодо доступу до фінансових та інших ресурсів та обмежує у такий спосіб можливості інших галузей економіки, є політика підтримки житлового сектору шляхом стимулювання житлового іпотечного кредитування. Як відзначають експерти, “немає іншої галузі, де втручання держави набуло б такого значного масштабу та складного характеру, як у житловому будівництві, особливо в Європі, де на підтримання фінансування житлового будівництва виділяються значні суми”¹.

Проілюструємо сутність проблеми на прикладі. Нехай, з метою стимулювання будівництва і придбання житла держава зменшує суму оподатковуваного доходу громадян на суму процентних платежів за житловою іпотечною позикою, тобто $T = (Y - L) \cdot t$, де T — сума сплачуваного прибуткового податку, L — сума процентних платежів, Y — дохід до оподаткування, t — ставка прибуткового податку. Зі зростанням доходу сума “економії” зі сплати прибуткового податку зростає з двох причин: а) у прогресивній системі оподаткування гранична ставка податку підвищується із зростанням доходу, тобто якщо $t_1 < t_2$, то $Lt_1 < Lt_2$; б) зі збільшенням доходу попит на житло (та іпотечні кредити) також підвищується, але більш забезпечені сім'ї

¹ Etudes sur les marche's de capitaux. Rapport general, 1977. — С. 81.

отримують більшу суму іпотечної позики, а тому мають і більшу “економію” у сплаті податків. Вирахування із доходу до оподаткування суми процентних платежів за житловими іпотечними кредитами, з одного боку, призводить до скорочення податкових надходжень, з іншого — до зростання обсягів іпотечного кредитування, надмірного “споживання” житла в результаті відносного зниження його вартості та економічної неефективності. Остання виявляється у перевищенні суспільними граничними витратами індивідуальних граничних витрат і призводить до відволікання фінансових та інших ресурсів від інших сфер першочергового інвестування.

Зокрема, на рис. 4.4 крива ринкового попиту D відображає граничний дохід суспільства від споживання додаткової одиниці житлової нерухомості (MR), а крива пропозиції S — граничні суспільні витрати від виробництва додаткової одиниці житлової нерухомості (MC). Оптимальний обсяг виробництва і споживання об’єктів житлової нерухомості (Q) досягається за умов рівності суспільних граничних витрат і суспільних граничних доходів ($MR = MC$), тобто в точці перетину кривих D (MR) і S (MC). Рівність суспільних граничних витрат та граничного доходу суспільства в точці E означає оптимальний розподіл суспільних ресурсів. У разі зменшення суми оподаткованого доходу громадян на суму процентних платежів за житловим іпотечним кредитом індивідуальні граничні витрати знижуються на суму процентних платежів до рівня S' (MC') за інших незмінних умов. Розміщення кривої індивідуальних граничних витрат (MC') нижче кривої суспільних граничних витрат (MC) означає, що $MC' < MC$ і споживачі сплачують за об’єкти житлової нерухомості менше від їх суспільної граничної вартості. Це призводить до встановлення рівноваги в точці E' та зростання споживання житла з Q до Q' . Як наслідок, відбувається відволікання виробничих ресурсів із інших секторів економіки у сферу житлового будівництва, їх перевитрата та надвиробництво житлових об’єктів.

Необхідно зауважити, що ступінь впливу державної підтримки житлового будівництва і стимулювання житлового іпотечного кредитування на ефективність національної еконо-

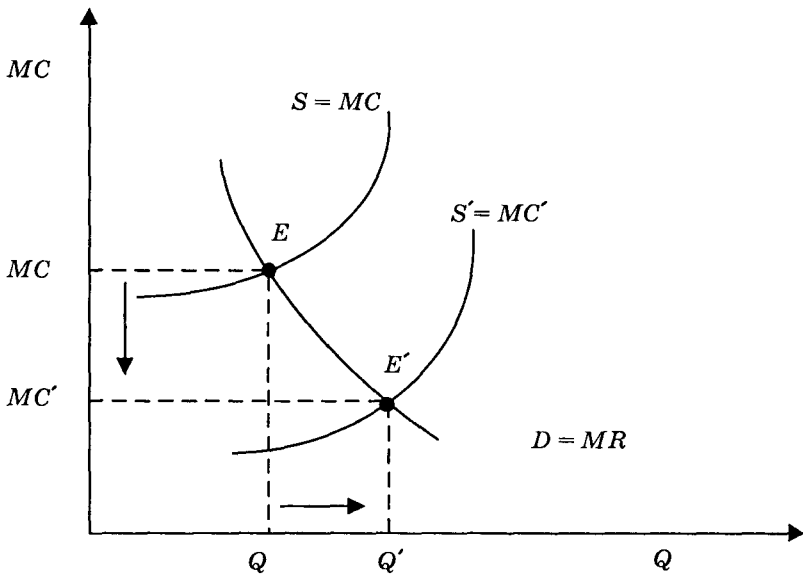


Рис. 4.4. Вплив державної підтримки житлового будівництва на ефективність економіки

міки залежить не лише від рівня розвитку іпотечного ринку та макроекономічної динаміки у країні, але й від ступеня зміни системою державної підтримки показників еластичності попиту на житлову нерухомість та іпотечні кредити за їх ціною та доходом позичальника; від ступеня інертності та активності реальних інвесторів; від механізмів, інструментів і міри втручання держави у функціонування іпотечного ринку.

Саме врахування із суми доходу до оподаткування величини сплачуваних відсотків за іпотечними позиками, на думку Р. Страйка, Н. Мейера, Дж. Тучілло, стало причиною зниження ефективності економіки США у 70-х роках ХХ ст.¹ Це положення математично довів Х. Розен, встановивши, що

¹ *Struyk Raymond J., Mayer Neil, Tuccillo John A. Federal Housing Policy at President Reagan's Midterm. — Washington, D. C.: Urban Institute, 1983. — 167 p.*

стимулювання житлового іпотечного кредитування призвело до зростання “споживання” житла в США в 1970-х роках на 14 %, що відволікло у житлове будівництво значний обсяг капіталу¹.

Отже, стимулювання розвитку житлового сегменту іпотечного ринку і політика держави, що спрямована на підтримання житлового будівництва, можуть виступити фактором, який підвищує до непропорційних розмірів переваги житлового сектору щодо доступу до фінансових та інших ресурсів, обмежуючи у такий спосіб можливості інших сфер економіки. Конкуренція між житловим сектором та іншими секторами економіки під час розподілу ресурсів на фінансових ринках і пов’язана з цим проблема “витіснення” набуває особливої гостроти під час структурних змін в економіці та уповільненні темпів економічного зростання в галузях, які підвищують суспільний добробут. Для розв’язання проблеми “витіснення” необхідно об’єднувати заходи зі стимулювання промисловості і розвитку житлового сектору за рахунок іпотечного кредитування в єдину політику соціально-економічного розвитку.

У цілому наукові розробки тільки почали здійснюватися у цьому напрямі, тому в найближчий час їх глибина і напрями не будуть вичерпані. У такому контексті наведемо думку В. Іноземцева, який ставить проблему співвідношення інвестиційної активності та економічного прогресу². Так, у рамках економічних теорій індустріального суспільства скорочення інвестицій розцінюється як негативний фактор, наслідком якого є зниження темпів економічного зростання. Перехід до постіндустріальної економіки обмежує сферу застосування попередніх теоретичних постулатів, а в ряді випадків робить їх застосування неможливим. Зокрема, В. Іноземцев приходить до висновку, що в інформаційному суспільстві зниження інвестицій в їх традиційному розумінні не є перешкодою для

¹ *Rosen Harvey S.* Housing Decisions and the U.S. Income Tax: An Econometrics Analysis // *Journal of Public Economics*. — 1979. — № 67. — Р. 1—23.

² *Иноземцев В.* Парадоксы постиндустриальной экономики (инвестиции, производительность и хозяйственный рост в 90-е годы) // *Мировая экономика и международные отношения*. — 2000. — № 3. — С. 3—11.

стійкого економічного зростання. Тобто в постіндустріальному суспільстві економічне зростання та інвестиційна активність є незалежними і взаємно нейтральними змінними¹.

Отже, в результаті дослідження ролі і значення іпотечного ринку у суспільному відтворенні зроблено висновок про його неоднозначний вплив на макроекономічну динаміку. Застосування інструментарію кейнсіанської і неокласичної теорій та методів економіко-математичного моделювання дозволило розширити уявлення про рушійну силу іпотечного кредитування в економічному розвитку. У короткостроковому періоді іпотечний ринок усуває ситуацію недовикористання виробничих потужностей, стимулює сукупний попит, забезпечує зростання національного доходу і зайнятості, стимулює розвиток галузей і ринків, укріплює фінансову і банківську системи, підвищує якість життя населення. У довгостроковому періоді зростання розмірів житлового сегмента іпотечного ринку понад 33,5 % ВВП може призвести до “витіснення” житловим сектором із фінансових ринків інших сфер першочергового інвестування. Ефект “витіснення” виявляється у зниженні абсолютного приросту реального ВВП на одиницю житлових інвестицій та уповільненні темпів зростання реального ВВП. Розв’язання проблеми “витіснення” знаходиться у площині пошуку рівноваги у розвитку промисловості і житлового будівництва у довгостроковій перспективі.

Зауважимо, що у дослідженні розкрито лише головні особливості впливу потоку іпотечних кредитів на стан національної економіки та узагальнено ступінь варіації деяких проявів економічного впливу в різних країнах. Відмінності у впливі залежать від особливостей, ступеня, типу економічного і соціального розвитку економіки в цілому та іпотечного ринку зокрема, моделі організації іпотечних фінансових відносин, від ступеня задоволення потреб суб’єктів господарювання в іпотечному капіталі, а також від особливостей методів та інструментів політики держави на іпотечному ринку.

¹ *Иноземцев В.* Парадоксы постиндустриальной экономики (инвестиции, производительность и хозяйственный рост в 90-е годы) // Мировая экономика и международные отношения. — 2000. — № 3. — С. 3—11.

Розділ 5

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК У ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ: ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

5.1. Особливості становлення іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці

Іпотечне кредитування виступає інструментом, що здатний створити у трансформаційній економіці значний економічний ефект, який виявляється:

- у формуванні конкурентоспроможних суб'єктів у будівництві, АПК, промисловості, інших секторах економіки;
- пожвавленні інвестиційної діяльності;
- розширенні зайнятості;
- створенні позабюджетного фінансового механізму розв'язання житлової проблеми;
- поглибленні ринкових перетворень, становленні та розвитку ринків землі, житла, виробничої та комерційної нерухомості, фондового, страхового, кредитного та інших фінансових ринків;
- посиленні мотивації та підвищенні продуктивності праці;
- створенні надійних фінансових інструментів для успішного проведення пенсійної реформи;
- формуванні фундаменту для довгострокового економічного зростання.

Важливими інституційними ефектами розвитку іпотечного ринку стануть:

- подальша дифузія кредитних відносин, що сприятиме формуванню зрілої грошово-кредитної системи;
- зростання загального рівня довіри у суспільстві, що є вирішальною умовою ринку як такого;
- довгострокова стабілізація господарської і соціальної поведінки, що стане умовою зниження рівня невизначеності соціально-економічного розвитку.

Чітке усвідомлення функціональної ролі іпотечного ринку в трансформаційній економіці вказує на необхідність його першочергового розвитку. Тому в рекомендаціях ЄС країнам із трансформаційною економікою (1995 р.) зазначено, що в цих країнах іпотечний ринок потребує першочергового розвитку¹.

Становлення іпотечного ринку у трансформаційних економіках має певні особливості, що відрізняють цей процес від історично тривалої еволюції іпотечних ринків у країнах із ринковою економікою. У всіх постсоціалістичних країнах “наскрізними” є такі процеси, як формування адекватного правового простору, проведення стабілізаційних заходів, упровадження ринкових принципів господарювання, структурні перетворення, модифікація державного управління. Специфіка ринкових трансформацій надає особливостей економічній системі, характерними рисами якої стають нестабільність умов господарювання, деформація економічної структури, посилення впливу фактора очікування на поточну економічну ситуацію, неоднорідність мотивації економічної поведінки, несформованість інституційної структури тощо.

Названі особливості трансформаційної економіки у своїй сукупності зумовлюють специфіку іпотечного ринку, який характеризується інверсійним типом розвитку; еволюційним формуванням депозитної моделі іпотечних фінансових відносин; високою ймовірністю інституційних конфліктів у разі запозичення інституційних структур “класичних” моделей іпотечного ринку; виникненням інституційних пасток.

Інверсійний тип розвитку іпотечного ринку у країнах із

¹ Кострикин П.Н., Кузьминов А.Н., Мutowин С.И. Мировой опыт ипотечного кредитования. — М.: МАКС-Пресс, 2002. — С. 168.

трансформаційною економікою виявляється як у зворотному напрямі становлення його сегментів, так і у порушенні загальної схеми еволюції моделей іпотечних фінансових відносин.

Дослідження Г. Солюса і О. Євтуха показали, що розвиток іпотечного ринку в більшості країн розпочинався з формування аграрного і промислового сегментів та завершувався розвитком житлового сегмента¹. У країнах із трансформаційною економікою першочергового розвитку набуває житловий сегмент іпотечного ринку. Так, у Словаччині у 2000 р. частка житлових кредитів у структурі іпотечної заборгованості становила 77 %²; в Угорщині у 2003 р. — 78³; у Польщі у 2004 р. — 67 %⁴.

Однією із причин першочергового розвитку житлового сегмента іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою є прискорений розвиток ринку житлової нерухомості, об'єкти якого мали спрощену процедуру приватизації. Динаміка процесів приватизації житла в деяких країнах із трансформаційною економікою наведена у табл. 5.1.

Динамічному розвитку ринку житлової нерухомості сприяли також ряд інших причин: значний потенційний попит, низька забезпеченість населення житлом, простота виникнення правовідносин щодо володіння і користування об'єктами житлової нерухомості, низькі стимули до капітальних вкладень у виробничу і комерційну нерухомість через економічну та політичну нестабільність і невизначеність тощо.

Інверсійний тип розвитку іпотечного ринку у країнах із

¹ *Євтух А.Т.* Види іпотек и возможности их развития в Украине // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. "Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв'язання" Київ, (7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 157—162; Современный рынок капиталов / Под ред. Г.П. Солюса. — М.: Финансы, 1977. — 225 с.

² *Mucková V.* Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic. — Institute of Monetary and Financial Studies National Bank of Slovakia, 2001. — P. 9.

³ *Pataki S.* Covered bond issuance: Experiences in Hungary. — FHB Land Credit and Mortgage Bank, 2004. — 16 p.

⁴ *Bielicki Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.realkreditraadet.dk>.

Таблиця 5.1. Приватизація житла в деяких країнах із трансформаційною економікою

Країна	Частка житлового фонду державної форми власності, %		Частка приватизованого житлового фонду, %
	1990 р.	2001—2002 рр.	
Албанія	35,5	1,0	97,2
Болгарія	6,6	3,0	54,5
Вірменія	52,5	4,0	92,4
Естонія	61,0	5,2	91,5
Казахстан	66,1	6,8	89,7
Латвія	59,0	16,0	72,9
Литва	60,8	2,4	96,1
Молдова	21,0	5,5	73,8
Польща	31,6	16,1	49,1
Росія	67,0	29,0	56,7
Румунія	32,7	2,7	91,7
Сербія і Чорногорія	22,2	2,8	87,4
Словаччина	27,7	6,5	76,5
Словенія	31,0	3,0	90,3
Угорщина	23,0	4,0	82,6
Україна	47,3	20,0	57,7
Хорватія	24,0	2,9	87,9
Чехія	39,1	17,0	56,5

Джерело: Складено за даними: *Hegedus J., Struyk R. Housing Finance: New and old models in Central Europe, Russia and Kazakhstan.* — Budapest: Open Society Institute, 2005. — Р. 9.

трансформаційною економікою виявляється також у порушенні загальної схеми еволюції моделей іпотечних фінансових відносин та еволюційному становленні депозитної моделі іпотечного ринку. Дослідження С. Тадесса і групи російських дослідників — Л. Григор'єва, Л. Гуревича, А. Саватюгіна розкривають причини формування фінансового сектору банківсь-

кого типу та еволюційного розвитку депозитної моделі іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою. Так, С. Тадесс виявив, що у країнах із розвинутим фінансовим сектором економічне зростання стимулює орієнтація фінансового сектору на ринок капіталів, тоді як у країнах із слабкою системою фінансового посередництва на економічне зростання позитивно впливає орієнтація фінансового сектору на ринок грошей¹. Російські дослідники — Л. Григор'єв, Л. Гуревич, А. Саватюгін пояснюють це тим, що в умовах невизначеності банки мають більше можливостей для зниження асиметрії інформаційних потоків, тому діяльність банків відносно менш чутлива до якості інституційного середовища².

Еволюційний розвиток депозитної моделі іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою підтверджує еволюційну гіпотезу А. Алчіяна про залежність траєкторії руху суспільств від попереднього розвитку: інституційні зміни не здійснюються дискретно; для них характерне “перетікання” змісту старих інституційних структур у нові, навіть за умов революційних, на перший погляд, змін³.

Депозитна модель іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою через невисокий потенціал банківської системи, високі ризики іпотечного кредитування, низьку доступність іпотечного капіталу для потенційних позичальників характеризується неефективністю і низькою здатністю до розвитку. Кількісним показником рівня розвитку іпотечного ринку є співвідношення портфеля іпотечних кредитів і ВВП⁴: іпотечний ринок характеризується як добре інтегрова-

¹ *Bielicki Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.realkreditaadet.dk>.

² *Григорьев Л., Гуревич Л., Саватюгин А.* Финансовая система и экономическое развитие // *Мировая экономика и международные отношения.* — 2003. — № 7. — С. 69.

³ *Alchian A.* Uncertainty, Evolution and Economic Theory // *Journal of Political Economy.* — 1950. — № 58. — P. 211—221.

⁴ *Роговий В.В.* Макроекономічні передумови впровадження іпотеки в Україні // *Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (7—8 грудня 2001 р.).* — К., 2002. — С. 29.

ний, якщо цей показник становить 15—20% ; розвинутий — у разі 10—15; фрагментарний — у разі 5—10; нерозвинутий — до 5 % . За цим критерієм ми виділили три групи країн за рівнем розвитку житлового сегмента іпотечного ринку (станом на 2004 р. ¹):

- *перша група* включає країни з нерозвинутим іпотечним ринком: Албанія, Боснія і Герцеговина, Македонія, Росія, Сербія — до 1,0 % , Словенія — 1,5, Україна — 1,8², Словаччина — 2,5, Румунія — 4,0 % ;

- *другу групу* формують країни, іпотечні ринки яких характеризуються як фрагментарні: Польща — 5,5 % , Литва — 7,0, Чехія — 7,6, Угорщина — 9,6 % ;

- *до третьої групи* належать країни з розвинутим іпотечним ринком: Латвія — 11,5 % , Естонія — 16,6 % .

Рівень розвитку іпотечного ринку оцінюють також за якісним показником — типом домінуючої моделі іпотечних фінансових відносин. Попередній аналіз “класичних” моделей іпотечного ринку показав, що моделям ринку капіталів (одноі дворівнева інвестиційна) притаманні вища спеціалізація суб’єктів, більша мобільність капіталу, вищий ступінь диверсифікації ризиків, нижчі трансакційні витрати порівняно з моделями ринку грошей (цільова, депозитна), а тому моделі ринку капіталів є більш ефективними формами інституційної організації іпотечних фінансових відносин.

За домінуючою моделлю житлового сегмента іпотечного ринку ми також виділили три групи країн:

- *перша група* охоплює країни, в яких іпотечні ринки організовані за депозитною моделлю: Албанія, Боснія і Герцеговина, Росія, Македонія, Сербія, Словенія, Україна, Румунія, хоча в деяких із них були прийняті законодавчі акти, які ре-

¹ Woollett J. The Role of the EBRD in Supporting the Development of the Mortgage Sector in Central and Eastern Europe // Materials of the 8th Central European Covered Bond Conference (19 October 2004). — 33 p.; European mortgage markets continue to boom in 2004: Press Release (Brussels, 12 October 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — 3 p.

² За даними Української національної іпотечної асоціації, станом на початок IV кв. 2005 р.

гламентують діяльність інститутів цільової (Росія, 1997 р.) та інвестиційної моделей (Росія, 1996 р., 1999 р.; Румунія, 2003 р.; Україна 2004 р.);

- до *другої групи* віднесено Польщу і Словаччину, де функціонують як інститути цільової і депозитної моделей, так і моделей ринку капіталів, але домінують моделі грошового ринку (так, частка сек'юритизованих іпотечних кредитів у 2004 р. у Словаччині не перевищувала 38 %, у Польщі — 32 %¹);

- *третьої групи* утворюють Литва, Латвія, Чехія, Угорщина, Естонія, де функціонують інститути як цільової і депозитної моделей, так і одно- та/або дворівневої інвестиційної моделей, але домінують моделі ринку капіталів. Так, в Угорщині частка сек'юритизованих іпотечних активів у 2004 р. становила 66 %, у Чехії — 63,5 %², у Латвії у I півріччі 2004 р. — 54 %³.

Загальна характеристика рівня розвитку іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою наведена у табл. 5.2.

Аналогія двох наведених класифікацій полягає в існуванні трьох груп країн з однаковим рівнем розвитку іпотечного ринку (за кількісним критерієм) і типом інституційної структури (за якісним критерієм); винятком є лише Словаччина (рис. 5.1). В основі цієї аналогії є однакові причини: умовою удосконалення інституційної структури іпотечного ринку є зростання трансакцій на первинному ринку, а удосконалення інституційної структури є умовою подальшого зростання обсягів іпотечного кредитування.

Еволюція через залежність від попередньої траєкторії розвитку і постійне відтворення знань, які спрямовані на мак-

¹ *Pavelka F.* Deposits or Bonds. Some remarks of the Czech Mortgage Loans Refinancing policy. — Czech Mortgage Bank Committee, 2001. — P. 12.

² *Pavelka F.* Deposits or Bonds. Some remarks of the Czech Mortgage Loans Refinancing policy. — Czech Mortgage Bank Committee, 2001. — P. 14.

³ *Gibeiko K.* Mortgage and Land Bank of Latvia. New insolvency and bankruptcy regulations in Latvian mortgage bond legislation // 8th Central European Covered Bond Conference. — Copenhagen, 18—19 October 2004. — P. 3.

Таблиця 5.2. Іпотечний ринок у країнах із трансформаційною економікою у 2003 р.

Країна	Законодавство	Примітки
Албанія	Спеціальних законодавчих і нормативних актів, які регламентують діяльність з іпотечного кредитування немає	Іпотечний ринок характеризується перевищенням попиту на іпотечні кредити над їх пропозицією. На первинному іпотечному ринку іпотечні кредити надають 8 комерційних банків. Вторинний іпотечний ринок відсутній
Боснія і Герцеговина	Прийнято Закон "Про іпотечне кредитування", однак існують труднощі у реєстрації та стягненні іпотечної нерухомості.	На первинному іпотечному ринку іпотечні кредити надають 5 комерційних банків строком до 15 років під 10 % річних. Іпотечні кредити також надають будівельні ощадні каси. Вторинний іпотечний ринок відсутній
Хорватія	Спеціального закону, який регламентує діяльність з іпотечного кредитування немає	Кредитором на первинному іпотечному ринку виступають комерційні банки. Вторинний іпотечний ринок відсутній
Чехія	Відповідно до Закону "Про іпотечне кредитування" надавати іпотечні кредити та емітувати іпотечні облігації мають право комерційні банки, які отримали ліцензію на здійснення цих видів діяльності	Кредиторами на первинному іпотечному ринку виступають комерційні банки та ощадно-позичкові інститути (будівельні ощадні каси). Держава стимулює розвиток іпотечного ринку через субсидування процентної ставки. Функціонує вторинний іпотечний ринок

Продовження табл. 5.2

Країна	Законодавство	Примітки
Македонія	Закон "Про іпотечне кредитування" (2000 р.)	На первинному іпотечному ринку функціонує 3 комерційні банки, обсяги іпотечного кредитування яких обмежені відсутністю джерел довгострокових кредитних ресурсів. Вторинний іпотечний ринок відсутній
Угорщина	Закон "Про спеціалізовані іпотечні банки", які акумулюють іпотечний капітал шляхом емісії іпотечних облігацій	Функціонує вторинний іпотечний ринок. Держава стимулює розвиток первинного іпотечного ринку шляхом субсидування процентної ставки
Польща	Закон "Про іпотечні банки" (1997 р.)	Іпотечними кредиторами є комерційні та спеціалізовані іпотечні банки. Діє вторинний іпотечний ринок, однак обсяги емісії іпотечних облігацій стримуються нормативом покриття іпотечних облігацій власним капіталом іпотечних банків.
Румунія	Закон "Про іпотечне кредитування" (1999 р.)	На первинному іпотечному ринку іпотечні кредити надають універсальні комерційні банки. Вторинний іпотечний ринок у стадії формування: деякі комерційні банки розпочали емісію іпотечних облігацій

Закінчення табл. 5.2

Країна	Законодавство	Примітки
Сербія і Чорногорія	Відсутність спеціального законодавства, що регламентує діяльність з іпотечного кредитування	Масштаби іпотечного кредитування на первинному ринку обмежує невисокий потенціал банківської системи. Вторинний іпотечний ринок відсутній
Словаччина	Відсутність спеціального законодавства, що регламентує діяльність з іпотечного кредитування	Іпотечними кредиторами є комерційні банки, які мають дозвіл на здійснення операцій з іпотечного кредитування, та ощадно-позичкові інститути (будівельні ощадні каси). Держава стимулює розширення трансакцій на первинному іпотечному ринку через субсидування процентної ставки. Ринок іпотечних облігацій відсутній
Словенія	Відсутність спеціального законодавства, що регламентує діяльність з іпотечного кредитування	Кредитором на первинному іпотечному ринку виступають комерційні банки. Вторинний іпотечний ринок відсутній

Джерело: Складено за даними: *Woollett J. The Role of the EBRD in Supporting the Development of the Mortgage Sector in Central and Eastern Europe // Materials of the 8th Central European Covered Bond Conference (19 October 2004). — P. 19—33.*

ДОМІНУЮЧІ МОДЕЛІ
ЖИТЛОВОГО СЕГМЕНТА ІПОТЕЧНОГО РИНКУ

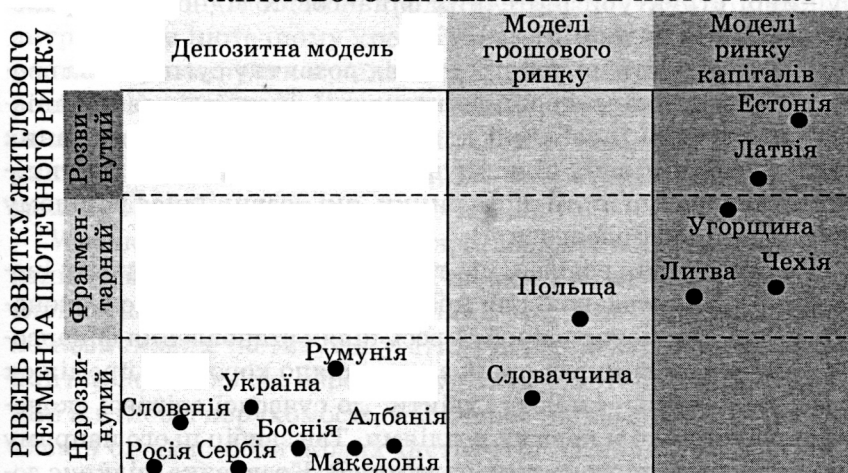


Рис. 5.1. Розвиток житлового сегмента іпотечного ринку в країнах із трансформаційною економікою

симізацію можливого доходу від існуючої інституційної структури, не сприяє суттєвому зниженню протягом короткого проміжку часу трансакційних витрат руху іпотечного капіталу (а отже і процентних ставок), розширенню трансакцій та радикальній зміні форм інституційної організацій іпотечного ринку, що необхідна для створення економічного та інституційного ефектів у трансформаційній економіці.

“Замикання” на неефективній депозитній моделі іпотечного ринку, яке характерне для першої групи країн, стримує обсяги кредитування й уповільнює розвиток іпотечного ринку. Стійку неефективну норму в новій інституційній теорії називають інституційною пасткою¹. З огляду на наведене вище,

Arthur W.B. Increasing Returns and Dependence in the Economy. An Arbor: The University of Michigan Press, 1994; *Норт Д.* Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — 198 с.; *Полтерович В.М.* Институцио-

можна зробити висновок, що депозитна модель організації іпотечних фінансових відносин є інституційною пасткою у розвитку іпотечного ринку та проявом неефективності інституційної структури іпотечних фінансових відносин у трансформаційній економіці.

Неможливість на певних етапах розвитку суспільства еволюційним шляхом створити інституції, інститути та механізми їх взаємодії, необхідні для руху у напрямі сформованих суспільством цілей, підвищує роль трансплантації інституційних структур іпотечного ринку, які розвинулися в іншому інституційному середовищі.

Ряд науковців вважає, що трансплантація формальних інституцій є виправданою для країн із трансформаційною економікою, які не можуть пройти весь шлях становлення фінансових систем розвинутих країн за порівняно короткий проміжок часу, а навпаки — мають “увійти” до сучасної світової економічної системи з її новими реаліями. Так, вибір цього напрямку розвитку іпотечного ринку, на думку В. Кравченка, відкриє дорогу значному прориву у соціально-економічному розвитку країни з трансформаційною економікою та створить можливості інтеграції до складу розвинутих країн, тоді як проходження всіх етапів еволюційного шляху формування іпотечного ринку, яким йшла більшість розвинутих країн, означатиме повторення їх багатоміліардної історії та споконвічне відставання країни з трансформаційною економікою від розвинутих країн¹.

На початку 1990-х років деякі експерти (наприклад, М. Лі, Б. Ренауд², Д. Даймонд³) пропонували формувати у країнах із

нальные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. — 1999. — Т. 35. — № 2. — С. 3—20.

¹ *Кравченко В.І.* Теоретичні проблеми становлення іпотечного ринку в Україні // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.) — К., 2002. — С. 60.

² *Lea M.J., Renaud B.* Contractual Savings for Housing: How Suitable are They for Transition Economies? // The World Bank. — Policy Research Working Paper. — 1995. — № 1516. — P. 68.

³ *Diamond D.B.* The transition in housing finance in Central Europe and Russia: 1989—1999. — Warsaw: The Urban Institute Consortium for USAID, 1999.

трансформаційною економікою інституційну структуру вторинного іпотечного ринку, аргументуючи свою позицію тим, що, по-перше, інститути ринку капіталу, які засновані на сек'юритизації іпотечних кредитів, забезпечують мінімальні витрати при іпотечному кредитуванні; по-друге, у 1980-х рр. у високо розвинутих країнах відбулося поступове зниження ролі цільової моделі іпотечного ринку; по-третє, більш суттєве підвищення ефективності житлового сегмента іпотечного ринку відбулося в тих країнах, які скоротили державну підтримку ощадно-позичкових інститутів¹.

У деяких публікаціях² також стверджується, що “преміювання” вкладів в ощадно-позичкових інститутах є “неефективним використанням суспільних ресурсів”³, що роль ощадно-позичкових інститутів у стимулюванні житлового будівництва невисока як через малу частку іпотечного кредиту в ціні житлової нерухомості, так і через те, що значна кількість членів ощадно-позичкових інститутів не користуються правом на одержання житлового іпотечного кредиту. Крім того, існує думка, що членство в ощадно-позичкових інститутах не вигідне для тих, хто має намір одержати іпотечний кредит у зв'язку з коротким періодом кредитування та тривалим періодом заощадження. Збереження системи будівельно-ощадних кас у Німеччині та Англії Д. Даймонд і М. Лі пояснюють тим, що політичні та соціальні обмеження перешкоджають трансформації (зміні) цих субсидованих інститутів, навіть якщо вони неефективні⁴.

¹ *Diamond Douglas B., Lea Michael J.* The Decline of Special Circuits for Housing Finance // *Housing Policy Debate*. — 1992. — Vol. 3. — № 3.

² *Lea M.J., Renaud B.* Contractual Savings for Housing: How Suitable are They for Transition Economies? // *The World Bank*. — Policy Research Working Paper. — 1995. — № 1516; *Diamond D.B.* The transition in housing finance in Central Europe and Russia: 1989—1999. — Warsaw: The Urban Institute Consortium for USAID, 1999.

³ *Diamond D.B.* The transition in housing finance in Central Europe and Russia: 1989—1999. — Warsaw: The Urban Institute Consortium for USAID, 1999. — P. 27.

⁴ *Diamond D.B.* Comments on the Bauspar System and Proposal for Lithuania // *Presentation at a round table discussion on the Bauspar system*. — Lithuania. — July. — 5 p.

Спираючись на викладені вище аргументи, експерти роблять висновок, що у країнах із трансформаційною економікою та країнах, що розвиваються, необхідно розвивати передові інститути шляхом створення відповідної законодавчої бази¹.

Інституційний обмін між країнами з однаковими інституційними матрицями дозволяє безпосередньо запозичувати інституційні структури із тих країн, в яких вони є найбільш розвинутими та успішно апробованими. Під *інституційною матрицею* ми розуміємо історично утворену систему базових інституцій, які регулюють і забезпечують взаємопов'язане функціонування головних суспільних підсистем — економіки, політики, ідеології. Однотипність інституційних матриць і спільність базових інституцій дають змогу копіювати інституційні структури, які, як правило, не потребують тривалого процесу адаптації, а лише деякого пристосування до конкретних національних, культурних, економічних, політичних, соціальних, інших особливостей країни.

Інституційний обмін між країнами, в основі яких знаходяться відмінні інституційні матриці реалізується по-іншому: у процесі обміну запозичуються окремі елементи інституційної структури, певні способи організації економічного чи політичного життя. Трансплантовані з альтернативного інституційного середовища інституційні структури пристосовуються до умов конкретного суспільства шляхом адаптації, “вбудування” нового елемента в наявне інституційне середовище, “акультурації” запозичених інституційних структур, коли вони взаємодіють з наявним інституційним середовищем і засвоюють його природу.

¹ *Lea M. J., Renaud B. Contractual Savings for Housing: How Suitable are They for Transition Economies? // The World Bank. — Policy Research Working Paper. — 1995. — № 1516; Diamond D.B. The transition in housing finance in Central Europe and Russia: 1989—1999. — Warsaw: The Urban Institute Consortium for USAID, 1999; Struyk R.J., Kosareva N.V. Housing Finance in Russia: Developments in 1992 / Urban Institute. — 1993. — 28 p.; Kosareva N.V., Pusanov A.S., Tichomarova M.V. Russia: First Starter — Housing Sector Reform, 1991—1995 / Urban Institute. — 1995. — 46 p.; Jaffee D.M., Renaud B. Strategies to develop mortgage market in transition economies // The World Bank. — Policy Research Working Paper. — 1996. — № 1697.*

У зв'язку з відмінністю інституційних матриць трансплантація формальних інституцій з наступною їх адаптацією до конкретних умов функціонування не завжди буде забезпечувати позитивний результат: в одних випадках формування інституційної структури іпотечного ринку держава досягне ефективності (з погляду поставлених цілей) за умов успішного запозичення законів, організаційних структур та створення на їх основі інститутів; в інших — системне запозичення не призведе до бажаних результатів. Так, Д. Норт указує на існування ускладнень у запозиченні інституцій, характер яких пов'язаний з відмінністю у напрямках їх подальшого розвитку у країні-донорі та країні-реципієнті¹; В. Полтерович — на можливість виникнення у перехідних економіках стійких, але неефективних інститутів-мутантів, які є однією з форм інституційної пастки².

Різна ефективність трансплантації інституцій у різних економічних системах пояснюється тим, що процес становлення нових інституційних структур є природно-штучним. Процес запозичення нових (для такої економічної системи) інституцій стикається із існуючими інституційними структурами і може призводити до дивергенції неформальних норм трансформаційної економіки і формальних норм, на основі яких функціонує ринок. Так, у процесі дослідження процесів формування іпотечного ринку в 10 країнах із трансформаційною економікою було виявлено неоднозначність реакції їх інституційних середовищ на трансплантацію інституцій “класичних” моделей іпотечних фінансових відносин. У 10 випадках, із 17 досліджуваних, трансплантація інституцій “класичних” моделей іпотечного ринку викликала інституційний конфлікт між наявними і запозиченими інституціями та привела до появи таких інститутів та механізмів іпотечного кредитування, які не існували раніше і не планувалися, а виникли як наслідок адаптації трансплантатів до середовищ їх “вживлення” (табл. 5.3).

¹ Норт Д. Институції, институційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — 198 с.

² Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. — 1999. — Т. 35. — № 2. — С. 11.

Таблиця 5.3. Трансплантація інститутів моделей іпотечного ринку та її ефективність у деяких країнах із трансформаційною економікою

Емітована модель	Випадки трансплантації	Результат запозичення
Цільова модель	Словаччина (1992 р.), Чехія (1993 р.), Латвія (1996 р.), Угорщина (1996 р.), Словенія (1999 р.)	Позитивна адаптація
	Росія (1997 р.), Білорусь (1998 р.), Польща* (1995 р.)	Інституційний конфлікт
Однорівнева інвестиційна модель	Чехія (1995 р.), Словаччина (1996 р.), Угорщина (1997 р.), Латвія (1998 р.), Болгарія (2000 р.)	Інституційний конфлікт
Дворівнева інвестиційна модель	Литва (2000 р.)	Позитивна адаптація
	Польща (1993 р.), Росія (1996 р., 1999 р.)	Інституційний конфлікт

* В 1997 р. у Польщі було зроблено ще одну спробу запровадити ощадно-позичкові інститути шляхом створення інституту будівельних ощадних кас. Однак прийнятий закон містив ряд помилкових положень, унаслідок чого він не був уведений у дію та в 2001 р. утратив чинність.

Джерела: Складено за даними: *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 53—55; *Slovenia. Country note. OECD Workshop on housing finance in transition economies. Document 4.* — OECD, 2000. — P. 17; *Latvia. Country note. OECD Workshop on housing finance in transition economies. Document 8.* — OECD, 2000. — P. 14; *Diamond D.B.* The transition in housing finance in Central Europe and Russia: 1989—1999. — Warsaw: The Urban Institute Consortium for USAID, 1999. — P. 8—10, 92; *Lithuania. Country note. OECD Workshop on housing finance in transition economies. Document 5.* — OECD, 2000. — P. 20; *Mortgage banks and mortgage bond in Europe.* — 3rd edition / European Mortgage Federation. — Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 2001. — P. 300; *Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н.* Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования в России // Вопросы экономики. — 2001. — № 5. — С. 96; *Lassen T.* Mortgage Banking in Germany and Europe — Specialization principle / Workshop on Housing Finance and Mortgage Systems in Europe Bled / Slovenia (27th November 2002). — P. 35—37.

Результат запозичення інституцій, що супроводжується зміною ролі і функцій трансплантата, В. Полтерович називає дисфункцією інституцій і виділяє чотири типи трансплантаційних дисфункцій: атрофія інституцій, активізація альтернативних норм, інституційний конфлікт і парадокс передачі¹. У результаті вивчення новітніх розробок інституційної теорії² та особливостей перенесення інституційних структур іпотечного ринку в умови трансформаційної економіки ми прийшли до висновку, що трансплантаційні дисфункції є наслідком і формою вияву інституційного конфлікту між наявними та імпортованими інституціями, а також виділили їх типи: нейтралізація запозичених інституцій; активізація альтернативних схем іпотечного кредитування; виникнення мутаційних форм; переродження інститутів і зміна ролі та функцій іпотечного ринку.

Нейтралізація запозичених інституцій — це ситуація незатребуваності імпортованих інституцій, їх “атрофія”³. Нейтралізація запозичених інституцій “класичних” моделей ринку при їх перенесенні на ґрунт трансформаційної економіки

¹ Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 24—50.

² Логинова Л.В. Институционализация экономических интересов: методологический аспект // Формирование российской модели рыночной экономики: противоречия и перспективы / Под ред. К.А. Хубиева. — Ч. 2. — М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2003. — С. 259—265.; Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. — 1999. — Т. 35. — № 2. — С. 3—20; Сарочан О.П. О национальной специфике постсоциалистических трансформаций // Формирование российской модели рыночной экономики: противоречия и перспективы / Под ред. К.А. Хубиева. — Ч. 2. — М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2003. — С. 463—473; Хубиев К.А. Институциональные преобразования: содержание, объективная необходимость, результаты // Формирование российской модели рыночной экономики: противоречия и перспективы / Под ред. К.А. Хубиева. — Ч. 2. — М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2003. — С. 187—193.

³ Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 24—50.

відбувається, як правило, у результаті “шокової” трансплантації у зв’язку з їх примусовим упровадженням без попередньої підготовки середовища країни-реципієнта. “Шокова” трансплантація, обмежується запозиченням системи формальних норм і правил і, у принципі, не може гарантувати їх позитивної адаптації, оскільки кожна система норм і правил допускає велику кількість варіантів їх реалізації залежно від правового і соціально-економічного середовища країни-реципієнта. Тому дійова “сама по собі” інституція виявляється не ефективною і незатребуваною в неадекватному їй середовищі. Нейтралізація інституційної структури дворівневої інвестиційної моделі іпотечних фінансових відносин відбулася за умов їх перенесення на вітчизняний ґрунт у Польщі (1993 р.) і Росії (1996 р., 1999 р.) у результаті несумісності такої форми організації іпотечного ринку з наявним економічним та інституційним середовищем.

На початку 1990-х років і Росія, і Польща скористалися допомогою міжнародних фондів для створення системи іпотечного кредитування із вторинним ринком. Агентство США з міжнародного розвитку (*USAID*), а також інші організації-донори (*the World Bank, EBRD, Fannie Mae, IFC*) надавали допомогу цим країнам у розвитку іпотечних фінансових відносин протягом більш ніж 10 років¹. Програма технічної допомоги *USAID* була спрямована на “формування інфраструктури: інституційної інфраструктури у вигляді вторинного іпотечного ринку, створення кадрового потенціалу шляхом запровадження навчальних програм, законодавчої та адміністративної інфраструктури через децентралізацію управління і запровадження законодавчих актів, що покликані спрямовувати розвиток житлового сектору та житлових фінансів”². Сутність методів *USAID* зводилася до кардинальної

¹ Необхідно зазначити, що є конкуренція між німецькими та американськими організаціями за право керувати процесом створення системи житлових фінансів у країнах Східної Європи. Зокрема, німецьким організаціям надали перевагу в Чехії та Словаччині, американським — Польщі та Росії.

² *Merrill S.R.* Poland Housing Finance Project. Final Project Report / Prepared for *USAID*. — The Urban Institute. — April. — 2000. — P. 56.

відмови від державної підтримки некомерційних форм іпотечного кредитування. Наголос ставився на швидке подолання розриву між існуючими недосконалими нормами фінансування житлового сектору та найефективнішими моделями ринкового іпотечного кредитування — вторинним іпотечним ринком із сек'юритизацією іпотечних кредитів¹.

Іншим важливим компонентом стратегії реформ, запропонованої USAID, стали демонстраційні та навчальні проекти, які фінансувалися організаціями-донорами. На базі створеної інституційної інфраструктури USAID, Світовий банк і Міжнародна фінансова корпорація (IFC) надавали гранти та кредитні лінії комерційним банкам через спеціальні фонди, які відігравали роль інститутів рефінансування. Проектом передбачалося, що на першому етапі комерційні банки будуть формувати портфелі іпотечних кредитів, які б відповідали стандартам оцінки позичальників і застави у країнах із розвинутим іпотечним ринком; на другому етапі — продавати пули (пакети) іпотечних кредитів агентствам вторинного ринку, які, у свою чергу, запропонують на ринку капіталів іпотечні цінні папери, що є привабливими для пенсійних фондів і страхових компаній².

Так, у 1991 р. у Польщі було створено Іпотечний фонд, функції якого полягали у підвищенні ліквідності комерційних банків — первинних іпотечних кредиторів. Капітал Іпотечного фонду мав формуватися за рахунок пільгових кредитів і грантів USAID, Світового банку та уряду Польщі на загальну суму 425 млн дол. США, однак USAID перерахувало лише один транш у 1992 р. на суму 10 млн дол. США. За період 1991—1999 рр. комерційні банки Польщі видали лише

¹ *Struyk R.J., Kosareva N.V.* Housing Finance in Russia: Developments in 1992. — The Urban Institute. — 1993. — 28 p.; *Kosareva N.V., Pusanov A.S., Tichomarova M.V.* Russia: First Starter — Housing Sector Reform, 1991—1995. — The Urban Institute. — 1995. — 46 p.

² *Полтерович В.М., Старков О.Ю.* Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 17.

130 тис. іпотечних кредитів, що становило 0,3 % від загальної чисельності населення. Джерелом ресурсів для іпотечного кредитування стали депозити комерційних банків, а не ринок іпотечних цінних паперів: Іпотечний фонд за цей період рефінансував не більше декількох сотень іпотечних кредитів. У 2000 р. Іпотечний фонд припинив своє існування¹.

Порівняння результатів Польщі та інших країн Східної Європи дозволило учасникам проектів USAID у підсумковому звіті зазначити: “Ми не маємо достатніх доказів того, що системи, які розвинулися у зв’язку з донорською допомогою, “кращі” за ті, які розвивалися без неї”².

Після невдалих спроб запозичити інституційні структури вторинного іпотечного ринку в Польщі було зроблено дві спроби оформити іпотечні фінансові відносини за цільовою моделлю іпотечного ринку. Так, у 1995 р. було запроваджено інститут ощадно-позичкових кооперативів у формі ощадних рахунків у комерційних банках. Однак цільова модель іпотечного ринку Польщі не передбачала нарахування “премій” на заощадження, а податкові пільги були недостатніми для залучення маси вкладників, крім того, невисокі прибутки за обслуговування ощадних рахунків робили цей бізнес неприєвливим для комерційних банків. Як наслідок, з кінця 1996 р. до 1998 р. кооперативи уклали лише 40 тис. контрактів та видали незначну кількість іпотечних кредитів. В 1997 р. у Польщі було зроблено ще одну спробу запровадити цільову модель іпотечного ринку шляхом створення інституту будівельних ощадних кас. Однак прийнятий закон містив ряд помилкових положень, тому в 2001 р. він був скасований, так і не набувши

¹ Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 18—20.

² Lea M., Black R., Jaszczolt K. Solving the Housing Problem. Lesson From Poland and Hungary in Creating a New Housing Finance System / USAID / Warsaw. Regional Urban Development Office, Central Europe. — 2000. — June. — P. 75.

чинності¹. Отже, нейтралізація запозичених інституційних структур цільової моделі іпотечного ринку в Польщі у 1995 р. і 1997 р. відбулася у зв'язку зі зміною основоположних інституцій “класичної” цільової моделі.

У Росії, як і у Польщі, головні зусилля міжнародних організацій були спрямовані на формування кредитних інститутів за зразком діючих у країнах із розвинутою економікою. Однак у Росії спроби запровадити передові інститути, пропускаючи проміжні стадії розвитку іпотечного ринку, також не призвели до успіху, не зважаючи на фінансову і технічну допомогу країн-донорів. Протягом 14 років, починаючи з 1992 р., міжнародні організації-донори — USAID, Світовий банк і Міжнародна фінансова корпорація (IFC) — запровадили чотири широкомасштабних проекти з реформування житлового сектору та формування іпотечного ринку. Їх головні цілі, строки виконання, а також досягнуті результати наведені у табл. 5.4.

Усі запропоновані проекти були спробою швидко змінити фундаментальні правила гри у всіх галузях житлової економіки за досить короткий проміжок часу. Наприклад, проект USAID передбачав протягом 6 років досягти 130 цілей у галузі розбудови масових ринків іпотечного кредитування, будівництва житла, послуг житлово-комунального господарства, іпотечних цінних паперів, іпотечного страхування, оцінки майна, кредитних бюро, а також формування системи суспільних послуг у цих сферах. Реалізація таких проектів виявилася не під силу ані російській владі, ані організаціям-донорам: заплановані в рамках проектів витрати на інституційні перетворення зростали, а реалізація проектів затягувалася на роки².

Стратегія “шокової” трансплантації інституційних структур вторинного іпотечного ринку виявила, що ринок іпотечних цінних паперів для ефективного функціонування потре-

¹ Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 18.

² Там же. — С. 22.

Таблиця 5.4. Основні характеристики міжнародних проектів реформування житлового сектору та створення іпотечного ринку в Росії у 1992—2003 рр.

№ з/п	Ініціатор проекту	Головні цілі проекту	Строки дії проекту та обсяги фінансування	Оцінка досягнутих результатів
1	Агентство США з міжнародного розвитку (USAID)	<p>Розробка базового законодавства і житлової політики держави, регіонів і міст:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) введення в дію законів про іпотеку, кредитні бюро, страхування кредитів, стандартизація житлових іпотечних кредитів, створення агентства вторинного ринку; 2) запровадження стандартів банківського кредитування забудовників; 3) запровадження ринкових принципів фінансування містами комунальної інфраструктури та встановлення тарифів; 4) запровадження повної оплати житлово-комунальних послуг населенням і програми субсидій для малозабезпечених верств населення; 5) запровадження кондомініумів для управління житловим господарством у межах одного будинку 	<p>Строки дії: лютий 1992 р. — вересень 1998 р. Технічна підтримка в обсязі 23,9 млн дол. США</p>	<p>У цілому проект визнаний як успішний, оскільки 85 % із 130 поставлених цілей були досягнуті, зокрема, було введено у дію 160 законодавчих актів. Щодо формування іпотечного ринку, то результативність проекту неоднозначна: було досягнуто 11 із 13 поставлених цілей окрім найголовніших — обсягів іпотечного кредитування та емісії іпотечних цінних паперів</p>

Продовження табл. 5.4

№ з/п	Ініціатор проекту	Головні цілі проекту	Строки дії проекту та обсяги фінансування	Оцінка досягнутих результатів
2	Світовий банк (<i>the World Bank</i>)	<p>Формування ринку землі, стимулювання пропозиції житла, удосконалення житлового законодавства:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) організація кредитування муніципальних інвестицій в інфраструктуру земельних ділянок під забудову; 2) організація аукціонів із продажу муніципальної землі; 3) організація кредитування забудовників комерційними банками; 4) організація пільгового кредитування комерційними банками проектів упровадження нових будівельних технологій та матеріалів; 5) запровадження стандартів банківського кредитування забудовників і населення; 6) розробка системи реєстрації власності на землю, нерухомість та операцій з ними; 7) розробка нових будівельних норм і правил регулювання землекористування 	<p>Строки дії: березень 1995 р. — грудень 2001 р. (продовжено до червня 2003 р.).</p> <p>Технічна підтримка в обсязі 33,0 млн дол. США; інвестиції у сумі 723,5 млн дол. США</p>	<p>У цілому результати проекту визнано незадовільними. Незважаючи на введення у дію близько 20 законодавчих актів і кодексів, інвестиційний план проекту виконано лише на 49 %. Влада не збільшила пропозицію земельних ділянок під забудову через аукціони; банківське кредитування забудовників відсутнє, переоброєння будівельної галузі не зроблено</p>

Продовження табл. 5.4

№ з/п	Ініціатор проекту	Головні цілі проекту	Строки дії проекту та обсяги фінансування	Оцінка досягнутих результатів
3	<p>Австрія у рамках співпраці з Міжнародною фінансовою корпорацією (IFC)</p>	<p>Запровадження сек'юрітизації банківських активів, у тому числі іпотечних кредитів:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) вибір раціональної моделі рефінансування та виду цінних паперів; 2) консультування органів влади у процесі прийняття законодавчих актів і розробки економічної політики, які сприяють становленню вторинного іпотечного ринку; 3) навчання комерційних банків технологіям сек'юрітизації активів 	<p>Строк дії: 2003 р. (продовжено до 2004—2005 рр.). Даних про розмір технічної допомоги немає</p>	<p>Станом на перше півріччя 2006 р. випадків реєстрації емісії іпотечних цінних паперів не було. Головним претендентом на перший випуск є Агентство з іпотечного житлового кредитування (АІЖК), що має найбільший у Росії портфель іпотечних кредитів — 16 млрд руб. У 2005 р. АІЖК підписало угоду з Citigroup про випуск 2 траншів іпотечних облігацій на суму 3,7 млрд руб. Здійснити випуск іпотечних цінних паперів планують також власники менших портфельів іпотечних кредитів</p>

Закінчення табл. 5.4

№ з/п	Ініціатор проекту	Головні цілі проекту	Строки дії проекту та обсяги фінансування	Оцінка досягнутих результатів
4	Міжнародна фінансова корпорація (IFC), Державний секретаріат Швейцарії з економіки (Seco), Агентство міжнародної ділової співпраці Нідерландів (EVD)	<p>Стандартизація процедур іпотечного кредитування та іпотечних кредитів на первинному іпотечному ринку з метою підвищення довіри позичальників до комерційних банків і підвищення надійності іпотечних цінних паперів:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) адаптація світових стандартів процесу надання іпотечного кредиту до умов Росії; 2) стандартизація державних процедур оцінки та реєстрації нерухомості; 3) формування розуміння вигід і ризиків іпотечного кредитування у позичальників 	<p>Строк дії: червень 2004 р. — травень 2007 р. Даних про розмір технічної допомоги немає</p>	<p>Оцінка немає у зв'язку з тим, що проект не завершено</p>

Джерело: Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантати іпотечних інститутів в перехідних економіках: роль стройберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Російская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт — М., 2006. — С. 20—21.

бує складної інфраструктури, яка охоплює правові та регулюючі системи, створити які у короткі проміжки часу практично неможливо. Вагомою перешкодою у створенні масового житлового іпотечного кредитування також є низьке співвідношення доходів населення і ціни об'єктів житлової нерухомості, висока маржа банків та невисока схильність населення Східної Європи до тривалого періоду заощадження¹. Аналіз 28 спроб упровадити інституційні структури американської моделі іпотечного ринку в 19 країнах Латинської Америки, Африки, Азії та Східної Європи, який здійснили Американське агентство міжнародного розвитку (USAID) та Світовий банк за останні 30 років, показав, що успішними виявилися лише 2 із них — у Чилі в 1978 р. і Малайзії — у 1986 р.². Зауважимо, що в обох країнах було організовано найпростіші форми вторинного ринку іпотечного капіталу — обіг індивідуальних заставних і корпоративних облігацій³. До того ж М. Лі підкреслює, що прикладів успішних приватних агентств із сек'юрітизації іпотечних кредитів у країнах, що розвиваються, немає: не зважаючи на багаторічні зусилля щодо їх організації у переважній більшості країн їх діяльність обмежується декількома пробними емісіями⁴.

Отже, труднощі становлення вторинного іпотечного ринку у країнах, що розвиваються, а також у трансформаційних економіках зумовлені ігноруванням загальноекономічної послідовності розвитку іпотечної фінансової системи — від

¹ *Diamond D.B.* The transition in housing finance in Central Europe and Russia: 1989—1999. — Warsaw: The Urban Institute Consortium for USAID, 1999.

² *Lea M.J., Chiquier L., Hassler O.* Mortgage Securities in Emerging Markets // The World Bank. — Policy Research Working Paper. — 2004. — № 3370. — P. 43.

³ *Полтерович В.М., Старков О.Ю.* Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 31.

⁴ *Lea M.J., Chiquier L., Hassler O.* Mortgage Securities in Emerging Markets // The World Bank. — Policy Research Working Paper. — 2004. — № 3370. — P. 32.

однорівневих систем до дворівневих, коли, не нагромадивши досвіду організації однорівневої іпотеки, не маючи ринку вторинних цінних паперів, одразу ставили завдання створити дворівневу систему. Крім того, недосконала масова економічна поведінка населення в умовах трансформаційної економіки призводила до того, що “надто розвинуті” для такого економічного середовища ринкові інститути виявлялися недієздатними у новому середовищі. Отже, законами, декретами, указами запровадити ринок не можливо; лише єдність економічних та інституційних передумов є тим середовищем, в якому відтворюються ринкові відносини.

Альтернативні схеми іпотечного кредитування є асиміляцією окремих елементів інституційних структур декількох “класичних” моделей іпотечного ринку. Вони покликані послабити стримувальну дію макроекономічних чинників, які утруднюють формування іпотечного ринку за “класичними” моделями. Відповідно до висновків В. Полтеровича, поява альтернативних інституцій є реакцією системи на неправильний вибір трансплантата¹.

Причиною активізації альтернативних схем іпотечного кредитування є менша величина відповідних їм трансакційних витрат порівняно з “класичними” моделями. Так, у Росії діють схеми житлових ощадних рахунків і дольової участі у будівництві, схеми іпотечного кредитування населення із залученням коштів міських та обласних бюджетів, схеми житлового іпотечного кредитування із застосуванням емісії житлових облігацій, елементи дворівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку². У Білорусі набули поширення система інвестування “Комбінвест”, що поєднує елементи дворівневої інвестиційної та цільової моделей, кооперативного житлового будівництва;

¹ Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс. — Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 23.

² Сергеева И.А. Ипотечное кредитование и его роль на рынке жилья и в воспроизводственных процессах жилищного строительства. — М.: Изд-во Академии горных наук, 2001. — 239 с.

система інвестування через житлові фонди, які використовуються, переважно, в кооперативному будівництві¹.

В Україні робили спроби поширити схему житлового іпотечного кредитування, що розробили на базі АТ ХК “Київміськбуд” і АКБ “Аркада”, яка поєднує елементи схеми дольової участі у будівництві з системою будівельних заощаджень та механізмами сек’юритизації іпотечних активів².

Запровадження елементів сек’юритизації іпотечних активів у схему іпотечного кредитування, що розробив АКБ “Аркада”, відбулося шляхом створення товариства з обмеженою відповідальністю “Аркада-Фонд” (2001 р.), функції якого полягали в емісії облігацій для рефінансування діяльності АКБ “Аркада”. Правове поле, що діяло на той час в Україні (2001 р.), не давало можливості створити фінансовий механізм, який би у повній мірі відповідав “класичному” механізму сек’юритизації активів. У зв’язку з цим програма іпотечного кредитування АКБ “Аркада” була адаптована до діючого законодавства, а з економічного погляду — максимально наближена до світової практики. У січні 2004 р. товариство з обмеженою відповідальністю “Аркада-Фонд” оголосило про перереєстрацію в “Іпотечну компанію “Аркада-Фонд”, зробивши крок на шляху до створення другого рівня у системі іпотечного кредитування.

У зв’язку з відсутністю ощадно-позичкових інститутів цільової моделі іпотечних фінансових відносин у Росії, Україні, Білорусі забудовники почали шукати механізм залучення коштів інвесторів, який би був дієздатним в умовах низької взаємної довіри споживачів, банківських установ та будівельних підприємств і організацій. У результаті, в цих країнах відбулася активізація альтернативної інституції кредитуван-

¹ Тимофеев Ю.В. Досвід залучення приватних інвестицій у житлове будівництво // Фінанси України. — 2001. — № 8. — С. 117—123.

² Килимник Л.А. Використання іпотечного кредитування у схемах інвестування житлового будівництва // Іпотечний ринок в Україні: Матер. міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (7—8 грудня, 2001 р.). — К., 2002. — С. 100—104; Шibaева Н.В. Перспективи та практика створення вторинного ринку іпотечних кредитів в Україні // Фінансовий ринок України. — 2004. — № 1. — С. 18.

ня будівництва житла — дольової участі населення у будівництві житла.

Продаж об'єктів інвестування (квартир, паркомісць) на етапі будівництва житлового будинку забезпечує забудовника фінансовими ресурсами та знижує ризики реалізації квартир після завершення і введення в експлуатацію об'єкта будівництва. Як правило, початкова ціна продажу об'єктів інвестування в момент улаштування фундаменту житлового будинку на 30—40 % нижча порівняно з їх ціною після завершення будівництва, тому участь у дольовому будівництві житла вигідна як споживачам, які купують квартири для власного проживання, так і інвесторам, які розраховують на підвищення ціни об'єктів інвестування, не зважаючи на значні ризики капіталовкладень.

Важливим фактором поширення пайової участі населення у житловому будівництві стало успішне поєднання цієї схеми з інституціями бартеру та ухилення від сплати податків, яке стало можливе у зв'язку із недієздатністю судових органів і корупцією. Під час високих темпів зростання цін на об'єкти житлової нерухомості кошти від продажу (надання в оренду) земельних ділянок під забудову швидко знецінювалися, тому органи державної влади не встигали виконувати зобов'язання з будівництва соціальних об'єктів перед черговиками та пільговими групами населення. Як наслідок, у рамках неформальних угод із забудовниками міські ради почали накладати на них "соціальні обтяження" у вигляді фінансування будівництва дитячих садків, лікарень або безкоштовної передачі частини квартир місцевим органам влади. У такий спосіб покупці квартир піддавалися прихованому оподаткуванню, а місцева влада отримувала можливості для корупції.

Не зважаючи на значні недоліки та ризики схеми пайової участі населення у житловому будівництві, саме ця схема стала масовою в умовах трансформаційної економіки Росії. Так, за оцінками фахівців у Росії до 2006 р. шляхом пайової участі населення у житловому будівництві забезпечувалося близько 75,0 % фінансування придбання нового житла¹.

¹ *Казейкин В.С.* Пути повышения эффективности развития системы ипотечного кредитования в регионах России // Доклад на Четвертой Всероссийской конференции "Ипотечное кредитование в России". — М., 2006.

В Україні схема фінансування житлового будівництва фізичними та юридичними особами за договорами дольової участі у будівництві втратила чинність у зв'язку з внесенням 14 січня 2006 р. змін до ст. 4 Закону України “Про інвестиційну діяльність”, у якій, зокрема, зазначається, що “об’єктами інвестиційної діяльності не можуть бути об’єкти житлового будівництва, фінансування спорудження яких здійснюється з використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, у тому числі в управління”. І далі: “Інвестування та фінансування будівництва таких об’єктів може здійснюватися виключно через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, які створені та діють відповідно до законодавства, а також через випуск безпроцентних (цільових) облігацій, за якими базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості”¹.

Іншою альтернативною схемою іпотечного кредитування, яка набула поширення в деяких країнах з трансформаційною економікою, зокрема, в Росії та Україні, є емісія цільових (житлових) облігацій. Сутність такої схеми іпотечного кредитування полягає у фінансуванні житлового будівництва за рахунок коштів інвесторів (фізичних та юридичних осіб), які залучені шляхом емісії цільових безпроцентних облігацій. Одна облігація дає право на придбання визначеної кількості квадратних метрів житлової (нежитлової) площі в об’єкті будівництва. Після завершення будівництва об’єкта та введення його в експлуатацію нагромаджений пакет цільових облігацій обмінюється на об’єкт інвестування, площа якого відповідає нагромадженим за допомогою облігацій метрам.

За період з 1 січня 2005 р. до 1 листопада 2006 р. в Україні цільові облігації випустили понад 50 емітентів, загальна сума емісії яких з урахуванням запланованих до випуску облігацій перевищила 4,5 млрд грн. За 2005 р. будівництвом освоєно інвестицій в основний капітал у сумі 4,9 млрд грн при емісії цільових облігацій на суму майже 2,0 млрд грн².

¹ Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 р. № 1560—ХІІ зі змін. та доп.

² Параскева О. “Строительные” облигации на этапе перестройки // Компаньон. — 2006. — № 43. — С. 104—105.

Порівняльний аналіз альтернативних схем іпотечного кредитування з огляду на їх економічну і соціальну ефективність наведено у табл. 5.5.

Багатоваріантність організації іпотечних фінансових відносин і наявність альтернативних схем іпотечного кредитування пояснюється рядом обставин:

1. Особливою структурою трансформаційної економіки та своєрідним характером її суперечностей, які призводять до нестійкості трансформованої економічної системи і розвитку іпотечного ринку в умовах “правового вакууму” та макроекономічної нерівноваги. Наявність “правового вакууму” зумовлена лагом між розвитком іпотечних фінансових відносин та їх законодавчим оформленням у зв’язку з тим, що правові відносини є вторинними щодо економічних: право покликане надати юридичної сили новим економічним відносинам, що формуються. Макроекономічна нерівновага виявляється через постійні зміни економічних пропорцій у виробництві, структурі видатків державного бюджету, податковій системі і є звичайним станом трансформаційної економіки, що впливає із завдання не відтворювати певний стан, а перейти від одного якісного стану до іншого.

2. Альтернативним характером розвитку самої трансформованої економіки у зв’язку із зростанням невизначеності в умовах перехідного періоду і складною конфігурацією внутрішніх факторів, зовнішніх обставин та суперечливих тенденцій розвитку, серед яких — низький платоспроможний попит, відсутність джерел довгострокових кредитних ресурсів, високі економічні та політичні ризики, відсутність надійних гарантій збереження вкладів населення, недовіра до фінансово-кредитних інститутів.

3. “Двоїстістю інституційної структури”, яка залишилася у спадщину від планової системи і продовжує домінувати в умовах ринкових перетворень, що породжує нові деформації. Оскільки офіційні, ідеологічні інституційні вимоги і вимоги господарської практики суперечили одні одним, то “виник інституційний розрив, унаслідок якого у більшості членів

Таблиця 5.5. Порівняльна характеристика альтернативних схем житлового іпотечного кредитування

Характеристика схеми	Переваги та недоліки схеми
<p>Забудовники залучають для сумісної реалізації проекту з будівництва житла на договірній основі кошти населення, підприємств, установ, організацій, зобов'язуючись із завершенням проекту передати їм житлові об'єкти, площа яких відповідає розміру внесених інвестором коштів.</p> <p>Інвестування у будівництво житла майбутній власник здійснює за рахунок власних коштів банківських іпотечних кредитів</p>	<p>Переваги схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Забудовник залучає в інвестиційний процес дешевші (порівняно з банківськими кредитами) кошти населення та юридичних осіб; 2. Забудовник уникає етапу реалізації житла, оскільки майбутній власник житла визначається до або в період будівництва. <p>Недоліки схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Зведення житла доступне обмеженому колу покупців; 2. Існує можливість завищення собівартості будівельних робіт, порушення графіку їх здійснення та несвоєчасного введення житла в експлуатацію. 3. На дольових учасників перекладаються будівельні та фінансові ризики. 4. Відсутність прозорого механізму закріплення об'єкта інвестування за інвестором
<p>Будівництво фінансується за рахунок коштів, які залучені через емісію та розміщення серед населення цільових безпроцентних облигацій. Нагороджений пакет облигацій обмінюється на житло, площа якого відповідає нагородженим за допомогою облигацій метрам</p>	<p>Емісія цільових (житлових) облигацій</p> <p>Переваги схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Цільові облигації проходять державну реєстрацію у Державній комісії з цінних паперів і фондового ринку, тому емітувати і продати одну і ту саму облигацію (пакети облигацій) неможливо, що дозволяє виключити ситуацію подвійного продажу об'єктів інвестування; 2. Забудовник має змогу упорядкувати фінансові потоки та оптимізувати оподаткування; 3. Ціна облигацій встановлюється за собівартістю будівництва та індексується відповідно до її зміни

Продовження табл. 5.5

Характеристика схеми	Переваги та недоліки схеми
	<p>4. Інвестори мають змогу накопичувати пакет облігацій для придбання об'єкта інвестування поступово;</p> <p>5. Інвестори можуть отримувати іпотечні кредити, передаючи у заставу майнові права на об'єкт інвестування</p> <p>Недоліки схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Низька ліквідність облігацій; 2. Цільові облігації є незабезпеченими цінними паперами, тому у випадку банкрутства емітента (забудовника) держателі цільових облігацій можуть втратити проінвестовані у житлове будівництво фінансові ресурси; 3. Не встановлено відповідальність забудовника за несвоєчасне введення об'єкта будівництва в експлуатацію; 4. Закріплення об'єкта інвестування за інвестором відбувається лише після придбання останнім певного пакету цільових облігацій та підписання договору про бронювання об'єкта інвестування
“Виробнича” іпотека	
<p>Підприємства надають працівникам іпотечні позики на придбання житла за пільговими процентними ставками або, за наявності власних будівельних потужностей, покращують їх житлові умови у розстрочку із заставою житла</p>	<p>Переваги схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Довгостроковість і доступність іпотечної позики; 2. Взаємна зацікавленість і працівників, і підприємств. <p>Недоліки схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Відсутні перспективи переростання у схему масового кредитування; 2. Придатна лише для прибуткових і стабільно працюючих підприємств, які зацікавлені у закріпленні кадрів

Закінчення табл. 5.5

Характеристика схеми	Переваги та недоліки схеми
Дотаційна система	
<p>Субсидування процентних ставок іпотечних кредитів, наданих комерційними банками, із міських та обласних бюджетів</p>	<p>Переваги схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Субсидування процентних ставок вигідне як кредиторю (одержує гарантований дохід), так і позичальнику (одержує доступний іпотечний кредит). <p>Недоліки схеми</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Обмеженість джерел фінансування та відсутність гарантій щодо їх довгостроковості; 2. Обмежене коло осіб, які мають право на пільговий кредит; 3. Неможливість застосування таких фінансових інструментів для розвитку вторинного ринку; 4. Держава бере на себе ризики щодо ймовірності неповернення пільгових кредитів; 5. Утримання установ, що видають та обслуговують пільгові кредити, здійснюється за рахунок бюджетних коштів; 6. У нестабільних умовах важко оцінити і закласти у бюджет суму коштів, що потрібні для компенсації процентної ставки, яка визнається вартістю ресурсів на фінансовому ринку

суспільства сформувалися особливі ментальні характеристики”¹.

У цілому, більшість альтернативних схем іпотечного кредитування мають локальний характер; не охоплюють потенційної бази позичальників; не дають змогу підтримувати високі темпи зростання обсягів іпотечного кредитування; в деяких із них механізм іпотеки взагалі може бути виключений. Загальним недоліком альтернативних схем є низький рівень задіяння фінансово-кредитної сфери та невеликий обсяг залучених інвестицій, що зумовлює їх неспроможність розвивати первинний іпотечний ринок.

Варіативність схем кредитування розглядається деякими дослідниками як один із принципів масовості житлової іпотеки. Так, розвиток різних схем житлового іпотечного кредитування, на думку І. Сергєєвої, сприятиме їх відбору та концентрації зусиль на тих формах організації взаємозв’язків, які адекватні соціально-економічному стану перехідної економіки і найбільшою мірою відповідають інтересам її розвитку². Разом із тим, необхідно враховувати, що одні альтернативні схеми іпотечного кредитування орієнтовані на перспективу і забезпечують перехід до “класичних” форм організації іпотечного ринку, а тому вони розглядаються нами як “перехідні”. Інші — спрямовані на задоволення попиту в іпотечному капіталі в наявних макроекономічних та інституційних умовах; не передбачають становлення “класичних” моделей іпотечного ринку і, на нашу думку, є безперспективними.

Висока ймовірність виникнення в умовах трансформаційної економіки неефективних структур іпотечного ринку застерігає проти стихійності у процесах його формування, коли останні не передбачають кінцевої мети, а інститути, що виникають є результатом короткострокового реагування на поточні проблеми і процеси. Небезпечним є також перетворення

¹ Гриценко А.А. Особливості інституційної архітектури українського суспільства XXI століття / Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. В.М. Гейця. — К., 2003. — С. 158.

² Сергєєва І.А. Ипотечное кредитование и его роль на рынке жилья и в воспроизводственных процессах жилищного строительства. — М.: Изд-во Академии горных наук, 2001. — С. 3.

“перехідних” схем (моделей) іпотечного кредитування у постійно діючі та неефективні у довгостроковій перспективі. Для уникнення подібної ситуації необхідно планувати поступовий демонтаж “перехідних” моделей і схем іпотечних фінансових відносин з початку їх запровадження.

Перенесення правових інституцій “класичних” моделей іпотечного ринку на ґрунт трансформаційної економіки може супроводжуватися *виникненням мутаційних форм іпотечних інститутів*. Так, у деяких країнах із трансформаційною економікою відбулася “мутація” інституційної структури “класичної” однорівневої інвестиційної моделі іпотечних фінансових відносин. Можна виділити два напрями виникнення мутаційних форм інститутів однорівневої інвестиційної моделі, зокрема:

1) виникнення банківських інститутів із змішаною системою формування ресурсної бази іпотечного кредитування, що передбачає використання депозитів та іпотечних облігацій. Наприклад, іпотечні банки Польщі, Чехії, Словаччини, Угорщини, Латвії, на відміну від їх “класичного” зразка, емітують іпотечні облігації для кредитування комерційної нерухомості, а житлові іпотечні позики надають за рахунок депозитів¹;

2) відсутність “класичного” інституту іпотечного банку: ліцензії на право емісії іпотечних облігацій надаються універсальним комерційним банкам. Ця інституція діє, зокрема, в Чехії, Словаччині, Латвії, Болгарії², тоді як в Угорщині та Польщі іпотечні облігації мають право емітувати виключно спеціалізовані іпотечні банки (табл. 5.6).

¹ Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 42.

² Лимаренко В.И. Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. — М.: Диалог-МГУ, 2000. — С. 31; Послання Президента України до Верховної Ради України “Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2003 році” // Економіст. — 2004. — № 4. — С. 17—46; Кручок С.І. Іпотечне кредитування: європейська практика та перспективи розвитку в Україні. — К.: Урожай, 2003. — 208 с.; Lassen T. Mortgage Banking in Germany and Europe — Specialization principle / Workshop on Housing Finance and Mortgage Systems in Europe Bled / Slovenia, 27th November 2002. — P. 37.

Таблиця 5.6. Законодавче регулювання діяльності з емісії іпотечних облігацій

Країна	Законодавство про іпотечні облігації	Надання ліцензій комерційним банкам	Спеціалізовані іпотечні банки
Чехія	+	+	—
Словаччина	+	+	—
Угорщина	+	—	+
Латвія	+	+	—
Польща	+	—	+
Болгарія	+	+	—

Джерело: Furga J. New regulations and issues regarding mortgage bonds in Poland // 5th Central European Mortgage Bond Conference. — Riga, 8—9 November 2001. — P. 17.

Отже, в деяких країнах із трансформаційною економікою в рамках інституту іпотечного банку відбувся синтез норм депозитної та однорівневої інвестиційної моделей іпотечного ринку, що виявилось у становленні “змішаної” форми інституту іпотечного банку. Загальна порівняльна характеристика законодавства з регулювання діяльності іпотечних банків та емісії іпотечних облігацій у Німеччині та країнах з трансформаційною економікою наведена у табл. 5.7.

Отже, дисфункція інституційної структури “класичної” однорівневої інвестиційної моделі у країнах із трансформаційною економікою полягає у формальній імітації діяльності німецького інституту іпотечного банку. Ефективність, стійкість, адаптивна здатність таких “гібридів” не вивчена, що потрібно враховувати під час оцінки перспектив розвитку інститутів у тому вигляді, в якому вони функціонують у трансформаційній економіці. Однак сьогодні можна констатувати, що недотримання принципу спеціалізації іпотечних банків за видами і сферами діяльності та принципу нагляду за їх діяльністю (цей принцип відсутній у законодавстві,

Таблиця 5.7. Порівняльна характеристика законодавства з регулювання діяльності іпотечних банків та емісії іпотечних облігацій у Німеччині та деяких країнах з трансформаційною економікою (станом на 29.04.2002 р.)

Показник	Німеччина	Австрія	Угорщина	Польща
Час введення в дію	01.01.1900	01.01.1939	07.06.1997	01.01.1998
Принцип спеціалізації іпотечного кредитора	Так	Так	Так	Так
Законодавчо закріплені назви іпотечного цінного папера	Так (Pfandbrief)	Так (Pfandbrief)	Так (Jelzáloglevél)	Так (List zastawny)
Через емісію іпотечних облігацій рефінансуються	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити
Реєстр покриття	Так	Так	Так	Так
Законодавчо закріплене переважне право інвесторів при банкрутстві	Так	Так	Так	Так
Законодавчо закріплені положення з оцінки нерухомості	Так	Так	Так	Так
Норматив конгруенції покриття іпотечних облігацій	60 % від суми іпотечного кредиту	60 % від суми іпотечного кредиту	60 % від суми іпотечного кредиту	60 % від суми іпотечного кредиту
Норматив частки кредитів, які не відповідають нормативу конгруенції покриття іпотечних облігацій	20 %	Заборонено	Ні	30 %
Законодавчо закріплена інституція довірених осіб	Так	Так	Так	Так

Продовження табл. 5.7

Показник	Німеччина	Австрія	Угорщина	Польща
Нестандартний об'єкт застави (незавершене будівництво, земельні ділянки під будівництво тощо)	Так	Так	Так	Так
Обмеження щодо іпотечних кредитів з нестандартним об'єктом застави	10 %	Ні	20 %	10 %
Рейтингова оцінка іпотечних облігацій	Ні	Ні	Ні	Так
Принцип нагляду	Так	Так	Так	Так
	Болгарія	Латвія	Словацьчина	Чехія
Час уведення в дію	13.10.2000	29.09.1998	01.03.1996	01.07.1995
Принцип спеціалізації іпотечного кредитора	Ні	Ні	Ні	Ні
Законодавчо закріплені назви іпотечного цінного папера	Так	Так	Так (záložný list)	Так (zástavný list)
Через емісію іпотечних облігацій рефінансуються	Іпотечні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні кредити
Реєстр покриття	Так	Так	Так	“Незалежна заява”
Законодавчо закріплене переважне право інвесторів банкрутства	Так	Так	Так	Так

Закінчення табл. 5.7

	Болгарія	Латвія	Словаччина	Чехія
Законодавчо закріплені положення з оцінки нерухомості	Так	Так	Так	Ні
Норматив конгруенції покриття іпотечних облигацій	60—80 % від ринкової вартості застави	60 % від ринкової вартості застави	70 % від величини іпотечного кредиту	70 % від ринкової вартості застави
Норматив частки кредитів, які не відповідають нормативу конгруенції покриття іпотечних облигацій	Ні	Ні	10 %	Ні
Законодавчо закріплена інституція довірених осіб	Практично ні	Ні	Так	Ні
Нестандартний об'єкт застави (незавершене будівництво, земельні ділянки під будівництво тощо)	Так	Так	Так	Так
Обмеження щодо іпотечних кредитів з нестандартним об'єктом застави	30 %	20 %	10 %	10 %
Рейтингова оцінка іпотечних облигацій	Ні	Ні	Так	Так
Принцип нагляду	Ні	Так	Так	Так

Джерело: Lassen T. Mortgage Banks and Mortgage Bonds in Central Europe: An Overview // 6th Central European Mortgage Bond Conference, 7th/8th November, 2002 in Warsaw. — P. 6—8.

зокрема, Чехії, Латвії, Румунії, Болгарії¹) призводить до ряду негативних наслідків.

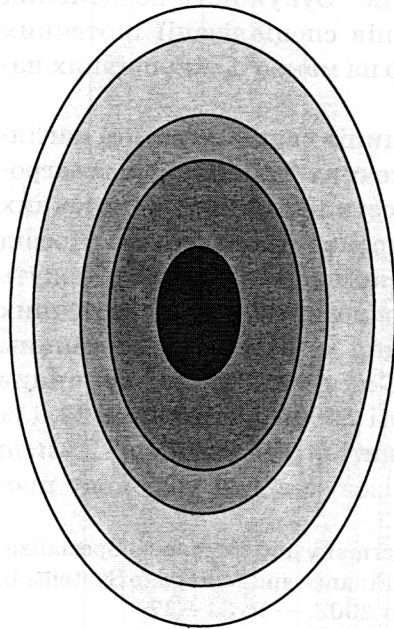
По-перше, підвищується кредитний ризик, ризики процентної ставки і ліквідності (рис. 5.2), знижується надійність самих банків і надійність емітованих ними іпотечних цінних паперів, що може стати причиною формування стійкої неформальної інституції недовіри інвесторів до іпотечних цінних паперів.

По-друге, недотримання принципів спеціалізації та нагляду за діяльністю “змішаних” іпотечних банків призводить до втрати тих позитивних ефектів, які виникають у результаті функціонування спеціалізованих іпотечних банків, до зниження дохідності операцій іпотечних інститутів та ефективності фінансової системи в цілому. Так, спеціалізація дає змогу іпотечним банкам Німеччини мати найвищий показник ефективності витрат (відношення суми витрат до суми доходів, що виражене у процентах) — 30,5 % проти 51,5 % державних банків, 64,0 ощадних банків, 68,8 комерційних банків; 70,3 % кооперативних банків². Сукупність позитивних ефектів від дотримання принципів спеціалізації іпотечних банків та нагляду за їх діяльністю на макро- і мікрорівнях наведена у табл. 5.8.






По-третє, недотримання принципів спеціалізації та нагляду за діяльністю “змішаних” іпотечних банків створює загрози для розвитку однорівневої інвестиційної моделі іпотечних фінансових відносин у середньостроковій перспективі. Досвід Чехії показує, що процеси злиття комерційних банків можуть стати причиною зниження темпів розвитку ринку іпотечних облігацій. Наприклад, поглинання у 2001 р. комерційним банком *Hypovereinsbank (HVB)*, який з 1998 р. припинив сек’юритизацію іпотечних активів і у 2000 р. утримував 22,9 % рефінансованих іпотечних кредитів, банку *Bank Austria Creditanstalt (BACA)*, який реалізовував довгострокову про-

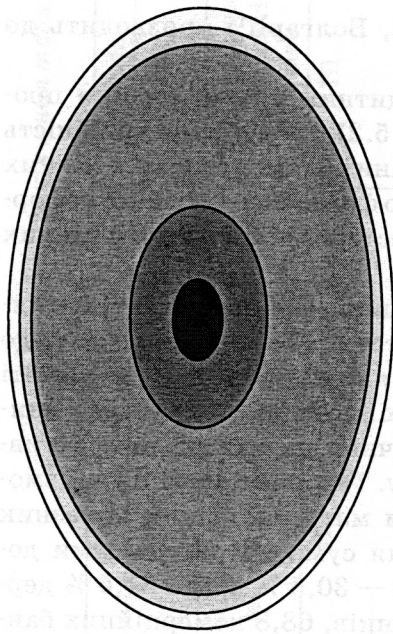
¹ *Lassen T.* Mortgage Banking in Germany and Europe — Specialization principle / Workshop on Housing Finance and Mortgage Systems in Europe Bled / Slovenia, 27th November 2002. — P. 34—37.

² Там само. — P. 46.



а) Ризики комерційного банку

-  позики з високим кредитним ризиком;
-  позики з середнім кредитним ризиком;
-  позики з низьким кредитним ризиком;
-  ризик процентної ставки;
-  ризик ліквідності



б) Ризики іпотечного банку

Рис. 5.2. Структура ризиків спеціалізованого іпотечного банку та універсального комерційного банку

Джерело: *Lassen T.* Mortgage Banking in Germany and Europe — Specialization principle / Workshop on Housing Finance and Mortgage Systems in Europe Bled / Slovenia, 27th November 2002. — P. 41—42.

граму емісії іпотечних облігацій, рефінансуючи у 2000 р. 88,2 % наданих іпотечних кредитів, призвело до зниження частки сек'юрітизованих іпотечних активів у їх загальній структурі та уповільненні темпів приросту частки рефінансованих іпотечних кредитів¹.

Таблиця 5.8. Позитивні ефекти від дотримання принципів спеціалізації іпотечних банків та нагляду за їх діяльністю на макро- та мікрорівні

Позитивні ефекти на мікрорівні	Позитивні ефекти на макрорівні
1. Зниження асиметричності інформації, мінімізація обсягу інформації, яка необхідна для прийняття інвесторами рішень про здійснення фінансових інвестицій	1. Стабільність, прогнозованість, довгостроковість іпотечних фінансових відносин забезпечують стабільність ринку нерухомості
2. Зниження всіх видів ризиків іпотечного кредитування	2. Полегшення контролю і регулювання діяльності іпотечних банків
3. Забезпечення низьких витрат рефінансування іпотечних активів через конкуренцію іпотечних банків, кількість яких регулюється законом	3. Іпотечні облігації спеціалізованих іпотечних банків не потребують державних гарантій
4. Оптимізація розмірів іпотечного інституту	4. Показники діяльності спеціалізованих іпотечних банків є еталоном ("точкою відліку") для інших інститутів ринку капіталів
5. Гнучкість, концентрація на визначеному спектрі послуг забезпечують ефективність витрат	5. Невелика кількість емітентів забезпечує прозорість ринку іпотечних облігацій

¹ Pavelka F. Deposits or Bonds. Some remarks of the Czech Mortgage Loans Refinancing policy. — Czech Mortgage Bank Committee, 2001. — P. 14, 23.

Переродження інститутів іпотечного ринку. В теорії трансплантації під терміном “переродження інституту” розуміють зміну характеру його діяльності при функціонуванні в несприятливих інституційних умовах¹, яка може призводити до зміни ролі і функцій іпотечного ринку в цілому. Так, наприклад, невдалі спроби трансплантації дворівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку в Росії блокували зусилля з розширення первинного ринку житлових іпотечних кредитів і викликали переродження новостворених інститутів: їх фактичні цілі не в повній мірі відповідали тим завданням, які вони покликані були розв’язати. Наведемо декілька прикладів:

- інститут Delta-Kredit фонду США — Росія, запланований як інститут рефінансування іпотечних активів комерційних банків Росії, сам перетворився на іпотечний банк;
- дохід АІЖК від основної діяльності у вигляді процентів від викуплених іпотечних житлових кредитів склав у загальній сумі доходів у 2002 р. — 33,0 %, у 2003 р. — 5,4, у 2004 р. — 18,2 %;
- із загальної суми іпотечних кредитів, які видані Московським іпотечним агентством станом на 01.06.2004 р., житлові іпотечні кредити складали лише 2,0 % від портфеля активів²;
- в Україні Державна іпотечна установа, що створена у грудні 2004 р., рефінансувала у 2005 р. лише чотири іпотечних кредити на суму 0,8 млн грн, розмістивши інші 19 млн грн статутного фонду на депозитних рахунках комерційних банків³.

¹ Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 24—50.

² Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 27.

³ Витковская В. Изменчивое будущее госипотеки. — 2006 // <http://www.domik.net/>.

Отже, у несприятливому економічному та інституційному середовищі незатребуваний інститут або нейтралізується (проходить стадію атрофії та ліквідації), або перероджується шляхом переорієнтації на інші види діяльності, нерідко неефективні та деструктивні, які в економіці країни-донора пригнічуються більш розвинутим інституційним середовищем. В умовах високого кредитного ризику та значних трансакційних витрат прибуткова діяльність ринку капіталів неможлива через відсутність необхідних обсягів укладених угод. У зв'язку з цим для заохочення первинних кредиторів і забезпечення доступності процентних ставок за іпотечними кредитами для кінцевих позичальників агентства з рефінансування іпотечних активів були змушені так занижувати ставки рефінансування, що їх діяльність з викупу іпотечних кредитів перетворювалася на збиткову. В цих умовах агентства з рефінансування намагалися відновити суми втрачених доходів за рахунок ризикового управління тимчасово вільними грошовими коштами, використовуючи їх не за призначенням, або перекладаючи кредитний ризик на комерційні банки.

У трансформаційній економіці переродження інститутів іпотечного ринку при надмірній державній підтримці іпотечних фінансових відносин може супроводжуватися зміною ролі та функцій іпотечного ринку. У країнах із ринковою економікою механізм іпотечного кредитування базується на принципах ринкової взаємодії, економічної вигоди, законах маркетингу. Мета формування іпотечного ринку — економічний розвиток, а соціальний ефект виступає наслідком економічного ефекту. У країнах із трансформаційною економікою формування іпотечного ринку відбувається за умови невисоких коефіцієнтів доступності житла для переважної більшості населення: показник купівельної здатності населення на ринку житла коливається від 3,7 років в Естонії до 12,8 років у Болгарії¹, відповідні їм коефіцієнти доступності житла знаходяться у межах від 0,27 до 0,08 з мінімально допустимим значенням цього показника — 0,22. Невисока інвестиційна

¹ United States Agency for International Development. — Annual Report to Congress, 1996. — P. 90.

здатність населення на ринку житла змушує уряд удаватися до субсидування позичальників: так, у рамках цільової моделі іпотечного ринку державна “премія” на заощадження становить у Чехії — 25 %, в Угорщині — 40 %¹. У Росії функціонують регіональні програми житлового іпотечного кредитування із залученням коштів місцевих бюджетів².

Субсидування та стимулювання заощаджень у рамках цільової моделі іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою призводить до того, що: 1) спред між процентними ставками нагромаджень та іпотечних кредитів знаходиться у межах 7—10 процентних пунктів; 2) процентні ставки за нагромадженнями перевищують ринкові процентні ставки за депозитами на 2—3 процентних пункти; 3) процентні ставки за іпотечними кредитами у цільовій моделі нижчі за ринкові процентні ставки за кредитами на 8—20 процентних пункти; 4) премія становить 25—40 % від суми щорічних нагромаджень (табл. 5.9).

З одного боку, це підвищує рівень дохідності за вкладками порівняно з ринковими процентними ставками за депозитами та стимулює створення групи вкладників, які розміщують заощадження на цільових ощадних рахунках без використання права на житловий іпотечний кредит, вони зацікавлені лише у доходах і “преміях” від цільових ощадних внесків. У Чехії майже 50 % осіб, які здійснюють нагромадження в рамках цільової моделі організації іпотечних фінансових відносин, не планують придбання і будівництво житла, а розглядають такий вид заощадження як надійний спосіб збереження та приросту грошового капіталу³. З іншого боку, суттєвий спред між

¹ *Страйк Дж.* Ипотека в России: контрактные сбережения или вторичный рынок // Рынок ценных бумаг. — 1999. — № 19; *Меркулов В.В.* Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юридический центр-Пресс, 2003. — С. 227.

² *Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н.* Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования в России // Вопросы экономики. — 2001. — № 5. — С. 89—106.

³ Материалы конференций по проблемам стройсбережений и жилищного строительства // <http://www.minsk2000.to/>.

Таблиця 5.9. Параметри цільової моделі іпотечного ринку в Чехії та Угорщині у 1999 р.

Параметри моделі	Чехія	Угорщина
Загальна характеристика		
Рік уведення в дію закону	1993	1996
Рівень інфляції, %	12	14
Кількість ощадно-позичкових інститутів	6	4
У тому числі кількість ощадно-позичкових інститутів за участю іноземного капіталу	6	3
Кількість укладених договорів (тис.)	2200	350
Умови нагромадження		
Щорічна премія на нагромадження, %	25	40
Максимальна щорічна премія, дол. США (за курсом на 05.1999 р.)	1500	1824
Максимальна премія за місяць, дол. США (за курсом на 05.1999 р.)	125	152
Максимальна премія до середньої заробітної плати за місяць, %	53	75
Діюча процентна ставка на нагромадження, %	13	16
Ринкова процентна ставка за депозитами, %	10—12	14—16
Обсяг нагромаджень за місяць для одержання максимальної ставки дохідності, дол. США	278	508
Обсяг щорічних нагромаджень для одержання максимальної ставки дохідності, дол. США	3336	9660
Мінімальна тривалість етапу нагромадження, років	5	4
Максимальна величина нагромаджень, дол. США	23 018	60 278

Закінчення табл. 5.9

Параметри моделі	Чехія	Угорщина
Умови збереження преміальних виплат без надання житлового іпотечного кредиту	5 років + виконання контракту	8 років + виконання контракту
Умови іпотечного кредитування		
Максимальний коефіцієнт кредитування (визначає обсяг кредиту від суми нагромаджень + премія)	1	1
Максимальний строк іпотечного кредитування, років	5	4
Процентна ставка за іпотечними кредитами, %	6	6
Ринкова процентна ставка за кредитами, %	14	27
Пільги по сплаті прибуткового податку	-	+
Сума кредиту виключається (+) / не виключається (-) із бази оподаткування	+	-

Джерела: Складено за даними: Меркулов В.В. Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юридический центр-Пресс, 2003. — С. 227; *Страйк Дж.* Ипотека в России: контрактные сбережения или вторичный рынок // Рынок ценных бумаг. — 1999. — № 19.

процентними ставками за іпотечними кредитами у рамках цільової моделі іпотечного ринку та ринковими процентними ставками забезпечує вищу маржу оцщадно-позичковим інститутам, ніж, наприклад, у Німеччині чи Австрії, та сприяє залученню іноземного капіталу.

У Чехії в 1998 р. на виплату премій у рамках цільової моделі іпотечного ринку було спрямовано 1,0 % загальних витрат консолідованого державного бюджету, або 40 % загальних витрат на житлове господарство. В Угорщині такі витрати становили у 1998 р. 0,3 % загальних витрат державного бю-

джету¹. Очікується, що частка бюджетного субсидування цих програм в обох країнах буде зростати, бо держава бере на себе зобов'язання щодо здійснення щорічних преміальних виплат протягом усього строку дії контрактів, у тому числі нових. Фахівці Світового банку П. Елліс, Б. Гвіннер, Л. Шик'є вважають, що таке субсидування нагромаджень виявляється прямо не пов'язаним з житловим будівництвом і призводить до зростання бюджетно-фінансових зобов'язань держави².

Отже, надмірна державна фінансова підтримка іпотечних відносин сприяє зміні ролі і функцій іпотечного ринку і становленню бюджетно-орієнтованої системи іпотечного кредитування. Мета запровадження такої системи — розв'язати житлову проблему, тоді як економічний розвиток розглядається як можливий наслідок її вирішення. Недооцінка принципу дохідності іпотечних інструментів може призвести до сприйняття іпотечного кредитування як збиткового соціального проекту, а не як дохідного механізму залучення інвестицій у житловий сектор та економіку країни.

Наведені форми інституційного конфлікту мають позитивний ефект як для суб'єктів іпотечного ринку (позичальників, кредиторів, інвесторів), так і для економіки в цілому. Однак цей позитивний ефект виявляється лише в короткостроковому періоді в умовах, коли “модифіковані” типи інституційної організації іпотечних фінансових відносин знижують трансакційні втрати і стимулюють розширене відтворення іпотечних фінансових відносин у короткостроковому періоді. Підтвердженням цього є, наприклад, зростання обсягів іпотечного кредитування та емісії іпотечних облігацій у рамках модифікованої однорівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку в країнах із трансформаційною економікою (табл. 5.10).

¹ Меркулов В.В. Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юридический центр-Пресс, 2003. — С. 226.

² Эллис П., Гвиннер Б., Шикье Л. Развитие рынков ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации: Заключительный отчет. — Всемирный банк; Департамент инфраструктуры и энергетики; Регион Европы и Центральной Азии, 2003. — С. 22.

Таблиця 5.10. Емісія іпотечних облігацій у країнах із трансформаційною економікою

Країна	Кількість наданих ліцензій	1996—2000 рр.		1996—15.11.2002 рр.	
		Кількість випусків	Обсяг емісії, млн євро	Кількість випусків	Обсяг емісії, млн євро
Чехія	8	21	641,47	29	934,91
Словаччина	5	4	12,97	6	68,00
Угорщина	3	5	23,17	26	382,11
Польща	3	4	19,92	8	62,00
Латвія	1	4	6,55	6	21,28
Болгарія	1	1	3,20	5	22,43

Джерела: Складено за даними: *Lassen T.* Mortgage Banks and Mortgage Bonds in Central Europe — an Overview // 6th Central European Mortgage Bond Conference, 7th/8th November, 2002 in Warsaw. — P. 4; *Furga J.* New regulations and issues regarding mortgage bonds in Poland // 5th Central European Mortgage Bond Conference. — Riga, 8—9 November, 2001. — P. 16, 18; *Lassen T.* Mortgage Banking in Germany and Europe — Specialization principle / Workshop on Housing Finance and Mortgage Systems in Europe Bled / Slovenia, 27th November, 2002. — P. 12.

У середньостроковій та довгостроковій перспективі ті типи інституційної організації іпотечного ринку, що розвинулися внаслідок інституційного конфлікту, породжують ряд негативних ефектів. У середньостроковій перспективі вони формують песимістичні очікування, стимулюють розвиток тіньового та напівлегального секторів ринку житла, створюють феномен “негативного відбору”, можуть призвести до деструктивного впливу на ринки капіталів і нерухомості¹; в довгостроковій — породжують інституційні пастки, сприяють зростанню трансакційних витрат.

Інституційні структури, які виникають у результаті інституційного конфлікту, протиставляють короткострокові і довгострокові цілі економічних суб’єктів, скорочують часовий проміжок для прогнозування і призводять до максимізації ними корисності у короткостроковому періоді. Як наслідок, у середньостроковому періоді формуються песимістичні очікування, які інституційно закріплюються і стають нормою поведінки економічних суб’єктів (на поверхні явищ це виявляється як недоінвестування приватних заощаджень у сферу житлової нерухомості, збереження заощаджень у формі непродуктивного капіталу, недовіра до іпотечних фінансово-кредитних інститутів, намагання потрапити до категорії “пільговиків” під час будівництва чи придбання житла).

Неефективні інституційні структури іпотечного ринку стимулюють розвиток тіньового і напівлегального секторів ринку житлової нерухомості. Проблеми тінізації житлового ринку аналізують Е. де Сото, О. Белокрилова, О. Привалова, В. Яхимович. Вони вважають, що економічна поведінка суб’єкта є наслідком співставлення ним “ціни підпорядкування закону” (витрати на одержання дозволу на здійснення діяльності, податкові платежі, витрати на дотримання бюрократичних та адміністративних регламентацій) з “ціною

¹ Так, в Австрії та Угорщині при трансплантації норм однорівневої інвестиційної моделі іпотечного ринку (1872 р.) виник інституційний конфлікт, який сприяв розвитку біржових спекуляцій акціями іпотечних банків та краху ринку цінних паперів у 1873 р.

нелегальності”¹ та “ціною напівлегальності”² (плата за “корупційне постачання незаконного ресурсу”, штучне зниження витрат (пільги, субсидії), доступ до дефіцитних державних екстерналій). Нижчі трансакційні витрати у тіньовому і напівлегальному секторах стимулюють перенесення у ці сфери ділової активності. Так, наприклад, у Росії обсяги нелегального житлового будівництва у 2000 р. становили 25 % ВВП³, в Україні в 2001 р. у “тіні” перебувало дві третини ринку нерухомості⁴. Розвиток тіньового і напівлегального секторів ринку житла призводить до уповільнення темпів зростання обсягів іпотечного кредитування та деструктивно впливає на процес інституційного оформлення іпотечних фінансових відносин.

Феномен “негативного відбору” на іпотечному ринку у трансформаційній економіці виникає через низьку ефективність виконання іпотечним ринком функції управління ризиками іпотечного кредитування, а також внаслідок інформаційної асиметрії між первинним інвестором і фінансово-кредитним інститутом та фінансово-кредитним інститутом і позичальником. В умовах інформаційної асиметрії між первинним інвестором (вкладником) і фінансово-кредитним інститутом первинний інвестор є не здатним адекватно оцінити ймовірність банкрутства фінансово-кредитних інститутів, тому приймає рішення на основі інформації про їх розподіл між різними категоріями — від інститутів із найвищим до інститутів із найнижчим ризиком ліквідності. Фінансово-кредитні інститути призначають процентну ставку, яка є адекватною до очікуваної вкладником

¹ *Сото Э.* Иной путь. Невидимая революция в третьем мире. — М., 1995. — С. 178.

² *Белокрылова О.С., Привалова Е.В., Яхимович В.И.* Институциональные механизмы модернизации рынка жилья и его макроэкономическая динамика в посткризисной экономике. — Ростов н/Д.: Изд-во РГУ, 2003. — С. 202—203.

³ Там же. — С. 202.

⁴ *Сидорчук О.В.* Основні проблеми формування ринку нерухомості в Україні // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: 36. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 97.

імовірності банкрутства, але є завищеною (неефективною) для фінансово-кредитних інститутів з невисоким ризиком ліквідності. Як наслідок — на ринку залишаються фінансово-кредитні інститути з вищим ризиком ліквідності, що, з одного боку — формує інституцію недовіри вкладників до фінансово-кредитних інститутів, з іншого — призводить до неефективності системи іпотечного кредитування. В умовах інформаційної асиметрії між фінансово-кредитним інститутом і позичальником кредитор є не здатним адекватно оцінити кредитний ризик, тому призначає завищену процентну ставку за іпотечними кредитами; в результаті на ринку залишаються позичальники з вищим кредитним ризиком, що не стимулює розвиток іпотечних фінансових відносин.

Для формування інституційної архітектоніки у перехідних суспільствах важливе значення має проблема інституційних рівноваг — як ефективних, так і неефективних. У багатьох закордонних працях з інституційної теорії особлива увага звертається на ситуацію виникнення і закріплення неефективної інституційної рівноваги — локальної чи системної. Так, негативна форма локальної інституційної рівноваги розглядається В. Полтеровичем як “інституційна пастка”, потрапляючи до якої господарюючі агенти починають діяти, рухаючись зачарованим колом, що ускладнює суперечності¹.

Якщо в системі іпотечного кредитування превалюють стійкі неефективні форми інституційного конфлікту (мутаційні форми іпотечних кредитних інститутів, альтернативні схеми іпотечного кредитування, надмірна державна підтримка іпотечних фінансових відносин), то “після збурення система іпотечного кредитування може потрапити в інституційну пастку і залишитися в ній навіть із нівельованим зовнішнім впливом”². Інституційні пастки, як неефективні стійкі інституційні струк-

¹ Маслов А. Інституційна економічна теорія та проблеми інституційних перетворень при становленні сучасної економічної системи України // Вісн. Київ. нац. ун-ту імені Тараса Шевченка. — Економіка. — 2006. — № 86—87. — С. 25.

² Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. — 1999. — Т. 35. — № 2. — С. 3—20.

тури, тимчасово знизивши трансакційні витрати, продовжують існувати, захоплюючи все нових економічних агентів та продукувати на економіку негативні ефекти. Серед останніх найбільшого значення набувають такі негативні ефекти: 1) уповільнення розвитку іпотечного ринку, а відмова від цієї інституційної структури може спричинити колапс системи іпотечного кредитування; 2) стимулювання розвитку іпотечного ринку в неефективному напрямі, а перехід на ефективну траєкторію розвитку з часом може виявитися нераціональним; 3) здійснення обмеженого впливу на економічний розвиток країни.

Типи інституційної організації іпотечного ринку, що розвинулися внаслідок інституційного конфлікту, в довгостроковому періоді сприяють зростанню трансакційних витрат: ті суб'єкти іпотечного ринку, економічна поведінка яких визначається інституційною структурою іпотечних фінансових відносин, що сформувалася як наслідок інституційного конфлікту, знижують трансакційні витрати і отримують економічну вигоду в короткостроковому періоді, тоді як для інших суб'єктів іпотечного ринку, що функціонують за іншою (альтернативною, конкуруючою) системою обмежень або взагалі не залучені до іпотечних фінансових відносин, трансакційні витрати зростають. Зрештою ці процеси призводять до неефективного розподілу доходів і фінансових ресурсів у довгостроковій перспективі.

Відбір неефективної інституційної структури іпотечного ринку відбувається в результаті дії спонтанних еволюційних процесів, а її "закріплення" — через економічний примус держави.

По-перше, ринок є нейтральним, спонтанним механізмом координації та відбору тих типів інституційної організації іпотечних фінансових відносин, які мінімізують трансакційні витрати. Результат відбору складно спрогнозувати, однак з високим ступенем імовірності можна визначити вектор відбору, який задається початковими інституційними умовами. Саме це пояснює той факт, що в трансформаційній економіці відбувається еволюційне становлення депозитної моделі іпотечного ринку, на основі якої виникають альтернативні схеми іпотечного кредитування та мутаційні форми іпотечних інститутів.

По-друге, відбір неефективної інституційної структури іпотечного ринку відбувається в результаті асиметрії інфор-

маційних потоків і виникнення у владних груп стимулів до “закріплення” інституційних структур із спадною граничною продуктивністю. “Закріплення” неефективних типів інституційної організації іпотечного ринку відбувається за наявності примусу з боку держави. Так, наприклад, у Росії комерційні банки у процесі іпотечного кредитування у 90-х роках ХХ ст. виявилися нездатними оцінювати кредитний ризик та ризик процентної ставки через низку причин — відсутність кредитної історії та наявність незареєстрованих доходів у потенційних позичальників, відсутність у комерційних банків досвіду стягнення іпотечної нерухомості, нестабільність макроекономічної ситуації. Однак у процесі інституційного відбору від неефективної депозитної моделі іпотечних фінансових відносин не лише не відмовляються, а навпаки — на її основі роблять спроби побудувати дворівневу інвестиційну модель іпотечних фінансових відносин. “Закріплення” неефективної інституційної структури тут відбулося в результаті підтримки такого напрямку інституційного будівництва з боку уряду країни-донора — США. Стимулюючи розвиток дворівневої інвестиційної моделі іпотечних фінансових відносин у Росії, США намагаються “відтворити” інституційну структуру національного іпотечного ринку, що сприятиме зниженню трансакційних витрат, які пов’язані з експортом капіталів, особливо витрат пошуку інформації, укладання угод, моніторингу їх виконання, специфікації та захисту прав власності тощо¹ (В. Полтерович називає це явище “парадоксом передачі” і розглядає як тип трансплантаційної дисфункції²).

Іншим прикладом “парадокса передачі” є формування цільової моделі іпотечних фінансових відносин у Чехії, Словаччині, Угорщині за участю іноземного капіталу. Так, акціонерами Будівельного ощадного банку Словаччини, утвореного у 1992 р., стали: ощадна каса Швєбіш Халл, Райффайзенбаушпаркаса (Австрія) та Словацький державний ощадний банк; засновниками Будошадбанку Чехії, що функціонує з вересня

¹ Олейник А.Н. Институциональная экономика. — М., 2000. — С. 204.

² Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 33.

1993 р., стали будівельна ощадна каса Швєбіш Халл, Чеський інвестиційний банк і Чеський постбанк¹.

“Закріплення” неефективних типів інституційної організації іпотечного ринку відбувається також у результаті державного субсидування і стимулювання заощаджень у цільовій моделі іпотечного ринку Чехії. Це призводить до надлишкової ліквідності ощадно-позичкових інститутів і пропозиції ними іпотечних кредитів за процентними ставками, нижчими від ринкових. Так, наприклад, Ощадний банк Чехії (Czech Saving Bank) з 2001 р. 50 % іпотечних кредитів надає за процентною ставкою, нижчою на 1,5 % від ринкової². Заниження процентних ставок на ринку іпотечних кредитів стимулює процес рефінансування позичальником існуючої іпотечної заборгованості, призводить до довгострокового погашення емітованих іпотечних облігацій та втрати фінансовими інвесторами доходу у вигляді процентних платежів. Як наслідок відбувається штучне сповільнення темпів зростання ринку іпотечних облігацій та становлення більш ефективної моделі іпотечних фінансових відносин.

Інформаційна асиметрія, що створюється державою, групою “особливих” інтересів або іншими “дестабілізуючими факторами”, приводить до зміни вектора інституційного відбору на іпотечному ринку в несприятливому напрямі. Враховуючи нейтральність ринку як особливого механізму координації діяльності суб’єктів, який засновано на конкуренції, вільному обміні, підприємницькій ініціативі, в умовах асиметрії у розподілі стимулів та інформації ринок буде мультиплікативно відтворювати неефективні ситуації. Це може призвести або до консервації неефективних інституційних структур за наявності примусу з боку групи “особливих” інтересів, або до скорочення трансакцій, звуження іпотечного ринку чи навіть його закриття за відсутності такого примусу.

¹ *Клишко Е.Д., Пастухова Н.С.* Стройсбережения в России: проблемы и перспективы развития // Деньги и кредит. — 1996. — № 1. — С. 51.

² *Pavelka F.* Deposits or Bonds. Some remarks of the Czech Mortgage Loans Refinancing policy. — Czech Mortgage Bank Committee, 2001. — P. 22.

Отже, у разі послаблення економічного примусу іпотечний ринок за такої незмінної інституційної структури буде рухатися у напрямі скорочення ринкових трансакцій. Так, за провадження з травня 2002 р. системи субсидій спричинило помітне позвавлення на ринку житлового іпотечного кредитування Угорщини, а спрощення процедури одержання субсидій та збільшення її розміру викликали зростання обсягів житлової іпотечної заборгованості у п'ять разів (рис. 5.3). Лише у 2003 р. приріст житлового іпотечного кредитування в Угорщині склав 70 % проти 30 — у Чехії та 9 % — у Польщі. У цілому за 2002—2003 рр. обсяг житлового іпотечного кредитування під впливом державних субсидій та низьких процентних ставок збільшився майже на 260 %. І навпаки: скорочення державних субсидій у листопаді 2003 р. викликало підвищення процентних ставок за іпотечними кредитами, які надаються у національній валюті, що спричинило зниження обсягів іпотечного кредитування у два рази (рис. 5.3) та зміну його структури за типом валюти (рис. 5.4).

У результаті аналізу особливостей інституційної організації іпотечного ринку трансформаційної економіки прийшли до таких висновків:

1. Становлення інституційної структури іпотечного ринку, ефективної у коротко- і неефективної у довгостроковому періоді, відбувається еволюційно.

2. “Закріплення” неефективних у довгостроковій перспективі типів інституційної організації іпотечного ринку відбувається, як правило, за наявності примусу з боку держави (або групи “особливих” інтересів).

3. За відсутності чи послабленні економічного примусу з боку держави іпотечний ринок за даної незмінної інституційної структури буде рухатися у напрямі скорочення ринкових трансакцій, а тому, той тип інституційної організації іпотечних фінансових відносин, який формує ця інституційна структура, є неефективним у довгостроковому періоді з позицій ефективності процесу ринкового обміну.

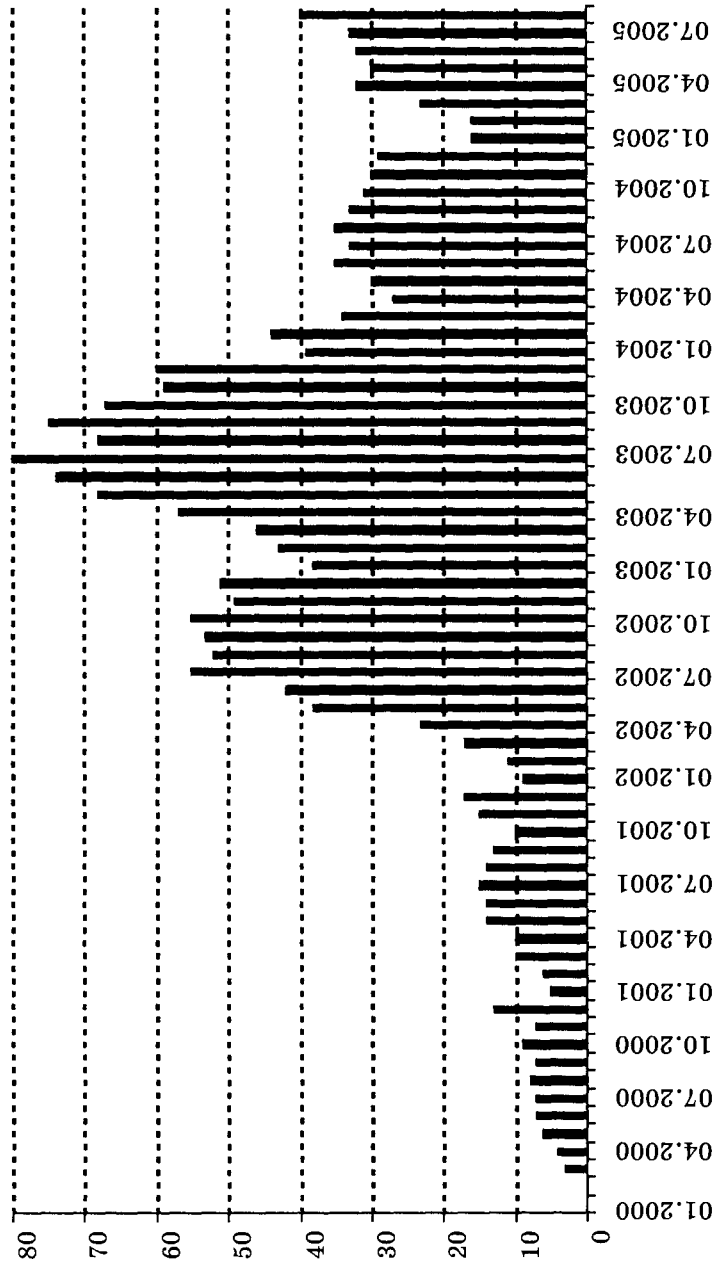


Рис. 5.3. Приріст заборгованості за житловими іпотечними кредитами в Угорщині у 2000—2005 рр., (млрд HUF)

Джерело: *Harmati L. Mortgage Funding in Hungary: Case Study.* — FHB Land Credit and Mortgage Bank Ltd, 2005. — Р. 2.

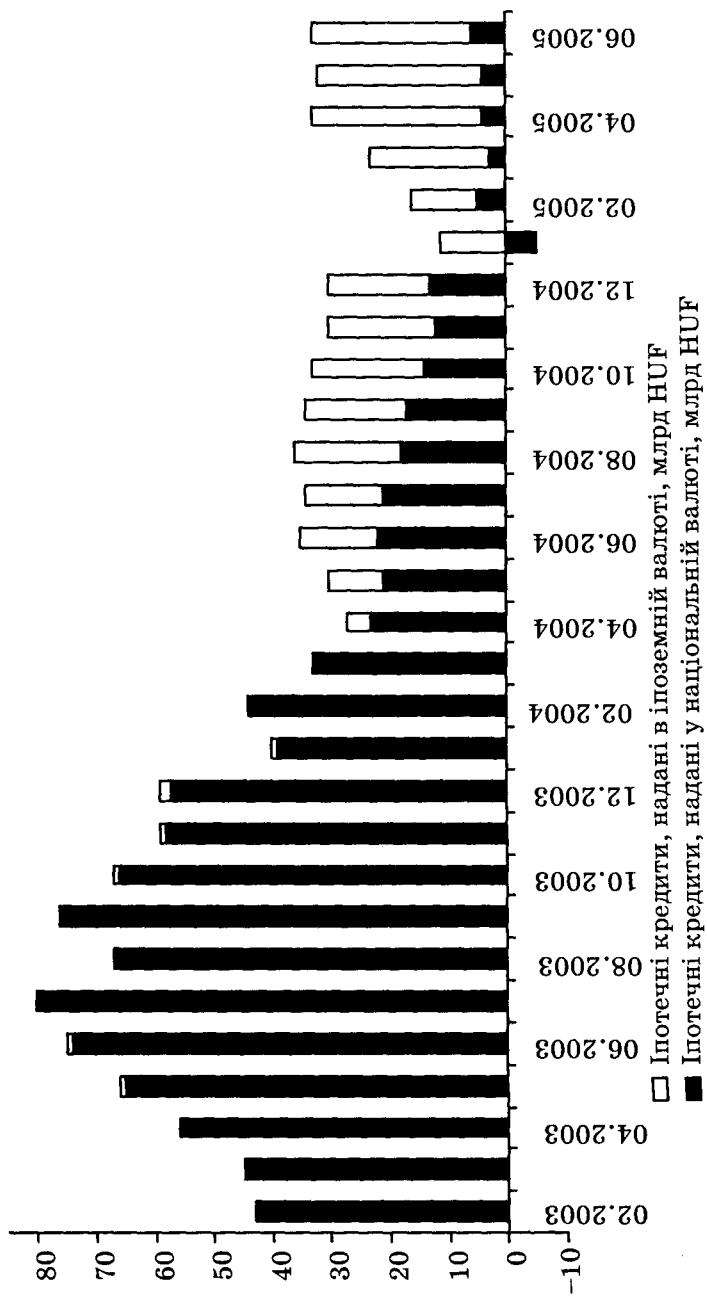


Рис. 5.4. Динаміка обсягів іпотечного кредитування в Угорщині

Джерело: *Harmati L. Mortgage Funding in Hungary: Case Study.* — FHB Land Credit and Mortgage Bank Ltd, 2005. — Р. 2.

5.2. Раціоналізація стратегії трансплантації інституцій “класичних” моделей іпотечного ринку

Вище було доведено, що, з одного боку, гіпотеза про спонтанне формування ринкової поведінки та ефективних іпотечних інституцій, інститутів і механізмів їх взаємодії в умовах ринкових трансформацій себе не виправдовує: спонтанне, еволюційне становлення депозитної моделі іпотечного ринку не забезпечує доступність іпотечних позик і масовість іпотечного кредитування, тому іпотечний ринок не є генератором економічних та інституційних змін у трансформаційній економіці. З іншого боку, запозичення інституційної структури “класичних” моделей іпотечного ринку та її перенесення на якісно відмінний ґрунт (з огляду на економічні, політичні, історичні, культурні, правові та інші фактори) трансформаційної економіки може викликати інституційний конфлікт, який виявиться у набутті іпотечним ринком специфічних неефективних форм, які можуть виявитися некорисними або навіть деструктивними формами у середньо- і довгостроковій перспективі.

Отже, однакові формальні правила можуть призводити до різних типів економічної поведінки, а тому і до різних наслідків. Звідси впливають принаймні три логічних наслідки, які утворюють три напрями подальших досліджень.

1. Формальний інституційний аналіз значно спрощує реальну ситуацію, що потребує врахування всієї сукупності чинників, які впливають на процес становлення іпотечного ринку. Врахування лише офіційних правил дає нам неадекватне і часто оманливе уявлення про взаємозв'язок між офіційними обмеженнями та функціонуванням економіки¹.

2. Одним із принципових є питання становлення економічного механізму ринкових відносин, адекватного наявній інституційній структурі і досягнутому рівню трансформації економіки. Вплив кожного окремого інституту визначається

¹ *Норт Д.* Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Основи, 2000. — С. 72.

наявністю підтримуючих інститутів і витратами їх функціонування. Тому інститути, які досягають своїх цілей у розвинутих країнах, можуть їх не досягати у країнах, що розвиваються. Ефективність інституційної структури іпотечного ринку забезпечується через запровадження таких нових інституцій та інститутів, які не суперечать наявній інституційній структурі.

3. Потребує раціоналізації сам процес інституційної трансплантації: він має враховувати комплексність протиріч і диспропорцій трансформаційного періоду і здійснюватися поетапно. Головні завдання, які мають бути вирішені у разі трансплантації інституційних структур, полягають у розробці ефективних технологій запозичення інституцій та управлінні їх подальшим розвитком.

Урахування першого зауваження потребує включення до аналізу всього комплексу умов зовнішнього середовища становлення іпотечного ринку. Зовнішнє середовище іпотечного ринку характеризується нами як таке, що має визначальний вплив на процес становлення іпотечного ринку, оскільки на переважну більшість змін у зовнішньому середовищі суб'єкти іпотечного ринку не можуть впливати взагалі, тоді як навіть незначні зміни зовнішнього середовища, як правило, істотно впливають на стан іпотечного ринку.

Серед сукупності умов і факторів зовнішнього середовища, які впливають на процес становлення іпотечного ринку, доцільно виділяти такі їх групи:

1) *політичні умови і фактори* (стабільність суспільної системи; довіра до уряду; політична активність; прогнозованість політичних режимів; відсутність зовнішньої загрози, воєнної чи економічної експансії інших держав; наявність системи державної підтримки розвитку іпотечного ринку);

2) *правові умови і фактори* (наявність спеціального блоку законів і постанов, які регламентують зміст і порядок здійснення операцій суб'єктами іпотечного ринку; здатність правової системи захищати відносини власності і забезпечувати стягнення та відчуження заставленого майна; наявність ефективної системи реєстрації нерухомого майна, правове забезпечення сфер нотаріальних послуг, оціночної і страхової діяльності);

3) *економічні умови і фактори* (стабільність темпів економічного зростання; стійкість національної грошової одиниці; рівень процентної ставки; невисокі, прогнозовані темпи інфляції; відсутність диспропорцій у галузевій структурі економіки; висхідна динаміка реальних доходів населення; система оподаткування, яка визначає динаміку активності на ринках фінансів і нерухомості; рівень розвитку інфраструктури фінансового ринку, механізмів фінансування і кредитування нерухомості);

4) *історичні та психологічні умови і фактори* (традиції заощадження; ставлення суб'єктів господарювання до іпотечного кредиту; специфіка розвитку і реалізації економічної думки; ступінь довіри до іпотечних інститутів).

Багатоваріантне поєднання політичних, правових, економічних, історичних, психологічних умов і факторів, дія яких детермінує механізм функціонування іпотечного ринку, утворює сукупність стимулюючих і стримуючих факторів розвитку іпотечного ринку у трансформаційній економіці. Їх перелік у розрізі блоків економічних, юридичних і організаційних проблем наведений на рис. 5.5.

Серед політичних, правових, економічних, історичних та психологічних умов та факторів зовнішнього середовища, які впливають на процес становлення іпотечного ринку, можна виділити умови і фактори прямого впливу та умови і фактори непрямої дії. Так, *непрямі фактори* — політичні, історичні, психологічні — будучи непередбачуваними і напряду не пов'язаними з функціонуванням і розвитком іпотечного ринку, здійснюють опосередкований, фоновий вплив, тоді як *фактори прямої дії* — економічні, правові — безпосередньо впливають на процес формування іпотечного ринку і задають граничні режими функціонування і розвитку його інституційних структур. Саме несприятливість економічного середовища і відсутність достатнього законодавчого забезпечення іпотечних фінансових відносин ускладнюють проблеми зниження ризиків руху іпотечного капіталу, підвищення доступності іпотечних кредитів, формування ресурсної бази іпотечного кредитування, що створює перешкоди для розширення трансакцій та уповільнює темпи розвитку іпотечного ринку.

Відсутність надійного правового забезпечення унеможливорює повноцінне функціонування іпотечних фінансових відносин. Однак після створення нормативно-правового фундаменту постає завдання наповнити правову конструкцію реальними економічними процесами, тобто забезпечити рух грошових потоків, створити умови для постійного відтворення різних видів нерухомості та економіко-правових відносин, що виникають з приводу їх фінансування. Тому більшість науковців дотримується думки про те, що передумови становлення іпотечних фінансових відносин знаходяться у площині економіки, що виводить на перше місце економічні умови і фактори у вивченні процесів становлення іпотечного ринку.

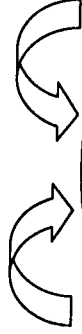
Розвиток фінансових ринків сприяє зростанню економічної активності на іпотечному ринку за рахунок підвищення раціональності розподілу фінансових ресурсів, збільшення швидкості та обсягів мобілізації іпотечного капіталу, підвищення ефективності управління ризиками іпотечного кредитування. Крім того, в країнах із вищим рівнем розвитку фінансових ринків іпотечний ринок більш диверсифікований, а інновації в іпотечних фінансових відносинах супроводжуються нижчими витратами, сприяють більш швидкому розвитку інститутів іпотечного ринку і стимулюють розширення трансакцій.

Історія розвитку сучасних фінансових інститутів і конкурентних фінансових ринків у країнах із трансформаційною економікою охоплює набагато менший період часу, ніж у країнах із розвинутою ринковою економікою. В адміністративно-командній економіці такі завдання, як надання фінансових послуг, пошук найбільш прибуткових інвестиційних проектів, зниження інформаційних витрат і контроль за виконанням кредитних зобов'язань, не були головними і самостійними функціями банківської системи. Тому завдання реформування фінансового сектору, в першу чергу, полягало у створенні умов для розгортання конкуренції між фінансовими посередниками та формуванні попиту на фінансові послуги.

Аналіз процесів реформування фінансового сектору і становлення іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою показав, що в тих країнах, які прискорили процес реформування фінансового сектору, іпотечні ринки ха-

Стимулюючі фактори розвитку ринку

- макроекономічна стабільність;
- наявність ефективно діючої законодавчої бази;
- Достатній платоспроможний попит;
- Доступність іпотечних кредитів для позичальників;
- високий рівень розвитку банківської системи;
- оптимальні перспективи розвитку ринку нерухомості;
- наявність умов для залучення у сферу іпотечного кредитування довгострокових фінансових ресурсів;
- наявність основних і забезпечуючих суб'єктів іпотечного ринку



ІПОТЕЧНИЙ РИНОК



Стрижучі фактори розвитку ринку

- політична та економічна нестабільність;
- низький рівень доходів потенційних позичальників;
- недосконалість і суперечливість законодавчої бази;
- високий рівень оподаткування юридичних і фізичних осіб;
- високі транзакційні витрати на ринках капіталу і нерухомості;
- невисокий рівень участі держави у процесах становлення іпотечних фінансових відносин;
- відсутність професійно підготовлених кадрів з питань іпотечного кредитування

Основні проблеми розвитку іпотечного ринку в трансформаційній економіці

Блок економічних проблем

- низька доступність іпотечних кредитів; відсутність довгострокового іпотечного капіталу у кредиторів; високі трансакційні витрати на ринках іпотечного капіталу і нерухомості;
- нестабільність цін на ринку нерухомості та потенційна можливість кризи ліквідності окремих категорій нерухомості;
- висока ціна кредитних ресурсів для кінцевого споживача, незначні обсяги і строки іпотечного кредитування фізичних та юридичних осіб

Блок юридичних проблем

- незавершеність нормативно-правової бази іпотечного кредитування;
- малий досвід практичного застосування законодавства про іпотеку (наприклад, неефективність процедури звернення стягнення на предмет іпотеки тощо)

Блок організаційних проблем

- нерозвиненість інфраструктури іпотечного ринку (системи реєстрації обігу об'єктів нерухомого майна, страхування, оцінювачів, посередників вторинного іпотечного ринку);
- невизначеність механізмів взаємодії суб'єктів іпотечного ринку;
- недостатнє поширення інформації про умови іпотечного кредитування;
- відсутність кваліфікованих кадрів для роботи у сфері іпотечного кредитування

Рис. 5.5. Стимулюючі і стримуючі фактори розвитку іпотечного ринку в трансформаційній економіці

рактизуються вищим рівнем розвитку ніж у тих країнах, в яких ринкові перетворення здійснювалися непослідовно. Тому можна стверджувати, що рівень розвитку та головні характеристики іпотечного ринку (процентні ставки; строки кредитування; механізм залучення ресурсів для іпотечного кредитування; доступність іпотечних кредитів для потенційних позичальників тощо) визначаються рівнем розвитку фінансових ринків країни.

Країни з трансформаційною економікою, які ми включили до аналізу (Хорватія, Чехія, Угорщина, Польща, Румунія, Росія, Україна, Словенія, Словаччина, Болгарія, Естонія, Литва, Латвія), пішли шляхом створення банківсько-орієнтованої моделі структурної організації фінансової системи, тому на початок 2002 р. у структурі фінансового сектору цих країн домінувала банківська система (на банківську систему Польщі припадало 86 % фінансових активів, Чехії — 85, Словенії — 78 %); активи фінансових посередників не перевищували 14—20 % загальних активів фінансового сектору, а капіталізація фондових ринків країн, які досліджувалися, становила на початок 2002 р. 8,0 млрд євро (2 % від загальної капіталізації європейських фондових ринків)¹.

З огляду на виділені особливості структури фінансового сектору у країнах із трансформаційною економікою під час аналізу залежності рівня розвитку іпотечного ринку від рівня розвитку фінансових ринків ми використовували такі показники: 1) показник активності фінансового сектору (відношення банківських кредитів приватного сектору до ВВП); 2) спред процентних ставок на фінансових ринках; 3) частка процентних активів у ВВП; 4) частка грошових залишків у формі готівки, які перебувають поза банківським сектором, у сумі грошового агрегату М2 і депозитів в іноземній валюті.

Зіставлення показали, що рівень розвитку іпотечного ринку вищий у тих країнах із трансформаційною економікою, які досягли вищих значень показника активності фінансово-

¹ *Ватаманюк З.Г., Дорош О.П.* Небанківські фінансові інститути у перехідних економічних системах // *Фінанси України.* — 2003. — № 8. — С. 80.

го сектору (рис. 5.6). Фінансова система, портфель кредитних ресурсів якої сформований за рахунок кредитування приватного сектору, є більш ефективною при мобілізації заощаджень і зниженні трансакційних витрат, ніж фінансові системи з вищою часткою інвестицій у державний сектор економіки. Тому у країнах із вищими значеннями показників активності фінансового сектору рівень розвитку іпотечного ринку, що визначений за часткою заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, також вищий.

Порівняно невисокий рівень розвитку банківського сектору в Румунії, Росії, Україні та Болгарії пояснюється уповільненням процесу інституційних перетворень фінансового сектору на початку ринкових трансформацій. Відтак, після створення в цих країнах дворівневої банківської системи метою діяльності комерційних банків довгий час була не максимізація прибутків за рахунок залучення вкладів і надання кредитів, а обслуговування підприємств державного сектору економіки. Можливості кредитування приватного сектору на початку реформ були обмежені недосконалою правовою базою, відсутністю необхідного досвіду і кваліфікації, високим кредитним ризиком та відсутністю привабливих інвестиційних проектів. Невисока фінансова активність у цих країнах також пояснюється високою концентрацією банківських активів і функцій, що стала наслідком попередньої структури банківської системи.

Включення до аналізу середньої за період різниці між процентними ставками за кредитами і депозитами обумовлено тим, що більший спред відображає вищі витрати комерційних банків на здійснення кредитних операцій, вищі ризики кредитування та більш високий рівень монополізації банківського сектору.

Порівняльний аналіз, показав, що підвищення ефективності банківської системи, яке виявляється у зниженні спреда процентних ставок за кредитами і депозитами, позитивно впливає на динаміку іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою, що стимулює його розвиток (рис. 5.7). Зменшення спреда між процентними ставками за кредитами і депозитами відбувається поступово на фоні уповільнення

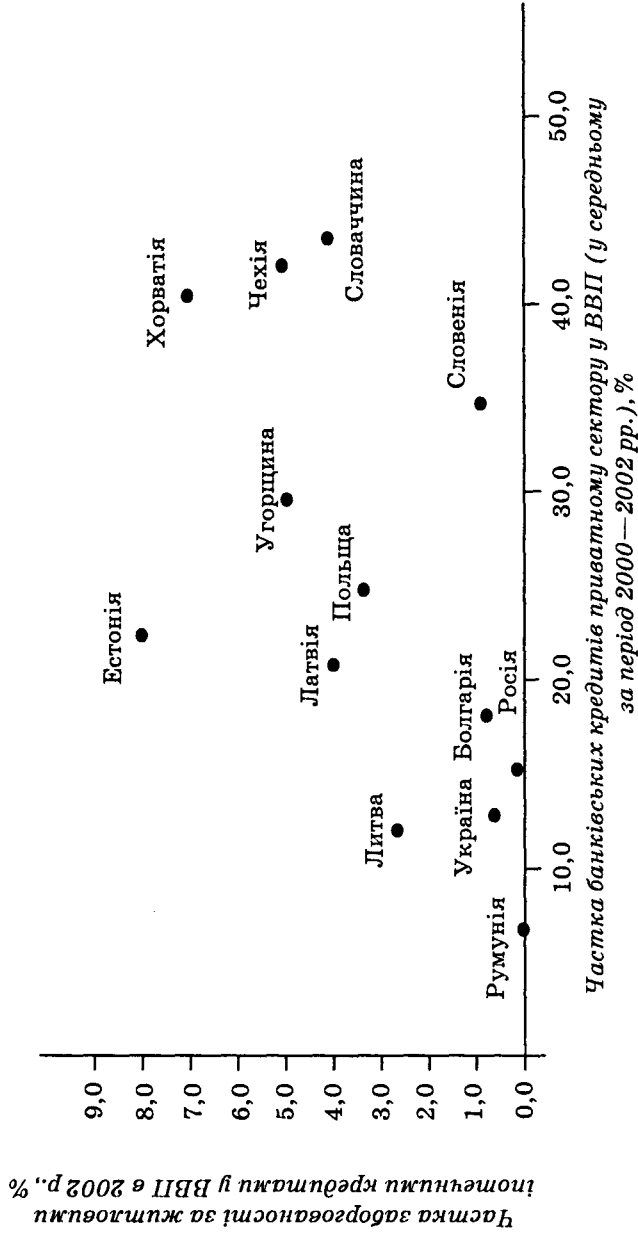
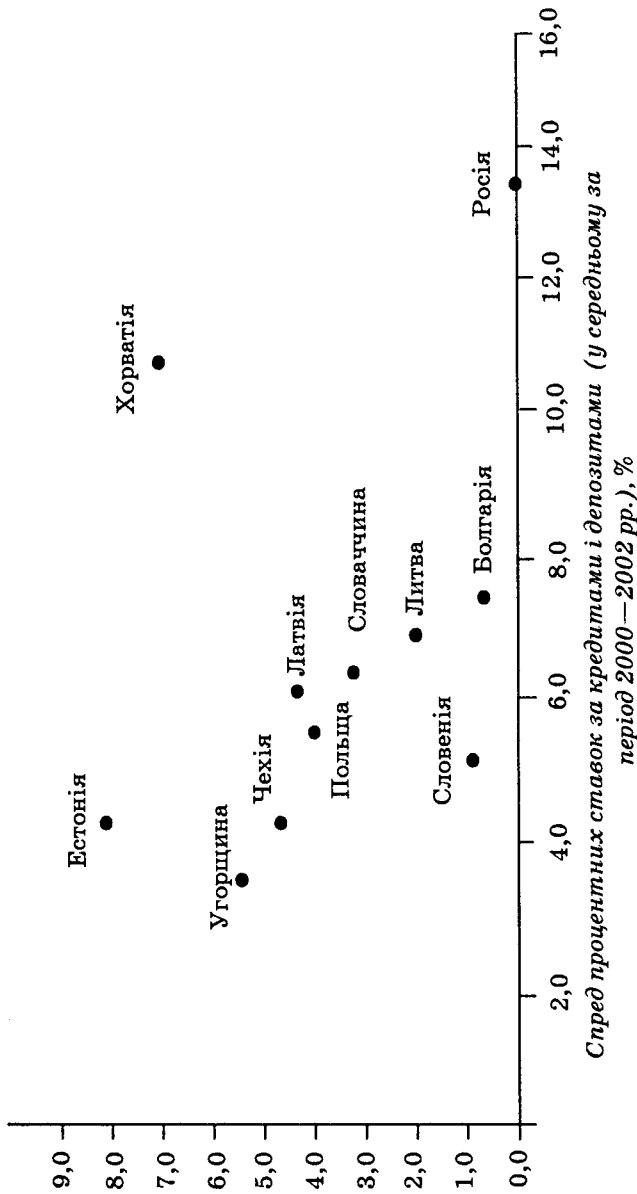


Рис. 5.6. Залежність рівня розвитку іпотечного ринку від активності банківського сектору

Джерела: Складено за даними: Пономаренко С. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой: Научные труды № 83 Р. — М., — Институт экономики переходного периода, 2004. — С. 9; Pawlowska M. Competition, Concentration, Efficiency and their Relationship in the Polish Banking Sector // Materialy i studia. — 2005. — Paper No. 32. — P. 6.

Частка заборгованості за житловими
поточними кредитами у ВВП в 2002 р., %



Середні депозити за кредитами і депозитами (у середньому за період 2000—2002 рр.), %

Рис. 5.7. Залежність рівня розвитку іпотечного ринку від середу процентних ставок на фінансових ринках

Джерела: Складено за даними: Пономаренко С. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой: Научные труды № 83 Р. — М., Институт экономики переходного периода, 2004. — С. 9; Pawlowska M. Competition, Concentration, Efficiency and their Relationship in the Polish Banking Sector // Materialy i studia. — 2005. — Paper No. 32. — Р. 6.

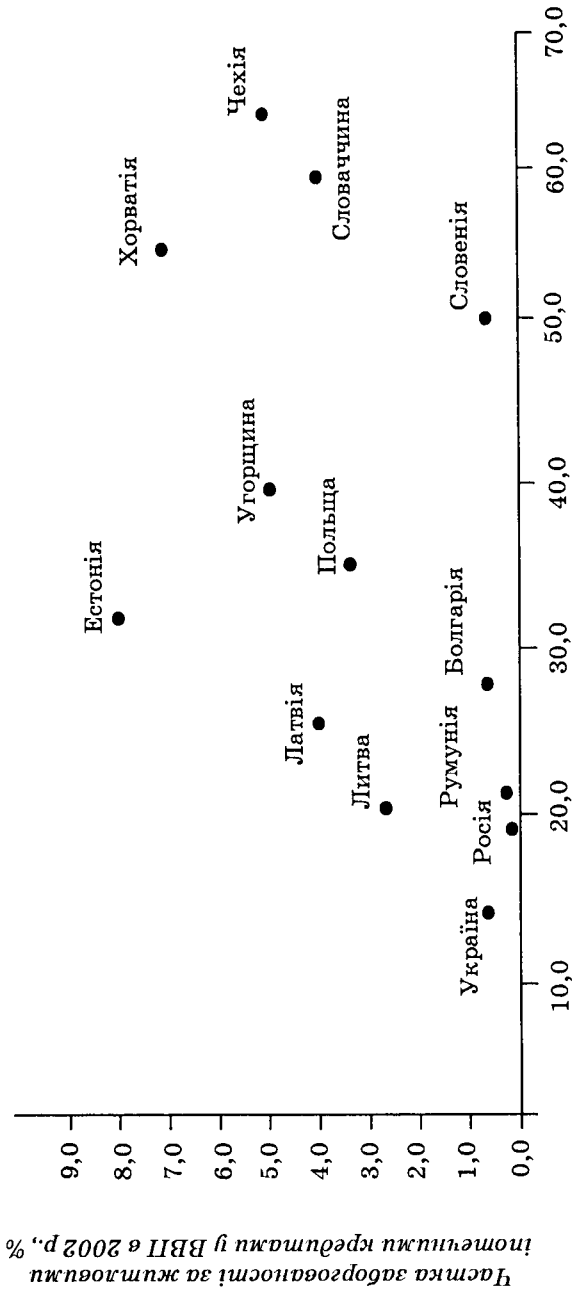
темнів інфляційних процесів та загального підвищення ефективності банківської системи.

Іншою характерною ознакою рівня розвитку фінансового сектору є обсяг процентних активів в економічній системі. Як показано на рис. 5.8, рівень розвитку іпотечного ринку вищий у тих країнах із трансформаційною економікою, в яких вища частка процентних активів у ВВП, із врахуванням банківських депозитів до запитання, строкових та ощадних депозитів, а також депозитів в іноземній валюті. Ця залежність пояснюється тим, що на початковому етапі становлення іпотечного ринку саме депозити формують ресурсну базу іпотечного кредитування.

У країнах із трансформаційною економікою, які характеризуються найнижчим рівнем розвитку фінансових ринків, одним із найбільш використовуваних засобів заощадження і платежу серед існуючих фінансових активів виступають гроші в готівковій формі. Тому частка готівкових грошових залишків, які перебувають за межами банківського сектору, в сумі грошового агрегату М2 і депозитів у іноземній валюті вища в країнах із невисоким рівнем розвитку фінансового сектору (рис. 5.9). Із підвищенням рівня розвитку фінансових ринків, яке виявиться у зменшенні частки готівки за межами банківського сектору та збільшенні частки процентних активів у ВВП, частка заборгованості за житловими іпотечними кредитами у ВВП також підвищиться.

Отже, за результатами аналізу прийшли до висновку, що рівень розвитку іпотечного ринку вищий у країнах із вищим рівнем розвитку фінансових ринків, зокрема, у країнах із вищими значеннями показників активності фінансового сектору і частки процентних активів у ВВП, а також нижчими значеннями спреду процентних ставок за кредитами і депозитами та частки готівкових грошових залишків поза банківським сектором у сумі грошового агрегату М2 і депозитів. Будучи частиною фінансової системи, іпотечний ринок, з одного боку, відповідає етапам її розвитку, а з іншого — активно впливає на динаміку її прогресу.

У цілому аналіз процесів становлення іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою показав, що гострота проблем, які пов'язані з становленням системи іпотечних



Частка процентних активів у ВВП (у середньому за період 2000—2002 рр.), %

Рис. 5.8. Залежність рівня розвитку іпотечного ринку від частки процентних активів у ВВП

Джерела: Складено за даними: Пономаренко С. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой: Научные труды. — № 83 Р. — М., Институт экономики переходного периода, 2004. — С. 9; Pawłowska M. Competition, Concentration, Efficiency and their Relationship in the Polish Banking Sector // Materialy i studia. — 2005. — Paper No. 32. — P. 6.

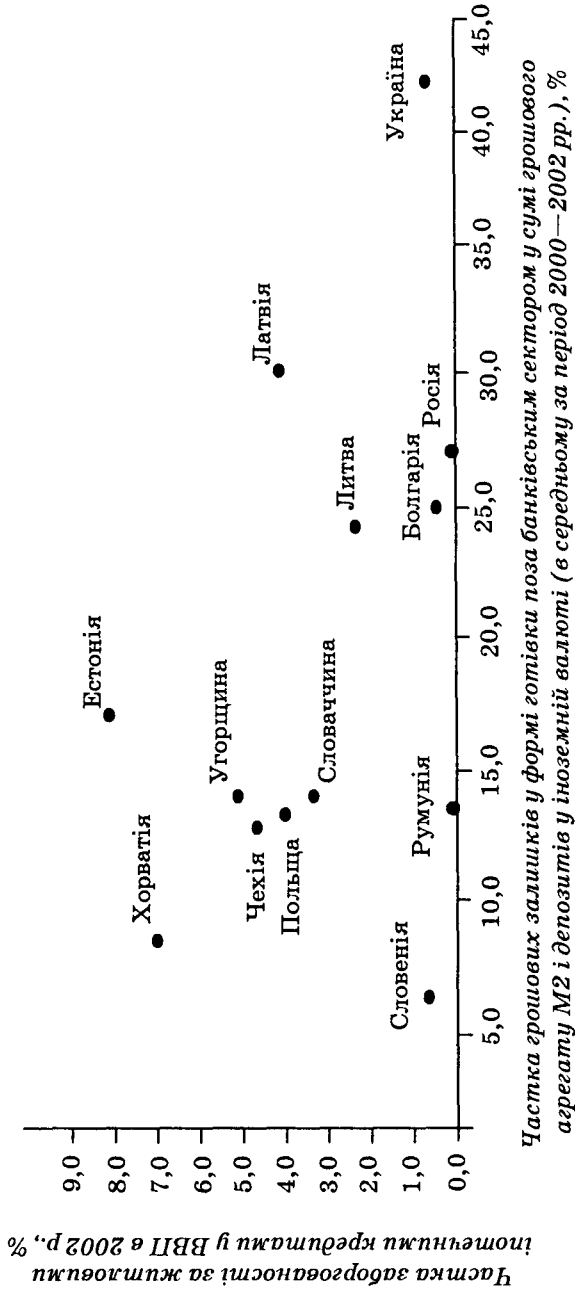


Рис. 5.9. Залежність рівня розвитку іпотечного ринку від частки готівкових грошових залишків поза банківським сектором у сумі грошового агрегату М2 і депозитів у іноземній валюті

Джерела: Складено за даними: Пономаренко С. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой. — Институт экономики переходного периода: Научные труды № 83 Р. — М., 2004. — С. 9; Paulowska M. Competition, Concentration, Efficiency and their Relationship in the Polish Banking Sector // Materialy i studia. — 2005. — Paper No. 32. — P. 6.

фінансових відносин, у них неоднакова. Найуспішніше процеси формування іпотечного ринку відбуваються у країнах Східної Європи та Балтії, які раніше розпочали ринкові трансформації та уникли у процесі реформ гострих соціально-політичних конфліктів. Навпаки, непослідовність ринкових перетворень призвела до виникнення у більшості країн СНД окремих елементів іпотечного ринку, які не мають інтеграційної сили для утворення цілісної системи і стимулюють появу стійких і неефективних аномалій. Проте, спільним для двох виділених груп країн є те, що вдалі спроби запровадити іпотечний ринок належать до другої фази трансформації постсоціалістичної економіки, виділених З. Бжезинським і Дж. Саксом з огляду на особливості економічних та інституційних змін¹.

Перша фаза, тривалістю 1—5 років, є фазою стабілізації та характеризується усуненням контролю за цінами, скасуванням субсидій та дотацій, становленням у політичній сфері основних засад демократії, усуненням у правовій сфері державного контролю над суспільним життям. Фундаментальною передумовою становлення іпотечного ринку є приватна власність і формування ринку нерухомості в результаті приватизації. Перша фаза трансформації економіки пов'язана з макроекономічною і політичною нестабільністю, незавершеністю приватизаційних процесів, відсутністю інших необхідних передумов, тому спроби організувати іпотечний ринок у цій фазі трансформації економіки є безперспективними і супроводжуються невдачею.

Друга фаза — фаза становлення ринкової економіки, яка триває 3—10 років, передбачає “утвердження трьох принципів, на які спирається ринкова економіка: економічної свободи, економічних контрактних відносин і приватної власності”² і характеризується розвитком банківської системи, проведенням малої і великої приватизації, впорядкуванням державної фінансової системи; у політичній сфері прийма-

¹ *Saks J., Bzhezinskij Z. A Survey of Ukraine. Unruly child // The Economist. — 1994. — May, 7th. — P. 16—23.*

² *Сакс Дж. Рыночная экономика и Россия: Пер. с англ. // ВВСМРМ. — М.: Экономика, 1994. — С. 54.*

ються нові конституції, формуються політичні партії та коаліції, проводяться демократичні вибори; у правовій — упорядковується система ділових відносин. Саме у цей період у більшості країн із трансформаційною економікою створюються необхідні умови для формування іпотечного ринку, тому становлення найпростішої його моделі — цільової — завершується успішно (Словацьчина, 1992 р., Чехія, 1993 р., Латвія, 1996 р., Угорщина, 1996 р., Словенія, 1999 р.).

Перехід у третю фазу трансформаційних перетворень — фазу структурного коригування, яка охоплює період 5—15 років, — пов'язаний зі зміною характеру виробництва і зайнятості під впливом ринкових сил, завершенням великої приватизації, формуванням нової економічної та фінансової культури суб'єктів господарювання; у політичній сфері формуються стабільні партії, які беруть на себе відповідальність за політичне і господарське життя країни, у правовій — завершується становлення незалежної судової влади і формування нової політичної культури населення. Лише перебуваючи у третій фазі економічних трансформацій, коли завершуються процеси становлення фінансових ринків, землі і нерухомості, формується конкурентне середовище, зростає рівень ринкового мислення і поведінки суб'єктів господарювання, можна вводити складніші форми організації іпотечного ринку (однорівневу і дворівневу інвестиційні моделі). В іншому випадку — запровадження передових організації іпотечних фінансових відносин супроводжуватися виникненням не завжди ефективних механізмів його функціонування.

Ключовим фактором успішної трансплантації є також організація самого процесу запозичення. Спроба створити загальну теорію трансплантації економічних інститутів була зроблена у праці В. Полтеровича “Трансплантация экономических институтов” (2001 р.)¹, в якій проаналізовано особливості ринку трансплантатів, наведено класифікація дисфункцій трансплантованих інституцій та показано, що стратегія

¹ Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 24—50.

трансплантації є ключовим фактором її успішності. Зокрема, В. Полтерович виділяє три стратегії трансплантації: стратегію шокової трансплантації, стратегію “вирощування” і стратегію проміжних інституцій.

Стратегія шокової трансплантації передбачає швидкі зміни інституційного середовища у напрямі запровадження передових інституцій, інститутів і механізмів їх взаємодії шляхом прийняття відповідних законодавчих актів. Стратегія “вирощування” спирається на відбір і модифікацію наявних або запозичених інституцій та підтримання їх подальшої еволюції у напрямі більш ефективних норм. Відповідно до стратегії проміжних інституцій, для створення ефективної інституційної структури необхідно побудувати ланцюг із проміжних інституційних форм, які здатні функціонувати у недосконалих умовах країни-реципієнта. Ця стратегія передбачає відбір трансплантата та його модифікування, контроль за процесами наступної трансформації, забезпечення своєчасної заміни проміжних інституцій. Стратегія проміжних інституцій поєднує переваги “вирощування” і конструювання та дає змогу управляти темпами інституційного будівництва¹.

Закономірністю розвитку трансформаційної економіки є тривалість, поступовість і поетапність ринкових змін, тому найбільш доцільною у трансформаційній економіці є поетапна трансплантація форм інституційної організації іпотечного ринку відповідно до загальної схеми еволюції його “класичних” моделей, яка за суттю відповідає стратегії проміжних інституцій. *Стратегія поетапної трансплантації* є методом реалізації градуалістського підходу у формуванні іпотечного ринку і передбачає запозичення таких елементів іпотечного ринку з проміжних стадій його розвитку у країні-донорі, які найбільше придатні для імітації в конкретних умовах країни-реципієнта. Кількість країн із трансформаційною економікою, в яких становлення іпотечного ринку розпочалося з фор-

¹ Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 4.

мування цільової моделі з наступним (у міру розвитку фінансових ринків) доповненням механізмами рефінансування іпотечних позик на вторинному ринку нараховує 5 випадків: Словаччина (1992 р.), Чехія (1993 р.), Латвія (1996 р.), Угорщина (1996 р.), Словенія (1999 р.); зворотною послідовність була лише у двох країнах — Росії (1996 р.) та Польщі (1993 р.) і завершилась неуспішною адаптацією запозичених інституційних структур.

Поетапна трансплантація інституцій “класичних” моделей іпотечного ринку сприяє становленню адекватних економічному та інституційному середовищу країни-реципієнта інституційних структур іпотечного ринку і полегшує їх адаптацію, оскільки кожний наступний етап не лише бере участь у формуванні елементів структури ринку, але й удосконалює середовище його становлення. Довжина трансплантаційного ланцюга характеризує ступінь відмінності у розвитку середовища становлення іпотечного ринку у країні-донорі та країні-реципієнті. З погляду реципієнта, чим прогресивніший спосіб організації має іпотечний ринок країни-донора, тим простішою має бути початкова модель механізму руху іпотечного капіталу у країні-реципієнті, і навпаки.

Отже, стратегія поетапної трансплантації забезпечує поступове і цілеспрямоване удосконалення інституційної організації іпотечного ринку в напрямі одержання його найефективнішої моделі, а сама трансплантація перетворюється на поступовий, керований процес, який розпочинається або з наявної форми організації іпотечних фінансових відносин, або з простої, найменш досконалої його моделі, яка придатна для адаптації в економічних та інституційних умовах країни-реципієнта. Правильно побудований ланцюг проміжних форм іпотечного ринку полегшить адаптацію і дасть змогу уникнути інституційних конфліктів та деформацій трансплантата.

Проблема вибору моделі-трансплантата піднімається у ряді наукових праць, хоча комплексні дослідження у цьому напрямі відсутні. Це пояснюється як значною кількістю умов і факторів, які впливають на вибір моделі з огляду на можливості її позитивної адаптації у конкретних економічних та інституційних умовах, так і складністю формалізації більшості з них. Останнє утруднює формування універсальної математичної

моделі для узагальнення сукупності умов і факторів у єдиному оціночному показнику для обґрунтування своєчасності запровадження тієї чи іншої моделі іпотечного ринку. Розв'язання такої проблеми — предмет майбутніх наукових пошуків.

Разом із тим якісний аналіз моделей іпотечного ринку з позиції їх адаптивних якостей до умов ринкових трансформацій дозволяє розкрити перспективи їх розвитку у країнах із трансформаційною економікою. Ключовою умовою вибору адекватної моделі іпотечних фінансових відносин для її перенесення в умови трансформаційної економіки є оцінка глибини розриву у розвитку середовищ функціонування іпотечного ринку країни-донора і країни-реципієнта.

Методологічну основу подальшого дослідження складають такі положення: 1) умови і перспективи формування відповідної моделі іпотечних фінансових відносин визначаються загальними тенденціями розвитку економіки; 2) модель іпотечного ринку залежить від рівня розвитку фінансових ринків, становлення і подальший розвиток яких визначається загальними тенденціями розвитку економіки; 3) спосіб інституційної організації іпотечного ринку не є “застиглим” у часі явищем, його зміна відбувається із розвитком фінансових ринків.

Формування *цільової моделі* іпотечного ринку у трансформаційній економіці має ряд переваг: ощадно-позичковий принцип фінансування робить іпотечний ринок незалежним від кон'юнктури фінансових ринків, що дає змогу створювати іпотечний ринок у країнах із нестійкою економікою; надає можливість членам ощадно-позичкових інститутів одержувати іпотечні кредити за процентними ставками, нижчими від ринкових, що сприяє їх більшій доступності; не вимагає широкої мережі забезпечуючих інститутів, тому цільова модель можлива для розвитку в умовах нерозвинутої інфраструктури фінансових ринків. Завдяки вузькій спеціалізації та планам нагромадження ощадно-позичкові інститути знижують кредитний ризик, долають проблему недовіри, виступають ефективним інструментом навчання і відбору надійних позичальників для банківського сектору шляхом формування кредитних історій учасників ощадно-позичкових інститутів.

Головною проблемою у формуванні цільової моделі іпотечного ринку у трансформаційній економіці є недовіра до фі-

нансово-кредитних інститутів, одним зі шляхів вирішення якої є запровадження системи гарантій захисту заощаджень населення через страхування депозитів учасників ощадно-позичкових інститутів. Такий підхід дасть змогу не лише захистити інтереси вкладників, підвищити довіру до фінансово-кредитних установ, але й сприятиме посиленню контролю за діяльністю ощадно-позичкових установ щодо цільового використання коштів кредитного фонду.

Оскільки цільова модель іпотечного ринку охоплює лише житловий сегмент ринку нерухомості, то її функціонування як єдиної моделі іпотечного ринку доцільне лише до того часу, поки розвиток фінансових ринків і відповідних сегментів ринку нерухомості дасть змогу включити в господарський обіг не лише житлову, а й дохідну нерухомість та землю.

Відносна простота *депозитної моделі* іпотечного ринку виступає фактором, який одночасно стимулює і стримує процес її формування у трансформаційній економіці. Виконання універсальними комерційними банками функцій кредитора і відсутність потреби у спеціалізованих небанківських фінансово-кредитних інститутах сприяє поширенню такої моделі у країнах із недосконалою інфраструктурою фінансових ринків.

Не зважаючи на відносну простоту формування депозитної моделі в умовах трансформаційної економіки її становлення може зіткнутися з такими проблемами. По-перше, банківські системи країн із трансформаційною економікою характеризуються двоїстістю. З одного боку, багаторічний досвід обслуговування потреб планового господарства забезпечив банківській сфері досить високий рівень технічного оснащення і кваліфікації кадрів, розгалужену мережу банківських установ, що робить банківські системи цих країн придатними для запровадження депозитної моделі. З іншого — в умовах трансформаційної економіки відбувається постійне реформування не лише існуючих, але й новостворених банківських інститутів для досягнення ними оптимального кількісного і якісного складу, що утруднює розвиток іпотечного кредитування у зв'язку з порушенням принципу довгостроковості іпотечних кредитних відносин.

По-друге, процес формування депозитної моделі ускладнює низький потенціал банківської сфери, що зумовлений як відсутністю ринкової ментальності у свідомості та поведінці населення, його недовірою до фінансово-кредитних інститутів, так і нерозвиненістю фінансових ринків, що знижує можливості банків у залученні коштів для надання іпотечних позик та обмежує обсяги і строки іпотечного кредитування.

По-третє, стримуючим фактором формування депозитної моделі в умовах нестійкої економіки є пряма залежність процентної ставки за іпотечними позиками від загального стану фінансових ринків країни. Це перетворює іпотечне кредитування в умовах нестабільної економіки на ризиковий вид діяльності та недоступний продукт для потенційних позичальників із урахуванням усіх видів ризиків у ціні іпотечного кредиту. В умовах високих непрогнозованих темпів інфляції розвиток іпотечного кредитування уповільнюється, загострюється проблема залучення довгострокових ресурсів, зростає ризик ліквідності банків, іпотека стає неконкурентоспроможною у порівнянні з іншими банківськими інструментами. Також наявність у комерційних банків короткострокових і менш ризикових джерел формування доходів (валютні та розрахункові операції, операції на ринку державних цінних паперів) стримують зростання обсягів іпотечного кредитування.

Отже, формування депозитної моделі у трансформаційній економіці можливе лише за умов існування стійкої та ефективної банківської системи, розвинутих фінансових ринків, низьких прогнозованих темпів інфляції.

Становлення *інвестиційної моделі* іпотечного ринку є результатом високого ступеня розвитку всіх важелів і підойм економічного механізму суспільства. Формування ефективної інвестиційної моделі вимагає сукупності соціально-економічних і правових умов, відсутність яких не дає змоги розпочинати процес її становлення на ранніх стадіях трансформації економічної системи.

По-перше, інвестиційна модель потребує функціонування розширеної інфраструктури фінансових ринків і ринку нерухомості, спеціалізованих інститутів (іпотечних банків або фінансово-емісійних компаній залежно від виду інвестиційної

моделі), значної кількості інституційних посередників. Формування інфраструктури фінансово-кредитної системи і ринку нерухомості є тривалим процесом, який відбувається протягом становлення ринкової економіки та її структурного коригування і передбачає не лише виділення інститутів із специфічними видами діяльності, але й забезпечення їх ефективної взаємодії, збалансоване кількісне співвідношення і оптимальну територіальну концентрацію. Відсутність необхідних інститутів не сприяє становленню інвестиційної моделі іпотечного ринку у трансформаційній економіці.

По-друге, обидва види інвестиційної моделі передбачають надання іпотечних позик за рахунок коштів, залучених шляхом розміщення іпотечних облігацій серед інвесторів, тому відсутність розвинутого ринку цінних паперів стримує формування інвестиційної моделі. Крім того, розвиток вторинного іпотечного ринку передбачає наявність спеціалізованих інститутів вторинного іпотечного ринку і критичної маси заставних, якої важко досягти в умовах невисоких обсягів іпотечного кредитування у зв'язку з недостатньою платоспроможністю та низьким рівнем декларування доходів позичальниками.

По-третє, трансформаційній економіці притаманна така особливість як деформація інституційної структури грошового ринку, що виявляється у відставанні рівня розвитку небанківських інститутів (страхових компаній та пенсійних фондів) від банківських. Напрями такого відставання різноманітні і виявляються у нижчому рівні впорядкованості нормотворення; відсутності практичного досвіду діяльності і стратегії розвитку; недостатності власного капіталу у зв'язку зі спадом, що супроводжує трансформаційні процеси, та низьким життєвим рівнем населення. Оскільки покупцями цінних паперів на вторинному ринку виступають здебільшого інституційні інвестори, то в умовах нерозвинутого ринку страхових послуг і відсутності недержавних пенсійних фондів, проблема пошуку інвесторів перетворюється у визначальний чинник уповільнення процесів розвитку інвестиційної моделі.

По-четверте, привабливість іпотечних облігацій для кінцевих інвесторів, не дивлячись на їх порівняно невисоку дохідність, забезпечується їх високою надійністю, в основі якої —

зобов'язання позичальників, застава нерухомості, державні гарантії. Тому необхідною умовою ефективного функціонування інвестиційної моделі іпотечного ринку є резервування у державному бюджеті значних фінансових ресурсів. Саме великі масштаби пулів іпотечних кредитів, можливість емісії на їх основі іпотечних цінних паперів з різними комбінаціями ризику і дохідності, а також масштабні державні гарантії та страхування забезпечили попит на послуги іпотечних фінансових агентств з боку страхових компаній та пенсійних фондів.

Становлення інвестиційної моделі іпотечного ринку вимагає також зацікавленості інвесторів у придбанні емітованих іпотечних цінних паперів за процентними ставками, які забезпечують низькі процентні ставки за іпотечними позиками. Це потребує встановлення низької дохідності державних цінних паперів, для досягнення якої потрібні десятки років.

По-п'яте, інвестиційна модель підлягає значному впливу кон'юнктури фінансових ринків і ефективно функціонувати може лише у країнах із стійкою економікою.

Отже, ефективність інвестиційної моделі іпотечного ринку забезпечується через створення розширеної інфраструктури фінансових ринків і ринку нерухомості, ефективного ринку цінних паперів, широкої мережі інституційних інвесторів, за сприяння держави й її контролю за емісією цінних паперів, що обертаються на вторинному іпотечному ринку.

З метою вибору моделі, яка була б адекватною невисокому рівню розвитку фінансово-кредитної системи, ринку капіталів, інфраструктури, неринковому мисленню і поведінці населення у трансформаційній економіці, здійснено оцінку адаптивних можливостей “класичних” моделей іпотечного ринку. Критерієм оцінки є показник адаптивної здатності моделі, визначений як сума характеристик моделі, які відповідають особливостям трансформаційної економіки (табл. 5.11).

Аналіз перспектив формування моделей іпотечного ринку в умовах ринкових трансформацій показав, що особливості трансформаційної економіки найкраще враховує цільова модель, яка має найвище значення показника адаптивної здатності, тому організація іпотечного ринку за принципами цільової моделі має стати початковим етапом його еволюційного розвитку.

Таблиця 5.11. Адаптивні можливості “класичних” моделей іпотечного ринку до умов трансформаційної економіки

Характеристики моделі	Моделі ринку		
	Цільова	Депозитна	Інвестиційна
Низький рівень ризиків іпотечного кредитування:			
кредитного;	+	+	+
процентної ставки;	+	—	—
ліквідності.	—	—	+
Висока доступність іпотечних позик для позичальників.	+	—	—
Висока частка позики у вартості застави.	—	+	+
Відсутність потреби у розробці національних стандартів кредитування.	+	+	—
Стійкість у кризовій економіці.	+	—	—
Обмеження сфери іпотечного кредитування.	—	+	+
Потреба у державній фінансовій підтримці.	—	+	—
Достатність низького рівня розвитку:			
грошового ринку;	+	—	—
ринку капіталів.	+	+	—
Не потребує розширеної інфраструктури фінансових ринків.	+	+	—
Високі витрати держави на запровадження і підтримання моделі.	+	—	+
Низький рівень розвитку ринкового мислення і поведінки суб'єктів.	+	—	—
Довіра до іпотечних фінансово-кредитних інститутів.	—	+	—
Загальна кількість характеристик моделі, які відповідають особливостям трансформаційної економіки	10	8	5

* Однорівнева інвестиційна модель іпотечного ринку можлива для організації на всіх сегментах іпотечного ринку, дворівнева — лише на ринку житлової і комерційної нерухомості (Рябченко Л.И. Іпотечне кредитування: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001 — С. 82).

Досвід країн із трансформаційною економікою, зокрема Чехії, Угорщини, Словаччини, також підтверджує, що цільова модель іпотечного ринку, заснована на функціонуванні ощадно-позичкових інститутів, є найбільш придатною для упровадження в недосконале інституційне середовище трансформаційної економіки. Адаптивні властивості цільової моделі та активна державна підтримка вкладників в ощадно-позичкові інститути шляхом нарахування щорічних премій у розмірі від 20 до 40 % від нагромадженої суми, вирахування суми одержаних процентів і премій з величини оподаткованого доходу, включення будівельних заощаджень у систему страхування депозитів, а також можливість вилучити вклад без втрати сум одержаних процентів та премій, сприяли значному поширенню заощаджень у формі будівельних ощадних рахунків у цих країнах (табл. 5.12).

Зокрема, у рік запровадження системи будівельних заощаджень членами ощадно-позичкових інститутів у Чехії (1993 р.) стали 2 % населення (200 тис. осіб), у Словаччині (1992 р.) — 0,9 % (50 тис. осіб). Через 10 років функціонування іпотечного ринку за цільовою моделлю відповідні показники становили 44,6 % у Чехії та 20 % у Словаччині¹.

Портфель житлових іпотечних кредитів будівельних ощадних кас цих країн перевищив портфелі іпотечних кредитів інших кредиторів іпотечного ринку. Так, у Словаччині на початок 2003 р. будівельні ощадні каси надали 270 тис. іпотечних кредитів, у той час як комерційні банки — 22 тис., державний фонд — 28 тис. житлових іпотечних кредитів; до кінця 1999 р. у Чехії будівельні ощадні каси надали 307 тис. житлових іпотечних кредитів, тоді як кількість іпотечних кредитів, які видали комерційні банки, не перевищила 29 тис., із них 8 тис. іпотечних кредитів було надано з субсидованою процентною ставкою².

¹ Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 37.

² Там же. — С. 38.

Таблиця 5.12. Результати функціонування будівельних ощадних кас у Чехії та Словаччині

Показники	Словаччина	Чехія
Населення, млн осіб	5,5 (1998 р.)	10,3 (1995 р.)
Рік початку функціонування будівельних ощадних кас	1992, листопад	1993, вересень
Частка населення, яка має діючі будівельні ощадні контракти після 10 років функціонування кас, %	20	45
Частка населення, яка після періоду нагромадження одержала іпотечний кредит, %	5	6
Частка чистих заощаджень у ВВП у перший рік функціонування будівельних ощадних кас, %	0,08	0,1
Частка чистих заощаджень у ВВП у сьомий рік функціонування будівельних ощадних кас, %	0,95	4,9
Середнє співвідношення чистих заощаджень і сум виплачених державних премій на заощадження	8,5 (за 5 років)	10,8 (за 6 років)

Джерело: Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантації іпотечних інститутів в переходних економіках: роль стройсберкас / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 38.

Аналіз еволюції моделей іпотечного ринку показав, що роль ощадно-позичкових інститутів цільової моделі іпотечних фінансових відносин знижується у разі зменшення диференціації доходів населення, підвищення схильності до заощадження, укріплення законності, зниження позичкового процента і маржі кредитних інститутів. Поступове підвищення ефективності інститутів іпотечного ринку та зниження трансакційних витрат, пов'язаних з набуттям права на іпотечний кредит, стимулює переорієнтацію частини населення на інші форми іпотечного кредитування: набувають розвитку банківська іпотека та сек'юритизація іпотечних активів.

Зазначена тенденція характерна і для країн із трансформаційною економікою. Так, у Словаччині, частка будівельних ощадних кас в обсязі наданих нових іпотечних кредитів збільшилась протягом 1996—1999 рр. з 20 % до 91 %, але, починаючи з 2000—2001 рр. почала поступово знижуватися і досягла у 2005 р. 40 %. Низхідна динаміка частки ощадно-позичкових інститутів у структурі наданих іпотечних кредитів пов'язана зі зниженням суми державної премії, яка нараховується на заощадження: з 40 % у 1992 р.; 30 у 1997 р.; 25 у 2001 р., 20 у 2003 р., до 14,5 % у 2004 р. Уряд Словаччини через зменшення державної підтримки іпотечних фінансових відносин планує поступове зниження частки будівельних ощадних кас на вітчизняному іпотечному ринку до 20 % у 2010 р. з одночасним збільшенням частки іпотечного кредитування банківськими інститутами з 2 % у 1999 р. до 71 % у 2010 р.¹ (рис. 5.10).

Планування розвитку інституційної структури іпотечного ринку у трансформаційній економіці дає можливість уникнути надлишкових державних витрат і тривалої консервації відносно недосконалої інституційної структури іпотечного ринку. Швидкістю інституційної трансформації іпотечного ринку керують, задаючи рівень максимальної величини премій на заощадження в рамках цільової моделі іпотечних фінансових відносин.

У результаті дослідження особливостей становлення іпотечного ринку у трансформаційній економіці прийшли до наступних висновків.

У формуванні інституційної структури іпотечного ринку в умовах ринкових трансформацій доцільно здійснювати поетапну трансплантацію правових інституцій “класичних” моделей з врахуванням рівня трансформації постсоціалістичної економіки й адаптивних можливостей “класичних” моделей до умов трансформаційної економіки.

¹ *Oravec P.* Building Savings and Government Bonuses // *VIATEC*. — 2003. — Vol. 11. — № 5.; *Полтерович В.М., Старков О.Ю.* Проблема трансплантації іпотечних інститутів в переходних економіках: роль стройсберкасс / *Принт*. № WP/2006/210. — *Российская Академия Наук*. — *Центральный экономико-математический институт*. — М., 2006. — С. 40.

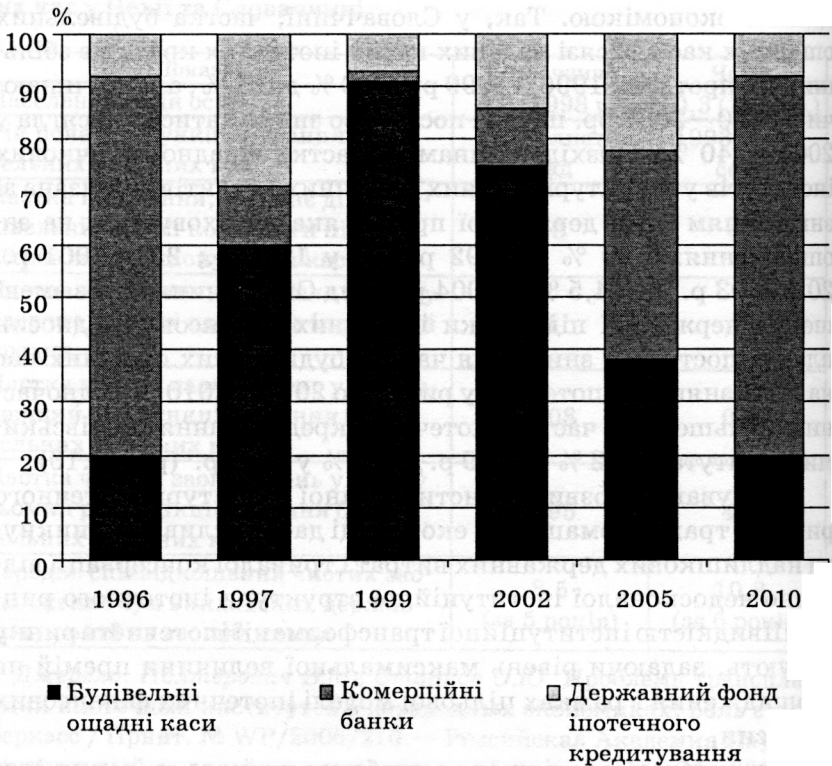


Рис. 5.10. Структура іпотечних кредитів за типом кредитора, %

Джерело: Полтерович В.М., Старков О.Ю. Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — С. 41.

Довгостроковий позитивний ефект від зміни інституційної структури іпотечних фінансових відносин може бути досягнутий у разі запровадження економічного механізму відносин, який буде адекватним наявній інституційній структурі та досягнутому рівню трансформації економіки.

Цільова модель іпотечного ринку є найбільш ефективним трансплантатом в умовах недосконалого інституційного сере-

довища у суспільствах з невисоким рівнем економічної культури населення, яка здатна підвищити інвестиційну активність, створити передумови для економічного зростання, прискорити ринкові перетворення шляхом розвитку ринків нерухомості та фінансів, посилити мотивацію до праці, сприяти розв'язанню житлової та інших соціальних проблем. Крім того, ощадно-позичкові інститути цільової моделі іпотечного ринку прискорюють його інституційну еволюцію у двох напрямках: 1) формують у населення культуру заощадження і сприяють зростанню довіри, що стимулює розширення іпотечного кредитування комерційними банками; 2) здатні трансформуватися у більш досконалі інститути іпотечного кредитування.

5.3. Роль держави у становленні іпотечного ринку у трансформаційній економіці

Процес становлення іпотечного ринку характеризується утворенням стійких структурних елементів із нецільністю і неміцністю зв'язків між ними, відсутністю стійких обмінних процесів, чіткістю в окресленні механізму руху іпотечного капіталу. У процесі становлення структура іпотечного ринку найбільшою мірою підвладна деформаціям: незначні зміни у властивостях елементів іпотечного ринку і зв'язках між ними можуть істотно вплинути на вигляд (спосіб організації) іпотечного ринку. У зв'язку з цим під час становлення іпотечного ринку визначальну роль покликана відігравати держава, роль якої зростає до "спрямовуючого" вектора від хаотичних, безсистемних, нестійких відносин іпотечного кредитування до іпотечного ринку як інституційно організованої системи. Найявніший суб'єктивний вплив у становленні іпотечного ринку перетворює процес становлення на процес формування (у такому значенні категорія формування вживається у більшості досліджень економічного спрямування¹). Отже, процес

¹ Зорина С.И. Формирование условий становления рыночного механизма хозяйствования: Автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.01.01 / Киев. нац. ун-т имени Тараса Шевченка. — К., 1993. — 21 с.; Мана-

формування за своєю природою є суб'єктивним, оскільки залежить від оцінки і програмних дій людини, але базується на об'єктивних законах розвитку іпотечного ринку як економічного явища. За відсутності “формуючої сили” становлення іпотечного ринку відбудеться в результаті його самоорганізації, однак процес становлення за несприятливих умов може розтягнутися у часі, перетворитися на неконтрольований процес із невідомим кінцевим результатом і великою ймовірністю набуття іпотечним ринком небажаних рис. Тому державна підтримка процесів становлення іпотечного ринку є вкрай необхідною.

В економічній літературі сформувався три погляди на роль держави у формуванні іпотечного ринку, які систематизовані С. Кручком¹:

1) функції держави зводяться лише до законодавчого забезпечення іпотечного кредитування; прихильники цього погляду трактують це забезпечення по-різному: одні вважають, що іпотечне законодавство має бути ліберальним, без суворої регламентації іпотечної діяльності, інші доводять, що всі аспекти іпотечної діяльності потребують детального законодавчого врегулювання;

2) держава повинна взяти на себе всі функції, що пов'язані зі становленням іпотечного ринку, аж до створення державних іпотечних інститутів (хоча б на найближчі 10—15 років);

3) держава має сприяти становленню відносин іпотечного кредитування як шляхом їх законодавчого забезпечення, так і шляхом безпосередньої, але обмеженої участі у створенні іпотечних кредитних установ.

кова Т.А. Финансовый рынок России и его инфраструктура. — Кемерово: Кузбассвузиздат, 2001. — 160 с.; *Романшин В.О.* Ринок цінних паперів в перехідній економіці: Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01 / Київ. нац. економічний ун-т. — К., 1997. — 20 с.; *Уманців Ю.М.* Формування страхового ринку в перехідній економіці: Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.01.01 / Київ. нац. торговельно-екон. ун-т. — К., 1997. — 22 с.

¹ *Кручок С.* Про історію розвитку і правове забезпечення іпотечних відносин в Центральній і Східній Європі та в Україні // Економіка України. — 2001. — № 10. — С. 71.

На наш погляд, роль держави у формуванні іпотечного ринку має полягати у створенні каркаса системи відносин іпотечного ринку (формування інституційної структури) шляхом здійснення проектної, законодавчої, адміністративної, контрольної та інших видів діяльності з метою захисту, збереження, підтримання, розвитку іпотечного ринку і зняття суперечностей усередині нього. У такому контексті сутність процесу формування іпотечного ринку полягає в організації його внутрішнього середовища відповідно до адекватної моделі. Наявність кінцевої мети — моделі іпотечного ринку — дозволить створити програму дій, сформувати відповідну концепцію становлення іпотечного ринку та його окремих сегментів і цілеспрямовано впливати на процеси їх розвитку.

Межі впливу суб'єктивного фактора на розвиток іпотечного ринку визначають об'єктивні умови. Економічна необхідність не є жорстко визначеною, вона містить лише напрям змін, тому роль і масштаби участі держави у розвитку іпотечного ринку залежать від ступеня зрілості економічного й інституційного середовища становлення ринку. У зв'язку з цим доцільно, на нашу думку, виділяти *загальні функції* держави, які вона виконує у формуванні іпотечного ринку, і *специфічні функції*, зміст яких визначається соціально-економічними передумовами становлення системи економіко-правових відносин руху іпотечного капіталу.

Загальні функції держави у формуванні іпотечного ринку реалізуються у правовому, економічному й організаційному напрямах:

1) правовий напрям — передбачає створення законодавчої і нормативної бази з метою захисту прав позичальників, кредиторів, інвесторів; установлення структури активів і пасивів, норм рентабельності іпотечних кредитних інститутів; розробку механізмів зниження ризиків;

2) організаційний напрям — передбачає організацію систем реєстрації обігу нерухомого майна і страхування; створення інститутів з оцінки вартості застави, фінансових посередників вторинного ринку; запровадження стандартів іпотечного кредитування; забезпечення початкового викупу заставних та емісії іпотечних цінних паперів;

3) економічний напрям — включає вплив на процеси становлення іпотечного ринку через грошово-кредитну і фіскальну політику. В наукових колах єдиної думки щодо пріоритетності методів впливу на іпотечний ринок немає. Так, наприклад, А. Ларионов аргументовано доводить, що центром державної політики стимулювання житлового будівництва має бути економічна політика, яка базується на зростанні державних видатків у підтримання системи житлового іпотечного кредитування і ефекті мультиплікації-акселерації¹. С. Насіб'ян і В. Бітков звертають увагу на тісний взаємозв'язок іпотечної політики з соціальною і грошово-кредитною².

На підставі вивчення світового досвіду розвитку іпотечних фінансових відносин виявлено, що роль держави у процесах становлення інституційної структури іпотечного ринку обмежується загальними функціями у випадку подібності базових умов середовища його розвитку у країні-донорі і країні-реципієнті (за особливостями обороту прав на нерухоме майно, рівнем розвитку фінансових ринків, способами організації ринків капіталу тощо). Це пояснюється тим, що у разі подібності базових умов трансплантація форм інституційної організації іпотечного ринку не потребує тривалого процесу адаптації, а лише деякого пристосування до конкретних особливостей країни-реципієнта. У разі значних відмінностей базових умов інституційний обмін відбувається шляхом “вбудовування” нового елемента в наявне економічне й інституційне середовище. Специфічна функція держави у цьому випадку буде полягати у балансуванні інтересів суб’єктів системи руху іпотечного капіталу для подолання можливих інституційних конфліктів і забезпечення доступності і масовості іпотечного кредитування або шляхом паралельного створення державних інститутів, які будуть надавати іпотечні кредити на некомерційній основі, або шляхом створення “перехідних” ме-

¹ Ларионов А.Н. Теоретические основы формирования современного рынка жилья в России на основе ипотечного кредитования // Ипотека. Опыт регионов. — 1999. — № 1. — С. 45—48.

² Насиб'ян С.С., Бітков В.Г. О направлениях и формах государственной поддержки ипотечного кредитования // Ипотека: Финансирование будущего. — 2000. — № 3. — С. 13.

ханізмів іпотечного кредитування, які поєднують бюджетні і ринкові принципи руху іпотечного капіталу.

Оскільки сьогодні іпотечне кредитування розвивається у всьому світі як форма довгострокового фінансування житлової нерухомості, тому дослідження методів участі держави у процесах становлення і розвитку іпотечного ринку та їх особливостей у трансформаційній економіці здійснюється нами на прикладі житлового сегмента.

Переважаання державних некомерційних кредитних інститутів у системі житлового іпотечного кредитування в ряді країн (табл. 5.13) пов'язане з проблемою доступності житла для населення. Невисокі коефіцієнти доступності житла обмежують обмін на ринку іпотечних кредитів групою позичальників із високими доходами. Кредитування інших груп населення виявляється не вигідним для іпотечних кредитних інститутів через високий кредитний ризик, тому цю функцію бере на себе держава і здійснює іпотечне кредитування за неринковими умовах.

Таблиця 5.13. Структура інститутів системи житлового іпотечного кредитування за формою власності*

Країна	Приватний сектор	Державний сектор	
		Комерційні інститути	Некомерційні інститути
Англія	93	7	—
США	86	—	—
Австралія	82	18	—
Франція	49	48	—
Німеччина	33	56	—
Норвегія	—	75	—
Данія	85	—	—
Ізраїль	90	—	—

* Частка іпотечної заборгованості інституту в річному обсязі іпотечних позик, які надані фінансовим сектором країни, %; вибрані роки початку 1980-х.

Закінчення табл. 5.13

Країна	Приватний сектор	Державний сектор	
		Комерційні інститути	Некомерційні інститути
Японія	13	—	32
Бразилія	26	—	33
Колумбія	18	—	25
Корея	—	—	90
Філіппіни	40	—	60
Індія	—	50	44
Сінгапур	20	—	75
Таїланд	32	—	45
Малайзія	49	15	36
Туніс	34	—	41

Джерела: Старков О.Ю. Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 10; *Boleat M.* National housing finance systems: a comparative study. — Wash.: Croom Helm, 1985. — 103 p.

Так, наприклад, в Японії відношення вартості житла до середньорічного доходу складає 8 разів, у Китаї — 28¹, тоді як ефективне функціонування іпотечного ринку потребує, щоб це співвідношення не перевищувало 3—4 разів. Тому для здійснення житлового іпотечного кредитування у 1950 р. в Японії було створено Державну корпорацію житлового кредиту, джерелом фінансування іпотечних позик якої виступають депозити державної поштової ощадної системи. У Кореї, Філіппінах, Індії, Таїланді, Малайзії, Тунісі, Колумбії та інших країнах державні банки надають позики за рахунок коштів державного бюджету. У кожній із перерахованих країн функціонують також примусові соціальні ощадні фонди, які фінансуються за рахунок обов'язкових відрахувань із фонду

¹ *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 11.

оплати праці, поєднують індивідуальні ощадні рахунки з централізованим управлінням; забезпечують нижчі за ринкові процентні ставки за депозитами та іпотечними кредитами¹.

Однак існує й інший спосіб розв'язання проблеми доступності житла. Так, деякі форми ринкових інститутів здатні підвищити ефективність розподілу іпотечного капіталу шляхом покращення за Парето² і не потребують досягнення певної межі добробуту населення, оскільки вони здатні долати проблеми високого кредитного ризику й асиметричної інформації. Однак у деяких країнах замість запровадження таких інститутів іпотечного ринку відбувається їх заміщення державним втручанням. В. Полтерович пояснює це явище тим, що впровадження нових інституцій в інтересах одних соціальних верств населення може супроводжуватися опором з боку інших верств³. У цьому випадку створення державної системи іпотечного кредитування може виступати проміжним інструментом компенсації тим верствам населення, які програють від запровадження ринкових механізмів іпотечного кредитування. Так, наприклад, у Китаї здійснили дві новації: перша полягала у запровадженні комерційного іпотечного кредитування; друга — у формуванні державного соціального ощадного фонду, який надає іпотечні позики за процентними ставками, нижчими за ринкові тим групам населення, для яких іпотечні кредити за ринкових умов є недоступними⁴.

¹ *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 11; *Boleat M.* National housing finance systems: a comparative study. — Wash.: Croom Helm, 1985. — 103 p.

² Якщо через перерозподіл неможливо покращити чись становище без погіршення становища хоча б одного з інших учасників відносин обміну, то говорять, що на ринку досягнуто ефективного (оптимального за Парето) розподілу благ. Якщо ж такий перерозподіл можливий, тоді, в разі здійснення відповідного обміну благами, відбувається покращення за Парето.

³ *Полтерович В.М.* Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 24—50.

⁴ *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — С. 11.

Із розвитком фінансового сектору і зростанням доходів населення ринкові інституції будуть заміщувати державне посередництво. Цю тезу підтверджують дані табл. 5.13: із розвитком економіки інститути іпотечного ринку заміщують державні інститути іпотечного кредитування.

Система іпотечного кредитування вважається ефективною, якщо реалізує функцію макроекономічного розвитку регіону і функціонує на основі ринкових законів та механізмів, тоді як “навіть цілеспрямована державна підтримка не здатна забезпечити стабільне функціонування системи іпотечного кредитування, заснованої на позаекономічних, неринкових принципах”¹. Тому важливо з самого початку створення механізму іпотечного кредитування закласти в його основу економічні принципи. У трансформаційній економіці формування іпотечного ринку має здійснюватися на основі трансплантації інституційних структур “класичних” моделей іпотечного ринку з їх наступною адаптацією до наявного економічного та інституційного середовища шляхом поєднання ринкового і бюджетного принципів організації системи іпотечного кредитування і створення “перехідних” моделей іпотечного ринку (рис. 5.11).

Особливості “перехідної” моделі іпотечного ринку у трансформаційній економіці зумовлюються сукупністю факторів зовнішнього середовища становлення іпотечного ринку, які задають початкові умови формування системи іпотечного кредитування. У трансформаційній економіці у зв’язку з нерозвиненістю ринку цінних паперів підсистема вторинного іпотечного ринку не здатна виконувати функцію інвестування, оскільки капітал ринку цінних паперів має такі характеристики, які не сприяють залученню широкого кола позичальників на ринок іпотечних кредитів. Тому підсистема вторинного іпотечного ринку у трансформаційній економіці не може виконувати інвестиційну функцію, яку вона реалізує у “класичних” моделях. Із розвитком фінансових ринків, зниженням рівня інфляції та ставки рефінансування ця функція підсистеми вторинного ринку відновиться.

¹ Кострикин П.Н., Кузьминов А.Н., Мухомин С.И., Никифорова О.В. Ипотечное кредитование в России. — М.: МАКС-Пресс, 2002. — С. 4.

Підсистема нерухомості у трансформаційній економіці також має ряд несприятливих умов, які породжені сукупністю факторів зовнішнього середовища. Однак на початковому етапі формування іпотечного ринку саме підсистема іпотечної нерухомості може відіграти провідну роль у становленні іпотечного ринку. Потенційні позичальники житлового сегмента іпотечного ринку мають ліквідну нерухомість і грошовий капітал у вигляді заощаджень, які перебувають за межами фінансово-кредитних інститутів у зв'язку з нерозвиненістю фінансових ринків, обтяженістю ризиками через нестійкий стан фінансово-кредитної системи, недовіру до фінансово-кредитних інститутів. Оскільки в умовах трансформаційної економіки частина заощаджень населення (S_0) не бере участі у господарському обігу, то рівновага заощаджень та інвестицій встановлюється на рівні $I = S - S_0$, тобто потенційні інвестиції у трансформаційній економіці виявляються меншими на величину не залучених в обіг заощаджень S_0 . Якби ці заощадження знаходилися на депозитах комерційних банків чи забезпечували інший вид пасивів, первинний ринок іпотечного капіталу, виконуючи функцію інвестування, забезпечив би функціонування іпотечного ринку за однією із “класичних” моделей. Однак у трансформаційній економіці ефективні механізми залучення заощаджень населення відсутні¹.

В умовах трансформаційної економіки незадіяні заощадження можуть перетворитися на інвестиції у випадку активізації попиту покупця нерухомості — потенційного позичальника на ринку іпотечних кредитів. Тому роль держави у “перехідній” моделі іпотечного ринку полягає у формуванні механізму активізації попиту на первинному іпотечному ринку за рахунок коштів державного бюджету шляхом створення спеціальних державних регіональних фондів підтримки іпотечного кредитування населення, які, використовуючи на початковому етапі бюджетні ресурси, забезпечать умови для часткової оплати позичальником вартості нового житла ($ЖН_1$)

¹ Лимаренко В.И. Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. — М.: Диалог-МГУ, 2000. — 280 с.

РИНКОВИЙ ПІДХІД

Маркетингові дослідження:

вивчення потреб позичальників, сегментування іпотечного ринку, оцінка потенційного попиту на іпотечні позики

Вибір моделі та інструментарію кредитування

РЕЗУЛЬТАТ УПРОВАДЖЕННЯ

Економічний і соціальний розвиток країни — зниження рівня безробіття, зростання доходної частини державного і місцевих бюджетів, укріплення фінансово-кредитної системи, розвиток банківського сектору та ринкової інфраструктури, підвищення рівня життя населення тощо.

РОЛЬ ІПОТЕЧНИХ МЕХАНІЗМІВ

Локомотив соціально-економічного розвитку країни

БЮДЖЕТНИЙ ПІДХІД

Оцінка бюджетних можливостей регіону

Розробка іпотечних програм, побудованих на бюджетних ресурсах

Пошук групи споживачів під затверджену схему кредитування

РЕЗУЛЬТАТ УПРОВАДЖЕННЯ

Часткове розв'язання локальних проблем, недатність виконувати роль локомотива соціально-економічного розвитку.

РОЛЬ ІПОТЕЧНИХ МЕХАНІЗМІВ

Обмежена; слабе задіяння механізмів фінансових ринків; затратно-бюджетна основа фінансування

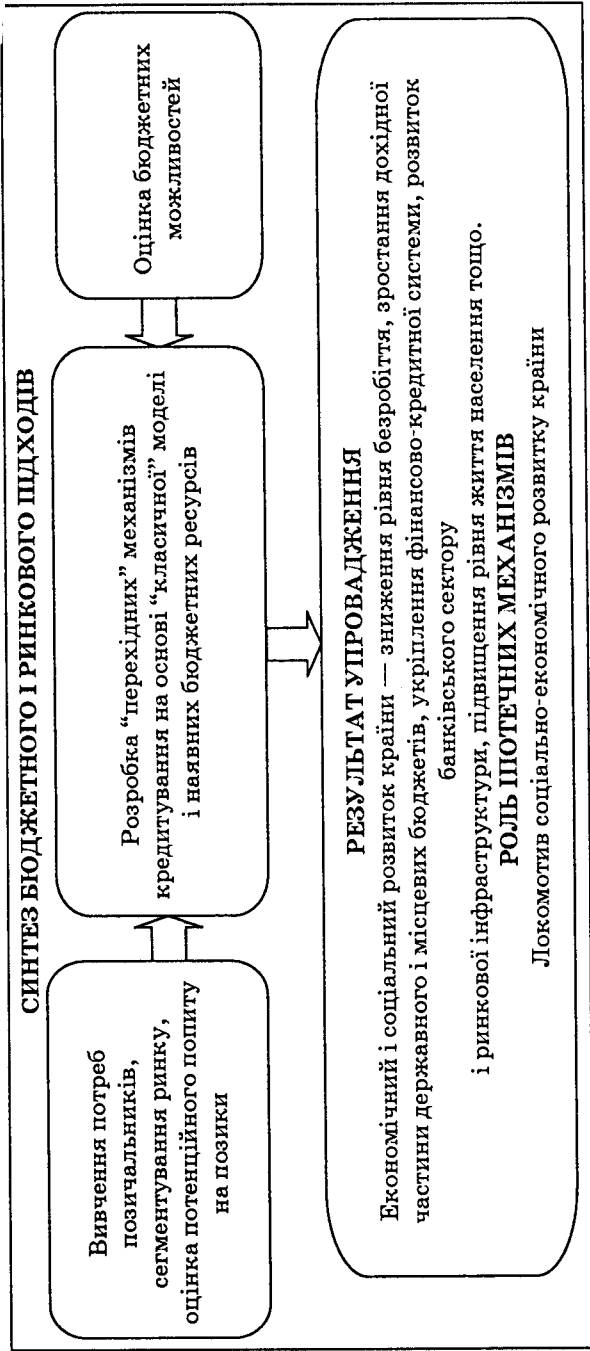


Рис. 5.1.1. Підходи до організації системи іпотечного кредитування

за рахунок наявної (“старої”) ліквідної житлової нерухомості ($ЖН_0$). Такі умови можна створити за рахунок концентрації функцій продавця житла на первинному і вторинному ринках і покупця наявного “старого” житла у населення в одного суб’єкта іпотечного ринку — спеціального фонду, що управляє програмою іпотечного кредитування на регіональному рівні¹. Необхідність створення спеціальних регіональних фондів пояснюється тим, що такі інструменти іпотечного ринку, як ф’ючерсний продаж наявного (“старого”) житла і “шаровий” іпотечний кредит (коли протягом строку іпотечного кредитування сплачуються лише процентні платежі, а сума основного боргу погашається в кінці строку кредитування), які використовуються у країнах зі стійкою економікою, у трансформаційній економіці виявляються неефективними в силу високих ризиків.

Створення спеціальних державних регіональних фондів дає змогу не лише активізувати попит на первинному іпотечному ринку, але й сформувати фонд житла для тимчасового проживання громадян, які не мають або втратили постійне місце проживання; втратили житло внаслідок звернення стягнення через неплатоспроможність; вимушені залишити житлове приміщення внаслідок аварійного стану, стихійного лиха тощо; а також покращувати за рахунок утвореного фонду житлові умови малозабезпечених верств населення².

На необхідність і доцільність прямої державної фінансової підтримки процесів формування іпотечного ринку у трансформаційній економіці вказують ряд дослідників. Зокрема, проф. В. Лагутін, досліджуючи перспективи становлення іпотечного ринку

¹ Лимаренко В.И. Моделирование системы управления ипотечным кредитованием в условиях переходной экономики России // Экономика строительства. — 2000. — № 6. — С. 2—13.

² Такий підхід не суперечить чинному законодавству України. Постановою Кабінету Міністрів України “Про затвердження Порядку формування фондів житла для тимчасового проживання та Порядку надання і користування житловими приміщеннями з фондів житла для тимчасового проживання” від 31 березня 2004 року № 422 встановлено, що одним із джерел формування фондів житла для тимчасового проживання є придбання житла.

у трансформаційній економіці України, зазначає, що “без до-
дацій із державного бюджету у здійсненні інвестиційної житло-
вої програми на основі іпотечного кредиту не обійтися”¹. На не-
обхідність прямої фінансової допомоги з боку держави у ста-
новленні системи іпотечних кредитних відносин наголошують
також О. Чечелюк², проф. В. Кравченко³ та інші дослідники.

Запровадження механізму активізації попиту на первинно-
му іпотечному ринку дозволить залучити в реальний сектор
економіки ресурси населення, які перебувають за межами бан-
ківської системи, за доступною (виходячи із фактичної плато-
спроможності позичальника) величиною іпотечної позики.

Проілюструємо на прикладі: покупець житла бажає при-
дбати 2-кімнатну квартиру на вторинному ринку житла за-
гальною площею 50 м² за ціною 5 тис. грн за 1 м² загальною
вартістю 250,0 тис. грн. Іпотечний кредит надається в рамках
депозитної моделі іпотечного ринку в національній валюті на
строк 20 років під 16 % річних. У разі щомісячної плато-
спроможності родини в 1,2 тис. грн, що визначається як різ-
ниця між доходами і видатками, максимальна сума доступно-
го іпотечного кредиту складе 86,2 тис. грн (або 34,5 % вартості
нового помешкання). Однак якщо як оплату покупець запро-
понує наявне житло — 1-кімнатну квартиру загальною пло-
щею 32 м² і вартістю 160,0 тис. грн (64,0 % вартості нового
помешкання) та власні заощадження у сумі 3,7 тис. грн, які
сім’я заощадила за 3 роки, то цієї суми разом з іпотечним кре-
дитом вистачить для активізації попиту на ринку житлової

¹ *Лагутін В.Д.* Іпотечний кредит: проблеми стимулювання вироб-
ництва // Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Мат.
міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. —
С. 111.

² *Чечелюк О.А.* Концептуальні засади розвитку іпотеки в Україні
// Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Пробле-
ми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (Київ, 7—
8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 170.

³ *Кравченко В.І.* Інститути та інструменти іпотечного ринку //
Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Мат. між-
нар. наук.-практ. конф. (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. —
С. 49.

нерухомості і дасть змогу спрямувати у реальний сектор економіки суму, мобілізовану покупцем (89,9 тис. грн).

Отже, якщо в умовах “класичного” іпотечного ринку позичальник виконує функцію співінвестування (забезпечує 20—40 % вартості нової нерухомості), а ринок капіталів — функцію інвестування (60—80 %), то в умовах трансформаційної економіки у формуванні “перехідної” моделі іпотечного ринку їх функції змінюються: інвестиційну функцію виконує позичальник (забезпечує до 60—70 % вартості нової нерухомості), а ринок іпотечного капіталу — функцію співінвестування (30—40 %). На відміну від практики іпотечного кредитування у країнах із розвинутою ринковою економікою, де частка іпотечної позики у вартості застави коливається від 50 % до 90 % (залежно від моделі іпотечного ринку), у трансформаційній економіці ця частка не повинна перевищувати 50 %.

Невисока частка іпотечного кредиту у вартості предмета іпотеки пояснюється тим, що одним із визначальних ризиків, який перетворюється на стримуючий фактор у формуванні іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою є завищені ціни на об’єкти нерухомості і можливість їх значного коливання у короткостроковій перспективі. Тому нерухомість у країнах із трансформаційною економікою (особливо на початкових етапах становлення ринку нерухомості) не є стабільним фінансовим активом і надійною гарантією повернення іпотечних позик у короткостроковій перспективі (хоча у довгостроковій перспективі простежується тенденція до зростання вартості нерухомих об’єктів). Звідси випливає, що ринки нерухомості, які перебувають у стадії формування здатні викликати кризу ліквідності окремих категорій нерухомості та спричинити крах відповідних сегментів іпотечного ринку. Враховуючи, що процес переоцінки цінностей на ринку нерухомості відбувається повільно, у процесі його розвитку, можна передбачити, що це негативно вплине на розвиток іпотечного кредитування через високі ризики для кредиторів. У зв’язку з цим особливістю функціонування “перехідної” моделі іпотечного ринку має стати зниження частки іпотечної позики у вартості застави для підвищення ймовірності покриття витрат кредитора у зверненні стягнення на об’єкт іпотеки.

Отже, зміна функцій комплементарних елементів у структурі іпотечного ринку і активна роль держави у його становленні покликані забезпечити принципи довгостроковості іпотечних фінансових відносин і дохідності та надійності іпотечних інвестицій як умови формування, ефективного функціонування і розвитку іпотечного ринку у трансформаційній економіці.

В основу “перехідної” моделі покладена ідея Дж. Кейнса про те, що вплив на обсяги виробництва і сукупну пропозицію здійснюється через активізацію і стимулювання сукупного попиту¹. Держава може впливати на інвестиції шляхом регулювання рівня процентних ставок або здійснення державних витрат. Під час дослідження двох інструментів регулювання сукупного попиту — грошово-кредитного і фіскального Дж. Кейнс приходять до висновку, що в умовах невисокого сукупного попиту інвестиційні витрати слабо реагують на зниження процентної ставки, тому головну увагу необхідно приділяти не зниженню процентних ставок, а бюджетній політиці, зокрема збільшенню державних витрат у сферах, які стимулюють інвестиції. Джерела коштів для активізації попиту в “перехідній” моделі іпотечного ринку знаходяться у сфері реального сектору економіки: саме цей сектор отримує від позичальника мобілізований інвестиційний імпульс, який призводить до зростання національного доходу завдяки ефекту мультиплікації-акселерації інвестицій.

Коефіцієнт мультиплікації інвестицій (k) виражає відношення між приростом національного доходу (ΔY) і приростом інвестицій (ΔI), які зумовили зростання доходу:

$$k = \frac{\Delta Y}{\Delta I}, \text{ звідки } \Delta Y = k \cdot \Delta I, \quad (5.1)$$

$$\Delta I = S_0 + ЖН_0 + D, \quad (5.2)$$

де S_0 — заощадження, які знаходяться за межами банківської системи; $ЖН_0$ — вартість наявної житлової нерухомості,

¹ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Гелиос АРБ, 1999. — 352 с.

яка купується спеціальним державним регіональним фондом; D — сума доступної іпотечної позики, що надається на комерційній основі іпотечним кредитним інститутом у рамках “класичної” моделі іпотечного ринку.

Оскільки кожний інвестиційний потік супроводжується сплатою податків, то ефект мультиплікації інвестицій створює аналогічний ефект мультиплікації податків.

Частка приросту податків (ΔT) у прирості національного доходу (ΔY) є коефіцієнтом генерації податків (t):

$$t = \frac{\Delta T}{\Delta Y}, \quad (5.3)$$

звідки $\Delta T = \Delta Y \cdot t$.

Коефіцієнт t визначається на основі дослідження схеми оподаткування промислового підприємства з урахуванням усіх сплачуваних ним податків.

Джерелом ресурсів для активізації попиту на ринку іпотечних кредитів може стати потік додаткових податкових надходжень, що був викликаний зростанням інвестицій у результаті функціонування “перехідної” моделі іпотечного ринку (рис. 5.12). У такому разі “перехідна” модель іпотечного ринку буде самофінансованою, якщо величина додаткових податків (ΔT), які породжуються “перехідною” моделлю, буде як мінімум дорівнювати сумі державних витрат (ΔG), що спрямовані на формування механізму активізації попиту на первинному іпотечному ринку, тобто $\Delta T \geq \Delta G$.

Сума додаткових державних витрат на створення механізму активізації попиту на ринку іпотечних кредитів дорівнює витратам на придбання наявного житла у позичальників¹, тому умова — $\Delta T \geq \Delta G$ набуває вигляду $\Delta T \geq \mathcal{J}H_0$, де $\mathcal{J}H_0 = \Delta G$. На основі формул (5.1) — (5.3)

¹ Фонд ресурсів спеціальних державних регіональних фондів може формуватися не лише за рахунок коштів державного бюджету, але і за рахунок доходів від продажу придбаної у позичальників нерухомості на вторинному ринку житла, а також за рахунок комісійних за надання відповідних послуг, які тут не враховуються.

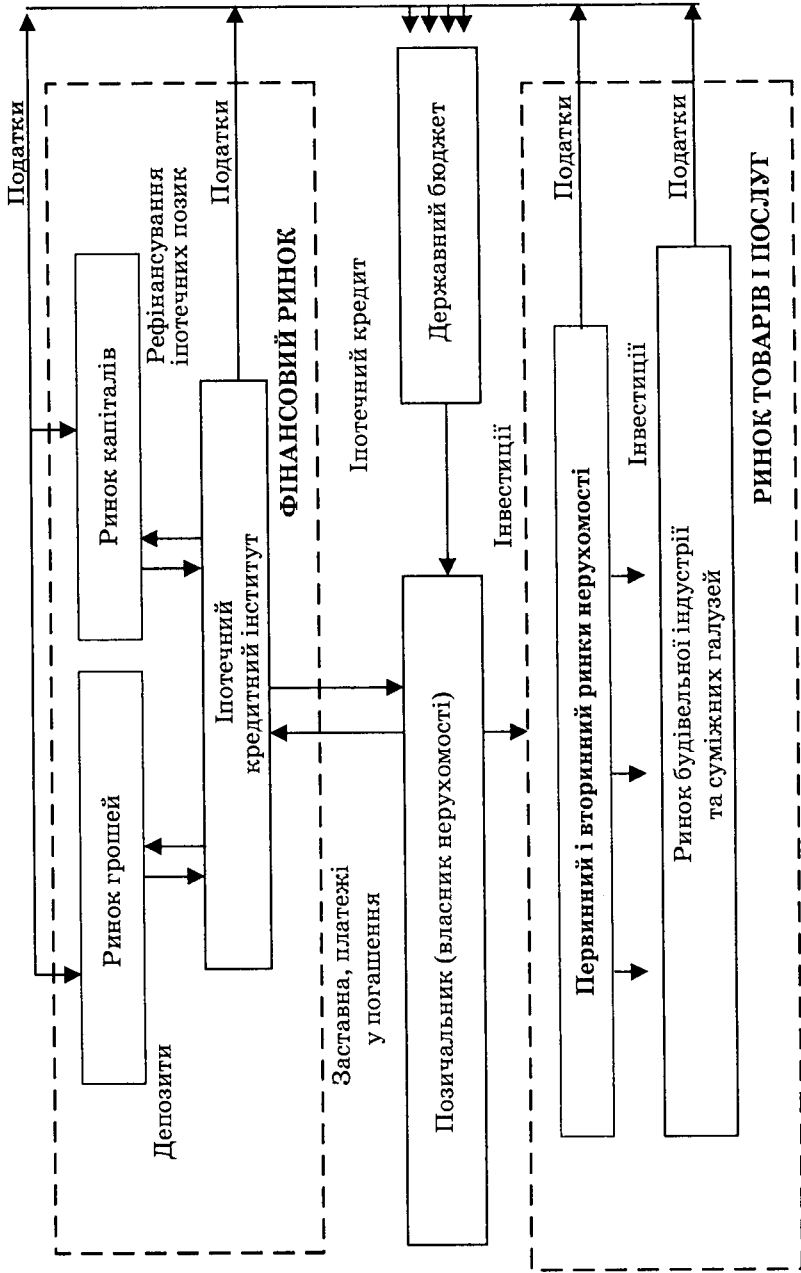


Рис. 5.12. Механізм стимулювання сукупного попиту в "периферійній" моделі іпотечного ринку

$$\Delta T = k \cdot t \cdot (S_0 + D + ЖН_0). \quad (5.4)$$

Механізм активізації попиту буде самофінансованим у $\Delta T \geq ЖН_0$, тобто коли генерована інвестиційним потоком $(S_0 + D + ЖН_0)$ сума податків перевищить витрати з підтримання відносин іпотечного кредитування:

$$t \cdot k \cdot (S_0 + D + ЖН_0) \geq ЖН_0. \quad (5.5)$$

Розв'язуючи нерівність (5.5) відносно $ЖН_0$, одержимо:

$$\frac{t \cdot k \cdot (S_0 + D)}{1 - t \cdot k} \geq ЖН_0. \quad (5.6)$$

Вливання грошових ресурсів на ринок не буде супроводжуватися інфляційними процесами, якщо існують перевищення пропозиції над попитом на первинному і вторинному ринках житлової нерухомості та недовантаження виробничої потужності у житлово-будівельній сфері та суміжних з нею галузях.

Державні витрати на розвиток “перехідної” моделі житлового іпотечного ринку у країнах із трансформаційною економікою є найбільш вигідними державними капітальними укладеннями як з погляду необхідності стимулювання економіки країни і підвищення рівня добробуту громадян, так і з погляду реалізації соціальних зобов'язань держави. Визначимо тези, які підтверджують таке положення:

- базовою умовою функціонування і розвитку економіки країни є зростання споживчого попиту, який генерується людським капіталом. Умовою (соціальною базою) відтворення людського капіталу є житло, а інструментом забезпечення населення житлом є житлове іпотечне кредитування;

- кожне додаткове робоче місце у сфері житлового будівництва створює 5—6 робочих місць в інших галузях економіки, які з ним органічно пов'язані¹. Розширення зайнятості у

¹ *Єщенко П.С.* Іпотека як катализатор загальноекономічного зростання // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 38; *Радченко В.* Недвижимість в движе-

цих галузях підвищує доходи населення і сукупний попит, що надає нового імпульсу розвитку економіки;

- інвестиції у будівництво забезпечують вищий коефіцієнт мультиплікації, ніж капіталовкладення у розвиток інших галузей¹;

- збільшення обсягу інвестицій за рахунок активізації попиту у “перехідній” моделі забезпечить зростання ВВП і зниження процентних ставок.

Отже, специфічна роль держави у формуванні іпотечного ринку у трансформаційній економіці залежить від соціально-економічних умов становлення ринку і полягає у створенні “перехідних” механізмів іпотечного кредитування. Відтак поетапна трансплантація “класичних” моделей іпотечного ринку у трансформаційній економіці може передбачати проходження двох етапів — “перехідного” і “класичного”:

1) “*перехідний*” етап пов’язаний з функціонуванням “перехідних” моделей іпотечного ринку; іпотечний механізм на цьому етапі характеризується як змішаний: у його організаційній структурі поєднуються бюджетний і ринковий підходи. Активна роль держави на цьому етапі продиктована її організуючою, регулюючою та інституційно-посередницькою функціями і спрямована на формування механізму взаємодії суб’єктів іпотечного ринку і створення умов для реалізації їх економічних інтересів;

2) “*класичний*” етап означає становлення “класичної” моделі іпотечного ринку, яка заснована на ринкових принципах іпотечного кредитування і виконує у повному обсязі набір економічних і соціальних функцій. Держава на цьому етапі використовує загальні і спеціальні методи регулювання, розподіл яких за рівнями державного регулювання наведено у табл. 5.14.

Методи загального регулювання утворюються сукупністю методів фіскальної та грошово-кредитної політики. Перші —

ни. Іпотечний процес в Україні почався // Київський телеграф. — 2001. — № 48. — С. 24.

¹ Аналитические записки: В 3 ч. — Ч. 2: Ипотека: Опыт регионов / Под ред. Е.В. Орешкович. — Киров: Изд-во ООО “Учебно-производств. центр Март-2000”, 2001. — С.17.

Таблиця 5.14. Розподіл форм, методів та інструментів за рівнями державного регулювання іпотечного ринку

Методи	Форми	Методи та інструменти		Державний рівень	Регіональний рівень
Загальні методи	Фіскальна політика	Зміни державних витрат на житлове будівництво і підтримання регіональних програм іпотечного кредитування	+	+	
		Зниження податків учасникам державних програм іпотечного кредитування	+	-	
		Зміни в оподаткуванні суб'єктів іпотечного ринку	+	+	
	Монетарна політика	Забезпечення ліквідності фінансово-кредитних інститутів, які здійснюють іпотечне кредитування	+	-	
		Зміна норм мінімального резервного покриття	+	-	
		Зміна ставки рефінансування	+	-	
		Контроль за обсягом кредитних операцій та емісією іпотечних цінних паперів	+	-	
Спеціальні методи	Пряма фінансова підтримка	Дотація кредиторю, яка компенсує низькі (пільгові) процентні ставки за іпотечними позиками	-	+	
		Дотація будівельній компанії, яка компенсує низькі ціни реалізації об'єктів нерухомості	-	+	
		Безоплатна субсидія позичальнику у процентах від вартості нерухомості, що зводиться або купується	-	+	
		Субсидування цільових ощадних рахунків, призначених для будівництва житла	-	+	
		Субсидування процентної ставки іпотечного кредиту позичальнику	--	+	
		Субсидія для оплати початкового внеску	+	+	
		Податкові пільги позичальнику з надходженням суми пільги на його цільовий ощадний рахунок	+	+	
		Пільги на сплату податку на нерухомість	+	+	
		Пільги на сплату податку з доходів	+	+	

Методи	Форми	Методи та інструменти	Державний рівень	Регіональний рівень
	Участь держави як суб'єкта іпотечного ринку	Ініціювання створення спеціальних інститутів — операторів вторинного іпотечного ринку	+	+
		Випуск державними фінансово-емісійними компаніями іпотечних облигацій	+	+
		Державне страхування іпотечних кредитів	+	+
		Установлення обов'язкових лімітів щодо частки іпотечних цінних паперів у структурі активів інституційних інвесторів	+	+
		Державне гарантування надійності іпотечних цінних паперів	+	+
		Державна уніфікація процедури надання іпотечних кредитів, розробка єдиних стандартів андеррайтингу	+	—
		Викуп державними іпотечними агенціями наявної житлової нерухомості з метою підвищення ліквідності ринку нерухомості і створення державного резервного житлового фонду	—	+

спрямовані на формування у країні сприятливого інвестиційного клімату шляхом зміни податків і державних видатків; другі — спрямовані на зміну процентних ставок в економіці через зміну грошової пропозиції за допомогою прямих інструментів монетарної політики (грошової емісії) і непрямих (зміни облікової ставки і норми резервування, операцій на відкритому ринку).

Серед спеціальних методів державного регулювання іпотечного ринку виділимо: а) сукупність методів прямої фінансової підтримки суб'єктів іпотечного ринку і б) методи безпосередньої участі держави у процесах руху іпотечного капіталу

як суб'єкта іпотечного ринку. Такий поділ доцільний з огляду на особливості механізмів іпотечного кредитування, відповідно до яких встановлюються масштаби державного регулювання системи іпотечних фінансових відносин. Так, у країнах, де набули поширення оццдно-позичкові моделі, державне регулювання спрямоване на фінансову підтримку суб'єктів ринку, у країнах, де домінують моделі вторинного ринку, державне регулювання концентрується на розвитку ринку іпотечних цінних паперів і підтриманні його суб'єктів.

У результаті проведених досліджень встановлено, що іпотечний ринок потребує державного регулювання, особливо у трансформаційній економіці. У зв'язку з цим виникає необхідність у встановленні зворотного зв'язку між управляючою (держава) і керованою (іпотечний ринок) системами для моніторингу, прогнозування і регулювання іпотечного ринку.

В. Максимов систематизував діючі у світовій практиці показники рівня розвитку іпотечного ринку і виділив два рівні оцінки¹. Перший рівень охоплює показники рівня розвитку первинного іпотечного ринку (предметом оцінки є доступність іпотечних кредитів для позичальників; функціональні характеристики первинного ринку — обсяги, строки, ризики іпотечного кредитування; державні витрати, що спрямовані на активізацію попиту на ринку іпотечних кредитів), другий рівень — показники рівня розвитку вторинного іпотечного ринку (предметом оцінки є інвестиційна привабливість, надійність, ліквідність іпотечних цінних паперів; державні витрати, що пов'язані зі страхуванням ризиків, стандартизацією іпотечних інструментів, контролем, формуванням гарантійних резервів) (табл. 5.15). Нами доопрацьовано систему показників рівня розвитку іпотечного ринку; зокрема, доповнено групи показників оцінки доступності іпотечних кредитів для позичальників, функціональних характеристик первинного іпотечного ринку, потреби в бюджетних ресурсах для підтримки відносин іпотечного кредитування на первинному

¹ Максимов В.В. Система ипотечного кредитования как инструмент государственной политики: Автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.04.01 / Моск. гос. ун-т имени М. Ломоносова. — М., 2003. — 26 с.

Таблиця 5.15. Показники рівня розвитку іпотечного ринку

Предмет оцінки	Показники
I. Рівень оцінки: ринок іпотечних кредитів (первинний іпотечний ринок)	
1. Доступність іпотечних кредитів для позичальників	<ul style="list-style-type: none"> • кількість наданих іпотечних кредитів і середній розмір іпотечної позики на кожному сегменті іпотечного ринку; • частка іпотечної позики у вартості застави; • коефіцієнт доступності житлової нерухомості на первинному і вторинному ринках житла; • частка виплат у погашення іпотечного кредиту в доході; • середній строк іпотечного кредитування; • коефіцієнт збільшення вартості об'єкта нерухомості у фінансуванні його придбання за рахунок іпотечного кредиту
2. Функціональні характеристики первинного іпотечного ринку	<ul style="list-style-type: none"> • обсяги іпотечного кредитування (частка заборгованості за іпотечними позиками у ВВП); • середній строк погашення кредитів у портфелі іпотечних позик; • вартість залучення ресурсів для іпотечного кредитування; • серед процентних ставок за депозитами та іпотечними кредитами; • маржа іпотечного кредитора; • ризики, нормативне й організаційне забезпечення прав іпотекодержателів: <ul style="list-style-type: none"> — частка невиконаних кредитних зобов'язань позичальниками; — середній строк процедури звернення стягнення на об'єкт застави; — середні витрати у разі звернення стягнення на предмет іпотеки
3. Потреба в бюджетних ресурсах	<ul style="list-style-type: none"> • прямі витрати держави (прямі фінансові вкладення, включаючи субсидії та "премії" на житловому сегменті іпотечного ринку, витрати держави, що пов'язані з формуванням і функціонуванням "перехідної" моделі іпотечного ринку, витрати держави на субсидування процентної ставки, авансового внеску):

Закінчення табл. 5.15

	<ul style="list-style-type: none"> — у розрахунку на одного позичальника; — порівняно з обсягами іпотечного кредитування; — у розрахунку на одиницю площі нерухомості, зведеної чи придбаної на відповідному сегменті ринку нерухомості
II. Рівень оцінки: ринок іпотечних цінних паперів (вторинний іпотечний ринок)	
1. Інвестиційна привабливість і надійність іпотечних цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> • місткість ринку іпотечних цінних паперів за категоріями іпотечних цінних паперів (залежно від характеру покриття); • кредитний рейтинг іпотечних облігацій, що обертаються на вторинному іпотечному ринку; • дохідність іпотечних цінних паперів порівняно з безризиковим еквівалентом; • структура вторинних інвесторів за типом фінансового посередника; • частка рефінансованих іпотечних активів кредиторів
2. Ліквідність іпотечних цінних паперів	<ul style="list-style-type: none"> • оборот на вторинному іпотечному ринку за досліджуваний період; • коефіцієнт покриття іпотечних цінних паперів (відношення вартості покриття до номінальної вартості емісії); • середній строк погашення іпотечних цінних паперів
3. Потреба в бюджетних ресурсах	<ul style="list-style-type: none"> • питомі витрати держави (обсяг прямих фінансових вкладень) відносно обсягів емісії іпотечних цінних паперів; • норма гарантійних резервів (величина резервів для державних гарантій іпотечних облігацій порівняно з обсягами їх емісії)

ринку та групи показників інвестиційної привабливості і надійності іпотечних цінних паперів.

Висока значимість сфери житлового будівництва визначає ключову роль індикаторів розвитку житлово-будівельного сектору як у характеристиці ефективності житлового іпотечно-го кредитування, так і у дослідженні динаміки макроеконо-

мічної кон'юнктури. Інвестиційна активність у житловому будівництві є показником загальної інвестиційної активності економіки, бо частка житлового сектору в загальному обсязі інвестицій досить висока: в розвинутих країнах вона досягає 20—25 %¹.

Аналіз публікацій показав, що рівень розвитку житлово-будівельного комплексу характеризується рядом показників, які поділяють на виробничі, фінансові та соціальні². *До виробничих показників* відносять обсяги введення нового житла, кількість капітально відремонтованих житлових будинків, обсяги незавершеного будівництва, вартість житлового будівництва, кількість забудовників; *до фінансових* — обсяг інвестицій у житлове будівництво і капітальний ремонт, обсяг іпотечних кредитних ресурсів, що залучені у житлове будівництво; *до соціальних* — середню забезпеченість населення житлом, кількість осіб, які перебувають у черзі на покращення житлових умов, доступність житла на первинному і вторинному ринках житлової нерухомості.

Однак, необхідно зауважити, що зазначені показники розвитку житлово-будівельної галузі характеризуються деякою однобічністю: кожний із них описує конкретні виробничі, фінансові або соціальні процеси, тоді як житлово-будівельна сфера виступає комплексом, який інтегрує в собі виробничі, соціальні та фінансові аспекти. Оскільки кожний окремий показник є точковою оцінкою, яка може бути інтерпретована лише у контексті з економічним змістом показника, то для урахування вагомості значень окремих показників і комплексної оцінки стану житлово-будівельної сфери необхідно використовувати інтегральні (агреговані, зведені) показники.

Для характеристики процесів розвитку сфери житлового будівництва доцільно використовувати житлово-будівельний індекс — інтегральний показник, який комплексно відобра-

¹ Бузырев В.В., Чекалин В.С. Экономика жилищной сферы: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М., 2002. — С. 21.

² Розробці показників моніторингу процесів розвитку сфери житлового будівництва присвячені праці В. Беседіна, А. Гойко, А. Крушевського, О. Кухленка, Б. Литвина, М. Педана, А. Пересади, С. Сташевського, Г. Таркача, М. Тимчука, С. Ушацького, В. Федоренка.

жає сукупність відносин житлово-будівельного комплексу та демонструє взаємозв'язок і цілісність процесів, що відбуваються у житловому будівництві¹. Інтегральний житлово-будівельний індекс ураховує виробничі аспекти житлового будівництва, показники фінансування об'єктів житлової нерухомості, відображає тенденції житлового ринку і соціальні аспекти забезпеченості населення житлом. Нами уточнено індекси, що входять до складу агрегатів кожного виду і значення відповідних вагових коефіцієнтів; методику аналізу житлово-будівельного індексу доповнено трендовим аналізом; запропоновано використовувати житлово-будівельний індекс для оцінки ефективності житлового іпотечного кредитування.

У загальному вигляді *житлово-будівельний індекс* — сума п'яти зважених агрегатів: житлове будівництво, фінансування житлового будівництва, тенденції ринку житлової нерухомості, відтворення житла, забезпеченість населення житлом, які відображають динаміку найважливіших складових житлово-будівельної сфери:

$$ЖБИ = \sum_{i=1}^5 K_i \cdot I_i = K_1 \cdot I_{ЖВ} + K_2 \cdot I_{Ф} + K_3 \cdot I_{РЖН} + K_4 \cdot I_{ВЖ} + K_5 \cdot I_3, \quad (5.7)$$

$$\sum_{i=1}^5 K_i = 1, \quad (5.8)$$

де *ЖБИ* — житлово-будівельний індекс; $I_{ЖВ}$ — агрегат групи “Житлове будівництво”; $I_{Ф}$ — агрегат групи “Фінансування житлового будівництва”; $I_{РЖН}$ — агрегат групи “Ринок житлової нерухомості”; $I_{ВЖ}$ — агрегат групи “Відтворення житла”; I_3 — агрегат групи “Забезпеченість населення житлом”; K_i — вагові коефіцієнти, що характеризують значимість кожного агрегату в інтегральному показнику.

Кожний агрегат обчислюється як сума зважених індексів

¹ Полякова М.Б. Ипотечное кредитование в системе организационно-экономического механизма управления развитием жилищно-строительной сферы: Автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.04.01 / Моск. гос. ун-т имени М. Ломоносова. — М., 2003. — 26 с.

відповідних показників:

$$I_i = \sum_{j=1}^n i_j \cdot k_j, \quad \sum_{j=1}^n k_j = 1, \quad (5.9)$$

де I_i — агрегат i -ї групи у житлово-будівельному індексі ($i=1\dots 5$); i_j — індекси j -го показника агрегату i -ї групи; k_j — ваговий коефіцієнт j -го показника агрегату i -ї групи; $i=1\dots 5$, $j=1\dots n$.

Значення вагових коефіцієнтів K_1 , k_j одержують методом експертних оцінок, тобто на основі опитування експертів з урахуванням ряду принципів і з використанням спеціальних процедур, які дають змогу поєднати у процесі експертизи теоретичний аналіз і суб'єктивні, інтуїтивні оцінки фахівців. Орієнтовні значення вагових коефіцієнтів кожного з агрегатів, що включені до інтегрального показника — житлово-будівельний індекс, наведено у табл. 5.16.

Якщо обчислені агрегати будуються як ланцюгові, то їх щорічні значення співставні з одиницею. Перевищення агрегатом одиниці свідчить про позитивну динаміку; набуття агрегатом значення меншого за одиницю свідчить про погіршення характеристик житлово-будівельної сфери; рівність одиниці означає відсутність вираженої тенденції розвитку явища.

Методика аналізу житлово-будівельного індексу містить: динамічний, порівняльний, еталонний і трендовий аналіз житлово-будівельного індексу та його окремих агрегатів. *Динамічний аналіз* житлово-будівельного індексу і його агрегатів дозволяє визначити фактори, які спричинили зміну значень житлово-будівельного індексу. Так, зростання агрегату “Забезпеченість населення житлом” може відбуватися як за рахунок зростання середньої забезпеченості громадян житлом, так і за рахунок зміни середньої площі житла.

Порівняльний аналіз передбачає структурне порівняння змін агрегатів і виявлення “проблемних” місць розвитку житлово-будівельної сфери. Зокрема, значення агрегату “Відтворення житла”, що перевищує одиницю, і агрегату “Житлове будівництво”, що дорівнює одиниці, вказують на тенденцію

Таблиця 5.16. Складові житлово-будівельного індексу

Агрегати	Індекси показників агрегатів
Група 1. $K_1 = 0,3$ “Житлове будівництво”	$k_{11} = 0,30$ Індекс уведення в дію житла
	$k_{12} = 0,10$ Індекс кількості компаній-забудовників
	$k_{13} = 0,20$ Індекс середньої вартості будівництва 1 м ² житла
	$k_{14} = 0,40$ Індекс рентабельності активів забудовника
Група 2. $K_2 = 0,3$ “Фінансування житлового будівництва”	$k_{21} = 0,30$ Індекс приватних інвестицій у житлове будівництво
	$k_{22} = 0,50$ Індекс обсягів іпотечного кредитування
	$k_{23} = 0,20$ Індекс бюджетного фінансування житлових програм
Група 3. $K_3 = 0,2$ “Ринок житлової нерухомості”	$k_{31} = 0,30$ Індекс ємкості ринку житлової нерухомості
	$k_{32} = 0,30$ Індекс ринкової ціни 1 м ² житлової нерухомості
	$k_{33} = 0,40$ Індекс коефіцієнта доступності житла
Група 4. $K_4 = 0,1$ “Відтворення житла”	$k_{41} = 0,30$ Індекс зміни обсягів незавершеного будівництва (в обчисленнях використовують обернені значення індексів)
	$k_{42} = 0,40$ Індекс обсягу капітально відремонтованих будинків
	$k_{43} = 0,30$ Індекс наявного житлового фонду
Група 5. $K_5 = 0,1$ “Забезпеченість населення житлом”	$k_{51} = 0,60$ Індекс середньої забезпеченості населення житлом
	$k_{52} = 0,40$ Індекс середнього розміру загальної площі помешкання

зміщення відтворюваної структури житлового фонду в бік реконструкції, реставрації та капітального ремонту в разі збереження загального обсягу житлового фонду на незмінному рівні. Зниження динаміки житлово-будівельного індексу в разі зростання значень агрегату “Ринок житлової нерухомості” і агрегату “Фінансування житлового будівництва” свідчатиме про погіршення ситуації щодо забезпеченості населення житлом. Отже, порівняльна оцінка динаміки агрегатів, включених до житлово-будівельного індексу, дає можливість виявити найбільш перспективні напрями розвитку економічних відносин у житлово-будівельному секторі та сприяє розкриттю “вузьких” місць, які потребують урегулювання в управлінні житлово-будівельним комплексом.

Еталонний аналіз житлово-будівельного індексу передбачає порівняльну оцінку поточних значень агрегатів з еталонном. Відмінності в методологічному підході до побудови статистичних показників житлово-будівельної сфери в Україні та за кордоном приводять до труднощів у використанні міжнародних показників як еталону. Докорінні перетворення, які відбулися в економіці постсоціалістичних країн і в житлово-будівельній сфері, зокрема, не дають змоги використовувати як еталон дані 60-х років ХХ ст., які характеризуються у науковій літературі як роки активного розвитку житлового будівництва, що призвели до суттєвого зростання житлового фонду країни. Як еталонні значення агрегатів житлово-будівельного індексу, на нашу думку, доцільно використовувати найкращі показники, які були досягнуті у трансформаційний період у кожній країні окремо.

Трендовий аналіз передбачає прогнозування стану житлово-будівельної сфери на основі встановлення критичних значень проміжних індексів і агрегатів житлово-будівельного індексу. Вихідними даними для трендового аналізу є ряди динаміки житлово-будівельного індексу, прогнозування здійснюється за допомогою кореляційного і регресійного аналізу.

Житлово-будівельний індекс може стати основою для аналізу й управління процесами, що відбуваються у конкретній

галузі, а також дає можливість здійснювати комплексну оцінку стану як галузі житлового будівництва, прогнозувати інвестиційну привабливість житлово-будівельної сфери й оцінювати перспективи розвитку житлового сегмента іпотечного ринку, так і аналізувати стан житлово-будівельної сфери в наслідок розвитку іпотечного кредитування. В цілому житлово-будівельний індекс можна розглядати як науково-методичний і розрахунково-інформаційний показник для здійснення моніторингу сфери житлового будівництва країни.

Отже, в результаті проведених досліджень дійшли до висновку, що роль держави у становленні іпотечного ринку у трансформаційній економіці полягає не лише у формуванні інституційної структури іпотечного ринку шляхом здійснення законодавчої, адміністративної та інших видів діяльності, але й шляхом розвитку системи іпотечних фінансових відносин на основі запровадження “перехідних” механізмів іпотечного кредитування, в яких держава функціонує як один із головних суб’єктів руху іпотечного капіталу.

Розділ 6

ДОСВІД ІПОТЕЧНОГО КРЕДИТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Відповідно до ст. 4 Закону України “Про інвестиційну діяльність”, зміни до якої внесено Законом України від 15.12.2005 р. № 3201-IV, інвестування будівництва об’єктів житлового будівництва, фінансування спорудження яких здійснюється з використанням недержавних коштів, що залучені від фізичних і юридичних осіб, може проводитися виключно через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, які створені та діють відповідно до законодавства, а також через випуск безпроцентних (цільових) облігацій, за якими базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості.

Нижче наведено механізм фінансування об’єктів житлової нерухомості:

- 1) за рахунок розміщення емісії цільових облігацій;
- 2) за рахунок коштів фонду фінансування будівництва.

6.1. Фінансування житлового будівництва шляхом емісії та розміщення цільових облігацій

Регулювання відносин, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку здійснюється Законом України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

Порядок здійснення емісії, обігу облігацій підприємств, реєстрації в Державній комісії з цінних паперів і фондового ринку випуску облігацій підприємств та проспекту їх емісії, звіту про результати розміщення облігацій, звіту про наслідки погашення та скасування реєстрації випуску цих облігацій установлює “Положення про порядок випуску облігацій підприємств”, що затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 13.08.2003 р. № 706/8027 (далі за текстом Рішення ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027).

Правові основи обігу цінних паперів у Національній депозитарній системі та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні визначає Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР (зі змінами і доповненнями).

Перелік цінних паперів, які обслуговуються у Національній депозитарній системі, правила здійснення операцій під час виконання депозитарними установами зберігання та обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів, порядок взаємодії зберігачів і депозитаріїв цінних паперів з іншими учасниками Національної депозитарної системи тощо визначає “Положення про депозитарну діяльність”, яке затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 р. № 1238/13112.

Згідно з п. 5.2 розділу I “Положення про порядок випуску облигацій підприємств”, що затверджене Рішенням ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027, інвестування та фінансування спорудження об’єктів житлового будівництва, що здійснюється з використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, крім випадків, передбачених законодавством, через розміщення облигацій допускається лише в разі здійснення випуску цільових облигацій, за яким базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості.

Цільові облигації — облигації, виконання зобов’язань за якими дозволяється товарами та/або послугами відповідно до вимог, установлених умовами розміщення таких облигацій (ст. 7 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV). У випадку здійснення фінансування будівництва об’єктів нерухомості з використанням цільових облигацій, базовим товаром виступає вимірна одиниця такої нерухомості. Цільові облигації можуть випускатися як іменні цільові облигації у документарній формі існування або цільові облигації у бездокументарній формі існування з іменною ідентифікацією (розділ III, гл. 2 Рішення ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027).

Учасниками механізму фінансування будівництва за рахунок коштів фізичних та юридичних осіб — інвесторів у цільові облигації — є: емітент, депозитарій цінних паперів, торговець (андерайтер), зберігач, покупець цінних паперів, а також компанія з управління активами та інститут спільного інвестування (корпоративний або пайовий інвестиційний фонд) залежно від схеми руху цільових облигацій від емітента до інвесторів. Під час кредитування фізичних осіб на інвестування у житлове будівництво шляхом придбання ними цільових облигацій, емітованих забудовником, учасником механізму фінансування будівництва стає кредитор.

Емітент — забудовник, який від свого імені розміщує цільові облигації та бере на себе зобов’язання щодо їх погашення перед їх власниками.

Депозитарій цінних паперів — юридична особа, яка створюється у формі відкритого акціонерного товариства, учасни-

ками якого є не менше ніж десять зберігачів, здійснює виключно депозитарну діяльність. Клієнтами депозитарію є зберігачі, які уклали з ним депозитарний договір, емітенти щодо рахунків власних емісій, що відкриті на підставі договорів про обслуговування емісії цінних паперів, а також інші депозитарії, з якими укладено договори про кореспондентські відносини (ст. 10 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР). Ліцензію на здійснення депозитарної діяльності видає Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Торговець цінними паперами — банки та господарські товариства, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності. Професійна діяльність на фондовому ринку здійснюється лише на підставі ліцензії, що видається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ст. 16, 17 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

Андерайтер — юридична особа, яка відповідно до укладеного з емітентом договору андерайтингу здійснює розміщення облігацій емітента. Андерайтером може бути виключно особа, яка у встановленому порядку одержала ліцензію на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів — діяльності з випуску й обігу цінних паперів (торговець цінними паперами) (Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Рішення “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств” від 17.07.2003 р. № 322).

Зберігач — комерційний банк або торговець цінними паперами, який має ліцензію на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо тих цінних паперів, що належать йому, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунку в цінних паперах (розділ 1, ст. 1 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР).

Компанія з управління активами — господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність із управління ак-

тивами інститутів спільного інвестування (ІСІ) на підставі ліцензії, що видається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (розділ 1, ст. 3 Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15.03.2001 р. № 2299-III).

Інститут спільного інвестування (ІСІ) — корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який провадить діяльність, що пов’язана з об’єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від укладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права і нерухомість (розділ 1, ст. 3 Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15.03.2001 р. № 2299-III).

Інвестори у цільові облигації — фізичні та юридичні особи, які набули права власності на цінні папери з метою одержання у власність об’єктів інвестування в об’єкті будівництва, фінансування якого здійснюється із використанням коштів інвесторів у цільові облигації, емітовані забудовником відповідно до законодавства і проспекту емісії облигацій.

Механізм взаємодії учасників схеми фінансування спорудження об’єктів житлового будівництва за рахунок коштів інвесторів, залучених від розміщення цільових облигацій у бездокументарній формі може реалізовуватись шляхом:

1) самостійного розміщення емітентом цільових облигацій на первинному ринку та обіг цільових облигацій на вторинному ринку при посередництві торговця цінними паперами (відповідно до п. 8 ст. 17 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV розміщення емітентом власних цінних паперів не вважається професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами);

2) розміщення цільових облигацій на первинному ринку андерайтером за дорученням, від імені та за рахунок емітента та продаж цільових облигацій на вторинному ринку інвесторам при посередництві торговця цінними паперами;

3) продажу цільових облигацій на етапі розміщення компанії з управління активами, яка діє в інтересах інвестиційного фонду, з метою їх подальшого розповсюдження серед ін-

весторів у цільові облигації при посередництві торговця цінними паперами.

Нижче наводиться порядок емісії, обігу та погашення цільових облигацій за умови їх випуску в бездокументарній формі існування і відкритого (публічного) розміщення.

1. Забудовник отримує у встановленому законодавством порядку право на використання земельної ділянки для спорудження об'єкта житлового будівництва, фінансування спорудження якого планується здійснювати за рахунок коштів інвесторів у цільові облигації, а також дозвільну документацію на здійснення будівництва.

1.1. Правовстановлюючими документами на земельну ділянку, на якій розташовано об'єкт будівництва, фінансування будівництва якого планується здійснювати за рахунок коштів інвесторів у цільові облигації є:

- державний акт про право власності або на право постійного користування земельною ділянкою, на якій розташовано об'єкт будівництва;
- договір оренди землі, на якій розташовано об'єкт будівництва.

1.2. Дозвіл на будівництво (рішення виконавчого органу відповідної ради або місцевої держадміністрації про дозвіл на будівництво об'єкта).

1.3. Дозвіл на виконання будівельних робіт.

1.4. Договір підряду (генерального підряду), укладений між замовником і підрядником, та інша документація (проектна, кошторисна, тендерна, тендерні пропозиції, акцепт тендерної пропозиції, повідомлення, запити, претензії тощо), яка встановлює, конкретизує, уточнює або змінює умови договору підряду.

1.5. Позитивний висновок комплексної державної експертизи проекту будівництва об'єкта нерухомості, яким затверджується проектна документація.

1.6. Акт розподілу площ, що підписаний на виконання договору про пайову участь у проектуванні та будівництві об'єкта житлової нерухомості, інвестиційного договору, договору про передачу функцій замовника тощо (у випадку укладання відповідного договору), яким визначені майнові права на конкретні об'єкти інвестування в об'єкті будівництва, фі-

нансування будівництва яких буде здійснюватися за рахунок коштів інвесторів — покупців цільових облигацій.

2. Забудовник здійснює емісію цільових облигацій та їх відкрите (публічне) розміщення за такими етапами (розділ I Рішення ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027).

2.1. Прийняття емітентом рішення про відкрите (публічне) розміщення облигацій у бездокументарній формі існування. Вимоги до рішення про розміщення облигацій визначені у гл. 1 розділу II “Положення про порядок випуску облигацій підприємств”, що затверджене Рішенням ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027.

2.2. Реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску облигацій та проспекту їх емісії, а також видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску облигацій на підставі документів, які визначені у главі 2 розділу III Рішення ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027. Проспект емісії цінних паперів — документ, який містить інформацію про відкрите (публічне) розміщення цінних паперів. Вимоги до проспекту емісії облигацій визначені у главі 2 розділу II “Положення про порядок випуску облигацій підприємств”, що затверджене Рішенням ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027.

2.3. У разі прийняття емітентом рішення про залучення на етапі розміщення цільових облигацій андерайтера укладається *договір з андерайтером* про розміщення ним цільових облигацій за дорученням, від імені та за рахунок емітента. У разі публічного розміщення цінних паперів андерайтер може брати на себе зобов'язання за домовленістю з емітентом щодо гарантування продажу всіх цінних паперів емітента, що підлягають розміщенню, або їх частини. Якщо випуск цінних паперів публічно розміщується не в повному обсязі, андерайтер може здійснити повний або частковий викуп нереалізованих цінних паперів за визначеною в договорі фіксованою ціною на засадах комерційного представництва відповідно до взятих на себе зобов'язань (ст. 17 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

2.4. У разі прийняття емітентом рішення про залучення на етапі розміщення цільових облигацій компанії з управління

активами, яка діє від імені та в інтересах корпоративного інвестиційного фонду або за рахунок активів пайового інвестиційного фонду, між емітентом та компанією з управління активами укладається *договір купівлі-продажу цільових облігацій*. У разі, якщо компанія з управління активами діє від імені та в інтересах корпоративного інвестиційного фонду, між ними попередньо має бути укладений договір про управління активами корпоративного інвестиційного фонду (ст. 11 Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15.03.2001 р. № 2299-III).

2.5. Присвоєння облігаціям міжнародного ідентифікаційного номера Національним депозитарієм України (ст. 2 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР).

2.6. Укладення з депозитарієм *договору про обслуговування емісії цінних паперів*, яким визначається порядок взяття на обслуговування та обслуговування емісії цінних паперів, операцій емітента в депозитарії щодо випущених ним цінних паперів. На підставі цього договору депозитарій відкриває на ім'я емітента рахунок у цінних паперах, на якому здійснює облік депонованих цільових облігацій (ст. 7 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР).

2.7. Зарахування цільових облігацій на рахунок у цінних паперах, що відкритий на ім'я емітента, здійснюється депозитарієм унаслідок депонування глобального сертифіката, який підтверджує право на здійснення операцій з цінними паперами цього випуску в Національній депозитарній системі. На період передплати на певний випуск цінних паперів емітент оформляє тимчасовий глобальний сертифікат, який підлягає заміні на постійний після державної реєстрації цього випуску Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку або анулюється в разі визнання випуску таким, що не відбувся (ст. 4 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР).

2.8. Опублікування проспекту емісії облигацій в офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і проведення відкритого (публічного) розміщення облигацій у строки, що зазначені в рішенні про розміщення облигацій та проспекті їх емісії. Відкрите (публічне) розміщення облигацій здійснюється емітентом самостійно або через андерайтера у випадку укладання договору про розміщення цільових облигацій андерайтером.

2.9. Затвердження результатів відкритого (публічного) розміщення облигацій емітентом; реєстрація Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати відкритого (публічного) розміщення облигацій; розкриття інформації, що міститься у зареєстрованому звіті про результати відкритого (публічного) розміщення облигацій, шляхом опублікування звіту в тому самому офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, в якому був опублікований проспект емісії цих облигацій; отримання свідоцтва про реєстрацію випуску облигацій.

2.10. Надання емітентом до депозитарію, з яким укладено договір про обслуговування емісії облигацій і оформлено тимчасовий глобальний сертифікат, копії свідоцтва про реєстрацію випуску облигацій. На підставі свідоцтва про реєстрацію випуску облигацій емітент переоформляє глобальний сертифікат на нову кількість облигацій з урахуванням результатів розміщення облигацій.

Загальна номінальна сума емісії цільових облигацій, виконання зобов'язань за якими передбачається об'єктом житлового будівництва, для фінансування будівництва якого залучаються кошти від фізичних та юридичних осіб через розміщення облигацій, не може перевищувати вартість будівництва об'єкта, яким забезпечується виконання зобов'язань за цільовими облигаціями, затвердженою проектною документацією (гл. 2 розділу II "Положення про порядок випуску облигацій підприємств", що затверджене Рішенням ДКЦПФР від 13.08.2003 р. № 706/8027).

3. Обіг облигацій відбувається після реєстрації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про ре-

зультати розміщення облігацій і видачі свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій, крім випадків переходу прав власності на облігації до емітента після закінчення строку розміщення. Обіг облігацій здійснюється на рахунках у цінних паперах, що відкриті у депозитарії та зберігачів, на підставі договорів купівлі-продажу цінних паперів. Цивільно-правові відносини між суб'єктами обігу цільових облігацій виникають на підставі.

3.1. Депозитарного договору, що укладається між зберігачем та депозитарієм цінних паперів, яким встановлюється право зберігача передавати до депозитарію виключно цінні папери, які знаходяться в колективному зберіганні, порядок здійснення операцій депозитарієм, умови ведення рахунків, порядок проведення операцій емітента, порядок надання облікової та фінансової інформації депозитарієм, а також умови оплати його послуг тощо (ст. 7 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР).

3.2. Договору комісії (договору доручення), що укладається між торговцем цінними паперами і компанією з управління активами (у випадку її участі у розміщенні цільових облігацій), яким на засадах комісії або доручення торговець забезпечує цивільно-правовий обіг цільових облігацій.

3.3. Договору про відкриття рахунку в цінних паперах, що укладається між зберігачем та інвестором у цільові облігації, яким визначаються умови ведення рахунку власника цінних паперів, порядок проведення операцій, порядок надання облікової та фінансової інформації зберігачем, а також умови оплати його послуг. На підставі цього договору зберігач відкриває на ім'я власника цільових облігацій рахунок у цінних паперах, на якому обліковуються права власності на цінні папери, що належать депоненту, а також обмеження щодо цих цінних паперів депонента.

3.4. Договору купівлі-продажу цільових облігацій, на підставі якого відбувається перехід права власності на цінні папери, може бути укладений між:

- емітентом та інвестором у цільові облігації або емітентом та інвестором у цільові облігації за посередництва упов-

новаженого андерайтера (залежно від схеми продажу облигацій), якщо операції купівлі-продажу здійснюються на етапі первинного розміщення цільових облигацій.

- компанією з управління активами та інвестором у цільові облигації за посередництва торговця цінними паперами або між емітентом та інвестором у цільові облигації при посередництві торговця цінними паперами (залежно від схеми продажу облигацій), якщо операції купівлі-продажу цільових облигацій здійснюються на вторинному ринку.

Право власності на цільові облигації, які випущені в бездокументарній формі існування, власник набуває з моменту зарахування облигацій на його рахунок у цінних паперах. Підтвердженням права власності на цільові облигації є виписка з рахунку в цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надавати власнику цінних паперів (ст. 5 Закону України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР). Строк обігу облигацій визначається проспектом емісії облигацій емітента.

4. Закріплення об'єкта інвестування в об'єкті будівництва за інвестором у цільові облигації здійснюється шляхом укладання *договору бронювання* між власником цільових облигацій та емітентом (забудовником). Договір бронювання визначає конкретне приміщення, що буде набуто власником облигацій у разі погашення, серію та кількість облигацій, а також умови набуття у власність обраного об'єкта інвестування. У випадку придбання цінних паперів на вторинному ринку власник облигацій звертається до емітента для переоформлення договору бронювання. Договір бронювання є дійсним за наявності на рахунку в цінних паперах власника облигацій визначеної кількості облигацій відповідної серії. Власнику облигацій, який уклав і виконав умови договору бронювання та має відповідну кількість облигацій відповідної серії, надається право на набуття визначеного об'єкта інвестування у власність.

5. Погашення облигацій відбувається за умови перерахування облигацій з рахунку в цінних паперах власника облигацій на рахунок у цінних паперах емітента в депозитарії. При-

дбання приміщення власником облігацій здійснюється шляхом оформлення права власності на відповідну кількість квадратних метрів залежно від кількості та серії облігацій. У випадку відсутності дійсного договору бронювання або у випадку, коли серія та кількість облігацій, що належать власнику, не відповідають обраному приміщенню, облігації погашаються шляхом виплати власнику облігацій їх номінальної вартості.

Схема руху товарно-грошових потоків у разі фінансування будівництва житлової нерухомості за рахунок коштів, що залучені від розміщення цільових облігацій, емітентом яких виступає забудовник, за умови випуску цільових облігацій у бездокументарній формі існування, наведена на рис. 6.1, 6.2. Зауважимо, що суцільними лініями на рис. 6.1, 6.2 зображено напрям товарно-грошових потоків на етапі будівництва об'єкта нерухомості, штриховими лініями — напрям товарно-грошових потоків на етапі завершення будівництва об'єкта і введення його в експлуатацію.

Механізм кредитування фізичних осіб на інвестування у житлове будівництво шляхом придбання цільових облігацій, емітентом яких виступає забудовник, містить ряд послідовних етапів:

1. Емітент, банк і оператор первинного ринку цінних паперів (компанія з управління активами, андеррайтер — залежно від схеми розміщення цільових облігацій) укладають *договір про співпрацю* у питаннях щодо цивільно-правового обігу цільових облігацій на ринку цінних паперів України серед задалегідь невизначеного кола інвесторів у цільові облігації та кредитування фізичних осіб — інвесторів для оплати ними загальної вартості пакетів цільових облігацій, у разі погашення яких інвестори набувають прав власності на об'єкти інвестування, що заброньовані інвесторами.

2. Інвесторові у цільові облігації (або потенційному інвесторові), який виявив намір отримати кредит на інвестування у будівництво, емітент, андеррайтер або компанія з управління активами (залежно від схеми розміщення цільових облігацій) пропонує звернутися до банку для проведення ним аналізу на предмет можливості надання інвесторові (потенційному інвесторові) кредиту.

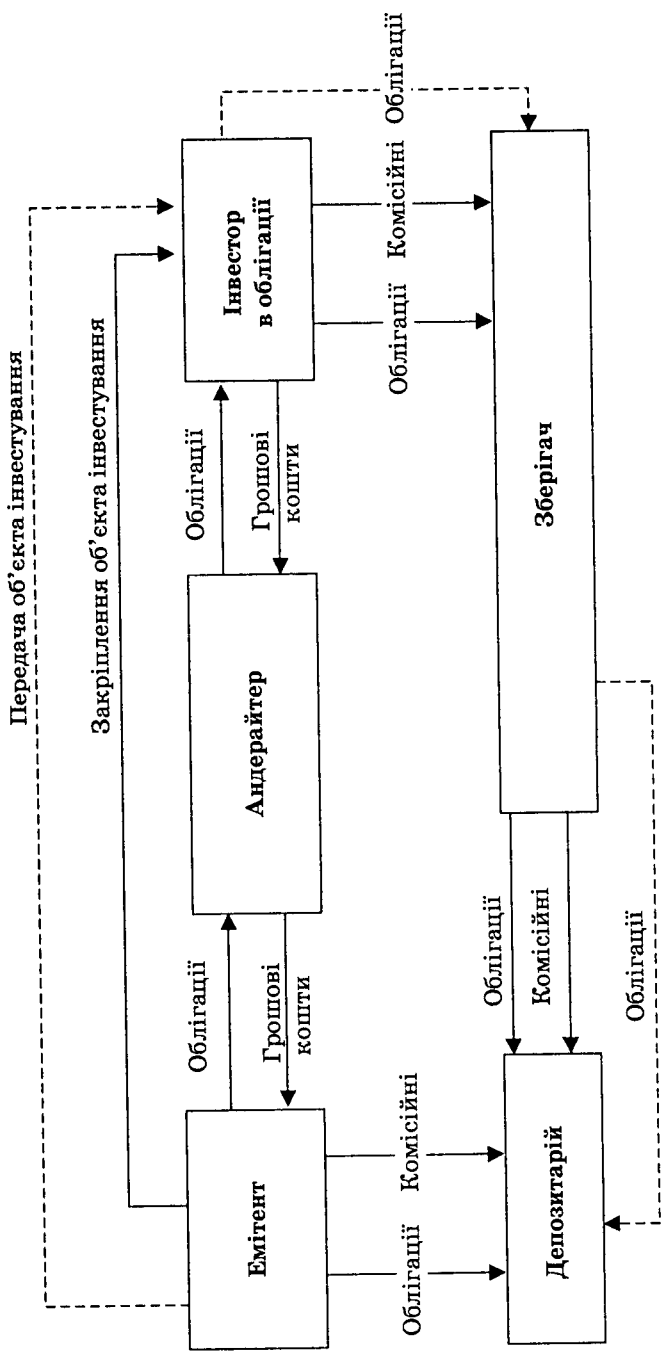


Рис. 6.1. Механізм руху товарно-грошових потоків у разі фінансування житлового будівництва за рахунок коштів інвесторів, які залучені від розміщення цільових облігацій (за участю андеррайтера у первинному розміщенні цільових облігацій)

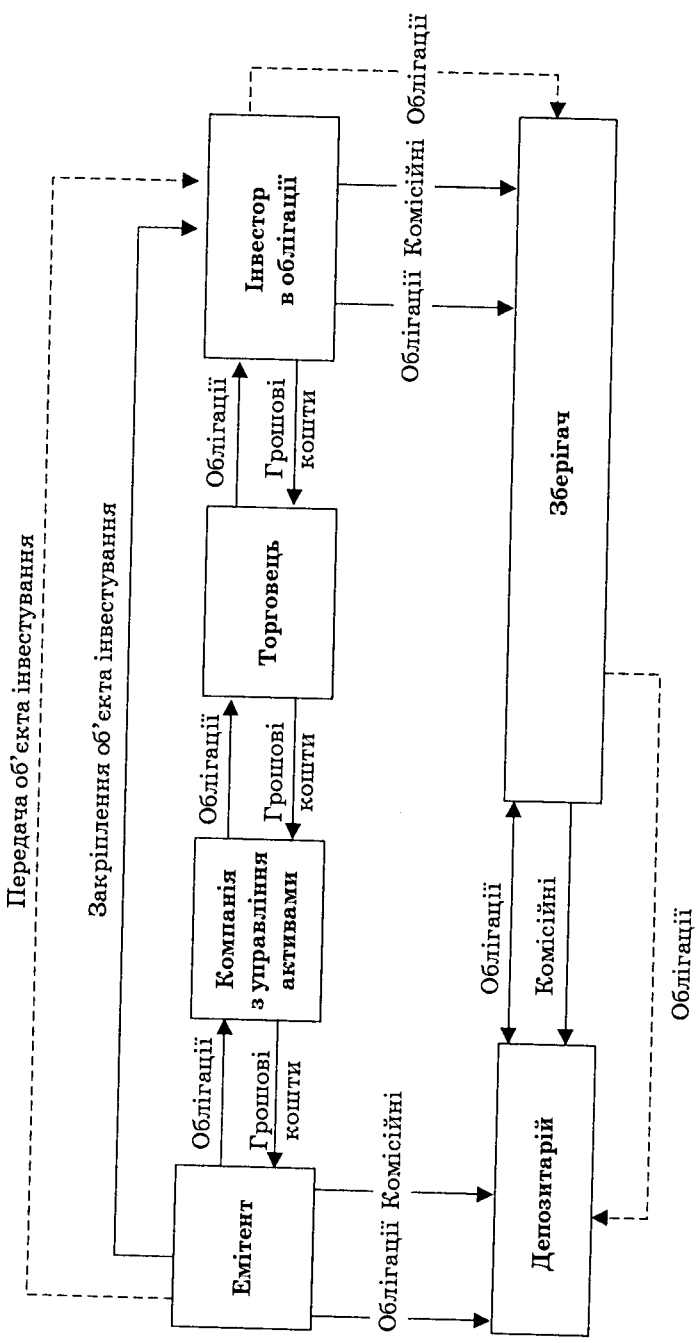


Рис. 6.2. Механізм руху товарно-грошових потоків у разі фінансування житлового будівництва за рахунок коштів інвесторів, які залучені від розміщення цільових облігацій (за участю компанії з управління активами при первинному розміщенні цільових облігацій)

3. Банк приймає рішення про надання кредиту інвесторові у цільові облігації (для потенційного інвестора — попереднє рішення, а в разі позитивного попереднього рішення про надання кредиту після укладання договору купівлі-продажу цінних паперів на суму авансового платежу і договору бронювання об'єкта інвестування — банк приймає остаточне рішення) на підставі таких документів.

3.1. Договору купівлі-продажу цільових облігацій.

3.2. Договору бронювання із зазначенням проектних характеристик об'єкта інвестування, який закріпили за інвестором. Договір бронювання підтверджує придбання інвестором цільових облігацій за рахунок власних грошових коштів у розмірі, не меншому за розмір авансового платежу, що сплачується інвестором за рахунок власних коштів у разі отримання кредиту на інвестування в будівництво нерухомості згідно з внутрішніми нормативними документами банку.

3.3. Довідки про загальну суму інвестування за договором бронювання із зазначенням суми заборгованості інвестора за договором бронювання у фактичних цінах.

3.4. Виписки з рахунку цінних паперів інвестора, які є підтвердженням права власності на цільові облігації.

3.5. Документи, що будуть визначені банком як необхідні для прийняття рішення про надання інвесторові кредиту або про відмову в його наданні згідно з вимогами внутрішніх нормативних документів банку.

4. Банк у формі листа доводить до відома емітента, андерайтера або компанії з управління активами (залежно від схеми розміщення цільових облігацій) та інвестора зміст прийнятого банком рішення щодо надання інвесторові кредиту на інвестування у будівництво шляхом придбання цільових облігацій.

5. Між банком та інвестором укладається *договір кредиту* на інвестування у будівництво шляхом придбання цільових облігацій, на підставі якого інвестор отримує кредит для оплати заборгованості за договором бронювання, сума якої визначається на підставі довідки про загальну суму інвестування та заборгованості за договором бронювання.

6. Одночасно з укладанням договору кредиту між банком та інвестором укладається *іпотечний договір*, за яким май-

нові права на об'єкт інвестування, що були набуті інвестором за договором бронювання, передаються банку в іпотеку. Іпотечний договір підлягає укладанню у письмовій формі з обов'язковим його нотаріальним посвідченням, іпотека за таким договором підлягає реєстрації в Державному реєстрі іпотек, а цивільно-правовий обіг об'єкта інвестування — забороні на весь строк дії договору кредиту відповідно до законодавства.

7. Інвестор використовує банківський кредит для погашення заборгованості за договором бронювання шляхом укладання договору купівлі-продажу цільових облігацій на суму заборгованості за договором бронювання.

8. Після зарахування пакета цільових облігацій за договором купівлі-продажу цільових облігацій на суму заборгованості за договором бронювання між банком та інвестором укладається *договір про заставу цільових облігацій*, які перебувають на рахунку в цінних паперах інвестора.

9. Між інвестором, банком, емітентом, андерайтером і компанією з управління активами (залежно від схеми розміщення цільових облігацій) укладається *додаткова угода № 1 до договору бронювання*, відповідно до якої до моменту виконання інвестором договору кредиту, майнові права на об'єкт інвестування обтяжені іпотекою, встановленою на користь банку за іпотечним договором.

10. Між інвестором, банком, емітентом, андерайтером, компанією з управління активами (залежно від схеми розміщення цільових облігацій) укладається *додаткова угода № 2 до договору бронювання*, якою регламентується порядок отримання інвестором у власність об'єкта інвестування та визначаються дії, які інвестор не може вчинити до запланованої дати введення об'єкта будівництва в експлуатацію та до повного і належного виконання інвестором договору кредиту.

11. Після набуття інвестором права власності на об'єкт нерухомості та його реєстрації між банком та інвестором укладається *додаткова угода до іпотечного договору*, згідно з якою відбувається зміна предмета іпотеки: предметом іпотеки стає безпосередньо об'єкт інвестування, набутий інвестором у власність, замість майнових прав на нього. *Додаткова*

угода до іпотечного договору посвідчується нотаріально і вносяться відповідні зміни до Державного реєстру іпотек та накладається заборона відчуження об'єкта нерухомого майна шляхом учинення відповідного запису в Реєстрі заборон відчуження нерухомого майна.

12. У разі погашення інвестором заборгованості за договором кредиту банк виключає запис із Державного реєстру іпотек про обтяження об'єкта інвестування іпотекою і знімає заборону відчуження об'єкта інвестування.

Особливості механізму фінансування будівництва шляхом емісії та розміщення цільових облігацій забудовника формують переваги і недоліки цієї схеми взаємодії суб'єктів господарювання у житловому будівництві.

Переваги схеми:

- забудовник оптимізує оподаткування операцій з реалізації нерухомості у разі роботи через інститути спільного інвестування (ІСІ) — компанії з управління активами та інвестиційні фонди, бо відповідно до діючого законодавства дохід, який інвестується ІСІ у нові активи, не підлягає оподаткуванню, а дохід, що одержаний у формі дивідендів або від реалізації активів ІСІ, оподатковується на загальних умовах;

- податкові зобов'язання у забудовника виникають після погашення облігацій;

- забудовник самостійно розпоряджається коштами, які залучені від випуску і розміщення цільових облігацій;

- частка витрат на обслуговування фінансової схеми у структурі собівартості будівництва не перевищує 0,5 %;

- інвестори мають змогу накопичувати пакет облігацій для придбання об'єкта інвестування поступово.

Недоліки схеми:

- низька ліквідність цільових облігацій;

- цільові облігації є незабезпеченими цінними паперами, тому у випадку банкрутства емітента (збудовника) держателі цільових облігацій можуть утратити проінвестовані у житлове будівництво фінансові ресурси;

- не встановлено відповідальність забудовника за несвоєчасне введення об'єкта будівництва в експлуатацію;

- закріплення об'єкта інвестування за інвестором відбувається лише після придбання останнім певного пакету цільових облігацій та підписання договору про бронювання об'єкта інвестування;
- інвестор не в змозі контролювати цільове використання коштів, які залучені забудовником від розміщення цільових облігацій.

6.2. Фінансування будівництва за рахунок коштів довірителів Фонду фінансування будівництва

Загальні принципи, правові та організаційні засади залучення коштів фізичних і юридичних осіб в управління з метою фінансування будівництва житла та особливості управління цими коштами встановлені Законом України “Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю” від 19.06.2003 р. № 978-IV.

Фонд фінансування будівництва (ФФБ) — кошти, які передані управителю ФФБ в управління, які використані чи будуть використані управителем у майбутньому на умовах Правил ФФБ і договорів про участь у ФФБ. Метою створення ФФБ є отримання довірителями ФФБ у власність об'єктів житлової нерухомості. ФФБ не є юридичною особою.

Учасниками механізму фінансування будівництва за рахунок коштів довірителів ФФБ є: управитель ФФБ, довіритель ФФБ, забудовник. У разі кредитування фізичних осіб на інвестування у житлове будівництво шляхом їх участі у ФФБ ще одним учасником механізму фінансування будівництва стає кредитор.

Управитель ФФБ — фінансова установа, яка від свого імені діє в інтересах довірителів ФФБ і здійснює управління залученими коштами згідно з законодавством, Правилами ФФБ і відповідно до договорів про участь у ФФБ. Управитель ФФБ діє на підставі:

1) якщо управитель ФФБ — небанківська фінансова установа: свідоцтва про внесення до Єдиного реєстру фінансових

установ і ліцензії на діяльність із залучення коштів фізичних осіб — установників управління майном для фінансування будівництва, яка надається Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України. Фінансова компанія — управитель ФФБ у своїй діяльності має дотримуватися вимог законодавства України, яким регулюється діяльність небанківських фінансових установ, та Ліцензійних умов провадження діяльності із залучення коштів фізичних осіб — установників управління майном для фінансування об'єктів будівництва та/або здійснення операцій з нерухомістю, що затверджені Розпорядженням Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 24.06.2004 р. № 1225 (далі за текстом — Ліцензійні умови). Ліцензійними умовами встановлені наступні нормативи, дотримання яких є обов'язковим протягом строку дії ліцензії небанківських фінансових установ — управителів ФФБ:

- коефіцієнт платоспроможності має бути не меншим, ніж 0,1;
- коефіцієнт абсолютної ліквідності має бути не меншим, ніж 0,1;
- коефіцієнт забезпечення повернення грошових коштів установників управління майном має бути не меншим, ніж 0,1;
- відношення суми залучених від довіритель ФФБ коштів до власного капіталу управителя має бути не більшим, ніж 50,0;

2) якщо управитель ФФБ — банківська установа: ліцензії та дозволу НБУ на довірче управління коштами і цінними паперами за договорами з юридичними та фізичними особами.

Довіритель ФФБ — фізична або юридична особа, яка передає майно управителю ФФБ у довірчу власність на підставі договору про участь у ФФБ.

Забудовник — особа, яка має ліцензію на будівельну діяльність та отримала у встановленому законодавством порядку право на використання земельної ділянки для спорудження об'єктів будівництва, а також дозвільну документацію на здійснення будівництва:

1. Правовстановлюючими документами на земельну ділянку, на якій розташовано об'єкт будівництва, фінансування будівництва якого планується здійснювати через ФФБ, є:

- державний акт про право власності або на право постійного користування земельною ділянкою, на якій розташовано об'єкт будівництва;

- договір оренди землі, на якій розташовано об'єкт будівництва.

2. Дозвіл на будівництво (рішення виконавчого органу відповідної ради або місцевої державної адміністрації про дозвіл на будівництво об'єкта).

3. Дозвіл на виконання будівельних робіт.

4. Договір підряду (або генерального підряду), що укладається між замовником і підрядником, та інша документація (проектна, кошторисна, тендерна, тендерні пропозиції, акцепт тендерної пропозиції, повідомлення, запити, претензії тощо), яка встановлює, конкретизує, уточнює або змінює умови договору підряду.

5. Позитивний висновок комплексної державної експертизи проекту будівництва об'єкта нерухомості, яким затверджується проектна документація.

6. Акт розподілу площ, що підписаний на виконання договору про пайову участь у проектуванні та будівництві об'єкта житлової нерухомості, інвестиційного договору, договору про передачу функцій замовника тощо (у випадку укладання відповідного договору), яким визначені майнові права на конкретні об'єкти інвестування в об'єкті будівництва, фінансування будівництва яких буде здійснюватися через ФФБ.

Об'єкт інвестування — квартира або приміщення соціально-побутового призначення (вбудовані в житлові будинки або окремо розташовані нежитлові приміщення, гаражний бокс, машиномісце тощо) в об'єкті будівництва, яке після завершення будівництва стає окремим майном.

Об'єкт будівництва — будівля, споруда або комплекс споруд, будівництво яких організовує забудовник і фінансування будівництва яких здійснює управитель за рахунок отриманих в управлінні коштів.

Сутність механізму фінансування житлового будівництва за рахунок коштів довірителі ФФБ полягає у тому, що управитель ФФБ акумулює внески довірителів ФФБ, які сформулюються за рахунок власних коштів та/або банківських кре-

днів, на окремому рахунку і перераховує їх забудовнику відповідно до графіка фінансування будівництва; забудовник організовує будівництво об'єкта нерухомості відповідно до графіка виконання будівельних робіт і після завершення будівництва та введення об'єкта в експлуатацію передає об'єкти інвестування у власність довірителям ФФБ. Схема руху товарно-грошових потоків у фінансуванні будівництва за рахунок коштів довіритель ФФБ наведена на рис. 6.3.

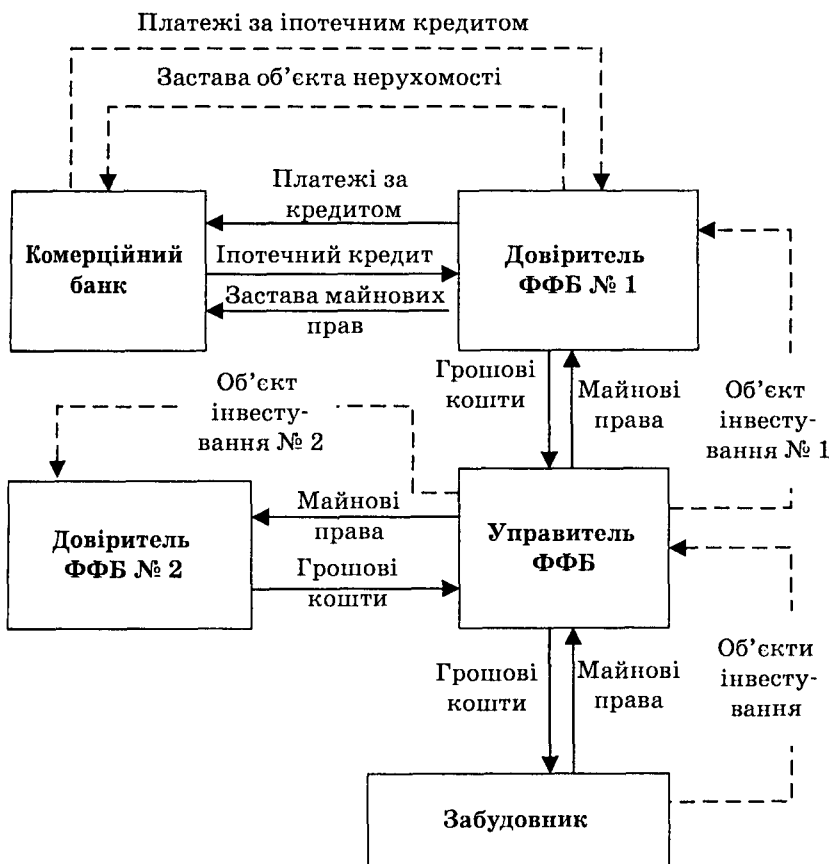


Рис. 6.3. Рух товарно-грошових потоків у фінансуванні житлового будівництва за рахунок коштів довіритель ФФБ

На рис. 6.3 наведено рух товарно-грошових потоків у фінансуванні будівництва об'єкта житлової нерухомості за рахунок коштів довіритель ФФБ із використанням (довіритель ФФБ № 1) та без використання (довіритель ФФБ № 2) банківських кредитів. Суцільними лініями на рис. 6.3 зображено напрям товарно-грошових потоків на етапі будівництва об'єкта нерухомості, штриховими лініями — напрям товарно-грошових потоків на етапі завершення будівництва об'єкта і введення його в експлуатацію.

Законом України “Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю” від 19.06.2003 р. № 978-IV передбачено два типи ФФБ: ФФБ виду “А” та ФФБ виду “Б”.

Для **ФФБ виду “А”** поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, споживчі властивості об'єктів інвестування, коефіцієнти поверху та комфортності визначає забудовник, також він бере на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва та зобов'язаний своєчасно ввести його в експлуатацію незалежно від обсягу фінансування.

Для **ФФБ виду “Б”** забудовник бере на себе зобов'язання дотримуватися рекомендацій управителя щодо споживчих властивостей об'єктів інвестування, здійснювати спорудження об'єктів будівництва без порушення графіків будівництва і відповідно до проектної документації та в межах загальної вартості будівництва, погодженої з управителем, і своєчасно ввести їх в експлуатацію у разі виконання управителем графіка фінансування будівництва. Поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, коефіцієнти поверху і комфортності, а також ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва бере на себе управитель ФФБ. Відповідно до чинного законодавства управитель ФФБ може створити ФФБ виду “Б” лише за наявності дозволу на прийняття управителем комерційних ризиків, який надається Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України.

Економічні інтереси і функції суб'єктів механізму фінансування будівництва за рахунок коштів довіритель ФФБ (з ві-

докремленням функцій управителя ФФБ і забудовника у створенні ФФБ виду "А" та ФФБ виду "Б") наведені у табл. 6.1. Узгодження економічних інтересів суб'єктів фінансування будівництва за рахунок коштів довіритель ФФБ і встановлення цивільно-правових відносин між ними здійснюється шляхом укладання договорів. Нижче розкрито порядок встановлення цивільно-правових відносин між суб'єктами механізму фінансування будівництва за рахунок коштів довіритель ФФБ без залучення та із залученням банківського кредитування довіритель ФФБ на інвестування у житлове будівництво.

Механізм фінансування будівництва за рахунок коштів довіритель ФФБ включає ряд послідовних етапів:

1. Встановлення правовідносин між забудовником і управителем ФФБ.

1.1. Погодження правил участі у ФФБ. *Правила ФФБ* визначають вид ФФБ, процедуру створення ФФБ, порядок організації взаємовідносин забудовника, управителя і довіритель, порядок встановлення управління майном, умови, особливості та обмеження здійснення управління майном, напрями і порядок використання залучених коштів, порядок участі у фонді та відмови від участі в ньому, типи вимірних одиниць об'єктів інвестування, порядок і умови закріплення об'єкта інвестування за довіритель, розмір винагороди управителя та інші умови функціонування ФФБ.

1.2. *Договір про організацію спорудження об'єкта будівництва*, за яким управитель ФФБ замовляє забудовнику збудувати один або декілька об'єктів будівництва, ввести їх в експлуатацію і передати об'єкти інвестування довіритель цього ФФБ на умовах, що визначені Правилами ФФБ. За кожним об'єктом будівництва забудовник передає управителю перелік об'єктів інвестування в об'єкті будівництва, який є попереднім обсягом замовлення на будівництво, та майнові права на ці об'єкти інвестування для подальшої передачі довіритель ФФБ на умовах Правил ФФБ. Без письмової згоди управителя забудовник не має права відчужувати або обтяжувати будь-яким способом об'єкти інвестування, майнові права на які передані управителю ФФБ.

Таблиця 6.1. Економічні інтереси і функції суб'єктів механізму фінансування будівництва за рахунок коштів довіритель ФФБ

Суб'єкт іпогечного ринку	Економічні інтереси	Функції
<p>Управитель ФФБ — фінансова установа, яка від свого імені та в інтересах довіритель ФФБ здійснює управління залученими коштами згідно з законодавством, Правилами ФФБ і відповідно до договорів про участь у ФФБ</p>	<p>1. Отримання довірительми ФФБ у власність об'єктів житлової нерухомості.</p> <p>2. Одержання доходу від здійснення операцій з довірчого управління залученими коштами. Джерелом доходу управителя ФФБ є:</p> <p>а) комісія з перерахування коштів на фінансування будівництва, яка сплачується забудовником, або утримується управителем самостійно за рахунок коштів ФФБ;</p> <p>б) комісії з надання послуг довірительям ФФБ щодо зміни об'єкта інвестування, уступки права вимоги за договором про участь у ФФБ третім особам, часткового повернення коштів з ФФБ і оформлення відмови від участі у фонді;</p>	<p>1. Розробляє і затверджує Правила ФФБ та інші внутрішні документи, що регламентують функціонування ФФБ.</p> <p>2. Формує замовлення забудовнику на організацію спорудження об'єкта будівництва.</p> <p>3. Відкриває рахунок ФФБ, акумулює, зберігає, обліковує отримані у довірчу власність кошти та здійснює фінансування будівництва об'єкта відповідно до графіка фінансування будівництва.</p> <p>4. Приймає в управління кошти від довіритель ФФБ і закріплює за ними обрані об'єкти інвестування.</p> <p>5. Формує оперативний резерв ФФБ.</p> <p>6. Здійснює передачу довірительям ФФБ, які повністю проінвестували закріплені за ними об'єкти інвестування, майнових прав на ці об'єкти.</p> <p>7. Здійснює контроль за цільовим використанням забудовником спрямованих на будівництво коштів.</p> <p>8. Набуває функцій забудовника у разі порушення забудовником умов договору про організацію спорудження об'єкта</p>

Продовження табл. 6.1

Суб'єкт іпотечного ринку	Економічні інтереси	Функції
<p>Довіритель ФФБ — фізична або юридична особа, яка передає майно управителю в довіру власність на підставі договору про участь у ФФБ</p>	<p>в) доходи, одержані управителем ФФБ, від використання вільних коштів на поточних рахунках ФФБ, які тимчасово не передані на фінансування будівництва</p>	<p>У разі функціонування ФФБ виду "А": Протягом періоду будівництва відповідно до умов договору про організацію спорудження об'єкта будівництва підтверджує забудовнику обсяг замовлення на будівництво шляхом надання даних про об'єкти інвестування, майнові права на які передані довірителем ФФБ на умовах Правил ФФБ.</p> <p>У разі функціонування ФФБ виду "Б": 1. Визначає поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, коефіцієнти поверху і комфортності. 2. Приймає на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва</p>
<p>Довіритель ФФБ — фізична або юридична особа, яка передає майно управителю в довіру власність на підставі договору про участь у ФФБ</p>	<p>1. Отримати у власність об'єкт інвестування у фінансування будівництва об'єкта за рахунок власних коштів і банківських кредитів. 2. Мінімізувати трансакційні витрати, що пов'язані з набуттям у власність об'єктів житлової нерухомості</p>	<p>1. Передає власні та залучені кошти в управління управителю ФФБ. 2. Закріплює за собою об'єкт інвестування. 3. Вносить кошти на рахунок ФФБ з метою 100 % -го фінансування закріпленого об'єкта інвестування. 4. Отримує у власність об'єкт інвестування</p>

Продовження табл. 6.1

Суб'єкт іпотечного ринку	Економічні інтереси	Функції
<p>Забудовник — юридична особа, яка має ліцензію на будівельну діяльність, отримала у встановленому законодавством порядку право на виконання земляної ділянки для спорудження об'єктів будівництва та має дозвілну документацію на здійснення будівництва</p>	<p>3. Уникнути недобросовісних дій забудовника щодо об'єктів інвестування</p> <p>Одержання прибутку в результаті організації спорудження об'єкта будівництва, введення його в експлуатацію та передачі об'єктів інвестування в об'єкті будівництва інвесторам. Складовими прибутку забудовника є:</p> <p>1. Кошторисний прибуток, сума якого складається у зведений кошторисний розрахунок вартості будівництва і залежить від виду будівництва, технічної та технологічної складності будівництва, строків будівництва і приймається в межах, що рекомендовані Держбудом України.</p> <p>2. Прибуток, сума якого утворилася внаслідок різниці</p>	<p>1. Організовує спорудження об'єкта будівництва відповідно до замовлення управителя ФФБ.</p> <p>2. Здійснює цільове використання отриманих від управителя ФФБ коштів.</p> <p>3. Здійснює оформлення права власності на житло.</p> <p>У разі функціонування ФФБ виду "А":</p> <p>1. Організовує спорудження об'єкта будівництва і вводить його в експлуатацію незалежно від обсягу замовлення на будівництво, підтверженого управителем ФФБ.</p> <p>2. Визначає поточну ціну вимірної одиниці об'єкта будівництва, споживчі властивості об'єктів інвестування, коефіцієнти поверху і комфортності.</p> <p>3. Приймає на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва і зобов'язується своєчасно ввести його в експлуатацію незалежно від обсягу фінансування</p>

Закінчення табл. 6.1

Суб'єкт іпотечного ринку	Економічні інтереси	Функції
	<p>між поточною ціною реалізації 1 м² загальної площі об'єкта інвестування та поточною кошторисною вартістю його будівництва</p>	<p>У разі функціонування ФФБ виду "Б": 1. Дотримується рекомендацій управителя щодо споживчих властивостей об'єктів інвестування, здійснює спорудження об'єктів будівництва відповідно до проектної документації та в межах загальної вартості будівництва, погодженої з управителем</p>
<p>Кредитор — фінансово-кредитний інститут, який надає довірительям ФФБ іпотечні кредити у встановленому законодавством порядку</p>	<p>Максимізація дохідності активних операцій; обмеження ризиків іпотечного кредитування; забезпечення повернення кредитів</p>	<p>1. Надає іпотечні кредити на основі оцінки платоспроможності позичальника відповідно до вимог і умов іпотечного кредитування; оформлення кредитного договору. 2. Здійснює обслуговування наданих іпотечних кредитів</p>

1.3. Управитель ФФБ визначає банк, в якому має бути відкритий поточний рахунок забудовника і поточні рахунки його підрядників, субпідрядників та інших суб'єктів підприємницької діяльності, які беруть участь у спорудженні об'єкта будівництва. Ця умова має бути внесена забудовником у договори підряду та інші договори, що пов'язані зі спорудженням об'єкта будівництва.

1.4. За кожним об'єктом будівництва забудовник або генеральний підрядник зобов'язаний укласти із страховиком, якого визначає управитель ФФБ, *договір обов'язкового страхування будівельно-монтажних робіт* на весь час спорудження об'єкта будівництва і на гарантійний строк від ризиків його пошкодження або знищення внаслідок техногенних аварій та природних явищ, вигодонабувачем за яким є управитель ФФБ.

1.5. Укладання *іпотечного договору*, предметом іпотеки за яким можуть бути майнові права на нерухомість, яка є об'єктом будівництва, або, за згодою управителя ФФБ, об'єкт незавершеного будівництва, або нерухоме майно. Іпотечний договір має бути укладений у письмовій формі та нотаріально посвідчений.

1.6. *Договір уступки майнових прав* на об'єкт будівництва з відкладальною умовою. У разі виявлення управителем ФФБ визначеного договором ризику порушення забудовником умов договору договір уступки заставленого майнового права набирає чинності, а забудовник повинен передати управителю ФФБ майно та майнові права на нерухомість, яка є об'єктом будівництва.

1.7. *Договір доручення* з відкладальними умовами, за яким управителю ФФБ у разі порушення забудовником умов договору доручається виконувати функції забудовника, у тому числі шляхом передоручення цих функцій іншим особам. За таких умов забудовник на час дії договору має право надавати безвідкличну довіреність управителю ФФБ на право делегування третім особам функцій забудовника у разі порушення останнім умов договору з управителем ФФБ.

2. Управитель для кожного ФФБ відкриває окремий рахунок. Будь-які обмеження щодо кількості об'єктів будівниц-

тва, що можуть споруджуватися в рамках кожного ФФБ, не установлюються. За кожним ФФБ управитель ФФБ формує оперативний резерв. Фінансування будівництва за рахунок коштів ФФБ виду "А" управитель ФФБ здійснює в межах отриманих в управління коштів, за винятком оперативного резерву. Облік спрямованих на фінансування будівництва коштів управитель веде за об'єктами будівництва.

3. Установлення правовідносин між управителем ФФБ і довірителем ФФБ.

3.1. *Договір про участь у ФФБ*, відповідно до якого відбувається закріплення об'єкта інвестування за довірителем ФФБ і виникає у довірителя право вимоги на цей об'єкт інвестування в майбутньому. Внесення довірителем коштів до ФФБ і передачу їх управителю ФФБ в управління відбувається відповідно до договору про участь у ФФБ.

3.2. Після внесення довірителем коштів до ФФБ управитель видає довірителю *свідоцтво про участь у ФФБ* — документ, що підтверджує участь довірителя у ФФБ. У свідоцтві про участь у ФФБ обов'язково мають бути зазначені: вид ФФБ; дані довірителя; дата видачі свідоцтва; закріплений за довірителем об'єкт інвестування; запланована дата введення об'єкта будівництва в експлуатацію; сума коштів, які передані довірителем в управління управителю; кількість закріплених за довірителем вимірних одиниць об'єкта інвестування; графік подальшого внесення довірителем коштів до ФФБ; витяг із договору про зобов'язання забудовника перед управителем, який діє в інтересах довірителів, щодо спорудження об'єктів будівництва та передачі у власність довірителям об'єктів інвестування.

3.3. *Договір про уступку майнових прав* на об'єкт нерухомого майна, за яким довіритель ФФБ набуває майнових прав на об'єкт інвестування у разі повного (100 % -го) інвестування довірителем ФФБ об'єкта інвестування.

4. Після введення об'єкта будівництва в експлуатацію.

4.1. Забудовник одержує акт державної приймальної комісії про прийняття в експлуатацію закінченого будівництвом об'єкта, письмово повідомляє про це управителя ФФБ і надає дані щодо фактичної загальної площі об'єктів інвесту-

вання, що отримані від державних органів, які здійснюють реєстрацію права власності на нерухоме майно.

4.2. Управитель ФФБ надає забудовнику остаточно підтверджений обсяг замовлення на будівництво за цим об'єктом будівництва і передає йому перелік довіритель, які мають право отримати у власність закріплені за ними об'єкти інвестування.

4.3. На підставі даних щодо фактичної загальної площі об'єктів інвестування довіритель за поточною ціною вимірної одиниці об'єкта інвестування здійснює остаточні розрахунки з управителем ФФБ і отримує в управителя ФФБ довідку за встановленою формою в обмін на свідоцтво про участь у ФФБ. Довідка є документом, що підтверджує право довірителя на отримання у власність закріпленого за ним об'єкта інвестування.

4.4. Отриману від управителя ФФБ довідку довіритель надає забудовникові для подальшого оформлення права власності на закріплений за ним об'єкт інвестування. Після підписання довірительом ФФБ акта прийому-передачі закріпленого за ним об'єкта інвестування, умови договору про участь у ФФБ вважаються виконаними і управління майном припиняється.

Механізм кредитування довіритель ФФБ на інвестування у житлове будівництво містить ряд послідовних етапів:

1. Забудовник, управитель ФФБ і банк укладають *тристоронній договір про співпрацю* у питаннях щодо фінансового забезпечення функціонування ФФБ з метою фінансування будівництва об'єкта, відповідно до якого банк здійснює кредитування довіритель ФФБ через мережу власних установ (відділень, філій).

2. Довірителю ФФБ (або потенційному довірителью ФФБ), який виявив намір отримати кредит на інвестування у будівництво, управитель ФФБ пропонує звернутися до банку для проведення ним аналізу на предмет можливості надання довірителью ФФБ кредиту.

3. Банк приймає рішення про надання кредиту довірителью ФФБ (для потенційного довірителя ФФБ — попереднє рішення, а в разі позитивного попереднього рішення про надання

кредиту після підписання договору про участь у ФФБ — банк приймає остаточне рішення) на підставі таких документів.

3.1. Договору про участь у ФФБ.

3.2. Свідоцтва про участь у ФФБ, що оформляється управителем ФФБ на ім'я довірителя ФФБ, яке підтверджує сплату довірителем ФФБ за рахунок його власних грошових коштів першого внеску до ФФБ, розмір якого визначається Правилами ФФБ і не може бути меншим за розмір авансового внеску, що сплачується довірителем ФФБ за рахунок власних коштів у разі отримання кредиту на інвестування в будівництво нерухомості згідно з внутрішнім нормативними документами банку.

3.3. Довідки про загальну суму інвестування за договором про участь у ФФБ із зазначенням суми заборгованості довірителя ФФБ за договором про участь у ФФБ у фактичних цінах.

3.4. Документи, що будуть визначені банком як необхідні для прийняття рішення про надання довірителю ФФБ кредиту або про відмову в його наданні згідно з вимогами внутрішніх нормативних документів банку.

4. Банк у формі листа доводить до відома управителя ФФБ та довірителя ФФБ зміст прийнятого банком рішення щодо надання довірителю ФФБ кредиту на інвестування у будівництво.

5. Між банком і довірителем ФФБ укладається *договір кредиту* на інвестування у будівництво, на підставі якого довіритель ФФБ отримує кредит для оплати заборгованості за договором про участь у ФФБ, сума якої визначається на підставі довідки про загальну суму інвестування за договором про участь у ФФБ. Банк здійснює видачу кредиту довірителю ФФБ шляхом його перерахування на рахунок ФФБ.

6. Одночасно з укладанням договору кредиту між банком і довірителем ФФБ укладається *іпотечний договір*, за яким майнові права на об'єкт інвестування, що набуті довірителем ФФБ за договором про уступку майнових прав на об'єкт нерухомого майна, передаються банку в іпотеку. Іпотечний договір підлягає укладанню у письмовій формі з обов'язковим його нотаріальним посвідченням, іпотека за таким договором

підлягає реєстрації в Державному реєстрі іпотек, а цивільно-правовий обіг об'єкта інвестування — забороні на весь строк дії договору про надання кредиту відповідно до чинного законодавства України.

7. Між управителем ФФБ, довірителем ФФБ і банком укладається *додаткова угода № 1 до договору про участь у ФФБ*, відповідно до якої у разі порушення довірителем ФФБ умов виконання договору кредиту та отримання управителем ФФБ від банку письмового повідомлення про порушення довірителем ФФБ договору кредиту договір про участь довірителя у ФФБ підлягає розірванню.

8. Між управителем ФФБ, довірителем ФФБ і банком укладається *додаткова угода № 2 до договору про участь у ФФБ*, якою регламентується порядок отримання довірителем ФФБ у власність об'єкта інвестування та визначаються дії, які довіритель ФФБ не може вчинити до запланованої дати введення об'єкта будівництва в експлуатацію та до повного і належного виконання довірителем ФФБ договору кредиту.

9. Між управителем ФФБ, довірителем ФФБ і банком укладається *додаткова угода № 1 до договору про уступку майнових прав* на об'єкт нерухомого майна, згідно з якою до моменту виконання довірителем ФФБ договору кредиту, майнові права на об'єкт інвестування обтяжені іпотекою, що встановлена на користь банку за іпотечним договором.

10. Після набуття довірителем ФФБ права власності на об'єкт нерухомості та його реєстрації між банком і довірителем ФФБ укладається *додаткова угода до іпотечного договору*, згідно з якою відбувається зміна предмета іпотеки: предметом іпотеки стає безпосередньо об'єкт інвестування, набутий довірителем ФФБ у власність, замість майнових прав на нього. *Додаткова угода до іпотечного договору* посвідчується нотаріально та вносяться відповідні зміни до Державного реєстру іпотек і накладається заборона відчуження об'єкта нерухомого майна шляхом учинення відповідного запису у Реєстрі заборон відчуження нерухомого майна.

11. Після повного виконання управителем ФФБ зобов'язань перед довірителем ФФБ за договором про участь у ФФБ управління майном припиняється.

12. У разі погашення довірительом ФФБ заборгованості за договором кредиту банк виключає запис із Державного реєстру іпотек про обтяження об'єкта інвестування іпотекою і знімає заборону відчуження об'єкта інвестування.

Особливості механізму фінансування будівництва за рахунок коштів довірительів ФФБ формують переваги і недоліки цієї схеми взаємодії суб'єктів господарювання у житловому будівництві.

Переваги фінансування будівництва за рахунок коштів довірительів ФФБ:

- запровадження інституту управителя ФФБ дозволяє не лише контролювати цільове використання забудовником коштів довірительів ФФБ, але й передавати функції забудовника іншим особам у разі невиконання зобов'язань забудовником;
- страхування ризиків будівельно-монтажних робіт дає змогу залучити до процесу житлового будівництва фахівців страхових компаній;
- розподіл функцій суб'єктів, які беруть участь у будівництві об'єкта житлової нерухомості, сприяє зниженню трансакційних витрат і підвищенню ефективності діяльності усіх учасників схеми фінансування;
- за довірительом ФФБ у разі внесення коштів у ФФБ закріплюється конкретний об'єкт інвестування в об'єкті будівництва.

Недоліки фінансування будівництва за рахунок коштів довірительів ФФБ:

- передбачено 5 % -й податок з доходів фізичних осіб у операціях через ФФБ. Відповідно до п. 7.2 ст. 7 і п. 2.17 ст. 4 Закону України "Про оподаткування доходів фізичних осіб" у разі відмови фізичної особи від участі у ФФБ оподатковуваним доходом визнається додатна різниця між внесеними і вилученими фізичною особою коштами;
- наявність посередника між інвестором і забудовником: інвестор не володіє прямими інструментами контролю за діяльністю забудовника та управителя ФФБ та за цільовим використанням залучених коштів;
- використання коштів одного ФФБ для фінансування декількох об'єктів будівництва може викликати ситуацію,

коли на фінансування останнього об'єкта будівництва у ФФБ може не вистачити фінансових ресурсів;

- через один ФФБ можуть працювати декілька забудовників, які позбавлені механізмів контролю за використанням коштів довіритель ФФБ;
- непрозорість схеми страхування комерційних ризиків ФФБ і відповідальності управителя ФФБ перед довірительми;
- собівартість будівництва може збільшуватися від 2 % до 10 % залежно від величини доходу управителя ФФБ за перерахування коштів із рахунку ФФБ на рахунок забудовника.

6.3. Іпотечні цінні папери. Іпотечні облігації

Відповідно до Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV (зі змінами та доповненнями), Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV (зі змінами та доповненнями) і Закону України “Про іпотечні облігації” від 22.12.2005 р. № 3273-IV (зі змінами та доповненнями) право на існування мають наступні види цінних паперів: *заставні, іпотечні облігації та іпотечні сертифікати*.

Заставна — це борговий цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання — право звернути стягнення на предмет іпотеки. Заставна оформлюється, якщо її видача передбачена іпотечним договором.

Заставна складається у письмовій формі в одному примірнику на бланку стандартної форми, яка встановлюється Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Зразок типової форми бланка заставної, який затверджено Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 04.09.2003 р. № 363, наведений у додатку 3. На всіх оригінальних примірниках іпотечного договору робиться від-

мітка про видачу заставної (ст. 21 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV). Відомості про видачу заставної, анулювання заставної, видачу нової заставної підлягають унесенню до відповідного державного реєстру за місцем державної реєстрації іпотеки у встановленому законодавством порядку (ст. 20 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV).

Після державної реєстрації іпотеки оригінал заставної передається іпотекодержателю, якщо інший порядок передачі заставної не встановлено іпотечним договором. Першим власником заставної є особа, яка на момент видачі заставної відповідно до умов іпотечного договору має статус іпотекодержателя (ст. 20 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV).

Іпотекодержатель (власник заставної) може до настання строку виконання боржником зобов’язань за заставною проводити операції з належними йому заставними для рефінансування власної діяльності шляхом залучення додаткових грошових коштів від інших осіб. Рефінансування може здійснюватися такими способами (ст. 28. Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV):

1) відчуження (продаж) заставної шляхом учинення індосамента з компенсацією індосанту вартості заставної. Передача заставної здійснюється шляхом виконання на ній особою, якій належить заставна (індосантом), передавального напису (індосамента) на користь іншої особи (індосата) і передачі оригіналу заставної (ст. 25 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV). Наступний власник заставної набуває всіх прав іпотекодержателя (нового кредитора) за договором, яким обумовлене основне зобов’язання, та за іпотечним договором, на підставі якого була видана заставна, а права попереднього власника заставної як іпотекодержателя (первісного кредитора) припиняються (ст. 20 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV). Передача заставної не вимагає державної реєстрації. Проте на розсуд індосата передача заставної може бути зареєстрована у встановленому законом порядку (ст. 26 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV);

2) продаж заставної з зобов'язанням зворотного викупу (операція репо). Продаж заставної з зобов'язанням зворотного викупу є договором, згідно з яким будь-яка особа-кредитор зобов'язується сплатити іпотекодержателю (власнику заставної) грошові кошти, а іпотекодержатель (власник заставної) зобов'язується передати заставну цьому кредитору і викупити її за погодженою сторонами ціною у визначений строк у майбутньому, але не пізніше строку повного виконання основного зобов'язання боржником (ст. 29 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV);

3) передача заставної у заставу для забезпечення виконання зобов'язань перед іншими кредиторами. Застава заставної здійснюється шляхом вчинення індосамента, в якому зазначається, що застава передається тільки у заставу, та ідентифікується забезпечене заставою зобов'язання. У разі застави застава передається у володіння заставодержателю (ст. 30 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV);

4) емісія іпотечних цінних паперів. Заставні можуть забезпечувати випуск іпотечних цінних паперів — іпотечних облигацій та іпотечних сертифікатів (ст. 31 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV);

5) іншим способом, який не суперечить закону.

Заставна підлягає передачі боржнику в разі повного виконання ним основного зобов'язання. Знаходження заставної у боржника свідчить про виконання основного зобов'язання (ст. 22 Закону України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV).

Іпотечний сертифікат — іпотечний цінний папір, що забезпечений іпотечними активами або іпотеками (ст. 1 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV). Відносини у системі іпотечного кредитування, а також перетворення платежів за іпотечними активами у виплати за іпотечними сертифікатами із застосуванням механізмів управління майном установлені Законом України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV (зі змінами та доповненнями).

Кредитор, який є власником іпотечних активів, має право випустити сертифікати відповідно до Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV, Положення “Про порядок реєстрації випуску іпотечних сертифікатів, що випускаються в бездокументарній формі, інформації про їх випуск та звіту про підсумки випуску іпотечних сертифікатів”, що затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 21.03.2006 р. № 187, та Положення “Про порядок погашення іпотечних сертифікатів та скасування реєстрації випуску іпотечних сертифікатів, що випускаються в бездокументарній формі”, що затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 31.03.2006 р. № 208.

Іпотечні сертифікати можуть бути випущені у вигляді сертифікатів із фіксованою дохідністю і сертифікатів участі.

Сертифікати з фіксованою дохідністю — це сертифікати, які забезпечені іпотечними активами та посвідчують такі права власників: право на отримання номінальної вартості в передбачені умовами випуску сертифікатів строки; право на отримання процентів за сертифікатами на умовах інформації про випуск сертифікатів; право на задоволення вимог — у разі невиконання емітентом прийнятих на себе зобов'язань — з вартості іпотечних активів, що є забезпеченням випуску сертифікатів із фіксованою дохідністю, переважно перед іншими кредиторами емітента (ст. 23 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV). Сертифікати з фіксованою дохідністю мають строк обігу і номінальну вартість (ст. 14 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV).

Сертифікати участі — це сертифікати, які забезпечені іпотеками і посвідчують частку його власника у платежах за іпотечними активами. Власник сертифікатів участі має такі права: право на отримання частки у платежах за іпотечними активами відповідно до договору про придбання сертифікатів; право на задоволення вимог — у разі невиконання емітентом

взятих на себе зобов'язань — з вартості іпотечних активів, які знаходяться у довірчій власності управителя (ст. 24 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV). Управитель — фінансова установа, яка діє від свого імені та здійснює управління іпотечними активами в інтересах установника управління іпотечними активами і має відповідний дозвіл/ліцензію. Сертифікати участі мають строк обігу і частку консолідованого іпотечного боргу, що припадає на один сертифікат (ст. 14 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV).

Сертифікати можуть бути випущені в одній з таких форм (ст. 21 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV):

- іменні сертифікати документарної форми випуску;
- іменні сертифікати бездокументарної форми випуску;
- сертифікати на пред'явника документарної форми випуску.

Процедура емісії сертифікатів містить такі етапи (ст. 16 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV):

1. Одержання дозволу на здійснення емісії сертифікатів.
2. Прийняття емітентом рішення про випуск сертифікатів.
3. Формування або придбання іпотечних активів і підготовка інформації про випуск сертифікатів.
4. Визначення фінансової установи, яка буде виконувати функції управителя.
5. Визначення банків, які будуть виконувати функції керуючих іпотекою.
6. Затвердження емітентом інформації про випуск сертифікатів.
7. Державна реєстрація інформації про випуск сертифікатів і випуску сертифікатів.

8. Оформлення глобального сертифіката, який має відповідати загальному обсягу випуску, і передача його на зберігання до обраного емітентом депозитарію (для бездокументарної форми випуску).

9. Оприлюднення інформації про випуск сертифікатів.

10. Замовлення для виготовлення бланків іпотечних сертифікатів (для документарної форми випуску).

11. Розміщення сертифікатів.

12. Реєстрація звіту про підсумки випуску сертифікатів.

13. Оприлюднення звіту про підсумки випуску сертифікатів.

Емітент приймає рішення про випуск іпотечних сертифікатів після отримання від відповідного державного органу дозволу на право здійснення емісії сертифікатів. Умови випуску та обігу сертифікатів, а також операції з сертифікатами регулюються ст. 17, 20 Закону України “Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати” від 19.06.2003 р. № 979-IV.

Іпотечні облигації — облигації, виконання зобов'язань емітента за якими забезпечене іпотечним покриттям. Іпотечна облигація засвідчує внесення грошових коштів її власником і підтверджує зобов'язання емітента відшкодувати йому номінальну вартість облигації та грошового доходу в порядку, що встановлюється проспектом емісії, а в разі невиконання емітентом зобов'язань за іпотечною облигацією надає її власнику право задовольнити свою вимогу за рахунок іпотечного покриття. Правові засади випуску та обігу іпотечних облигацій, вимоги до їх іпотечного покриття, а також особливості державного регулювання і нагляду у цій сфері визначає Закон України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV. Випуск іпотечних облигацій здійснюється у бездокументарній формі, тобто шляхом здійснення зберігачем облікового запису, який є підтвердженням права власності на цінний папір.

Закон України “Про іпотечні облигації” (від 23.02.2006 р. № 3480-IV) установлює два види іпотечних облигацій: звичайні іпотечні облигації та структуровані іпотечні облигації. Емітентом звичайних іпотечних облигацій є іпотечний кредитор,

що несе відповідальність за виконання зобов'язань за іпотечними облігаціями, іпотечним покриттям і всім іншим своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернено стягнення. Емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань лише за іпотечним покриттям.

Звичайні іпотечні облігації. Емісія звичайних іпотечних облігацій здійснюється на підставі Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV; Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.04.2006 р. № 234 “Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску звичайних іпотечних облігацій, проспекту емісії, звіту про підсумки випуску іпотечних облігацій, погашення та скасування реєстрації випуску іпотечних облігацій” (далі за текстом — Рішення ДКЦПФР від 11.04.2006 р. № 234); Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 01.09.2006 р. № 774 “Про затвердження Положення про іпотечне покриття звичайних іпотечних облігацій, порядок ведення реєстру іпотечного покриття та управління іпотечним покриттям звичайних іпотечних облігацій” (далі за текстом — Рішення ДКЦПФР від 01.09.2006 р. № 774).

Учасниками процесу випуску, розміщення, обслуговування і погашення звичайних іпотечних облігацій є: емітент, управитель, обслуговуюча установа, депозитарій, аудитор, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Процедура емісії, обслуговування і погашення звичайних іпотечних облігацій містить ряд послідовних етапів:

1. Виконавчий орган емітента приймає і оформлює протоколом *рішення про випуск звичайних іпотечних облігацій* відповідно до вимог п. 4 Рішення ДКЦПФР від 11.04.2006 р. № 234.

2. Емітент формує *реєстр іпотечного покриття* звичайних іпотечних облігацій, керуючись розділом II, ст. 7—12 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV і Положенням “Про іпотечне покриття звичайних іпотечних облігацій, порядок ведення реєстру іпотечного по-

криття та управління іпотечним покриттям звичайних іпотечних облігацій”, затвердженим Рішенням ДКЦПФР від 01.09.2006 р. № 774. Ведення реєстру іпотечного покриття покладається на емітента, який щомісячно подає його управителю. Витяги з реєстру іпотечного покриття подаються до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у строки і у формі, що встановлені нормативно-правовими актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ст. 10 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

Іпотечні та інші активи, що включені до складу іпотечного покриття іпотечних облігацій, вважаються переданими у заставу, яка забезпечує виконання зобов’язань емітента-заставодавця перед власниками іпотечних облігацій — заставодержателями. Застава іпотечного покриття не потребує укладення договору застави і виникає з моменту державної реєстрації випуску іпотечних облігацій. Відомості про обтяження заставою іпотечного покриття вносяться управителем до Державного реєстру обтяжень рухомого майна у порядку, встановленому законодавством (ст. 8 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

3. Емітент готує *проспект емісії звичайних іпотечних облігацій* — документ, який містить інформацію про відкрите (публічне) або закрите (приватне) розміщення іпотечних облігацій згідно з вимогами п. 5 Рішення ДКЦПФР від 11.04.2006 р. № 234 та ст. 5 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV. Проспектом емісії може передбачатися надання власникам іпотечних облігацій гарантії щодо виконання грошових зобов’язань емітента або створення для цієї мети спеціального резервного чи страхового фонду. Процент за іпотечними облігаціями може бути фіксованим або плаваючим. У разі застосування плаваючого процента у проспекті емісії повинні зазначатися критерії або формула для його розрахунку (ст. 6 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

4. Емітент укладає *договір з депозитарієм цінних паперів* про обслуговування випуску звичайних іпотечних облігацій.

5. Емітент укладає *договір з аудитором* про проведення аудиторської перевірки на етапах емісії, обслуговування і погашення звичайних іпотечних облігацій.

5.1. На момент реєстрації випуску іпотечних облігацій аудитор формує аудиторський висновок щодо відповідності розміру іпотечного покриття даним бухгалтерського обліку і фінансової звітності емітента (ст. 7 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

5.2. Протягом строку обігу звичайних іпотечних облігацій аудиторські перевірки проводяться на предмет виявлення відповідності стану іпотечного покриття даним реєстру іпотечного покриття та вимогам Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

6. Емітент укладає *договір про управління іпотечним покриттям* з управителем. Управителем може бути банк або небанківська фінансова установа, яка отримала ліцензію на управління іпотечним покриттям, що видана Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Управитель діє в інтересах власників іпотечних облігацій, які після придбання звичайних іпотечних облігацій вважаються такими, що приєдналися до договору про управління іпотечним покриттям. Управитель виконує такі функції (ст. 15 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

6.1. Здійснює контроль за поточним станом іпотечного покриття і за веденням реєстру іпотечного покриття.

6.2. Забезпечує зберігання документів, які засвідчують права емітента на іпотечні активи у складі іпотечного покриття у порядку, що передбачений проспектом емісії.

6.3. Здійснює контроль за додержанням умов заміни іпотечних активів чи включення нових іпотечних активів до складу іпотечного покриття.

6.4. Здійснює контроль за своєчасністю і повнотою здійснення емітентом платежів за звичайними іпотечними облігаціями.

6.5. Пред’являє емітенту вимоги щодо виконання ним грошових зобов’язань за іпотечними облігаціями.

6.6. Представляє інтереси власників іпотечних облігацій у відносинах з емітентом, іншими особами, в судах і державних

органах, а також у ході звернення стягнення на іпотечне покриття.

6.7. У разі звернення стягнення на іпотечне покриття забезпечує обслуговування іпотечного покриття і розподіл коштів від іпотечного покриття відповідно до Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV та проспекту емісії.

6.8. У разі призначення тимчасової адміністрації емітента іпотечних облигацій або порушення справи про банкрутство емітента вимагає передачі іпотечного покриття до визначеної ним обслуговуючої установи на обслуговування, а також розпоряджається коштами від іпотечного покриття в інтересах власників облигацій.

6.9. У разі прийняття рішення про ліквідацію емітента іпотечних облигацій відчужує іпотечне покриття самостійно або спільно з ліквідатором, а також вживає заходів щодо отримання коштів власниками облигацій за рахунок іншого майна емітента.

6.10. Здійснює інші заходи відповідно до Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV, проспекту емісії і договору про управління іпотечним покриттям.

Договір про управління іпотечним покриттям укладається на строк до припинення застави іпотечного покриття і не може бути меншим, ніж строк обігу іпотечних облигацій (ст. 15 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

7. Емітент укладає *договір про обслуговування іпотечних активів* у складі іпотечного покриття з обслуговуючою установою у випадку, якщо емітент не виконує функції з обслуговування іпотечних активів у складі іпотечного покриття самостійно. Обслуговуючою установою може бути банк або інша фінансова установа, які відповідно до законодавства мають право виконувати операції з обслуговування іпотечних активів. Обслуговуванням іпотечних активів у складі іпотечного покриття є заходи, що спрямовані на забезпечення належної реалізації функцій іпотечного кредитора у взаємовідносинах з боржниками за відповідними іпотечними активами.

Обслуговування іпотечних активів включає:

7.1. Приймання від боржників платежів за забезпеченими іпотекою зобов'язаннями та їх облік (ведення реєстру платежів).

7.2. Контроль за додержанням боржниками умов кредитних та іпотечних договорів.

7.3. Контроль за станом предметів іпотеки та їх збереженням.

7.4. Пред'явлення боржникам вимог щодо виконання ними забезпечених іпотекою зобов'язань.

7.5. Здійснення заходів із звернення стягнення на предмет іпотеки в разі порушення боржниками умов забезпечених іпотекою зобов'язань.

7.6. Реалізація інших прав та виконання обов'язків іпотекодержателя відповідно до кредитних та іпотечних договорів і договору про обслуговування іпотечного покриття.

8. Державну реєстрацію випусків і проспектів емісії іпотечних облігацій здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку на підставі документів, наданих емітентом відповідно до п. 3 Рішення ДКЦПФР від 11.04.2006 р. № 234. Для реєстрації випуску іпотечних облігацій разом із проспектом їх емісії до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку подаються реєстр іпотечного покриття і договір про управління іпотечним покриттям (ст. 5 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV). Проспект емісії іпотечних облігацій, що пропонуються для відкритого продажу, підлягає опублікуванню у повному обсязі в офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

9. Після реєстрації випуску іпотечних облігацій і проспекту емісії Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку видає емітентові витяг з окремого реєстру випусків іпотечних цінних паперів, який є підставою для оформлення глобального сертифіката випуску іпотечних облігацій. Емітент має оприлюднити звіт про підсумки випуску іпотечних облігацій у друкованих засобах масової інформації, в яких було опубліковано проспект емісії іпотечних облігацій (п. 3, п. 6 Рішення ДКЦПФР від 11.04.2006 р. № 234).

10. Виконання зобов'язань за іпотечними облигаціями здійснюється в порядку та у строки, визначені в проспекті емісії. Після закінчення погашення іпотечних облигацій емітент подає до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку звіт про погашення іпотечних облигацій. Комісія забезпечує опублікування інформації про скасування реєстрації випуску іпотечних облигацій в одному з своїх офіційних друкованих видань. На підставі розпорядження про скасування реєстрації випуску іпотечних облигацій Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку вносить відповідні зміни до окремого реєстру випуску іпотечних облигацій, а також здійснює анулювання свідоцтв про реєстрацію випуску іпотечних облигацій (п. 7 Рішення ДКЦПФР від 11.04.2006 р. № 234).

Обіг звичайних іпотечних облигацій здійснюється відповідно до Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV, Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР (зі змінами і доповненнями) і Положення “Про депозитарну діяльність”, затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.10.2006 р. № 1238/13112.

Перший в Україні випуск звичайних іпотечних облигацій здійснив ВАТ АБ “Укргазбанк” у рамках проекту Агентства з міжнародного розвитку США (USAID) “Ініціатива сприяння кредитуванню” (ІСК) за підтримки корпорації “Прагма”.

Наведемо параметри випуску іпотечних облигацій ВАТ АБ “Укргазбанк”¹:

1. За іпотечними облигаціями ВАТ АБ “Укргазбанк”:

- обсяг випуску за номінальною вартістю — 50 000 000,0 грн;
- номінальна вартість однієї облигації — 1000,0 грн;
- тип облигації — звичайні іпотечні облигації;
- початок розміщення — 01.03.2007 р.;

¹ *Сколотянний Ю.* Паросток іпотечної надії. У Києві відбулася презентація першого в Україні випуску іпотечних облигацій // Дзеркало тижня. — 2007. — 7 березня. — № 8(637)3; Первый в Украине выпуск ипотечных облигаций. Презентация // ОАО АБ “Укргазбанк”. — 2007. — 27 февраля.

- дата погашення — 25.02.2010 р.;
- рейтинг випуску (за національною шкалою) — uaA;
- міжнародний рейтинг ВАТ АБ “Укргазбанк” та його облігацій (Moody’s) — B2, NP, E+;
- кількість купонів — 12;
- купонний період — 91 день;
- процентна ставка — 10,5 % річних у грн для всіх купонних періодів.

2. За випискою з реєстру іпотечного покриття іпотечних облігацій ВАТ АБ “Укргазбанк”:

- кількість кредитів в іпотечному покритті — 393 шт.;
- початкова вартість іпотечного покриття — 56 600 000,0 грн;
- коефіцієнт іпотечного покриття — 1,132;
- середньозважений термін дії договорів іпотечного кредитування, місяців — 103;
 - середньозважена річна процентна ставка за іпотечними кредитами — 13,56 %;
 - середньозважений показник LTV житлових іпотечних кредитів (на момент їх видачі) — 75,0 %;
 - частка житлових іпотечних кредитів у портфелі 86,7 %;
 - частка портфеля іпотечних кредитів, які були включені до реєстру іпотечного покриття іпотечних облігацій — менше 20,0 %;
- структура іпотечних кредитів в іпотечному покритті за типом валюти кредитування, %:
 - долар США — 83,0;
 - євро — 1,0;
 - гривня — 16,0;
- структура 80,0 % іпотечних активів, які увійшли до іпотечного покриття, за місцем реєстрації іпотеки (станом на 01.12.2006 р.), %:
 - Київська обл. — 36,2;
 - Одеська обл. — 11,1;
 - Рівненська обл. — 7,7;
 - АР Крим — 7,0;
 - Вінницька обл. — 5,6;
 - Луганська обл. — 4,7;

— Дніпропетровська обл. — 3,8;

— Черкаська обл. — 3,6.

Актуальність формування вторинного іпотечного ринку в Україні полягає не лише у створенні джерела довгострокових ресурсів для іпотечного кредитування, у збалансуванні активів і пасивів іпотечних кредиторів — емітентів іпотечних облігацій за сумами і строками, але й у появі привабливого інструменту для стимулювання довгострокових заощаджень у середині країни.

Надійність і тривалий строк погашення іпотечних облігацій робить цей вид цінних паперів привабливим для інституційних інвесторів — пенсійних фондів та страхових компаній. Надійність іпотечних облігацій забезпечується:

- низьким ризиком дострокового погашення іпотечних облігацій, бо:

- а) дострокове погашення іпотечних облігацій відбувається лише у випадку його передбачення у проспекті емісії іпотечних облігацій (ст. 6 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

- б) середньозважений строк іпотечних активів у складі іпотечного покриття перевищує строк повного виконання зобов’язань за звичайними іпотечними облігаціями (ст. 13 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

- надійністю іпотечного покриття, оскільки:

- а) іпотечні активи належать емітенту на праві власності і можуть бути відчужені у разі невиконання зобов’язань за іпотечними облігаціями. Відомості про те, що емітент є іпотекодержателем за відповідним іпотечним договором, унесені до відповідного державного реєстру в установленому законодавством порядку (ст. 7 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

- б) для кожного випуску звичайних іпотечних облігацій формується окреме іпотечне покриття (ст. 13 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

- в) до складу іпотечного покриття звичайних іпотечних облігацій не можуть включатися іпотечні активи, зобов’язання боржників за якими забезпечені іпотекою об’єктів

незавершеного будівництва або іпотекою майнових прав (ст. 13 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

г) протягом строку обігу звичайних іпотечних облигацій сукупний розмір іпотечних активів, зобов’язання боржників за якими забезпечення іпотекою житлових будинків або квартир, становить не менше ніж 85 % від сукупного розміру усіх іпотечних активів, що включені до складу іпотечного покриття іпотечних облигацій. Основна сума боргу за іпотечними активами, предметом іпотеки за якими є нерухомість нежитлового призначення та які включені до складу іпотечного покриття, не перевищує 60 % від оціночної вартості предмета іпотеки (ст. 13 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

д) основна сума боргу боржника за забезпеченим іпотекою зобов’язанням не перевищує 75 % оціночної вартості предмета іпотеки (ст. 7 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

е) протягом строку обігу іпотечних облигацій значення коефіцієнта їх іпотечного покриття (співвідношення між несплаченою емітентом основною сумою боргу за відповідним випуском іпотечних облигацій і розміром їх іпотечного покриття) не перевищує 0,9 (ст. 13 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

є) до складу якого можуть включатися нові іпотечні активи (ст. 7 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV) на умовах, що передбачені ст. 14 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV;

- високою прогнозованістю грошових потоків, оскільки:

а) регулярність і розмір періодичних платежів у рахунок сплати процентів за іпотечними та іншими активами у складі іпотечного покриття відповідають регулярності та розміру періодичних платежів емітента у рахунок сплати процентів за іпотечними облигаціями (ст. 13 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

б) середньозважений розмір процентів за іпотечними активами у складі іпотечного покриття перевищує розмір процентів (доходу) за звичайними іпотечними облигаціями (ст. 13

Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV);

- включенням до реєстру іпотечного покриття іпотечних кредитів з мінімальним кредитним ризиком, бо емітент приймає кредитний ризик і здійснює управління ним;

- пріоритетним правом вимоги на іпотечне покриття держателів іпотечних облигацій у випадку банкрутства емітента (ст. 8 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV) і подвійним правом вимоги: емітент виконує грошові зобов’язання за звичайними іпотечними облигаціями за рахунок доходів від іпотечного покриття та за рахунок іншого свого майна (ст. 16 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

Достатня дохідність з високою надійністю і тривалістю життєвого циклу іпотечних облигацій здатна виступити стимулюючим фактором фінансових інвестицій страхових компаній та пенсійних фондів. Разом з тим ряд експертів висловлюють сумнів щодо привабливості для ринку рівня дохідності у 10,5 % річних у гривні за трирічними зобов’язаннями (саме з таким рівнем дохідності були випущені іпотечні облигації ВАТ АБ “Укргазбанк”). Однак зауважимо, що у країнах ЄС з високим рівнем розвитку вторинного іпотечного ринку різниця у дохідності державних та іпотечних облигацій становить, як правило, 15—25 базисних пунктів (0,15—0,25 процентних пункту); на вторинному іпотечному ринку країн із трансформаційною економікою спред між ставками дохідності за іпотечними облигаціями і державними цінними паперами коливається у межах від 60 базисних пунктів, наприклад, у Польщі та Казахстані до 100 базисних пунктів в Угорщині (рис. 6.4). У зв’язку з цим, на думку фахівців ВАТ АБ “Укргазбанк”, премії у 125 базисних пунктів за трирічними облигаціями (ефективна дохідність іпотечних облигацій ВАТ АБ “Укргазбанк” становить 10,9 % річних) є достатньою для компенсації інвесторам ризику ліквідності та кредитного ризику, а також таких чинників, як новизна фінансового інструменту, недосконалість законодавства та відсутність досвіду застосування процедури банкрутства до емітентів іпотечних облигацій.

Структуровані іпотечні облигації. Правові засади випуску і обігу структурованих іпотечних облигацій, вимоги до їх іпотечного покриття, а також особливості державного регулювання і нагляду у цій сфері визначає Закон України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

Оскільки емітентом структурованих іпотечних облигацій є спеціалізована іпотечна установа, виключним видом діяльності якої є придбання іпотечних активів (їх продаж у випадках, що передбачені діючим законодавством і проспектом емісії) і випуск структурованих іпотечних облигацій (ст. 18 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV), то процедура емісії структурованих іпотечних облигацій набуває деяких відмінностей у порівнянні з процедурою емісії звичайних іпотечних облигацій.

1. Виконавчий орган емітента приймає та оформлює протоколом *рішення про випуск структурованих іпотечних облигацій* і формує *реєстр іпотечного покриття* звичайних іпотечних облигацій, керуючись ст. 19 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV. Відповідно до п. 1 ст. 19 цього закону іпотечне покриття може забезпечувати один або декілька випусків структурованих іпотечних облигацій із різними умовами. Іпотечні активи, які були придбані спеціалізованою іпотечною установою і включені до складу іпотечного покриття, вважаються придбаними у безвідкличному порядку, тобто без права їх заміни, зворотного викупу або передачі, за винятком випадку, передбаченого п. 3 ст. 19 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV;

2. Емітент готує *проспект емісії звичайних іпотечних облигацій* — документ, який містить інформацію про відкриті (публічне) або закриті (приватне) розміщення структурованих іпотечних облигацій згідно з вимогами ст. 5 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

3. Емітент укладає *договір про управління іпотечним покриттям* з управителем. Управитель діє від свого імені в інтересах власників структурованих іпотечних облигацій. Управитель іпотечним покриттям структурованих іпотечних облигацій виконує такі функції (ст. 22 Закону України “Про іпотечні облигації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

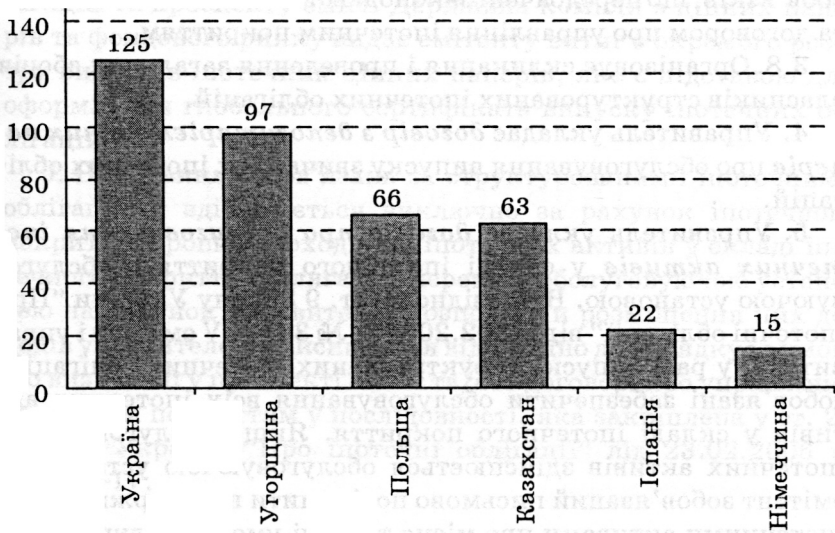


Рис. 6.4. Серед дохідності державних та іпотечних облігацій у деяких країнах станом на початок лютого 2007 р.

Джерело: Первый в Украине выпуск ипотечных облигаций. Презентация // ОАО АБ "Укргазбанк". — 2007. — 27 февраля.

3.1. Веде реєстр і контролює стан іпотечного покриття.

3.2. Забезпечує ведення реєстру власників структурованих іпотечних облігацій та укладає договори з особою, яка здійснює депозитарне обслуговування, обслуговуючою установою і аудитором.

3.3. Забезпечує зберігання документів, які стосуються іпотечного покриття.

3.4. Контролює повноту і своєчасність здійснення обслуговуючою установою переказу платежів за іпотечними активами у складі іпотечного покриття.

3.5. Виконує розподіл грошових доходів від іпотечного покриття між власниками іпотечних облігацій.

3.6. Розміщує грошові доходи від іпотечного покриття, строк сплати яких власникам іпотечних облігацій ще не настав.

3.7. Пред'являє емітенту вимоги щодо виконання ним обов'язків, що передбачені законодавством, проспектом емісії та договором про управління іпотечним покриттям.

3.8. Організовує скликання і проведення загальних зборів власників структурованих іпотечних облігацій.

4. Управитель укладає *договір з депозитарієм цінних паперів* про обслуговування випуску звичайних іпотечних облігацій.

5. Управитель укладає *договір про обслуговування іпотечних активів* у складі іпотечного покриття з обслуговуючою установою. Відповідно до ст. 9 Закону України "Про іпотечні облігації" від 23.02.2006 р. № 3480-IV емітент і управитель, у разі випуску структурованих іпотечних облігацій, зобов'язані забезпечити обслуговування всіх іпотечних активів у складі іпотечного покриття. Якщо обслуговування іпотечних активів здійснюється обслуговуючою установою, емітент зобов'язаний письмово повідомити всіх боржників за іпотечними активами про місце та інші умови обслуговування їх забезпечених іпотекою зобов'язань.

6. Управитель укладає *договір з аудитором* про проведення аудиторської перевірки на етапах емісії, обслуговування і погашення звичайних іпотечних облігацій на предмет виявлення відповідності стану іпотечного покриття даним реєстру іпотечного покриття та вимогам діючого законодавства. Аудиторський висновок надається управителем Державній комісії з цінних паперів і фондового ринку (ст. 19 Закону України "Про іпотечні облігації" від 23.02.2006 р. № 3480-IV).

7. Державну реєстрацію випусків і проспектів емісії структурованих іпотечних облігацій здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Для реєстрації випуску іпотечних облігацій разом з проспектом їх емісії до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку подаються реєстр іпотечного покриття і договір про управління іпотечним покриттям (ст. 5 Закону України "Про іпотечні облігації" від 23.02.2006 р. № 3480-IV). Проспект емісії структурованих іпотечних облігацій, що пропонуються для відкритого продажу, підлягає опублікуванню у повному обсязі в офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

8. Після реєстрації випуску структурованих іпотечних облігацій та проспекту емісії Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку видає емітенту витяг з окремого реєстру випусків іпотечних цінних паперів, яке є підставою для оформлення глобального сертифіката випуску іпотечних облігацій.

9. Виконання зобов'язань за структурованими іпотечними облігаціями здійснюється виключно за рахунок іпотечного покриття. Грошові доходи від іпотечних активів у складі іпотечного покриття підлягають переказу обслуговуючою установою на рахунок управителя. Розподіл чи розміщення цих доходів управителем здійснюється відповідно до порядку та умов, що визначені у проспекті емісії та/або договорі про управління іпотечним покриттям у послідовності, яка закріплена у ст. 20 Закону України “Про іпотечні облігації” від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

Розділ 7

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІПОТЕЧНОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

7.1. Перспективи розвитку промислового сегмента іпотечного ринку

Незважаючи на позитивні зрушення в національній економіці, які спостерігаються протягом останніх років і виявляються у стабільно високих темпах росту ВВП, обсягів промислового виробництва, доходів населення тощо (табл. 7.1), функціонування переважної більшості промислових підприємств України характеризується низькою ефективністю: у 2006 р. частка збиткових підприємств становила 30,9 %, у першому кварталі 2007 р. збитковими виявилися 34,9 % промислових підприємств; рентабельність операційної діяльності у промисловості не перевищувала 5,5 %¹.

Високі темпи економічного зростання необхідно доповнити широкою системою заходів підвищення ефективності економіки, яка б включала розв'язання широкого кола проблем — починаючи з техніко-технологічного переозброєння виробництва до удосконалення організації та стимулювання праці, форм і методів господарювання, їх спрямування на економію живої і уречевленої праці, підвищення продуктивності праці, зниження матеріало- та енергомісткості виробництва. Однак

¹ Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

Таблиця 7.1. Динаміка основних макроекономічних показників у 2000—2006 рр.

Роки	Індекс реального ВВП, %	Індекс промислового виробництва, %	Індекс реальних доходів населення, %	Індекс споживчих цін, %
2000	105,9	113,2	104,1	128,2
2001	109,2	114,2	110,0	112,0
2002	105,2	107,0	118,0	100,8
2003	109,6	115,8	109,1	105,2
2004	112,1	112,5	119,6	109,0
2005	102,7	103,1	123,9	113,5
2006	107,1	106,2	116,1	109,1

Джерело: Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

промисловість України характеризується недостатньою інноваційною сприйнятливістю до досягнень НТП: за даними статистичних обстежень у 2006 р. інноваційно активними були лише 10 % підприємств¹. Для порівняння: в розвинутих країнах частка інноваційно активних підприємств перебуває в межах 60—70 %, тоді як в Україні цей показник скоротився більше ніж удвічі: з 26 у 1994 р. до 10 % у 2006 р.²

Головною причиною низької активності вітчизняних промислових підприємств у впровадженні досягнень НТП є низька інноваційна здатність, що зумовлена обмеженістю джерел інвестиційних ресурсів власними коштами, частка яких у структурі джерел фінансування інновацій у 2006 р. перевищила 84 % (табл. 7.2). Суперечність між недостатністю власних коштів і потребою в оновленні і технологічному переоснащенні виробництва може розв'язати іпотечне кредитування та розвиток промислового сегмента іпотечного ринку.

Промисловий сегмент іпотечного ринку утворюють сукупність інституцій, інститутів і механізмів їх взаємодії, які забезпечують організаційне оформлення відносин іпотечного кредитування промислових підприємств у правовій та економічній сферах діяльності. Результати досліджень, які викладені у попередніх розділах, дають змогу стверджувати, що в основі формування іпотечного ринку в цілому, та його промислового сегмента зокрема, знаходиться процес узгодження економічних інтересів суб'єктів. Отже, для оцінки перспектив розвитку промислового сегмента іпотечного ринку в Україні з огляду на стійкість іпотечних інститутів та їхню здатність впливати на економічне зростання необхідно дослідити особливості узгодження економічних інтересів його основних суб'єктів.

Основними суб'єктами промислового сегмента іпотечного ринку є: позичальник, економічний інтерес якого полягає в одержанні довгострокового іпотечного кредиту під процент, що забезпечує підприємницький дохід; кредитор, що прагне

¹ Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

² Деркач М. Структурно-інноваційна перебудова економіки України: проблеми, пріоритети та перспективи розвитку // Економіст. — 2004. — № 5. — С. 13.

Таблиця 7.2. Інноваційна активність промислових підприємств і джерела фінансування технологічних інновацій

Роки	Частка підприємств, що		Загальна сума витрат на фінансування технологічних інновацій, млн грн	У тому числі за рахунок коштів			
	займалися інноваціями, %	упроваджували інновації, %		власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інших джерел
2000	18,0	14,8	1757,1	1399,3	7,7	133,1	217,0
2001	16,5	14,3	1971,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2002	18,0	14,6	3013,8	2141,8	45,5	264,1	562,4
2003	15,1	11,5	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2004	13,7	10,0	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2005	11,9	8,2	5751,6	5045,4	28,1	157,9	520,2
2006	11,2	10,0	6160,0	5211,4	114,4	176,2	658,0

Джерело: Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

максимізувати дохідність активних операцій і забезпечити повернення позичкового капіталу; інвестор, економічний інтерес якого — максимізувати дохід на заощадження і вкладе-ний в іпотечні цінні папери капітал. Становлення проми-слового сегмента іпотечного ринку відбудеться у випадку існування додатної різниці між процентними ставками за на-даним у позику і залученим кредитором грошовим капіталом; між доходом від використання кредитних ресурсів позичаль-ником та його платежами за іпотечним кредитом; між дохід-ністю і ризиковістю вкладання грошового капіталу інвестором в іпотечні цінні папери та його альтернативним використан-ням. Якщо інструменти промислового іпотечного кредиту-вання не будуть дохідними для всіх суб'єктів іпотечного рин-ку, то втратиться інвестиційна сутність іпотеки, що не сти-мулюватиме розвиток іпотечних фінансових відносин у сфері промислової нерухомості.

Широкий спектр економічних цілей та інтересів учасників промислового сегмента іпотечного ринку зумовлює склад-ність відносин між ними, призводячи до багатоманітності форм існування механізмів руху іпотечного капіталу. Однак, як показали дослідження, найпоширенішим способом інсти-туційної організації промислового сегмента іпотечного ринку є його побудова відповідно до депозитної та однорівневої ін-вестиційної моделі.

Для аналізу доступності іпотечних кредитів для промисло-вих підприємств — потенційних позичальників у рамках де-позитної та однорівневої моделі іпотечного ринку застосуємо діючу процентну ставку для позичальників — юридичних осіб у депозитній моделі та ймовірну величину процентної ставки за іпотечними кредитами в національній валюті в однорівне-вій інвестиційній моделі іпотечного ринку. Баланс попиту і пропозиції іпотечного капіталу в однорівневій інвестиційній моделі організації іпотечних фінансових відносин регулюєть-ся двома показниками: ціною кредитних ресурсів, що визна-чається дохідністю іпотечних облігацій, та ставками відраху-вань на оплату послуг усіх професійних учасників сегмента (див. табл. 7.3).

Зважаючи на високу ціну залучення іпотечним банком грошових ресурсів інвесторів, а також значне посередницьке

Таблиця 7.3. Імовірна процентна ставка за іпотечним кредитом в однорівневій інвестиційній моделі

Складові ціни іпотечного кредиту	Процентна ставка
1. Процентна ставка комерційних банків за депозитними вкладками у національній валюті	7—8
2. Перевищення оголошеної ставки дохідності за іпотечними облігаціями над ставками строкового депозитного вкладу	2—3
3. Маржа іпотечного банку із врахуванням ризиків кредитування	2—3
4. Ціна іпотечного кредиту для кінцевого позичальника	11—14

Джерела: Кудрявцев В., Кудрявцева Е. Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — С. 58; Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

навантаження в самому механізмі іпотечного кредитування, на початковому етапі становлення промислового сегмента іпотечного ринку в Україні процентні ставки за іпотечним кредитом не будуть нижчими за 11—14 % в однорівневій інвестиційній моделі та 18 % — у депозитній моделі іпотечного ринку. Високі очікувані процентні ставки, які в 2—3 рази перевищують фактичний рівень рентабельності підприємств, будуть стримувати розвиток промислового сегмента іпотечного ринку через недотримання принципу дохідності та відсутність у вітчизняного товаровиробника фінансово-економічних передумов для повернення іпотечних позик, які надані на вигідних для інвесторів та іпотечних банків умовах.

Отже, перспективи формування промислового сегмента іпотечного ринку в Україні за таких умов кредитування відсутні. Низька віддача капіталу в реальному секторі не здатна забезпечити повернення іпотечних кредитів.

В умовах трансформаційної економіки України формування промислового сегмента іпотечного ринку може відбуватися із використанням ресурсів державного бюджету для прямої фінансової підтримки відносин іпотечного кредитування шляхом: 1) дотування кредиторів (комерційних та/або іпо-

течних банків) з метою компенсації пільгових (доступних) процентних ставок іпотечних кредитів промисловим підприємствам або 2) субсидування високих для позичальника процентних ставок.

Основою методики оцінки перспектив формування “перехідної” моделі іпотечного кредитування промисловості є виведення залежностей між: 1) величиною іпотечних позик і сумою фінансових ресурсів, необхідних для підтримання системи промислового іпотечного кредитування; 2) величиною іпотечних кредитів і сумою податкових надходжень до державного бюджету.

Критерієм доцільності формування промислового сегмента іпотечного ринку із залученням коштів державного бюджету виступає самодостатність утвореної іпотечної системи: іпотечна система буде самодостатньою у разі перевищення сум додаткових податків (ΔT), що викликані приростом доходу внаслідок зростання обсягів інвестиційного споживання, над величиною додаткових державних витрат (ΔG):

$$\Delta G \leq \Delta T. \quad (7.1)$$

Відповідно до нерівності (7.1) необхідно встановити залежності між величиною наданих іпотечних кредитів і величиною фінансових ресурсів, необхідних для підтримання відносин іпотечного кредитування та між сумами наданих іпотечних позик і податкових надходжень до державного бюджету.

Оскільки ПДВ і податок на прибуток підприємств складають у дохідній частині державного бюджету найбільшу частку (за даними 2003 р. 18,3 % і 16,6 % відповідно¹), а також на відміну від інших податкових платежів і обов’язкових відрахувань не мають цільового призначення, тому будемо вважати, що фінансування системи іпотечного кредитування буде відбуватися лише за рахунок приросту цих податкових платежів ($\Delta T_{\text{ПДВ}}$ і $\Delta T_{\text{ПП}}$, відповідно) в результаті зростання обсягів виробництва і доходу:

¹ Статистичний бюлетень за 2003 рік: Державний комітет статистики України. — К., 2004. — С. 110.

$$\Delta T = \Delta T_{\text{ПДВ}} + \Delta T_{\text{ІПН}}, \quad \Delta G \leq \Delta T_{\text{ПДВ}} + \Delta T_{\text{ІПН}}. \quad (7.2)$$

Згідно з Законом України “Про податок на додану вартість” від 03.04.1997 № 168/97-ВР (зі змінами і доповненнями) величина сплачуваного до державного бюджету ПДВ обчислюється як різниця між величиною ПДВ у вартості виробленого продукту (1/6 або 16,7 %) і сплаченим ПДВ у матеріальних витратах (1/5 або 20 % з неврахуванням ПДВ у ціні придбання та 1/6 або 16,7 % з його врахуванням), тобто за формулою (в обчисленнях припускається врахування величини ПДВ у матеріальних витратах)

$$T_{\text{ПДВ}} = \frac{Y}{6} - \frac{TC \cdot k_{\text{МВ}}}{5}, \quad (7.3)$$

де TC — операційні витрати промислових підприємств; $k_{\text{МВ}}$ — частка матеріальних витрат у структурі операційних витрат.

Узагальнюючим показником виробничо-господарської діяльності підприємства, що пов’язує обсяг виробництва, операційні витрати і фінансові результати від основної діяльності, виступає коефіцієнт рентабельності, що обчислюється як відношення фінансового результату від операційної діяльності (Π) до сукупних витрат на операційну діяльність (TC):

$$R = \frac{\Pi}{TC} = \frac{Y - TC}{TC},$$

звідки

$$TC = \frac{Y}{1 + R}. \quad (7.4)$$

Припустимо, що зростання ефективності в результаті оновлення і переоснащення виробництва знаходить вираження у прирості рівня рентабельності операційної діяльності промисловості на ΔR від досягнутого рівня протягом періоду іпотечного кредитування ($t = 1 \dots n$), тобто рівень рентабельності операційної діяльності промислових підприємств на кінець досліджуваного періоду n буде дорівнювати:

$$R_n = R_0 + \Delta R, \quad (7.5)$$

де R_0 — початкове значення коефіцієнта рентабельності.

Підставимо залежність (7.4) у (7.3) і спростимо, внаслідок чого одержимо:

$$T_{\text{ПДВ}} = t_{\text{ПДВ}} \cdot \frac{1 + R - k_{\text{МВ}}}{1 + R} \cdot Y. \quad (7.6)$$

Відповідно до залежності (7.6) запишемо вираз для початкової ($T_{\text{ПДВ}}^0$) і кінцевої ($T_{\text{ПДВ}}^n$) суми надходжень ПДВ промислових підприємств:

$$T_{\text{ПДВ}}^0 = t_{\text{ПДВ}} \cdot \frac{1 + R_0 - k_{\text{МВ}}}{1 + R_0} \cdot Y_0, \quad (7.7)$$

$$T_{\text{ПДВ}}^n = t_{\text{ПДВ}} \cdot \frac{1 + R_n - k_{\text{МВ}}}{1 + R_n} \cdot Y_n = t_{\text{ПДВ}} \cdot \frac{1 + R_0 + \Delta R - k_{\text{МВ}}}{1 + R_0 + \Delta R} \cdot Y_n, \quad (7.8)$$

де Y_0 і Y_n — відповідно, обсяг виробництва промислової продукції у початковому і кінцевому періодах. Для обчислення Y_n запишемо залежності:

$$Y_n = Y_0 + \Delta Y_{\text{пром}}, \quad \Delta Y_{\text{пром}} = \Delta Y \cdot k_{\text{пром}}^{\text{МГБ}}, \quad \Delta Y_{\text{ін}} = \Delta Y \cdot 1 - k_{\text{пром}}^{\text{МГБ}}, \quad (7.9)$$

$$\Delta Y = \Delta I \cdot k,$$

де ΔY — приріст національного продукту в результаті зростання інвестицій ΔI ; $\Delta Y_{\text{ін}}$ — ВВП, створений в інших сферах економіки; $k_{\text{пром}}^{\text{МГБ}}$ — частка промисловості у створенні валової доданої вартості; k — мультиплікатор інвестицій; ΔI — інвестиційний потік у промисловість, що дорівнює сумі наданих іпотечних кредитів ($\Delta I = D$).

З урахуванням залежностей (7.9), рівняння (7.8) матиме вигляд:

$$T_{\text{ПДВ}}^n = t_{\text{ПДВ}} \cdot \frac{1 + R_0 + \Delta R - k_{\text{МВ}}}{1 + R_0 + \Delta R} \cdot (Y_0 + \Delta I \cdot k \cdot k_{\text{пром}}^{\text{МГБ}}). \quad (7.10)$$

За формулою (7.11) визначається приріст ПДВ у результаті зростання обсягу виробництва товарів і послуг в інших сферах економіки:

$$\Delta T_{\text{ПДВ}}^{\text{ін}} = t_{\text{ПДВ}} \cdot \frac{1 + \bar{R} - \bar{k}_{\text{МВ}}}{1 + \bar{R}} \cdot \Delta Y_{\text{ін}} = t_{\text{ПДВ}} \cdot \frac{1 + \bar{R} - \bar{k}_{\text{МВ}}}{1 + \bar{R}} \cdot \Delta I \cdot k \times (7.11) \\ \times (1 - k_{\text{пром}}^{\text{МГВ}}),$$

де \bar{R} , $\bar{k}_{\text{МВ}}$ — відповідно, середні значення коефіцієнта рентабельності діяльності та частки матеріальних витрат у структурі собівартості продукції, робіт (послуг) інших сфер економіки.

Враховуючи формули (7.7), (7.10), (7.11), залежність (7.3) матиме вигляд:

$$\Delta T_{\text{ПДВ}} = T_{\text{ПДВ}}^n - T_{\text{ПДВ}}^0 + T_{\text{ПДВ}}^{\text{ін}}. \quad (7.12)$$

Відповідно до положень Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” від 28.12.1994 р. № 334/94-ВР (у редакції від 22.05.1997 р. № 283/97-ВР) зі змінами і доповненнями станом на 01.01.2004 р.) ставка податку ($t_{\text{ПП}}$) становить 25 % і сплачується із прибутку до оподаткування, що визначається як різниця між валовим доходом і валовими витратами (сукупними операційними витратами за вирахування амортизаційних відрахувань). Загальна залежність для обчислення податку на прибуток має вигляд:

$$T_{\text{ПП}} = t_{\text{ПП}} \cdot \frac{R + k_{\text{А}}}{1 + R} \cdot Y, \quad (7.13)$$

де $k_{\text{А}}$ — частка амортизаційних відрахувань у структурі операційних витрат на виробництво промислової продукції; $t_{\text{ПП}}$ — ставка податку на прибуток.

$$\Delta T_{\text{ПП}} = T_{\text{ПП}}^n - T_{\text{ПП}}^0 + \Delta T_{\text{ПП}}^{\text{ін}}, \quad (7.14)$$

$$T_{\text{ПП}}^0 = t_{\text{ПП}} \cdot \frac{R_0 + k_{\text{А}}}{1 + R_0} \cdot Y_0, \quad (7.15)$$

$$\Delta T_{\text{ПП}}^{\text{ін}} = t_{\text{ПП}} \cdot \frac{\overline{R} + \overline{k_A}}{1 + \overline{R}} \cdot \Delta Y_{\text{ін}} = t_{\text{ПП}} \cdot \frac{\overline{R} + \overline{k_A}}{1 + \overline{R}} \cdot (\Delta I \cdot k \cdot (1 - k_{\text{пром}}^{\text{МГВ}})), \quad (7.16)$$

де $T_{\text{ПП}}^0$, $T_{\text{ПП}}^n$ — відповідно, суми податку на прибуток, які сплачуються промисловими підприємствами до і після надання іпотечних кредитів; $\Delta T_{\text{ПП}}^{\text{ін}}$ — приріст сум відрахувань податку на прибуток, сплачуваних іншими сферами економіки; $\overline{k_A}$ — середнє зважене значення частки амортизаційних витрат у структурі операційних витрат на виробництво продукції (надання послуг) іншими сферами економіки.

У записі залежності для $T_{\text{ПП}}^n$ зауважимо, що відповідно до ст. 5, п. 5.3.2 Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” від 28.12.1994 р. № 335/94-ВР (у редакції від 22.05.1997 р. № 283/97-ВР) зі змінами і доповненнями станом на 01.01.2004 р.) до складу валових витрат не включаються витрати, пов’язані з придбанням, будівництвом, реконструкцією, модернізацією, ремонтом та іншими поліпшеннями основних фондів, а також з придбанням нематеріальних активів, які підлягають амортизації. Тому у наступній залежності враховано витрати на сплату процентів і не враховано суму іпотечних кредитів:

$$T_{\text{ПП}}^n = t_{\text{ПП}} \cdot (Y_n - TC_n + TC \cdot k_A + D - S_t), \quad (7.17)$$

де S_t — сума платежів у погашення іпотечного кредиту за t -й період; D — сума наданих іпотечних кредитів.

Сума платежів у погашення іпотечного кредиту з рівними платежами за період кредитування обчислюється за залежністю:

$$\sum_{t=1}^n S_t = S_t \cdot n = D \cdot n \cdot \frac{i \cdot (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}, \quad (7.18)$$

де D — величина іпотечної позики; i — процентна ставка за іпотечним кредитом; t — період кредитування, $t = 1 \dots n$.

Підставивши (7.4), (7.18) у рівняння (7.17) і спростивши, матимемо:

$$T_{\text{пп}}^n = t_{\text{пп}} \cdot \left(\frac{R_0 + \Delta R + k_{\Lambda}}{1 + R_0 + \Delta R} \cdot (Y_0 + \Delta I \cdot k \cdot k_{\text{пром}}^{\text{МВГ}}) + D - D \cdot n \cdot \frac{i \cdot (1+i)^n}{(1+i)^n - 1} \right). \quad (7.19)$$

Іпотечні інструменти для позичальника характеризуються як комерційно доцільні у встановленні верхньої межі процентної ставки на рівні його середньогалузевої рентабельності¹, тобто $i_{\Phi} = R_0 + \Delta R$ за умови $i_{\Phi} \leq i_{\text{М}}$. Це модифікує нерівність (7.19) у такий спосіб:

$$T_{\text{пп}}^n = t_{\text{пп}} \cdot \left(\frac{R_0 + \Delta R + k_{\Lambda}}{1 + R_0 + \Delta R} \cdot (Y_0 + \Delta I \cdot k \cdot k_{\text{пром}}^{\text{МВГ}}) + D \cdot \left(1 - n \cdot \frac{i_{\Phi} \cdot (1+i_{\Phi})^n}{(1+i_{\Phi})^n - 1} \right) \right). \quad (7.20)$$

Величина додаткових державних витрат (ΔG) на підтримання системи іпотечного кредитування промисловості протягом $t = 1 \dots n$, визначається як різниця між сумою процентних платежів за період кредитування з процентною ставкою, сформованій у рамках “класичної” моделі іпотечного ринку ($i_{\text{М}}$), та доступною для підприємств промисловості процентною ставкою (i_{Φ}).

$$\Delta G = D \cdot n \cdot \left(\frac{(i_{\text{М}} - i_{\Phi}) \cdot (1 + i_{\text{М}} - i_{\Phi})^n}{(1 + i_{\text{М}} - i_{\Phi})^n - 1} \right). \quad (7.21)$$

Якщо величина додаткових податків менша за суму коштів, спрямованих на її підтримку, то такий режим фінансування буде затухаючим; і навпаки, якщо величина додаткових податків перевищує суму державних видатків на вході у систему, то режим фінансування є самодостатнім, а система промислового іпотечного кредитування можлива для впровадження.

Оцінимо перспективи розвитку “перехідної” однорівневої

¹ Гуцал І. Мотиваційні фактори у забезпеченні ефективного кредитування // Банківська справа. — 2002. — № 3. — С. 44.

інвестиційної моделі промислового сегмента іпотечного ринку, в якій держава компенсує різницю між фактичною процентною ставкою в депозитній моделі іпотечного ринку та/або ймовірною процентною ставкою іпотечних банків і процентною ставкою, яка доступна для підприємств-позичальників. Вихідні дані для обчислень наведено у табл. 7.4.

Таблиця 7.4. Значення екзогенних змінних у моделі

Параметри моделі	Умовне позначення	Значення параметра
Обсяг промислової продукції у фактичних оптових цінах, млрд грн *	Y_0	564,3
Приріст інвестицій за рахунок іпотечних кредитів, млрд грн **	ΔI	163,8
Коефіцієнт мультиплікації інвестицій ***	k	4,0
Частка матеріальних витрат у структурі операційних витрат ****	k_{MB}	0,71
Частка амортизаційних відрахувань у структурі операційних витрат ****	k_A	0,055
Середнє зважене значення частки матеріальних витрат у структурі собівартості продукції, робіт (послуг) інших сфер економіки ****	$\overline{k_{MB}}$	0,58
Середнє зважене значення рентабельності діяльності інших сфер економіки, %	\overline{R}	4,5
Середнє зважене значення частки амортизаційних відрахувань у структурі витрат інших сфер економіки	$\overline{k_A}$	0,072
Частка промисловості у створенні валової доданої вартості	$k_{\text{пром}}^{\text{МГБ}}$	0,27
Ставка ПДВ	$t_{\text{ПДВ}}$	1/6

Параметри моделі	Умовне позначення	Значення параметра
Ставка податку на прибуток підприємств, %	$t_{пп}$	25
Строк іпотечного кредитування, років	n	20

* Дані за 2006 р.

** Станом на 01.01.2003 р. вартість об'єктів нерухомості у сфері промислового виробництва — 234 млрд грн; частка іпотечного кредиту у вартості застави — 50—90 %, використовуване середнє значення — 70 %.

*** Обчислено за зведеними національними рахунками.

**** За січень — вересень 2003 р.

Джерела: Послання Президента України до Верховної Ради України “Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2003 році” // Економіст. — 2004. — № 7. — С. 19, 35, 39, 49; Статистичний бюлетень за 2003 рік: Державний комітет статистики України. — К., 2004. — 189 с.; *Понукалин А.В.* Управление залоговой стоимостью как инструмент устойчивого развития промышленного предприятия: Автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.04.01 / Пензенский государственный университет. — Пенза, 2002. — С. 3; Україна у цифрах у 2002 році: Короткий статистичний довідник / За ред. О.Г. Осауленка. — К.: Техніка, 2002. — С. 40; Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

Покладаючи різну величину приросту коефіцієнта рентабельності операційної діяльності промислових підприємств у результаті іпотечного кредитування, одержали набір значень: 1) процентної ставки, яка доступна для сплати за умов досягнення беззбитковості проектів, що фінансуються за рахунок іпотечних кредитів; 2) податкових надходжень і 3) державних витрат у діючій депозитній моделі іпотечного ринку з процентною ставкою за іпотечним кредитом 18 % річних (табл. 7.5) і “перехідній” однорівневій інвестиційній моделі з імовірними процентними ставками 11—14 % річних (табл. 7.6).

Обчислення показали, що “перехідна” депозитна модель іпотечного кредитування промисловості за умов прямої фінансової підтримки держави можлива для упровадження ли-

Таблиця 7.5. Перспективи формування “перехідної” депозитної моделі іпотечного кредитування промисловості в Україні

		Процентна ставка 18 %						
Щорічний приріст рівня рентабельності, %	Доступна для складати підприємствами процентності на ставку, %	Приріст ПДВ, млрд грн	Приріст податку на прибуток, млрд грн	Сумарний приріст податків, млрд грн	Приріст державних видатків, млрд грн	Перевищення сум податкових надходжень над державними витратами, млрд грн		
ΔR	i_{Φ}	$\Delta T_{\text{ПДВ}}$	$\Delta T_{\text{ПП}}$	ΔT	ΔG	$\Delta T - \Delta G$		
0	5,5	71,35	34,17	105,52	452,40	-346,88		
1	6,5	72,13	38,04	110,18	424,91	-314,74		
2	7,5	72,90	41,71	114,61	398,01	-283,41		
3	8,5	73,65	45,17	118,82	371,75	-252,93		
4	9,5	74,39	48,44	122,83	346,18	-223,35		
5	10,5	75,11	51,53	126,65	321,35	-194,70		
6	11,5	75,83	54,45	130,28	297,32	-167,04		
7	12,5	76,53	57,21	133,74	274,13	-140,40		
8	13,5	77,21	59,82	137,03	251,85	-114,82		
9	14,5	77,89	62,28	140,17	230,50	-90,33		
10	15,5	78,55	64,62	143,17	210,15	-66,98		
11	16,5	79,20	66,83	146,03	190,81	-44,78		

Закінчення табл. 7.5

Щорічний приріст рівня рентабель- ності, %	Процентна ставка 18 %					
	Доступна для сплати підприєм- ствами процент- на ставка, %	Приріст ПДВ, млрд грн	Приріст податку на прибуток, млрд грн	Сумарний приріст подат- ків, млрд грн	Приріст держав- них видатків, млрд грн	Перевищення сум податкових надходжень над державними витратами, млрд грн
12	17,5	79,84	68,93	148,77	172,54	-23,76
13	18,5	80,47	70,93	151,40	155,34	-3,94
14	19,5	81,09	72,82	153,92	139,23	14,68
15	20,5	81,70	74,63	156,34	124,24	32,10
16	21,5	82,30	76,36	158,66	110,34	48,33
17	22,5	82,89	78,02	160,91	97,53248	63,37
18	23,5	83,47	79,60	163,07	85,79938	77,27
19	24,5	84,04	81,12	165,16	75,11055	90,05
20	25,5	84,60	82,58	167,18	65,42993	101,75

Таблиця 7.6. Перспективи формування “перехідної” орднорівневої інвестиційної моделі іпотечного кредитування промисловості в Україні

Щорічний приріст рівня рентабельності, %	Процентна ставка 11 %						Перевіщення сум податкових надходжень над державними витратами, млрд грн
	Доступна для сплати підприємствами процентна ставка, %	Приріст ПДВ, млрд грн	Приріст податку на прибуток, млрд грн	Сумарний приріст податків, млрд грн	Приріст державних видатків, млрд грн	$\Delta T - \Delta G$	
ΔR	i_{ϕ}	$\Delta T_{\text{ПДВ}}$	$\Delta T_{\text{пп}}$	ΔT	ΔG	$\Delta T - \Delta G$	
0	5,5	71,35	34,17	105,52	274,13	-168,61	
1	6,5	72,13	38,04	110,18	251,85	-141,67	
2	7,5	72,90	41,71	114,61	230,50	-115,90	
3	8,5	73,65	45,17	118,82	210,15	-91,32	
4	9,5	74,39	48,44	122,83	190,81	-67,98	
5	10,5	75,11	51,53	126,65	172,54	-45,89	
6	11,5	75,83	54,45	130,28	155,34	-25,06	
7	12,5	76,53	57,21	133,74	139,23	-5,50	
8	13,5	77,21	59,82	137,03	124,24	12,80	
9	14,5	77,89	62,28	140,17	110,34	29,83	
10	15,5	78,55	64,62	143,17	97,53	45,64	

Продовження табл. 7.6

Щорічний приріст рівня рентабельності, %	Процентна ставка 11 %							Перевищення сум податкових надходжень над державними витратами, млрд грн
	Доступна для сплати підприємствами процентна ставка, %	Приріст ПЦВ, млрд грн	Приріст податку на прибуток, млрд грн	Сумарний приріст податків, млрд грн	Приріст державних видатків, млрд грн	Процентна ставка 11 %		
11	16,5	79,20	66,83	146,03	85,80	60,23	60,23	
12	17,5	79,84	68,93	148,77	75,11	73,66	73,66	
13	18,5	80,47	70,93	151,40	65,43	85,97	85,97	
14	19,5	81,09	72,82	153,92	56,71	97,20	97,20	
15	20,5	81,70	74,63	156,34	48,91	107,42	107,42	
16	21,5	82,30	76,36	158,66	41,98	116,69	116,69	
17	22,5	82,89	78,02	160,91	35,8405	125,07	125,07	
18	23,5	83,47	79,60	163,07	30,44827	132,62	132,62	
19	24,5	84,04	81,12	165,16	25,73746	139,42	139,42	
20	25,5	84,60	82,58	167,18	21,64647	145,54	145,54	
0	5,5	71,35	34,17	105,52	346,18	-240,66	-240,66	
1	6,5	72,13	38,04	110,18	321,35	-211,17	-211,17	
2	7,5	72,90	41,71	114,61	297,32	-182,71	-182,71	
3	8,5	73,65	45,17	118,82	274,13	-155,31	-155,31	

Продовження табл. 7.6

Щорічний приріст рівня рентабель- ності, %	Процентна ставка 11 %						Перевіщення сум податкових надходжень над державними витратами, млрд грн
	Доступна для сплати підпри- ємствами процентна ставка, %	Приріст ПДВ, млрд грн	Приріст податку на прибуток, млрд грн	Сумарний приріст подат- ків, млрд грн	Приріст держав- них видатків, млрд грн		
4	9,5	74,39	48,44	122,83	251,85	-129,01	
5	10,5	75,11	51,53	126,65	230,50	-103,86	
6	11,5	75,83	54,45	130,28	210,15	-79,87	
7	12,5	76,53	57,21	133,74	190,81	-57,08	
8	13,5	77,21	59,82	137,03	172,54	-35,51	
9	14,5	77,89	62,28	140,17	155,34	-15,17	
10	15,5	78,55	64,62	143,17	139,23	3,93	
11	16,5	79,20	66,83	146,03	124,24	21,80	
12	17,5	79,84	68,93	148,77	110,34	38,44	
13	18,5	80,47	70,93	151,40	97,53	53,87	
14	19,5	81,09	72,82	153,92	85,80	68,12	
15	20,5	81,70	74,63	156,34	75,11	81,23	
16	21,5	82,30	76,36	158,66	65,43	93,23	

Закінчення табл. 7.6

Щорічний приріст рівня реґабель- ності, %	Процентна ставка 11 %					
	Доступна для сплати підпри- ємствами процентна ставка, %	Приріст ПДВ, млрд грн	Приріст податку на прибуток, млрд грн	Сумарний приріст подаг- ків, млрд грн	Приріст держав- них видатків, млрд грн	Перевищення сум податкових надходжень над державними витратами, млрд грн
17	22,5	82,89	78,02	160,91	56,7143	104,19
18	23,5	83,47	79,60	163,07	48,91433	114,16
19	24,5	84,04	81,12	165,16	41,97572	123,18
20	25,5	84,60	82,58	167,18	35,8405	131,34

ше за умов щорічного приросту рівня рентабельності промислових підприємств не менше, ніж 14,0 %; “перехідна” однорівнева інвестиційна модель з процентними ставками 11—14 % — за умов щорічного приросту рівня рентабельності промислових підприємств, які будуть використовувати іпотечні кредити, — не менше ніж 8—10 % на рік. За таких темпів приросту в результаті іпотечного кредитування податкових надходжень від зростання обсягів інвестиційного споживання буде генеруватися більше, ніж сума державних видатків, що необхідна для підтримання беззбитковості іпотечного кредитування для всіх суб’єктів ринку як у рамках депозитної моделі організації іпотечних фінансових відносин, так і в рамках однорівневої інвестиційної моделі, що дозволить характеризувати “перехідну” модель як самодостатньою.

Подальші дослідження мають здійснюватися у напрямі пошуку шляхів підвищення платоспроможності потенційних позичальників, зниження рівня процентних ставок, розширення ресурсної бази іпотечного кредитування тощо.

7.2. Перспективи розвитку житлового сегмента іпотечного ринку

Система житлового фінансування у дореформений період характеризувалася централізованим розподілом бюджетних ресурсів на будівництво державного житла і його безкоштовним наданням особам, які були визнаними у встановленому порядку такими, що потребують покращення житлових умов. Відтак основним джерелом формування житлового фонду в Україні було державне житлове будівництво, яке складало 67 % у структурі капітальних вкладень у 1990 р.¹

У результаті ринкових трансформацій структура введення в експлуатацію житлових будинків за формами власності і

¹ Статистичний щорічник України за 1997 рік / За ред. О.Г. Осауленка — К.: Техніка, 1998. — С. 222.

джерелами фінансування кардинально змінюється: частка об'єктів житлової нерухомості, що вводиться у дію за рахунок коштів приватних забудовників має стійку тенденцію до зростання: у 2001 р. за рахунок коштів населення введено у дію 71 % загальної площі житла, підприємств і організацій — 23, державного бюджету — 2,0 %¹.

Однак недостатній платоспроможний попит населення України на ринках житла, що зумовлений високою часткою споживчих витрат у грошових доходах (86 % — у 2003 р.²; 80,6 — у 2006 р., 84,3 % — у першому кварталі 2007 р.³) і скороченням у 14,5 разу обсягів державних капітальних вкладень у житлове будівництво⁴, викликали дворазове зниження обсягів будівництва житла (рис. 7.1) і загострили проблему забезпеченості населення житлом. Відтак, середня забезпеченість населення України житлом становить 22 м² загальної площі на особу, що у 1,4 разу менше за існуючі мінімальні світові стандарти⁵; понад 7,4 млн сімей (або 42,5 % їх загальної кількості) має житлову площу в розрахунку на одну особу нижче санітарної норми (13,65 м²); понад 3 млн сімей і однаків проживають у комунальних квартирах, гуртожитках або орендують житло у приватних осіб; понад 7 млн мешкають у старих і аварійних будинках⁶, 1,6 млн сімей

¹ *Присяжнюк В.Ф.* Іпотечне кредитування як основа розвитку іпотечного ринку в Україні // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 91.

² Послання Президента України до Верховної Ради України “Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2003 році” // Економіст. — 2004. — № 7. — С. 92.

³ Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

⁴ Статистичний щорічник України за 2001 рік / За ред. О.Г. Осауленка. — К.: Техніка, 2002. — С. 313.

⁵ *Гречана А.А.* Іпотечне кредитування у фінансовому забезпеченні будівництва житла // Фінанси України. — 2001. — № 7. — С. 24; Статистичний щорічник України за 2001 рік / За ред. О. Г. Осауленка. — К.: Техніка, 2002. — С. 451.

⁶ *Єщенко П.С.* Іпотека як каталізатор загальноекономічного зростання // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 37.

та однаків перебувають у черзі на покращення житлових умов¹.

Хоч останніми роками спостерігається нарощення обсягів житлового будівництва (рис. 7.1), проте навіть такі, достатньо високі, темпи збільшення обсягів зведення житлових об'єктів недостатні для підвищення рівня забезпеченості населення житлом, бо за таких темпів зростання досягнення мінімальних світових стандартів розміру загальної площі житла на одну особу (не менше 30 м²) — знадобиться більше 13 років².



Рис. 7.1. Введення в експлуатацію житлової нерухомості у 1980—2006 рр.

Джерело: Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

¹ Статистичний щорічник України за 2001 рік / За ред. О. Г. Осауленка. — К.: Техніка, 2002. — С. 452.

² Думнов А., Нестеров Л. Становление и развитие статистики рынка жилья в СНГ // Вопросы статистики. — 1998. — № 4. — С. 3—4.

Розв'язання проблеми розвитку ринку житла в Україні та вирішення на цій основі проблем соціального характеру пов'язується багатьма дослідниками із житловим іпотечним кредитуванням¹. Якщо ж врахувати, що житлове іпотечне кредитування сприяє зростанню заощаджень, переорієнтації надлишкового платоспроможного попиту населення, підвищує стабільність і ефективність банківської системи, пом'якшує наслідки безробіття, прискорює формування власників нерухомості, необхідність розвитку довгострокового житлового іпотечного кредитування в Україні стає очевидною.

З часів інституційних змін, які створили передумови для формування іпотечного ринку (табл. 7.7), та запровадження в Україні перших механізмів іпотечного кредитування у 1994 р. житловий сегмент іпотечного ринку набув динамічного розвитку: частка іпотечних кредитів, що були надані під заставу житлової нерухомості, у кредитному портфелі комерційних банків збільшилась до 11,1 % (станом на 01.01.2007 р.)², відбулося зниження ефективних процентних ставок до 13—14 % річних і подовження строків житлового іпотечного кредитування до 25 років, комерційні банки запровадили нові схеми іпотечного кредитування фізичних осіб на ринку житлового будівництва (додаток 5). Разом з тим, житловий сегмент іпотечного ринку характеризується концентрацією іпотечних

¹ *Ещенко П.С.* Іпотека як каталізатор загальноекономічного зростання // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 36—42; *Кравченко В.І.* Об'єктивні передумови формування іпотечного ринку в Україні // Там само. — С. 11—14; *Бичков О.П.* Про концепцію розвитку системи іпотечного житлового кредитування в Україні // Там само. — С. 105—111; *Присяжнюк В.Ф.* Іпотечне кредитування як основа розвитку іпотечного ринку в Україні // Там само. — С. 91—92; *Поляченко В.А.* Проблеми розширення житлового будівництва в Україні за рахунок інвестиційних програм // Іпотечний ринок в Україні: проблеми стратегії розвитку: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 12 лютого 2004 р.) / За ред. В.І. Кравченка, К.В. Паливоди. — К.: Міжнар. ін-т фінансів, 2004. — С. 21—33; *Євтух О.* Житлова іпотека // Економіка України. — 2001. — № 1. — С. 39—43.

² Українська національна іпотечна асоціація // <http://www.unia.com.ua/>.

Таблиця 7.7. Передумови формування житлового сегмента іпотечного ринку в Україні

Населення	Підприємства будівельної галузі	Фінансово-кредитний сектор	Органи державної влади та місцевого самоврядування
<ul style="list-style-type: none"> ● роздержавлення житлового фонду і зосередження домоволодіння у приватній власності, що дозволяє громадянам використовувати доходи від продажу наявного житла для здійснення початкових внесків у придбання нового житла та залучати іпотечні кредити; ● виникнення середнього класу — верстви населення, яка має високу кредитоспроможність і достатні доходи для користування іпотечними позиками; ● підвищення показників трудової міграції населення 	<ul style="list-style-type: none"> ● роздержавлення будівельного комплексу і посилення конкуренції; ● зацікавленість у збільшенні обсягів житлового будівництва і покращенні, на цій основі, результатів фінансово-господарської діяльності; ● виникнення нових підприємницьких структур, які обслуговують ринок житла (ріелтерські, страхові, оцінювальні, інші компанії), які зацікавлені у зростанні обсягів угод на ринку житлової нерухомості 	<ul style="list-style-type: none"> ● формування законодавчої бази іпотечного кредитування; ● удосконалення механізмів іпотечного кредитування; ● скорочення сфери спекулятивного вкладання капіталу, привабливість іпотечного кредитування і операцій із залучення заощаджень населення; ● обмеженість інструментів інвестування для фінансових інвесторів в умовах нерозвиненого і нестабільного фондового ринку; ● становлення депозитної моделі іпотечних фінансових відносин 	<ul style="list-style-type: none"> ● загострення житлової проблеми; ● необхідність підвищення зайнятості населення і підвищення соціальної стабільності у суспільстві; ● потреба у пожевленні ділової активності на ринку житла, у будівельній галузі та суміжних секторах економіки; ● необхідність зростання податкових надходжень і розширення фінансової бази для забезпечення соціальним житлом населення з низьким рівнем доходів

продуктів у кредитному портфелі незначної кількості іпотечних кредиторів: станом на 01.01.2007 р. на 5 комерційних банків припадало 66,4 % наданих іпотечних кредитів. За співвідношенням заборгованості за наданими житловими іпотечними кредитами і ВВП, яке станом на 01.01.2007 р. становило 5,1 %, житловий сегмент іпотечного ринку України за рівнем розвитку характеризується як фрагментарний. У цілому житлове іпотечне кредитування в Україні здійснюється переважно як окрема ініціатива комерційних банків та регіонів, а не як цілісна система з безпосередньою участю держави.

Причиною фрагментарного розвитку житлового іпотечно-го кредитування в Україні є скоріше не недостатність нормативно-правової бази, а перш за все недоступність іпотечних кредитів для переважної більшості потенційних позичальників. Тому для кардинального прориву у становленні житлового сегмента іпотечного ринку в Україні необхідно: 1) запровадити такий механізм руху іпотечного капіталу, який би мінімізував вартість іпотечних кредитів для позичальників, 2) застосувати системний підхід до розвитку іпотечного кредитування, бо за відсутності системного підходу окремі розрізнені спроби розв'язання цієї проблеми будуть затухати, стикаючись із реальною економічною ситуацією.

Безпосередньою умовою розширеного відтворення відносин іпотечного кредитування є доступність іпотечних кредитів для потенційних позичальників. Для оцінки доступності іпотечних кредитів для позичальника та обґрунтування на цій основі перспектив розвитку житлового сегмента іпотечного ринку з огляду на його здатність ефективно функціонувати обчислювався коефіцієнт доступності житла і показник тривалості періоду нагромадження домогосподарством коштів, які необхідні для придбання житла¹.

¹ *Остапенко В.В.* Источники финансирования жилищного строительства // Экономика строительства. — 1997. — № 6. — С. 19—35; *Цылина Г.А.* Ипотечное кредитование и риски // Жилищное строительство. — 2001. — № 4, 5. — С. 5—7; *Евтух А.Т.* Жилищная ипотечная система: мировой опыт // Деньги и кредит. — 2000. — № 10. — С. 47—53; *Сольская И.Ю.; Курилов А.В.* Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — 187 с.

Коефіцієнт доступності житла (K) дає змогу порівняти доходи домогосподарства із середньоринковою вартістю житлового об'єкта¹:

$$K = \frac{d \cdot N}{b \cdot s}, \quad (7.22)$$

де d — середньорічний дохід одного члена домогосподарства; N — кількість осіб у сім'ї; b — середньоринкова вартість 1 м^2 загальної площі житла; s — загальна площа помешкання.

Показник тривалості періоду нагромадження (T') характеризує здатність населення купувати житло за рахунок власних доходів за певне число років:

$$T' = \frac{1}{K} = \frac{b \cdot s}{d \cdot N}. \quad (7.23)$$

В економічній літературі відображена позиція, згідно з якою формування житлового сегмента іпотечного ринку є виправданим (доцільним, своєчасним), якщо коефіцієнт доступності житла не нижчий за 0,22, а показник тривалості періоду нагромадження не перевищує 4,5 року². Граничні значення показників (K) і (T') прив'язуються до строків кредитування і впливають із положення, виробленого у процесі суспільної практики, згідно з яким частка річних житлових витрат у доході домогосподарства (TPI) не повинна перевищувати 20—25 %³. Строки житлового іпотечного креди-

¹ Враховуючи функціональну близькість категорій “домогосподарство” і “сім'я” (забезпечення економіки ресурсами та використання одержаних доходів на споживання та заощадження) та зважаючи на результати статистичних обстежень, які показали, що в Україні частка домогосподарств, у складі яких є особи, що не пов'язані родинними стосунками, складає менше 1 % загальної кількості домогосподарств, у подальших дослідженнях ці поняття будемо вживати як синоніми.

² Остапенко В.В. Источники финансирования жилищного строительства // Экономика строительства. — 1997. — № 6. — С. 23; Цылина Г.А. Ипотечное кредитование и риски // Жилищное строительство. — 2001. — № 4, 5. — С. 5.

³ Єщенко П.С. Іпотека як каталізатор загальноекономічного зростання // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінан-

тування варіюють від 10 до 30 років залежно від моделі іпотечного ринку і конкретних економічних умов його функціонування (рівня інфляції, стабільності цін об'єктів житлової нерухомості, рівня доходів потенційних позичальників, величини процентних ставок за позиками). Тому граничні значення коефіцієнта доступності житла та показника тривалості періоду нагромадження також будуть змінюватися залежно від строку кредитування (t): від 0,13 до 0,5 та від 2,0 до 7,5 відповідно. У зв'язку з цим окремі граничні значення показників K і (T') доцільно використовувати для оцінки перспектив розвитку конкретних моделей житлового сегмента іпотечного ринку, а їх середні значення — 0,22 і 4,5 — для оцінки можливостей запровадження масового житлового іпотечного кредитування, безвідносно до конкретної моделі організації іпотечних фінансових відносин.

У практиці житлового іпотечного кредитування іпотечний ринок у фінансовому відношенні характеризується як стійкий, якщо граничне значення коефіцієнта доступності житла не нижче за 0,4¹. Тобто іпотечний ринок може працювати без державних субсидій у тому випадку, якщо річний дохід позичальника складає не менше 40 % вартості житла; в іншому випадку позичальники потребують державної підтримки².

Динаміка коефіцієнта доступності об'єктів житлової нерухомості на первинному (табл. 7.8) і вторинному (табл. 7.9) ринках відображає тенденції до підвищення фінансового потенціалу населення на ринку житла. Зокрема, у першому кварталі 2007 р. на первинному і вторинному ринках житлової нерухомості відбулося підвищення значень коефіцієнтів доступності житла та зниження тривалості періоду нагромадження, відповідно, на 11,1 % і 10,5 %.

сової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 37.

¹ Сольская И.Ю., Курилов А.В. Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — С. 66; Евтух А.Т. Жилищная ипотечная система: мировой опыт // Деньги и кредит. — 2000. — № 10. — С. 47—53.

² Евтух А.Т. Жилищная ипотечная система: мировой опыт // Деньги и кредит. — 2000. — № 10. — С. 52—53.

Під час обчислення коефіцієнта доступності житла і показника тривалості періоду нагромадження використовували такі значення загальної площі квартир: для однокімнатних — 36,6 м², двокімнатних — 54,6 м², трикімнатних — 63 м². Оскільки на первинному ринку житлової нерухомості є тенденція до підвищення загальної площі об'єктів інвестування (зокрема, у 2006 р. середня загальна площа введених в експлуатацію квартир становила 102,8 м², у тому числі: однокімнатних — 50,0 м², двокімнатних — 69,3 м², трикімнатних — 98,0 м², чотирикімнатних — 144,7 м²), то коефіцієнти доступності житла і відповідні їм показники тривалості періоду нагромадження будуть дещо нижчими.

Також необхідно враховувати, що показники доступності житла та тривалості періоду нагромадження є дещо умовними, бо стан платоспроможного попиту на ринку житлової нерухомості залежить не лише від динаміки доходів, але й від динаміки заощаджень населення. Аналіз динаміки доходів і витрат населення показав, що в умовах абсолютного приросту сум нагромадження фінансових та нефінансових активів, їх частка у структурі витрат і заощаджень населення залишається невисокою — 10,6 % у 2006 р. (у тому числі 9,6 — приріст фінансових активів; 1,0 % — нагромадження нефінансових активів)¹.

Для прийняття адекватних управлінських рішень із розвитку житлового сегмента іпотечного ринку і вибору для цього дієвих інструментів потрібні знання не лише динаміки основних індикаторів фінансового потенціалу населення на ринку житлової нерухомості, але й ранжування факторів, які визначають зміну цих індикаторів, за ступенем їх впливу. Для визначення ступеня впливу змінних (d, N, b, s), на результуючий показник (K), формулу коефіцієнта доступності житла (7.22) представили у вигляді кратної факторної моделі зі спрощеною структурою. Для цього ввели допоміжні змінні: B і H , де B — середньоринкова вартість стандартного помешкання, грн; H — середньорічний дохід домогосподарства, грн. Використовуючи залежність змінних формули (7.22), одержали:

¹ Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

Таблиця 7.8. Показники фінансового потенціалу населення України на первинному ринку житла

Місто	Коефіцієнт доступності житла						Показник тривалості періоду нагромадження					
	За типом квартири			Середні значення	За типом квартири			Середні значення				
	1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні		1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні					
Первинний ринок житлової нерухомості станом на 01.01.2007 р.												
Сімферополь	0,163	0,102	0,082	0,108	6,134	9,830	12,122	9,252				
Чернівці	0,142	0,095	0,084	0,102	7,023	10,477	11,935	9,821				
Кременчук	0,216	0,145	0,126	0,154	4,621	6,894	7,955	6,490				
Львів	0,147	0,104	0,093	0,110	6,796	9,656	10,696	9,120				
Тернопіль	0,172	0,116	0,100	0,123	5,798	8,649	9,980	8,142				
Хмельницький	0,166	0,111	0,097	0,118	6,014	8,972	10,353	8,446				
Херсон	0,148	0,100	0,086	0,106	6,736	10,049	11,595	9,460				
Рівне	0,216	0,144	0,129	0,155	4,639	6,964	7,775	6,471				
Суми	0,195	0,130	0,113	0,139	5,139	7,667	8,846	7,217				
У середньому	—	—	—	0,164	—	—	—	6,102				
Первинний ринок житлової нерухомості станом на 01.04.2007 р.												
Сімферополь	0,186	0,111	0,090	0,120	5,385	9,009	11,075	8,360				
Чернівці	0,158	0,106	0,093	0,113	6,348	9,470	10,732	8,862				
Кременчук	0,251	0,169	0,146	0,179	3,978	5,935	6,848	5,587				
Львів	0,169	0,103	0,098	0,116	5,904	9,730	10,210	8,594				

Закінчення табл. 7.8

Місто	Коефіцієнт доступності житла						Показник тривалості періоду нагородження					
	За типом квартири			Середні значення	За типом квартири			Середні значення				
	1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні		1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні					
Тернопіль	0,195	0,130	0,113	0,139	7,666	8,845	7,217					
Хмельницький	0,177	0,119	0,103	0,126	8,438	9,736	7,943					
Херсон	0,135	0,091	0,078	0,096	11,048	12,748	10,400					
Рівне	0,263	0,175	0,157	0,189	5,707	6,371	5,302					
Суми	0,212	0,142	0,123	0,151	7,053	8,188	6,639					
У середньому	—	—	—	0,184	—	—	5,427					

Таблиця 7.9. Показники фінансового потенціалу населення України на вторинному ринку житла

Місто	Коефіцієнт доступності житла						Показник тривалості періоду нагородження					
	За типом квартири			Середні значення	За типом квартири			Середні значення				
	1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні		1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні					
	Вторинний ринок житлової нерухомості станом на 01.01.2007 р.											
Сімферополь	0,150	0,091	0,075	0,098	6,653	10,980	13,319	10,182				
Чернівці	0,118	0,083	0,076	0,088	8,444	11,994	13,224	11,313				
Луганськ	0,163	0,121	0,105	0,124	6,117	8,256	9,526	8,045				
Кременчук	0,205	0,136	0,133	0,151	4,873	7,371	7,530	6,642				
Львів	0,140	0,099	0,088	0,104	7,120	10,139	11,364	9,605				
Тернопіль	0,119	0,085	0,079	0,090	8,424	11,804	12,669	11,093				
Хмельницький	0,124	0,085	0,077	0,091	8,088	11,736	12,928	10,985				
Миколаїв	0,141	0,172	0,146	0,143	7,115	5,806	6,844	7,014				
Херсон	0,169	0,132	0,135	0,140	5,906	7,548	7,433	7,155				
Рівне	0,140	0,104	0,086	0,105	7,122	9,656	11,595	9,517				
Суми	0,178	0,123	0,115	0,133	5,621	8,106	8,684	7,537				
У середньому	—	—	—	0,113	—	—	—	8,881				
	Вторинний ринок житлової нерухомості станом на 01.04.2007 р.											
Сімферополь	0,151	0,096	0,084	0,104	6,604	10,456	11,836	9,591				
Чернівці	0,128	0,088	0,083	0,095	7,833	11,398	12,080	10,529				

Закінчення табл. 7.9

Місто	Коефіцієнт доступності житла						Показник тривалості періоду нагромадження					
	За типом квартири			Середні значення	За типом квартири			Середні значення				
	1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні		1-кімнатні	2-кімнатні	3-кімнатні					
Луганськ	0,178	0,134	0,108	0,134	5,607	7,455	9,232	7,475				
Кременчук	0,240	0,159	0,155	0,176	4,173	6,276	6,469	5,682				
Львів	0,142	0,101	0,093	0,107	7,035	9,935	10,742	9,332				
Тернопіль	0,132	0,093	0,085	0,099	7,577	10,782	11,705	10,114				
Хмельницький	0,141	0,098	0,089	0,104	7,071	10,237	11,276	9,589				
Миколаїв	0,145	0,109	0,157	0,128	6,876	9,205	6,373	7,840				
Херсон	0,159	0,131	0,118	0,131	6,274	7,638	8,455	7,633				
Рівне	0,274	0,107	0,101	0,136	3,651	9,387	9,940	7,358				
Суми	0,164	0,124	0,115	0,129	6,100	8,077	8,706	7,758				
Київ	0,073	0,047	0,041	0,051	13,748	21,439	24,183	19,740				
У середньому	—	—	—	0,126	—	—	—	7,949				

$$K = \frac{H}{B}, \quad (7.24)$$

де

$$H = d \cdot N;$$

$$B = b \cdot s.$$

З формули (7.24) структура кратної моделі має вигляд:

$$\Delta K = \frac{H}{B} - \frac{H_0}{B_0} = A_H + A_B, \quad (7.25)$$

де H, B, H_0, B_0 — відповідно фактичні і базові значення змінних H, B .

Оскільки змінні N, s характеризуються незначним коливанням числових значень протягом значного проміжку часу, то з метою спрощення функціональних залежностей будемо вважати їх константами. Звідси зміна результуючого показника K у моделі (7.25) буде обумовлюватися лише варіацією факторних показників H і B . Робочі формули для обчислення елементів спрощеної факторної моделі A_H і A_B , що показують ступінь автономного впливу факторів H і B на зміну результуючого показника, виведені за принципами і методами, що викладені у праці А. Бутник-Сіверського “Економико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности предприятий и объединений”¹:

$$A_H = \int_0^{\Delta H} \frac{dH}{B_0 + k \cdot H}, A_B = \int_0^{\Delta B} \frac{-l \cdot (H_0 + H) \cdot dH}{(B_0 + k \cdot H)^2}, \text{ де } k = l = \frac{\Delta B}{\Delta H}. \quad (7.26)$$

Спрощуючи вирази (7.26), отримали кінцеві формули для обчислень:

$$A_H = \frac{\Delta H}{\Delta B} \cdot \ln \left| \frac{B}{B_0} \right|, A_B = \Delta K - A_H. \quad (7.27)$$

¹ Бутник-Сиверский А.Б. и др. Экономико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности предприятий и объединений. — М.: Финансы и статистика, 1982. — 200 с.

Пофакторний аналіз зміни коефіцієнта доступності житла на первинному і вторинному ринках житлової нерухомості України залежно від доходів домогосподарства та середньої ринкової вартості стандартного помешкання дозволив встановити, що і на первинному, і на вторинному ринках житлової нерухомості на значення коефіцієнта доступності житла визначальний вплив здійснює середньоринкова вартість 1 м² загальної площі житла. Зокрема, на первинному ринку житлової нерухомості України у I кварталі 2007 р. зміна коефіцієнта доступності житла на 86,7 % була обумовлена зміною ціни 1 м² і лише на 13,3 % — зміною доходу домогосподарства; на вторинному ринку житлової нерухомості спостерігалась аналогічна закономірність: зміна коефіцієнта доступності житла на 86,0 % пояснювалася зміною ціни 1 м² житла і на 14,0 % — зміною доходу домогосподарства (табл. 7.10).

Застосовані інструментарій і методика дослідження фінансового потенціалу населення на ринку житла, як одного з критеріїв наявності перспектив для розвитку житлового сегмента іпотечного ринку, хоча і потребують подальшого удосконалення, проте вже сьогодні дає змогу залежно від ситуації, що складається на ринку житлової нерухомості, через параметри фінансово-кредитної політики, вартісні та натуральні характеристики житлового будівництва регулювати динаміку коефіцієнта доступності житла і показника тривалості періоду нагромадження у напрямі підвищення збалансованості між реальним платоспроможним попитом та пропозицією на первинному і вторинному ринках житла та сприяти на цій основі ефективному функціонуванню житлового сегмента іпотечного ринку.

Отже, суттєвою особливістю становлення іпотечних фінансових відносин на ринку житлової нерухомості України є незгодженість економічних інтересів усіх суб'єктів житлового сегмента іпотечного ринку, в результаті чого в Україні не були створені основні ринкові баланси, які є необхідними для ефективного розвитку житлового іпотечного кредитування: баланси міжбанківських процентних ставок і вартості іпотечного кредиту, доходів населення і ринкової ціни житлової нерухомості, вартості оренди і вартості придбання житла, кошто-

Таблиця 7.10. Факторний аналіз зміни коефіцієнта доступності житла на первинному і вторинному ринках житлової нерухомості України

Міста	Первинний ринок житлової нерухомості		Вторинний ринок житлової нерухомості	
	Зміна доходів домогосподарства, %	Зміна ціни 1 м ² житлової нерухомості, %	Зміна доходів домогосподарства, %	Зміна ціни 1 м ² житлової нерухомості, %
Сімферополь	10,697	89,303	18,150	81,850
Чернівці	10,660	89,340	15,249	84,751
Луганськ	—	—	20,202	79,798
Кременчук	—	—	8,003	91,997
Львів	22,368	77,632	46,194	53,806
Тернопіль	9,793	90,207	12,786	87,214
Хмельницький	24,320	75,680	10,999	89,001
Миколаїв	—	—	-12,796	112,796
Херсон	-11,275	111,275	-16,511	116,511
Рівне	—	—	6,442	93,558
Суми	13,466	86,534	-38,901	138,901
Київ	—	—	8,414	91,586
У середньому	13,257	86,743	14,039	85,961

рисної вартості будівництва об'єкта нерухомості та ринкової вартості об'єктів інвестування у ньому, загального житлового фонду і насиченості ринку житлом та послугами іпотечного кредитування. На сьогодні ринкова ціна об'єктів житлової нерухомості і будівельні витрати не є похідними від конкурентного ринку та політики держави, що виступає наслідком самоусунення держави від регулювання ринку житла і, як наслідок, установлення монополюно високих цін на об'єкти житлової нерухомості.

Співставлення обчислених значень показників фінансового потенціалу населення України на первинному і вторинному ринках житлової нерухомості з їх граничними значеннями дає можливість зробити висновок про труднощі у розвитку житлового сегмента іпотечного ринку в Україні з огляду на недостатню величину доходів населення. Крім того, без державної підтримки житловий сегмент іпотечного ринку не буде стійким у фінансовому відношенні, бо розраховані коефіцієнти доступності житла на первинному і вторинному ринках у 1,2—1,8 разу нижчі за граничне значення, за якого система житлового іпотечного кредитування характеризується як стійка. Це потребує упровадження “перехідного” механізму житлового іпотечного кредитування.

“Перехідна” модель житлового сегмента іпотечного ринку повинна бути адаптованою до вітчизняних макроекономічних умов і законодавчої бази; забезпечувати доступність житлових іпотечних кредитів для груп населення із середніми доходами; формувати ефективний механізм позабюджетного фінансування житлової сфери; бути організаційно відтвореною у будь-якому регіоні країни і мати потенціал для розвитку. Дослідження розділу 5 показали, що перспективною моделлю для формування житлового сегмента іпотечного ринку в умовах ринкових трансформацій є цільова модель іпотечного ринку.

Алгоритм визначення місткості житлового сегмента іпотечного ринку, як критерію доцільності формування “перехідної” цільової моделі організації іпотечних фінансових відносин з визначеними процентними ставками, строками кредитування, часткою іпотечного кредиту у вартості застави, рівнями доходів і цінами на житло, включає три етапи:

1) визначення параметрів житлової іпотечної позики та оптимальних значень критеріїв андерайтингу (табл. 7.11);

2) визначення ціни іпотечного кредиту з врахуванням особливостей механізму залучення ресурсів у цільовій моделі (табл. 7.12);

3) визначення максимальної величини іпотечного кредиту з заданими параметрами, який доступний для домогосподарства із заданими рівнями середньорічного доходу в кожній децильній групі (табл. 7.13), та порівняння одержаних значень з фактичною ціною нового помешкання.

Максимальна величина іпотечного кредиту залежить, з одного боку, від площі майбутнього помешкання (s), вартості 1 м^2 загальної площі (b) і частки іпотечного кредиту у вартості застави (LTV):

$$D_{\max} = b \cdot s \cdot LTV, \quad (7.28)$$

з іншого боку — від сукупного доходу ($H = N \cdot d$), який визначає максимальний розмір виплат у погашення іпотечного кредиту з фіксованою часткою платежів за іпотечним кредитом у доході позичальника (PTI):

$$D + L = N \cdot d \cdot n \cdot PTI, \quad (7.29)$$

де D — величина іпотечної позики; L — процентні платежі; d — середньорічний дохід одного члена домогосподарства; N — кількість осіб у домогосподарстві; n — строк іпотечного кредитування.

Доступна сума ануїтетного іпотечного кредиту обчислюється за формулою:

$$D_{\text{дост}} = H \cdot PTI \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n}, \quad (7.30)$$

де i — ціна іпотечного кредиту в цільовій моделі.

В якості вихідних параметрів у визначенні потенційного попиту децильних (10 % -х) груп населення на житлові іпотечні кредити у “перехідній” цільовій моделі використовуються

Таблиця 7.11. Параметри іпотечного кредиту у формуванні “перехідної” цільової моделі житлового сегмента іпотечного ринку

Параметри кредиту	Економічний зміст	Оптимальне значення	Коментар
Частка іпотечного кредиту у вартості застави	Зі зниженням значення конкретного показника ймовірність покриття витрат кредитора у зв'язі зі стягнення на заставлений об'єкт нерухомості зростає	до 50—60 %	Для інвестиційної та депозитної моделей іпотечного ринку значення параметру перебуває у межах від 70 % до 90 % залежно від сукупності економічних умов реалізації моделі у конкретній країні; у цільовій моделі — знаходиться у межах 50—60 %
Частка суми платежів за іпотечним кредитом у доході позичальника	Зі зниженням значення параметра боргове навантаження на позичальника знижується, підвищуючи його кредитоспроможність	30 %	У Німеччині такий показник не перевищує 40 % використовуваного доходу, у Великобританії — 33, у Данії — встановлюється банками самостійно у процесі андеррайтингу, у Росії — 30—35 % сукупного доходу позичальника**. У середнєне максимальне значення частки платежів за іпотечним кредитом у доході позичальника в західних країнах — 0,25

* Сольская И.Ю., Курилов А.В. Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — С. 61—63.

** Концепция развития системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации от 11.01.2000 г. № 28

Закінчення табл. 7.11

Параметри кредиту	Економічний зміст	Оптимальне значення	Коментар
Тип процентної ставки	В умовах невисокого ризику процентної ставки застосовують фіксовані протягом усього строку кредитування процентні ставки, в іншому випадку — змінні	Фіксована процентна ставка	У разі стабільних невисоких прогнозованих темпах інфляції фіксовані процентні ставки застосовуються, як правило, в інвестиційній та цільовій моделях іпотечного ринку, у депозитній, особливо у разі значних розривах між строками іпотечних кредитів і строками залучення кредитором коштів для їх надання — змінні процентні ставки
Тип платежу у погашення іпотечного кредиту	Залежить від обраного інструменту іпотечного кредитування	Ануїтетний та з рівними внесками у погашення основної суми боргу іпотечні кредити	У практиці іпотечного кредитування найбільш поширеними є іпотечний кредит з рівними платежами у погашення (100 % іпотечних кредитів у США, 40 — у Данії, 25 — у Великобританії, 30 % — у Німеччині) та іпотечний кредит із змінними платежами у погашення з рівними внесками у погашення основного боргу (60 % іпотечних кредитів у Данії, 30 % — у Німеччині)*
Строк кредитування	Залежить від джерела ресурсів іпотечного кредитування	6—10 років	Строки іпотечного кредитування в інвестиційній та депозитній моделях іпотечного ринку становлять 15—30 років, у цільовій 6—10 років

* Сольская И.Ю., Курилов А.В. Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — С. 61—63.

Таблиця 7.12. Процентна ставка іпотечного кредиту на житловому сегменті іпотечного ринку України у його організації за цільовою моделлю

Складові ціни іпотечного кредиту	Процентна ставка
Процентна ставка за цільовими оцадними внесками в дол. США	3
Маржа кредитора із врахуванням ризиків кредитування	2—3
Ціна іпотечної позики для позичальника	5—6

Джерело: Кудрявцев В., Кудрявцева Е. Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — С. 58; Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

такі значення: середня вартість 1 м² загальної площі житла на первинному ринку станом на 01.01.2007 р.— 3780,55 грн; загальна площа житлового приміщення, що купується — 65,0 м²; ціна квартири на первинному ринку нерухомості — 245 735,75 грн; іпотечні кредити надаються з фіксованою процентною ставкою. Основні принципи побудови “перехідної” моделі іпотечного ринку в трансформаційній економіці розкрито у параграфі 5.3. Тут лише зауважимо, що фінансування придбання нового житла у “перехідній” цільовій моделі житлового сегмента іпотечного ринку здійснюється за рахунок заощаджень домогосподарства, коштів від реалізації наявного житла і житлових іпотечних кредитів (табл. 7.14).

Досліджуючи механізми державної підтримки громадян, які бажають одержати іпотечні кредити на стандартних банківських умовах, але є некредитоспроможними на первинному іпотечному ринку через недостатню величину доходів, О. Бичков доводить перспективність надання державою безоплатних субсидій для оплати початкового внеску в разі одержання іпотечного кредиту¹. На його думку, система фінансу-

¹ *Бичков О.П.* Про концепцію розвитку системи іпотечного житлового кредитування в Україні // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 109.

Таблиця 7.13. Грошові доходи і заощадження домогосподарств України залежно від розміру середньогрошових витрат на одну особу станом на 01.01.2007 р.

Децильні (10 %-ні) групи домогосподарств за рівнем витрат у середньому на одну особу	Середньорічний дохід домогосподарства, грн	Заощадження домогосподарства, грн*
1	21 872,75	1 751,63
2	25 561,24	2 655,72
3	26 421,89	2 866,67
4	27 946,46	3 240,36
5	28 807,11	3 451,31
6	30 331,69	3 825,00
7	32 495,60	4 355,39
8	33 577,56	4 620,59
9	36 823,43	5 416,18
10	54 368,35	9 716,60
У середньому	31 843,97	4 189,94

* Через відсутність даних про обсяги заощаджень у децильних групах, у розподілі загальної суми заощаджень, які перебувають за межами банківської системи України (за різними оцінками 10—20 млрд дол. США¹), припускалося, що вони розподілені пропорційно розподілу сукупних витрат з урахуванням прожиткового мінімуму, затвердженого на 2006 р.²

¹ Жуков В. Комерційні банки та інвестиційна діяльність // Банківська справа. — 2000. — № 2. — С. 59; Алексєєв А., Архангельський Ю. Структурні економічні реформування в Україні // Економіка України. — 2002. — № 4. — С. 61.

² Голєусова Г. Розміри державних соціальних стандартів та гарантій: стан та перспективи // <http://www.nas.gov.ua/nas>.

Таблиця 7.14. Потенційний попит населення України на ринку житлових іпотечних кредитів у “перехідній” цільовій моделі ринку

Децимальні групи домогосподарств за рівнем витрат	Тривалість періоду напромадження, років	Процентна ставка у період напромадження, %	Сума нагромадження на кінець періоду, грн*	Тривалість періоду іпотечного кредитування, років	Ціна іпотечного кредиту, %	Сума доступного ануїтетного іпотечного кредиту, грн	Частка іпотечного кредиту в ціні нової квартири, %	Кошти від реалізації наявного житла, грн**	Ресурси позичальника на житловому ринку, грн	Частка ресурсів позичальника у ціні квартири, %
1	6	3,0	9 926,70	10	5,0	50 668,67	20,62	156 884,68	219 231,69	89,21
2	6	3,0	12 327,50	10	5,0	59 213,13	24,10	156 884,68	231 081,03	94,04
3	6	3,0	12 887,69	10	5,0	61 206,84	24,91	156 884,68	233 845,88	95,16
4	6	3,0	13 880,02	10	5,0	64 738,55	26,34	156 884,68	238 743,61	97,15
5	6	3,0	14 440,20	10	5,0	66 732,26	27,16	156 884,68	241 508,45	98,28

* У визначенні нагромадженої суми протягом періоду нагромадження ($S_{\text{цм}}$) використовували залежність:

$$S_{\text{цм}} = (S_0 + H \cdot PPI) \cdot (1 + i_{\text{цм}})^n$$

де $i_{\text{цм}}$ — процентна ставка нагромадження; n — період нагромадження; S_0 — сума наявних заощаджень.

** Наявне житло позичальника — однокімнатна кімнатна квартира загальною площею 36,6 м² і загальною вартістю 156 884,68 грн.

Закінчення табл. 7.14

Депозитні групи домогосподарств за рівнем витрат	Тривалість періоду нагромадження, років	Процентна ставка у період нагромадження, %	Сума нагромадження на кінець періоду, грн*	Тривалість періоду іпотечного кредитування, років	Ціна іпотечного кредиту, %	Сума доступного анuitетного іпотечного кредиту, грн	Частка іпотечного кредиту в ціні нової квартири, %	Кошти від реалізації наявного житла, грн	Ресурси позичальника на житловому ринку, грн	Частка ресурсів позичальника у ціні квартири, %
6	6	3,0	15 432,53	10	5,0	70 263,97	28,59	156 884,68	246 406,18	100,27
7	6	3,0	16 841,00	10	5,0	75 276,73	30,63	156 884,68	253 357,80	103,10
8	6	3,0	17 545,23	10	5,0	77 783,10	31,65	156 884,68	256 833,60	104,52
9	6	3,0	19 657,93	10	5,0	85 302,23	34,71	156 884,68	267 261,02	108,76
10	6	3,0	31 077,72	10	5,0	125 945,40	51,25	156 884,68	323 624,40	131,70
Середні значення	6	3,0	16 410,02	10	5,0	73 767,20	30,02	156 884,68	251 251,85	102,24

вання придбання житла громадянами за допомогою держави, за якої частка власних коштів громадян у вартості житлової нерухомості становить 30 %, частка державної субсидії (залежно від категорії населення) — 20—50 %, решта — іпотечний кредит, підвищить доступність іпотечних кредитів для населення і буде стимулювати платоспроможний попит на житло.

Однак зауважимо, що механізм активізації попиту на первинному іпотечному ринку, який засновано на функціонуванні спеціальних державних регіональних фондів, є більш стійким і менш затратним порівняно з механізмом, що засновано на державних субсидіях. По-перше, природна інертність житлово-будівельного комплексу не дозволить забезпечити швидкий приріст житлового будівництва і може спричинити зростання вартості житлової нерухомості на первинному і вторинному ринках та викликати зниження платоспроможного попиту.

Функціонування ж спеціальних державних регіональних фондів з купівлі-продажу нерухомості на первинному і вторинному ринках житла дасть змогу залучити в обіг об'єкти вторинного житлового ринку і запобігти зниженню попиту на ринках іпотечних кредитів і житлової нерухомості. По-друге, система субсидування позичальників має більший лаг у відшкодуванні державних витрат, оскільки передбачає лише дію мультиплікатора інвестицій і державних витрат, тоді як система стимулювання попиту на ринку іпотечних кредитів із використанням спеціальних державних регіональних фондів дає можливість здійснювати також прямий продаж житлової нерухомості на вторинному ринку. По-третє, в Україні спостерігаються високі міжрегіональні відмінності у рівнях заробітної плати, які зумовлені специфікою регіональних економічних комплексів, що викликає труднощі у впровадженні системи державних субсидій у житловому іпотечному кредитуванні в окремих регіонах.

Отже, у формуванні “перехідної” цільової моделі житлового сегмента іпотечного ринку іпотечне кредитування зорієнтоване, у першу чергу, на категорії населення, яке має у влас-

ності житлову нерухомість і потребує невеликих за обсягом житлових іпотечних кредитів для покращення житлових умов (частка населення, що потребує незначних за обсягом іпотечних кредитів, значна і за розрахунками складає третину потенційних позичальників). Це дасть змогу, маючи обмежені фінансові ресурси, забезпечити житловими іпотечними позиками більшу кількість позичальників. Обчислення показали, що іпотечні кредити у “перехідній” цільовій моделі характеризуються високою доступністю (кредит можуть отримати 6, 7, 8, 9 і 10-та децильні групи), тому ця модель має розглядатися як перспективний напрям розвитку житлового сегмента іпотечного ринку в Україні. Для інших груп населення (1—5 децильні групи) доцільно продовжити строк нагромадження.

Розвиток “перехідної” цільової моделі житлового сегмента іпотечного ринку дозволить розв’язати сукупність економічних і соціальних проблем:

1) економічні: розвиток будівельної та суміжних галузей, зростання обсягів житлового будівництва; зниження рівня безробіття; трансформування короткострокових заощаджень у довгострокові інвестиції; поживлення і якісний розвиток ринку житлової нерухомості; залучення заощаджень населення, які перебувають за межами фінансових ринків; укріплення фінансово-кредитної системи;

2) соціальні: створення механізму розв’язання житлової проблеми населення і умов для підвищення рівня і якості життя; укріплення фізичного і духовного здоров’я населення; покращення міських і приміських територій; заселення нових і освоєння занедбаних територій; відродження малих міст.

Оцінка соціально-економічного ефекту від запровадження “перехідної” цільової моделі житлового сегмента іпотечного ринку в Україні враховує показники соціального (підвищення рівня забезпеченості населення житлом), комерційного (самоокупність “перехідної” моделі) та економічного ефектів (зростання інвестицій, зайнятості, обсягів виробництва) (табл. 7.15).

Таблиця 7.15. Соціально-економічні ефекти функціонування “перехідної” цільової моделі житлового сегмента іпотечного ринку в Україні

Показники	Одиниці виміру	Значення
Соціальний ефект		
1. Житлові умови покращать	тис. сімей	325
2. Загальна площа придбаних квартир	тис. м ²	21 125
Економічний ефект		
1. Мінімальний обсяг інвестицій, який забезпечить “перехідна” цільова модель	млн грн	51 616,98
2. Зростання обсягів житлового будівництва	тис. м ²	10 562,5
3. Приріст обсягів житлового будівництва	%	22,4
4. Приріст ВВП	млн грн	206 467,92
5. Зростання зайнятості у будівельній галузі	тис. осіб	5,0
6. Зростання зайнятості у суміжних галузях економіки	тис. осіб	25,0
Комерційний (Фінансовий) ефект		
1. Приріст державних витрат на формування “перехідної” моделі	млн грн	43 265,2
2. Зростання податків у результаті функціонування “перехідної” цільової моделі	млн грн	47 487,62
3. Самоокупність моделі	—	$\Delta T > \Delta G$
4. Частка іпотечних кредитів у ВВП (з урахуванням заборгованості за іпотечними кредитами станом на 01.01.2007 р.)	%	8,9

Соціальний ефект:

1. Покращити житлові умови зможуть 325 тис. сімей.

Обчислення зроблено за такими припущеннями: чисельність населення в Україні станом на 01.01.2007 р. — 46,6 млн осіб¹; середньостатистичний розмір домогосподарства станом на 2005 р. (останні відомі дані) — 2,61 особи, що дає змогу припустити наявність 17,8 млн домогосподарств. Із них на початок 2006 р. 1,3 млн перебували у черзі на покращення житлових умов², тобто мінімальний попит на іпотечні позики складе 1 % у кожній децильній групі (130 тис. сімей). Оскільки функціонування “перехідної” цільової моделі потребує наявності у позичальника ліквідної нерухомості, то припустимо, що цій умові відповідає 50 % домогосподарств із тих, що перебувають у черзі. У “перехідній” моделі децильні групи 6—10 виявилися платоспроможними на ринку іпотечних кредитів, тому мінімальна кількість домогосподарств, які формуватимуть попит на іпотечні кредити складе: $130 \cdot 5 \cdot 0,5 = 325$ тис. сімей (по 65 тис. сімей у кожній децильній групі).

2. Загальна площа придбаних квартир складе 21 125 тис. м².

Обчислення зроблено за припущенням: покращення житлових умов здійснюється за рахунок придбання 2-х кімнатної квартири загальною площею 65,0 м². Загальна площа придбаних квартир домогосподарствами, які сформуєть попит на ринку іпотечних кредитів, складе: $325 \cdot 65 = 21125$ тис. м².

Економічний ефект:

1. Мінімальний обсяг інвестицій, який забезпечить “перехідна” цільова модель іпотечного ринку складе 51 616,98 млн грн.

Обчислення виконано за формулою (5.2) і даними табл. 7.14 для кожної децильної групи:

$$\begin{aligned} \Delta I = & (3825,0 + 15\,432,53 + 156\,214,25) \cdot 65\,000 + (4355,39 + \\ & + 16\,841,00 + 149\,262,63) \cdot 65\,000 + (4620,59 + 17\,545,23 + \\ & + 145\,786,83) \cdot 65\,000 + (5416,18 + 19\,657,93 + 135\,359,41) \times \\ & \times 65\,000 + (9716,60 + 31\,077,72 + 78\,996,03) \cdot 65\,000 = \\ & = 51\,616,98 \text{ млн грн.} \end{aligned}$$

¹ Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

² Там само.

2. Зростання обсягів житлового будівництва складе 10 562,5 тис. м².

Обчислення зроблено за такими припущеннями: покращення житлових умов домогосподарств здійснюється за рахунок придбання квартир на первинному (50 % загального обсягу або 162,5 тис. сімей) і вторинному (50 % загального обсягу або 162,5 тис. сімей) ринках житлової нерухомості. З урахуванням цього припущення, зростання обсягів житлового будівництва складе: $162,5 \cdot 65,0 = 10\,562,5$ тис. м².

3. Приріст обсягів житлового будівництва, порівняно з попереднім періодом складе 22,4 %.

В обчисленні використано наступні залежності: у 2006 р. уведено в експлуатацію 8628 тис. м² загальної площі житла; звідси, приріст обсягів житлового будівництва в результаті упровадження “перехідної” цільової моделі іпотечного ринку складе: $10\,562,5 : 8628 \cdot 100 - 100 = 22,4$ %.

4. У результаті функціонування “перехідної” цільової моделі іпотечного ринку приріст ВВП у мультиплікаторі $k=4$ становитиме $51\,616,98 \cdot 4,0 = 206\,467,92$ млн грн, або 38,4 % відносно ВВП за 2006 р. у фактичних цінах.

5. Зростання зайнятості у будівельній галузі становитиме 5,0 тис. осіб, або 1,3 %.

Обчислення зроблено за такими припущеннями: 1 % приросту вартості робіт, що виконані у будівельному секторі, призводить до зростання на 0,06 % (4,1 тис. осіб) середньої чисельності будівельно-виробничого персоналу. Тоді $22,4 \cdot 0,06 = 1,3$ % зростання зайнятості або $4,1 \cdot 1,224 = 5,0$ тис. осіб.

6. Зростання зайнятості у суміжних галузях економіки складе 25,0 тис. осіб.

В обчисленні враховували, що додаткове робоче місце, яке створене у житловому будівництві забезпечує роботою 5—6 працівників інших галузей економіки.

Комерційний (фінансовий) ефект:

1. Приріст державних витрат на формування “перехідної” моделі житлового сегмента складе 43 265,2 млн грн.

Обчислення виконано за залежністю:

$$\Delta G = (156\,214,25 + 149\,262,63 + 145\,786,83 + 135\,359,41 + 78\,996,03) \cdot 65\,000 = 43\,265,2 \text{ млн грн.}$$

2. Зростання податків у результаті функціонування “перехідної” цільової моделі іпотечного ринку складе 47 487,62 млн грн.

Обчислення виконано за залежністю:

$$k=4 \text{ та } t=0,23 \quad \Delta T = 4 \cdot 0,23 \cdot 51\,616,98 = 47\,487,62 \text{ млн грн.}$$

3. “Перехідна” цільова модель житлового іпотечного ринку здатна функціонувати як самоокупна. Так як $\Delta T = 47\,487,62$ млн грн, $\Delta G = 43\,265,2$ млн грн і $\Delta T > \Delta G$, то “перехідна” цільова модель іпотечного ринку характеризується як самофінансована і доцільна для упровадження.

4. У результаті зростання обсягу іпотечного кредитування на 28 247,14 млн грн приріст відношення житлової іпотечної заборгованості до ВВП складе 3,8 % (у фактичних цінах 2006 р.). Загальна частка іпотечних кредитів у ВВП (із урахуванням заборгованості за іпотечними кредитами станом на 01.01.2007 р.) становитиме 8,9 %.

Обчислення зроблено за такими залежностями:

$$\begin{aligned} & (70\,263,97 + 75\,276,73 + 77\,783,10 + 85\,302,23 + 125\,945,40) \times \\ & \quad \times 65\,000 = 28\,247,14 \\ & 28\,247,14 : (537\,667 + 206\,467,92) \cdot 100 = 3,8 \%. \end{aligned}$$

Отже, у результаті дослідження перспектив формування іпотечного ринку в Україні на основі авторських економіко-математичних моделей руху фінансових потоків у “перехідних” однорівневій інвестиційній і цільовій моделях прийшли до наступних висновків. По-перше, низька віддача капіталу у промисловому секторі України не здатна забезпечити функціонування “перехідної” моделі промислового сегмента іпотечного ринку на принципах самоокупності, тому в найближчій перспективі становлення промислової іпотеки в Україні утруднене. По-друге, на житловому сегменті іпотечного ринку в короткостроковій перспективі доцільно формувати “перехідну” цільову модель, у довгостроковій — замінити державне посередництво ринковими інститутами.

ВИСНОВКИ

Аналіз економічної природи іпотечного ринку, здійснений із використанням методологічного апарату сучасних напрямів економічної теорії, дає змогу зробити висновок про фінансову природу іпотечного капіталу і належність іпотечного ринку до фінансових ринків: дохідний рух вартості у формі позик та боргових цінних паперів є його визначальною характеристикою. Особливостями іпотечних фінансових відносин є довгостроковість, забезпечення позики заставою нерухомості зі збереженням за іпотекодавцем права володіння і користування нею, спрямованість на формування інвестиційних мотивацій на ринку нерухомості.

Іпотечний ринок функціонує на різних рівнях як: 1) економіко-правовий механізм взаємозв'язку на добровільній договірній основі та принципах економічної доцільності власників тимчасово вільного грошового капіталу та реальних інвесторів за посередництва іпотечних фінансово-кредитних і забезпечуючих інститутів; 2) сфера відносин обміну, об'єктом якого є іпотечний капітал у формі іпотечних кредитів та іпотечних цінних паперів, який відчужується на умовах строковості, платності, поворотності, диференціації; 3) механізм ко-

ординації діяльності економічних суб'єктів на основі попиту і пропозиції на іпотечний капітал; 4) сегмент інфраструктурного забезпечення ринку нерухомості; 5) інтеграційна єдність комплементарних сегментів, які забезпечують дохідний рух вартості, що надана у позику під заставу нерухомості. Системний підхід дає можливість визначити іпотечний ринок як систему економіко-правових відносин, які виникають на взаємопов'язаних ринках фінансів і нерухомості з приводу надання, обслуговування і рефінансування іпотечних кредитів для інвестування в об'єкти нерухомості.

Аналіз типів інституційної організації іпотечного ринку дає змогу виділити три "класичні" моделі іпотечного ринку — цільову, депозитну, інвестиційну (одно- і дворівневу), а наявність відмінних форм взаємодії суб'єктів ринку пояснювати модифікаціями "класичних" моделей.

Еволюція моделей іпотечного ринку відбувається у напрямі від ощадно-позичкових моделей (цільової і депозитної) до моделей вторинного ринку (одно- і дворівневої інвестиційної) і виявляється у зростанні мобільності іпотечного капіталу, підвищенні ступеня диверсифікації ризиків, зниженні інформаційних витрат. Особливості обігу прав на нерухоме майно, спосіб організації та рівень розвитку фінансових ринків формують два ланцюги еволюції моделей іпотечного ринку — англо-американський і франко-німецький, між якими з'явилися тенденції до конвергенції.

Іпотечний ринок, здійснюючи зворотний перерозподіл та інвестування іпотечного капіталу, інтегрує, регулює, стимулює, санує, інформує суб'єктів комплементарних ринків у напрямі підвищення суспільної ефективності. Механізм впливу іпотечного кредитування на соціально-економічні процеси пов'язаний з інвестиційним характером іпотечного ринку, за якого іпотечний кредит є формою інвестицій. Застосування інструментарію кейнсіанської і неокласичної теорій та методів економіко-математичного моделювання дозволило розширити уявлення про рушійну силу іпотечного кредитування в економічному розвитку. У короткостроковому періоді іпотечний ринок усуває ситуацію недовикористання виробничих потужностей, стимулює сукупний попит, забезпечує зростан-

ня національного доходу і зайнятості, стимулює розвиток галузей і ринків, укріплює фінансову і банківську системи, підвищує якість життя населення. У довгостроковому періоді зростання розмірів житлового сегмента іпотечного ринку понад 33,5% ВВП може призвести до “витіснення” житловим сектором з фінансових ринків інших сфер першочергового інвестування. Ефект “витіснення” виявляється у зниженні абсолютного приросту реального ВВП на одиницю житлових інвестицій та уповільненні темпів зростання реального ВВП. Розв’язання проблеми “витіснення” перебуває у площині пошуку рівноваги у розвитку промисловості і житлового будівництва у довгостроковій перспективі.

Специфіка ринкових трансформацій надає особливостей процесам розвитку іпотечного ринку, визначальною рисою яких стають: 1) інверсійний тип розвитку, що виявляється у зворотному напрямі становлення його сегментів (першочергового розвитку набуває житловий сегмент); 2) інституційний конфлікт між наявними та імпортованими інституціями, формами вияву якого є: нейтралізація запозичених інституцій; активізація альтернативних схем іпотечного кредитування; виникнення мутаційних форм; переродження інститутів та зміна ролі і функцій іпотечного ринку; 3) можливість інституційної пастки, яка полягає у консервуванні “неефективної депозитної моделі іпотечних фінансових відносин і неможливості переходу еволюційним шляхом до вищих форм організації іпотечного ринку відповідно до загальної схеми еволюції моделей іпотечного кредитування.

Дослідження показали домінування трансплантації правових інституцій моделей іпотечного ринку над самостійним їх розвитком у більшості країн світу. Трансплантація покращує напрям відбору моделей і прискорює розвиток іпотечного ринку, але не гарантує абсолютність позитивного результату у разі перенесення формальних інституційних обмежень на ґрунт трансформаційної економіки. У трансформаційних економіках запозичення формальних обмежень може привести до нейтралізації запозичених інституцій “класичних” моделей, активізації альтернативних схем іпотечного кредитування, виникнення стійких, але неефективних форм інс-

титуційної організації іпотечного ринку, зміни його ролі і функцій. Тому під час формування іпотечного ринку в умовах ринкових трансформацій необхідно раціоналізувати сам процес трансплантації шляхом урахування економічних умов і факторів у комплексі з політичними, історичними, психологічними, правовими та застосування поетапної трансплантації відповідно до загальної схеми еволюції моделей іпотечного ринку. Поетапна трансплантація з урахуванням особливостей економічного й інституційного середовища країни-реципієнта є методом реалізації градуалістського підходу у формуванні іпотечного ринку і забезпечує поступове удосконалення його інституційної структури у напрямі одержання найефективнішої моделі.

Роль держави у становленні іпотечного ринку полягає не лише у формуванні його інституційної структури шляхом здійснення проектної, законодавчої, адміністративної, контрольної та інших видів діяльності в економічному, правовому, організаційному напрямках, але й у розвитку іпотечних фінансових відносин шляхом участі в ролі основного суб'єкта руху іпотечного капіталу. У формуванні іпотечного ринку в країнах із трансформаційною економікою специфічна роль держави полягає у створенні механізму активізації попиту на первинному іпотечному ринку за рахунок ресурсів державного бюджету. Моделі іпотечного ринку, які поєднують бюджетні і ринкові принципи функціонування, є "перехідними" і виступають початковим етапом у процесі становлення "класичних" моделей іпотечного ринку. Головна мета їх запровадження — забезпечити доступність іпотечних позик і розширене відтворення відносин іпотечного кредитування на принципах довгостроковості, дохідності, надійності іпотечних інструментів. Економічну основу "перехідних" моделей формують ефекти мультиплікації інвестицій і податків, що виникають у зв'язку зі зростанням обсягів іпотечного кредитування.

Оцінка розвитку іпотечного ринку здійснюється за системою показників рівня розвитку первинного і вторинного ринків іпотечного капіталу. Зокрема, до складу показників оцінки рівня розвитку первинного іпотечного ринку віднесли

показники доступності іпотечних кредитів для позичальників; функціональних характеристик первинного ринку; потреби в бюджетних ресурсах; до показників оцінки вторинного іпотечного ринку — показники інвестиційної привабливості і надійності іпотечних цінних паперів; їх ліквідності та потреби в бюджетних коштах для підтримання іпотечних фінансових відносин. Аналіз ефективності житлового іпотечного кредитування передбачає обчислення інтегрального житлово-будівельного індексу, який ураховує виробничі аспекти житлового будівництва, інвестиційні показники фінансування об'єктів нерухомості, відображає тенденції розвитку ринку житла і соціальні аспекти забезпеченості населення житлом.

Аналіз економіко-математичної моделі руху фінансових потоків у “перехідній” однорівневій інвестиційній моделі промислового сегмента іпотечного ринку показав, що низька віддача капіталу у промисловому секторі України не здатна забезпечити функціонування “перехідної” моделі, тому у найближчій перспективі становлення промислової іпотеки в Україні ускладнене.

Оцінка доступності житла для населення — визначального фактора у формуванні іпотечного ринку — виявила доцільність розвитку житлового сегмента іпотечного ринку в Україні. Разом із тим, без державної підтримки житловий сегмент іпотечного ринку не буде фінансово стійким, оскільки обчислені коефіцієнти доступності житла на первинному і вторинному ринках житлової нерухомості України нижчі за його граничні (порогові) значення. Тому в короткостроковій перспективі необхідно впровадити “перехідну” цільову модель як найбільш конкурентоспроможну у трансформаційній економіці з огляду на врахування особливостей економічного та інституційного середовища формування іпотечного ринку, у довгостроковій — замінити державне посередництво інститутами іпотечного ринку і сформувати “класичну” систему житлового іпотечного фінансування. Особливостями “перехідної” цільової моделі є: 1) поєднання ринкових і бюджетних принципів фінансування; 2) інвестування іпотечної нерухомості здійснюється за рахунок власних заощаджень позичальни-

ків, іпотечних кредитів і коштів від продажу наявної у позичальника ліквідної нерухомості; 3) невисока частка іпотечної позики у вартості застави. Очікуваний ефект від запровадження “перехідної” цільової моделі житлового сегмента іпотечного ринку в Україні виявиться у зростанні доступності житлових іпотечних кредитів для домогосподарств із середніми доходами і кількості сімей, що здатні самостійно покращити умови проживання; підвищенні частки портфеля іпотечних позик у ВВП; зростанні інвестицій, обсягів житлового будівництва, зайнятості, національного доходу, розвитку ринків нерухомості, фінансів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Конституція України // <http://www.rada.gov.ua>.
2. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України: Закон України від 19.06.2003 р. № 980-IV // <http://www.rada.gov.ua>.
3. Про заставу: Закон України від 02.10.1992 р. № 2654-XII зі змін. і доп. // <http://www.rada.gov.ua>.
4. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 р. // <http://www.rada.gov.ua>.
5. Про іпотеку: Закон України від 05.06.2003 р. № 898-IV // *Голос України*. — 2003. — 15 липня. — № 129 (3129). — С. 18—21.
6. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України від 19.06.2003 р. № 979-IV // <http://www.rada.gov.ua>.
7. Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України від 28.12.1994 р. № 334/94-ВР (у ред. від 22.05.1997 р. № 283/97-ВР зі змін. і доп. станом на 01.01.2004 р.) // <http://www.rada.gov.ua>.
8. Про податок на додану вартість: Закон України від 03.04.1997 р. № 168/97-ВР зі змін. і доп. // <http://www.rada.gov.ua>.

9. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю: Закон України від 19.06.2003 р. № 978-IV // <http://www.rada.gov.ua>.

10. Про затвердження Порядку формування фондів житла для тимчасового проживання та Порядку надання і користування житловими приміщеннями з фондів житла для тимчасового проживання: Постанова Кабінету Міністрів України від 31.03.2004 р. № 422 // <http://www.liga.kiev.ua>.

11. Про організацію житлового кредитування населення України: Постанова Кабінету Міністрів України від 02.06.2000 р. № 885 // <http://www.liga.kiev.ua>.

12. Про порядок формування і використання коштів фондів підтримки індивідуального житлового будівництва: Постанова Кабінету Міністрів України від 03.08.98 р. № 1211 // <http://www.liga.kiev.ua>.

13. Про основні напрями забезпечення житлом населення України на 1999—2005 рр.: Указ Президента України від 15.07.1999 р. № 856/99 // <http://www.liga.kiev.ua>.

14. Про проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії “Київміськбуд”: Указ Президента України від 27.06.1999 р. № 735/99 // <http://www.liga.kiev.ua>.

15. Про проведення у м. Києві експерименту із запровадження нового механізму часткової компенсації відсоткової ставки за кредитами, наданими комерційними банками молодим сім'ям та самотнім молодим громадянам для будівництва і придбання житла: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 10.07.2004 р. № 554-р // <http://www.liga.kiev.ua>.

16. *Абдулаев М.А., Орлов А.А., Римский Л.А.* Іпотека. Організація іпотечного кредитування: Учеб. пособие. — М.: МИИТ, 2003. — 244 с.

17. *Аверьянова Т.А.* Іпотека: инновационная стратегия в жилищном строительстве России: Учеб. пособие / Новосибирский гос. архитектурно-строительный ун-т. — Новосибирск: НГАСУ, 2001. — 80 с.

18. *Агапкин В.М., Гусева Л.В. и др.* Іпотечное кредитование жилья в США // ЭКО: экономика и организация промышленного производства. — 1992. — № 11. — С. 114—124.

19. Аналитические записки: В 3 ч. — Ч. 1: Ипотека: Теоретические основы. Мировой опыт / Под ред. Е.В. Орешкович. — Киров: Изд-во ООО “Учеб.-производств. центр Март-2000”, 2001. — 34 с.
20. *Базилевич В.Д.* Сучасна парадигма страхування: суть та протиріччя: Вісник Київ. нац. ун-ту імені Тараса Шевченка. — № 81—82, 2006. — С. 6—9.
21. *Базилевич В.Д.* Посилення ролі фінансів у трансформаційній економіці // Фінанси України. — 2004. — № 5. — С. 5—9.
22. *Базилевич В.Д.* Формування конкурентного середовища у транзитивній економіці: проблеми, тенденції, протиріччя // Конкуренція. — 2003. — № 2—5. — С. 24—28.
23. *Базилевич В., Дорошенко І.* Система реструктуризації банківського сектору та її вплив на макроекономічний розвиток: досвід 24 країн // Економіст. — 2000. — № 4. — С. 26—35.
24. *Базилевич В.Д.* Закономірності розвитку національного ринку в глобалізованому світі // Економіка і управління. — 2004. — № 2. — С. 5—11.
25. *Базилевич В.Д.* Освітнє та наукове забезпечення розвитку іпотечного ринку в Україні // Іпотечний ринок в Україні: проблеми стратегії розвитку: Міжнар. наук.-практ. конф. “Іпотечний ринок в Україні: проблеми стратегії розвитку” (м. Київ, 12 лютого 2004 р.) / За заг. ред. В.І. Кравченка, К.В. Паливоди. — К.: Міжнародний інститут фінансів, 2004. — С. 102—104.
26. *Базилевич В.Д., Базилевич К.С.* Страхова справа. — 5-те вид., перероб. і доп. — К.: Знання, 2006. — 351 с.
27. *Базилевич В.Д., Базилевич К.С., Баластрик Л.О.* Макроекономіка: Підручник. — К.: Знання, 2006. — 851 с.
28. *Белокрылова О.С., Привалова Е.В., Яхимович В.И.* Институциональные механизмы модернизации рынка жилья и его макроэкономическая динамика в посткризисной экономике. — Ростов н/Д.: Изд-во РГУ, 2003.
29. *Борщ Л.М., Герасимова С.В.* Іпотечний ринок: стан, проблеми й перспективи розвитку в Україні // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки

України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 43—48.

30. *Бузырев В.В., Чекалин В.С.* Экономика жилищной сферы: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М. — 256 с.

31. *Ваксман С.А., Воробьева О.Е.* Ипотечное кредитование и его участники на рынке жилья США: Учеб. пособие. — Екатеринбург: Изд-во Уральского гос. ун-та, 1998. — 97 с.

32. *Вольчик В.В.* Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов // Известия вузов. Северо-Кавказский регион. Общественные науки. — 2002. — № 4. — С. 43—50.

33. *Воробьев В.П.* Проблемы развития ипотечного кредитования в России // Проблемы эффективности банковской системы. — 2000. — Вып. 3. — С. 84—101

34. *Гайдай Т.* Інституціоналізм та його аналітично-дослідницький потенціал // Економіка України. — 2003. — № 9. — С. 60—66.

35. *Гесць В.М.* Роль іпотечного кредитування в контексті стратегії соціально-економічного розвитку України // Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Міжнар. наук.-практ. конф. “Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи” (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. — С. 50—52.

36. *Горемыкин В.А., Бугулов Э.Р.* Недвижимость: регистрация прав и сделок, ипотечное кредитование в схемах. — Изд. 2-е, стер. — М.: Информ.-изд. дом “Филинъ”, 1999. — 144 с.

37. *Горемыкин В.А., Бугулов Э.Р.* Экономика недвижимости: Учебник. — М.: Информ.-изд. дом “Филинъ”, 1999. — 592 с.

38. *Гриценко Е.А.* Рынок недвижимости: закономерности становления и функционирования. — Х., 2002. — 283 с.

39. *Гуцал І.С.* Функціонування кредитного механізму в Україні в перехідний до ринку період. — Т.: Збруч, 2000. — 312 с.

40. *Демянюк А.П.* Организация системы строительных сбережений ипотечного кредитования // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечно-го ринку та шляхи їх розв’язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 218—223.

41. *Довдиенко И.В.* Ипотека: Учеб.-практ. пособие / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.З. Черняка. — М.: Изд-во РДЛ, 2003. — 272 с.

42. *Дронь А., Щенко П.* Ринок житла в Україні: перспективи і проблеми розвитку // Економіка України. — 1997. — № 7. — С. 4—13.
43. *Евтух А.Т.* Ипотечный механизм инвестирования. — Луцк, 2000. — 260 с.
44. *Евтух О.* Андеррайтинг і управління ризиками при іпотечному кредитуванні дохідної нерухомості // Банківська справа. — 2001. — № 3. — С. 49—51.
45. *Евтух О.* Типові ризики іпотечного капіталу та управління ними // Вісник НБУ. — 2001. — № 11. — С. 43—46.
46. *Щенко П.С.* Іпотека як каталізатор загальноекономічного зростання // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 36—42.
47. *Жданов В.П., Тимофеев В.В.* Ипотечное жилищное кредитование: региональный аспект. — Калининград: Янтарный сказ, 2001. — 117 с.
48. *Жилищная экономика: Пер. с англ. / Под ред. Г. Поляковского.* — М.: Дело, 1996. — 224 с.
49. *Жилье: комплексный взгляд / Под общ. ред. В.М. Агапкина; Науч. ред. А.В. Черняк, В.З. Черняк.* — М.: А.В.Ч., 2001. — 976 с.
50. *Ипотечное жилищное кредитование: Учеб. пособие / Сост. И.В. Дубовик, О.Ю. Оношко.* — Иркутск: БГУЭП, 2003. — 227 с.
51. *Історія економічних учень: Підручник: У 2 ч. / За ред. В.Д. Базилевича.* — 3-тє вид., випр. і доп. — К.: Знання, 2006. — 575 с.
52. *Килимник Л.А.* Використання іпотечного кредитування у схемах інвестування житлового будівництва // Іпотечний ринок в Україні: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 100—104.
53. *Колб Роберт В., Родригес Риккардо Дж.* Финансовые институты и рынки: Учебник: Пер. 2-го амер. издания. — М.: Изд-во “Дело и сервис”, 2003. — 688 с.
54. *Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н.* Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования в России // Вопросы экономики. — 2001. — № 5. — С. 89—106.

55. *Кострикин П.Н., Кузьминов А.Н., Мухомин С.И.* Мировой опыт ипотечного кредитования. — М.: МАКС-Пресс, 2002. — 204 с.

56. *Кравченко В.І.* Інститути та інструменти іпотечного ринку // Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. — С. 40—49.

57. *Кравченко В.І.* Іпотечний ринок як інститут розвитку економіки // Економічна теорія: сучасні проблеми розвитку сфери товарного обігу: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. Тези доповідей (24—25 жовтня 2002 р.) / Відп. ред. В.Д. Лагутін: У 2 ч. — Ч. 1. — К., 2002. — С. 117—119.

58. *Кравченко В.І.* Теоретичні проблеми становлення іпотечного ринку в Україні // Іпотечний ринок в Україні: Міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (Київ, 7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 58—63.

59. *Кручок С.І.* Іпотечне кредитування: європейська практика та перспективи розвитку в Україні. — К.: Урожай, 2003. — 208 с.

60. *Кручок С.І.* Іпотечне кредитування: Навч. посіб. — К., 2002. — 250 с.

61. *Кудрявцев В., Кудрявцева Е.* Основы организации ипотечного кредитования. — М.: Высш. шк., 1997. — 64 с.

62. *Кутыркин А.Н., Цупор И.И.* Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность. — Донецк: ИЭП НАН Украины — ДИЭХП, 2001. — 240 с.

63. *Лагутін В.Д.* Іпотека як фінансовий стимул економічного розвитку // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.) / Міжвідом. коміс. з питань фін. безпеки при РНБОУ, Українське агентство фінансового розвитку. — К., 2002. — С. 21—26.

64. *Лагутін В.Д.* Іпотечний кредит: проблеми стимулювання виробництва // Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. — С. 107—112.

65. *Лагутін В.Д.* Становлення і розвиток системи іпотечного кредитування // *Фінанси України*. — 2004. — № 1. — С. 75—82.

66. *Лассен Т.* Перспективы развития ипотечных банков России с использованием немецкого опыта // *Ипотека: финансирование будущего*. — 2000. — № 1—2. — С. 10.

67. *Лимаренко В.И.* Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. — М.: Диалог-МГУ, 2000. — 280 с.

68. *Лимаренко В.И.* Ипотечное кредитование жилищного строительства в России: состояние, проблемы, пути развития // *Экономика строительства*. — 2000. — № 5. — С. 2—13.

69. *Лимаренко В.И.* Моделирование системы управления ипотечным кредитованием в условиях переходной экономики России // *Экономика строительства*. — 2000. — № 6. — С. 2—13.

70. *Майорова И.В.* Ипотека и ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — Пенза: Информ.-издат. центр Пенз. гос. ун-та, 2001. — 126 с.

71. *Манакова Т.А.* Финансовый рынок России и его инфраструктура. — Кемерово: Кузбассвуиздат, 2001. — 160 с.

72. *Меркулов В.В.* Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юридический центр-Пресс, 2003. — 360 с.

73. *Михайлова Е.В., Рыжков Ю.В.* Финансово-кредитные методы регулирования инвестиционных рынков / Под науч. ред. М. Н. Михайлова. — Л.: Изд-во ЛФЭИБ, 1991. — 120 с.

74. Модель вторичного рынка ипотечных кредитов: опыт США: Сб. мат. / Составитель: Фонд “Институт экономики города”. — М., 1995. — 130 с.

75. *Ненашева К.В.* Современное ипотечное кредитование в промышленно развитых странах. — М., 2000. — 219 с.

76. *Омшанова Э.А.* Система ипотечного кредитования: теоретический аспект. — Элиста, 2000. — 104 с.

77. Опыт и проблемы развития ипотечного жилищного кредитования в регионах России / Под ред. Н.Н. Рогожиной. — М.: Фонд “Институт экономики города”, 2004. — 128 с.

78. *Паливода К.В.* Концептуальні основи та етапи розвитку іпотечного ринку в Україні // Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи: Міжнар. наук.-практ. конф. “Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи” (Київ, 17 грудня 2002 р.). — К., 2003. — С. 53—57.

79. *Пастухова Н.С., Рогожина Н.Н., Гасяк В.М.* Методические рекомендации по организации и порядку осуществления программ ипотечного жилищного кредитования. — М.: Фонд “Институт экономики города”, 1999. — 107 с.

80. *Пенкина И.А.* Современная система ипотечного кредитования в США. — М.: МАКС-Пресс, 2000. — 106 с.

81. *Печатникова С.М.* Модели организации системы ипотечного жилищного кредитования // Экономика строительства. — 2001. — № 1. — С. 21—30.

82. *Погорельцева Н.П.* Дослідження економічної природи іпотечного ринку // Актуальні проблеми економіки. — 2004. — № 6. — С. 66—73.

83. *Погорельцева Н.П.* Еволюція моделей іпотечного ринку // Вісн. Нац. ун-ту водного господарства і природокористування: Зб. наук. праць. — Економіка. — Вип. 4 (28). — Ч. 1. — Рівне, 2004. — С. 89—97.

84. *Погорельцева Н.П.* Основні напрями формування моделей житлового іпотечного ринку в Україні // Вісн. Київ. нац. ун-ту імені Тараса Шевченка. — Економіка. — Вип. 66—67. — К., 2003. — С. 115—118.

85. *Погорельцева Н.П.* Світовий досвід організації іпотечного ринку // Вісн. Львів. ун-ту. — Сер. економічна. — Вип. 32. — Л.: ЛНУ імені Івана Франка, 2003. — С. 444—453.

86. *Погорельцева Н.П.* Стратегія трансплантації інститутів іпотечного ринку та її особливості в транзитивній економіці // Вісн. Нац. ун-ту водного господарства і природокористування: Зб. наук. праць. — Економіка. — Вип. 3 (27). — Рівне, 2004. — С. 104—111.

87. *Полтерович В.М.* Институциональные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. — 1999. — Т. 35. — № 2. — С. 3—20.

88. *Полтерович В.М.* Трансплантация экономических институтов // Экон. наука современной России. — 2001. — № 3. — С. 24—50.
89. *Полтерович В.М., Старков О.Ю.* Проблема трансплантации ипотечных институтов в переходных экономиках: роль стройсберкасс / Принт. № WP/2006/210. — Российская Академия Наук. — Центральный экономико-математический институт. — М., 2006. — 87 с.
90. *Поляченко В.А.* Роль іпотечного ринку в житловому будівництві // Проблеми формування іпотечного ринку в контексті фінансової безпеки України: Зб. мат. круглого столу (м. Київ, 30 вересня 2002 р.). — К., 2002. — С. 84—90.
91. *Поляченко И.А., Данилова Е.О.* Прогноз рынка кредитования населения на основе анализа макроэкономических показателей // Банковское кредитование. — 2005. — № 4.
92. *Попович В.М., Степаненко А.И.* Управление кредитными рисками заемщика, кредитора, страховщика. — К.: Правові джерела, 1997. — 262 с.
93. *Придибайло О.М.* Іпотека як фінансовий інструмент ринку // Фінанси України. — 2004. — № 6. — С. 136—140.
94. *Приступ Н.П.* Ипотека как институт рынка. — Владивосток: Изд-во Дальневосточного ун-та, 2003. — 98 с.
95. *Пучковская И.И.* Ипотека: залог недвижимости. — Х.: Консум, 1997. — 132 с.
96. *Роговий В.В.* Макроекономічні передумови впровадження іпотеки в Україні // Іпотечний ринок в Україні: Мат. міжнар. наук.-практ. конф. “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання” (7—8 грудня 2001 р.). — К., 2002. — С. 28—32.
97. *Рябченко Л.И.* Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: ФА, 2001. — 120 с.
98. *Сергеева И.А.* Ипотечное кредитование и его роль на рынке жилья и в воспроизводственных процессах жилищного строительства. — М.: Изд-во Академии горных наук, 2001. — 239 с.
99. *Сольская И.Ю., Курилов А.В.* Формирование системы ипотечного кредитования в регионе. — Иркутск: Изд-во ИрГТУ, 2002. — 187 с.

100. *Старков О.Ю.* Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации / Принт. № WP/2002/146. — М.: ЦЭМИ РАН, 2002. — 58 с.

101. *Стинки Дж.Ф.* Управление финансами в коммерческих банках: Пер. с англ. 4-го перераб. изд. / Под ред. Р.Я. Левиты, Б.С. Пинскера. — М.: Catallaxy, 1994.

102. *Страйк Р.* Ипотека в России: контрактные сбережения или вторичный рынок // Рынок ценных бумаг. — 1999. — № 19.

103. *Страйк Р., Косарева Н., Сучков А.* Жилищное ипотечное кредитование в условиях современной России // Деньги и кредит. — 1995. — № 8. — С. 52—59.

104. *Тарасевич Е.И.* Финансирование инвестиций в недвижимость. — СПб.: ГТУ, 1996. — 240 с.

105. *Тимофеев Ю.В.* Досвід залучення приватних інвестицій у житлове будівництво // Фінанси України. — 2001. — № 8. — С. 117—123.

106. *Фридман Д., Ордуэй Н.* Анализ и оценка приносящей доход недвижимости: Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1995. — 480 с.

107. *Харрисон Генри С.* Оценка недвижимости: Учеб. пособие: Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1993. — 148 с.

108. *Цылина Г.А.* Ипотека: жилье в кредит. — М.: ЗАО “Изд-во “Экономика”, 2001. — 358 с.

109. *Черняк А.В.* Ипотечное кредитование: Учеб. пособие. — М.: Междунар. ун-т, 2001. — 136 с.

110. *Чечелюк О.* Модель фінансування житлового будівництва в Україні // Вісн. НБУ. — 1999. — № 7. — 18—23.

111. *Эллис П., Гвиннер Б., Шикье Л.* Развитие рынков ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации: Заключительный отчет. — Департамент инфраструктуры и энергетики; Регион Европы и Центральной Азии, 2003. — 39 с.

112. *Ahearne Alan G., Ammer John, Doyle Brian M., Kole Linda S., Martin Robert F.* House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — International Finance Discussion Papers. — Number 841. — 2005. — September. — 71 p.

113. *Andersen G., Kauko K.* A cross-country study of market-based housing finance. — Helsinki, 1996. — 34 p.
114. *Besley T., Coate S., Loury G.* The economics of rotating saving and credit associations // *American economic review.* — 1993. — Vol. 83. — № 4. — P. 792—810.
115. *Boleat M.* National housing finance systems: a comparative study. — Wash.: Croom Helm, 1985. — 103 p.
116. *Brady Peter J., Canner Glenn B., Maki Dean M.* The Effects of Recent Mortgage Refinancing // *Federal Reserve Bulletin.* — 2000. — July. — P. 441—450.
117. *Buckley R.M.* Housing finance in developing countries: the role of credible contracts // *Economic Development and Cultural Change.* — Chicago, 1994. — Vol. 42. — № 2. — P. 317—332.
118. *Callier P.* Informal Finance: the rotating saving and credit association — an interpretation // *Kyklos.* — 1990. — Vol. 43. — № 2. — P. 273—276.
119. *Canner G., Dynan K., Passmore W.* Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002 // *Federal Reserve Bulletin.* — 2002. — № 12 (December). — P. 469—481.
120. *Canner G., Passmore W., Mittal M.* Private Mortgage Insurance // *Federal Reserve Bulletin. Mortgage Debt Outstanding.* — 1994. — Vol. 80 — № 10. — P. 883—889.
121. *Carlson M., Perli R.* Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002 // *Federal Reserve Bulletin.* — 2003. — № 6 (June). — P. 243—270.
122. *Chiquier L.* Poland: Housing Finance Policy Note. — Housing Finance Group in the World Bank. — 2006. — 19 March. — 32 p.
123. *Cities in a Globalizing World: Global report on human settlements.* — 2001. — United Nation Centre for Human Settlements (Habitat): Earthscan Publications Ltd, London and Sterling, VA. — 344 p.
124. *Coles A.* Securitization: What is Different about the USA? // *Housing Finance International.* — 1999. — Vol. XIII. — № 3. — P. 12—19.
125. *Covered bonds v. MBS and Deposits* // 9th Central European Covered Bond Conference (Budapest, 17—18.10.2005). — Budapest, 2005. — 32 p.

126. *Diamond Douglas B., Lea Michael J.* Housing Finance in Developed Countries: An International Comparison of Efficiency // *Journal of Housing Research*. — 1992. — Vol. 3, Issue 1. — P. 152—159.

127. *Dimitrova T., Vladimirova D., Stanchev K., Dimitrov M.* Mortgage Financing in Bulgaria: Developments, Housing Market and General Background. — USAID Pension Reform Project; CARANA Corp. Round Table on Mortgage Bonds Horizon as Long Term Investment. — Sofia, 2000. — 47 p.

128. Flow of Funds Accounts of the United States: Coded Tables for the Z.1 release. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — Washington, 2005. — September. — 117 p.

129. *Frenkel T.* Securitization of loans: Asset-backed securities and structured financing // *The financial services revolution: Understanding the changing role of banks, mutual funds, insurance companies* / Kirsch C. E., ed. — Chicago etc.: Irwin, 1997. — P. 215—243.

130. *Frischtak Claudio R.* The Changed Role of the State: Regulatory Policies and Regulatory Reform in Industrializing Countries. — Washington, D.C.: The World Bank Economic Development Institute, 1992. — 87 p.

131. *Frish R.* Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics. In *Economic Essays in Honor of Gustav Cassel*. — 1933. — Reprint, in Gordon R.A. and L.R. Klein, eds; *Reading in Business Circles*. Homewood, III: R.D. Irwin, 1965. — P. 155—185.

132. *Furga J.* New regulations and issues regarding mortgage bonds in Poland // 5th Central European Mortgage Bond Conference. — Riga, 8—9 November 2001. — 20 p.

133. *Gibeiko K.* Mortgage and Land Bank of Latvia. New insolvency and bankruptcy regulations in Latvian mortgage bond legislation // 8th Central European Covered Bond Conference. — Copenhagen, 18—19 October 2004. — 13 p.

134. *Greenspan A., Kennedy J.* Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences. — Finance and Economics Discussion Series. — Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. — Federal Reserve Board. — Washington, 2005. — 83 p.

135. *Guinnane T.W.* A failed institutional transplant: Raiffeisen's credit cooperatives in Ireland, 1894—1914 // Exploration in economic history. — 1994. — Vol. 31. — 38 p.
136. Housing finance: key concepts and terms. Economic commission for Europe. United Nations. — New York, Geneva, 1998. — 54 p.
137. Hungary: Financial System Stability Assessment Update, including a Report on the Observance of Standards and Codes on Insurance Regulation. — International Monetary Fund, Washington, D.C. — 2005. — IMF Country Report No. 05/212. — 46 p.
138. *Jaszek J.* Development of Housing finance system in Poland — lessons learned // Economic Annals. — 2006. — № 169. — P. 62—88.
139. *Kälberer W.* Mortgage bonds and capital adequacy rules in Basel and Brussels // 5th Central European Mortgage Bond Conference (8th/9th November, 2001 in 8th/9th November, 2001 in Riga). — 18 p.
140. *Kosareva N.V., Pusanov A.S., Tichomarova M.V.* Russia: First Starter — Housing Sector Reform, 1991—1995 / Urban Institute. — 1995. — 46 p.
141. *Lassen T.* Mortgage Banking in Germany and Europe — Specialization principle / Workshop on Housing Finance and Mortgage Systems in Europe Bled / Slovenia, 27th November 2002. — 54 p.
142. *Lea M.* Global models for funding housing: What is the best model for Poland? — Washington, DC: The Urban Institute, 1999. — 68 p.
143. *Lea M. J., Chiquier L., Hassler O.* Mortgage Securities in Emerging Markets // The World Bank. — Policy Research Working Paper. — 2004. — № 3370.
144. *Lea M. J., Renaud B.* Contractual Savings for Housing: How Suitable are They for Transition Economies? // The World Bank. — Policy Research Working Paper. — 1995. — № 1516.
145. *Mucková V.* Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic // 5th Central European Mortgage Bond Conference (November 8th and 9th, 2001, Riga). — Institute of Monetary and Financial Studies national bank of Slovakia, 2001. — 50 p.

146. *Mucková V.* Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic. — Institute of Monetary and Financial Studies National Bank of Slovakia, 2001. — 25 p.

147. *Order R. V.* The Economics of the Secondary Mortgage Market in the United States: It's Evaluation and Some Management Issues. — Freddie Mac, 1999.

148. *Palacin J., Shelburne R.* The private housing market in Eastern Europe and the CIS: Discussion paper series. — United Nations. — 2005. — № 6.

149. *Pataki S.* Covered bond issuance: Experiences in Hungary. — FHB Land Credit and Mortgage Bank, 2004. — 16 p.

150. *Pavelka F.* Deposits or Bonds. Some remarks of the Czech Mortgage Loans Refinancing policy. — Czech Mortgage Bank Committee, 2001. — 24 p.

151. *Pavlovska M.* Competition, Concentration, Efficiency and their Relationship in the Polish Banking Sector // *Materialy i studia.* — 2005. — Paper No. 32. — 28 p.

152. *Pollock Alex J.* A New Housing Finance Option in the USA: MPF vs MBS // *Housing Finance International.* — 1999. — Vol. XIII. — № 3.

153. *Rosen Harvey S.* Housing Decisions and the U.S. Income Tax: An Econometrics Analysis // *Journal of Public Economics.* — 1979. — № 67. — P. 1—23.

154. *Stöcker O.* Development of Legislation Development of Legislation on Covered Bonds in Covered Bonds in Europe // 7th Central European Covered Bond Conference (13th / 14th October 2003 in Berlin). — Association of German Mortgage Banks, 2003. — 23 p.

155. *Stöcker O.* New Legislation on Covered Bonds in Europe: Structure of Issuer, ALM, Banking Supervision, Segregation and Bankruptcy Remoteness // 9th Central European Covered Bond Conference (17th/18th October 2005, Budapest). — Berlin, 2005. — 36 p.

156. *Struyk Raymond J., Mayer Neil, Tuccillo John A.* Federal Housing Policy at President Reagan's Midterm. — Washington, D. C.: Urban Institute, 1983. — 167 p.

157. Summary of covered bond issues in Bulgaria (Stand: as of 31st July 2005) / *Verband Deutscher Pfandbriefbanken.* — Association of German Pfandbrief banks, 2005.

158. *Sunega P., Lux M.* Housing finance efficiency in the Czech Republic / Paper presented at the ENHR conference “Housing in an expanding Europe: theory, policy, participation and implementation” Ljubljana, Slovenia. — 2006. — 2—5 July. — 20 p.

159. *Thygeson Kenneth J.* Federal Government-Related Mortgage Purchasers. In Kinney James M. and Garrigan Richard T., eds. *The Handbook of Mortgage Banking: A Guide to the Secondary Mortgage Market.* — Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, 1985. — P. 57—72.

160. *Walley S.* Embracing Innovation Embracing Innovation — Visions for the future of the Mortgage Market // National Mortgage Conference in Dublin 10 February 2006. — 24 p.

161. *Walley S.* European Mortgage Markets in a Changing Environment // BIS Committee on the Global Financial System Meeting (16 March, 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — 24 p.

162. *Wattanasiritham P.* Broadening Access for More Affordable Housing: Housing Finance for Thailand’s Poor // Housing Finance International. — 1996. — P. 17—24.

163. *White M.* Property Taxes and Urban Housing Abandonment // *Journal of Urban Economics.* — 1986. — № 20. — P. 312—330.

164. *Woollett J.* The Role of the EBRD in Supporting the Development of the Mortgage Sector in Central and Eastern Europe // *Materials of the 8th Central European Covered Bond Conference* (19 October 2004). — 33 p.

ДОДАТКИ

Додаток 1

ЗРАЗОК ТИПОВОЇ ФОРМИ ДОГОВОРУ ПРО ІПОТЕЧНИЙ КРЕДИТ

Договір про іпотечний кредит № ____¹

м. _____ “ ____ ” _____ 200_ р.

_____ (далі — Кредитор), місцезнаходження якого:
_____,
в особі _____, який діє на підставі
_____, з однієї сторони, та
_____, який зареєстрований
за адресою: _____,
паспорт: серія _____ № _____, виданий _____,
_____ , ідентифікаційний номер: _____ (далі —
Позичальник), з іншої сторони, разом за текстом договору
іменовані — Сторони, уклали цей договір, що свідчить про до-
сягнення Сторонами згоди щодо врегулювання усіх майнових
та організаційних аспектів на нижченаведених умовах (далі
— Договір) про наступне:

¹ Витяг з Протоколу засідання правління Державної іпотечної уста-
нови від 4 серпня 2005 р. № 6.

1. Предмет договору

1.1. Кредитор зобов'язується надати Позичальнику на умовах цього Договору грошові кошти в сумі _____ (_____) грн (далі — Кредит), а Позичальник зобов'язується прийняти, належним чином використати та повернути Кредит в сумі _____ (_____) грн, а також сплатити проценти за користування Кредитом у розмірі _____ річних у порядку, на умовах і у строки, визначені цим Договором.

1.2. Кредит надається терміном погашення не пізніше “ _____ ” _____ 200_ р. на придбання квартири (або житлового будинку) за договором купівлі-продажу № _____ від _____, розташованої (розташованого) за адресою: м. _____ вул. _____ (далі — Предмет Іпотеки).

1.3. Кредит надається на умовах забезпеченості, повернення, строковості, платності та цільового характеру використання.

1.4. Погашення платежів за Кредитом здійснюється Позичальником виключно у національній валюті України — гривні.

2. Порядок і умови видачі кредиту

2.1. Сторони погоджуються з тим, що зобов'язання Кредитора надати Кредит протягом _____ (_____) робочих днів у повному обсязі виникає з моменту виконання усіх та кожної з наведених нижче умов:

2.1.1. У забезпечення виконання зобов'язань за цим Договором укладення відповідного Іпотечного договору, з урахуванням положень пункту 3 цього Договору.

2.1.2. Страхування від пошкодження та знищення Предмета Іпотеки за Іпотечним договором на користь Кредитора у розмірі оціночної вартості Предмета Іпотеки на весь строк Кредиту.

2.1.3. Страхування життя та втрати працездатності Позичальником на користь Кредитора у розмірі зобов'язань за Кредитом на весь строк Кредиту.

2.1.4. Відкриття Позичальником поточного рахунку у Кредитора.

2.2. Кредитор має право припинити видачу Кредиту у кожному із випадків, передбачених пунктом 5.2.4 цього Договору, а також у разі істотної зміни кон'юнктури кредитного ринку або інших фінансових ринків, якщо така зміна може спричинити істотне погіршення фінансового результату від виконання кредитних операцій за цим Договором для Кредитора відносно очікуваного фінансового результату на момент укладення цього Договору.

2.3. Кредит надається шляхом зарахування Кредитором коштів на поточний рахунок Позичальника № 2620 _____, відкритий у Кредитора.

2.4. Позичальник зобов'язується щомісячно до _____ числа місяця, наступного за звітним, здійснювати погашення Кредиту та сплачувати нараховані Кредитором проценти ануїтетними платежами в сумі _____ грн відповідно до Графіка погашення (який є невід'ємною частиною цього Договору) шляхом внесення готівки до каси Кредитору або шляхом безготівкових перерахувань на рахунок № 2909 _____, відкритий у Кредитора, починаючи з “___” _____ 200_ р. Останню сплату ануїтетного платежу в сумі _____ (_____) грн здійснити не пізніше “___” _____ 200_ р.

Сума щомісячного ануїтетного платежу розраховується згідно з формулою:

$$D = L \cdot \frac{P : 100 : 12}{1 - (1 + P : 100 : 12)^{-n}},$$

де D — розмір щомісячного ануїтетного платежу; L — залишок суми Кредиту на розрахункову дату; P — розмір процентної ставки, встановленої цим Договором (у процентах річних); n — строк кредиту (у місяцях).

2.5. Нарахування процентів здійснюється, починаючи з дати списання коштів із позичкового рахунку, до дати повного погашення кредиту. Проценти нараховуються на фактичний залишок заборгованості, виходячи з кількості 30 (тридцять) днів у місяці й 360 днів у році. Проценти нараховуються щомісяця, за період з першої дати попереднього Періоду сплати по дату, що передуює першій даті поточного періоду сплати включно. Дата остаточного погашення Кредиту в розрахунок

не включається. Повне погашення процентів здійснюється не пізніше дня повного погашення суми Кредиту.

2.6. У разі надходження від Позичальника коштів у рахунок погашення Кредиту та сплати процентів за користування ним виконання зобов'язань здійснюється у наступній черговості:

- сплата відшкодування у разі дострокового погашення Кредиту за ініціативою Позичальника у випадках, визначених у пункті 4 цього Договору;
- сплата пені за непогашення у строк процентів за користування Кредитом (якщо непогашення буде мати місце);
- сплата пені за непогашення у строк основної суми боргу Кредиту (якщо непогашення буде мати місце);
- погашення прострочених процентів за користування Кредитом (якщо прострочення буде мати місце);
- погашення нарахованих поточних процентів за користування Кредитом;
- погашення простроченої заборгованості за Кредитом (якщо прострочення буде мати місце);
- погашення поточної заборгованості за Кредитом.

3. Забезпечення виконання зобов'язань за договором

3.1. Виконання Позичальником зобов'язань за цим Договором (у тому числі і додатковими угодами до нього) забезпечується:

- іпотекою нерухомого майна житлового призначення, визначеного в пункті 1.2 та Іпотечному договорі;
- договорами страхування, визначеними в пунктах 2.1.2 — 2.1.3;
- договором(ами) поручительства (за наявності).

3.2. Кредит, наданий Кредитором, також забезпечується всім належним Позичальнику майном і коштами, на які може бути звернено стягнення в порядку, установленому законодавством.

3.3. Іпотечний договір укладається Кредитором (Іпотекодержателем) та Іпотекодавцем одночасно із укладанням цього Договору. Договори страхування повинні бути укладені Позичальником із урахуванням пункту 2.2 цього Договору.

4. Дострокове погашення кредиту

4.1. Сторони домовились установити мораторій на дострокове погашення Кредиту строком __ років, а саме до _____.

4.1.1. Сторони домовилися, що на період дії мораторію достроковим погашенням вважається повернення Позичальником суми Кредиту та нарахованих процентів за його користуванням у повному обсязі на дату погашення.

4.1.2. На період дії мораторію Позичальник зобов'язується вносити щомісячні ануїтетні платежі в сумі та в строки, вказані в пункті 2.3. Суми, які надійшли від Позичальника на погашення Кредиту в період мораторію, що перевищують суму ануїтетного платежу, повертаються Позичальнику на поточний рахунок, відкритий Кредитору. Виключенням є лише випадки, коли суми перевищення включають прострочені платежі за Кредитом та/або проценти та/або пеню за прострочені платежі.

4.1.3. У разі прийняття Позичальником рішення здійснити дострокове повне погашення Кредиту під час дії мораторію, він зобов'язується письмово попередити Кредитора не менш ніж за 30 (тридцять) робочих днів і сплатити на користь Кредитора відшкодування у сумі недоотриманих останнім процентів до закінчення періоду дії мораторію за цим Договором.

4.1.4. У разі дострокового погашення кредиту платежі за цим Договором розподіляються в такій послідовності:

- відшкодування за дострокове погашення в розмірі суми неотриманих Кредитором процентів за цим Договором, визначеного пунктом 4.1.3;
- нараховані проценти за час фактичного користування Кредитом;
- основна сума Кредиту.

4.2. Після закінчення дії мораторію допускається дострокове часткове або повне погашення Кредиту за умови надання Позичальником Кредитору письмового повідомлення не пізніше ніж за 30 (тридцять) робочих днів до дати здійснення дострокового платежу. У такому разі Кредитором здійснюється перегляд Графіка платежів із скороченням первинного строку Кредиту, враховуючи, що розмір щомісячного ануїтетного

платежу за зміненням Графіком не змінюється та змінений графік надсилається до відома Позичальника. У разі відсутності від Позичальника у 15 (п'ятнадцяти) денний строк письмових заперечень до нового Графіка платежів, він вважається прийнятим за згодою Сторін.

4.3. Сума, що заявлена Позичальником як часткове дострокове погашення, повинна бути кратною розміру щомісячного ануїтетного платежу, вказаного в пункті 2.3. Заявлені суми, які надійшли від Позичальника в рахунок часткового дострокового погашення, що перевищують суму кратного розміру щомісячного ануїтетного платежу, повертаються Позичальнику на поточний рахунок, відкритий у Кредитора.

4.4. У разі надходження платежів від Позичальника в рахунок дострокового часткового або повного погашення без письмового повідомлення про це Кредитора, сума, яка перевищує розмір чергового щомісячного ануїтетного платежу, повертається Позичальнику на поточний рахунок, відкритий у Кредитора.

5. Зобов'язання сторін

5.1. Кредитор зобов'язаний:

5.1.1. Надати Позичальнику Кредит у порядку і на умовах, викладених у цьому Договорі.

5.1.2. Відкрити Позичальнику позичковий рахунок для надання Кредиту та обліку залишку заборгованості за Кредитом і рахунок для нарахування та обліку нарахованих процентів за Кредитом відповідно до положень і правил, що діють у Кредитора.

5.1.3. У разі відступлення прав за цим Договором (застава, відчуження) на користь Державної іпотечної установи у п'ятиденний термін письмово попередити про це Позичальника.

5.1.4. Не розголошувати інформацію щодо діяльності та фінансового стану Позичальника, яка складає банківську таємницю, за винятком випадків:

- коли розкриття банківської таємниці без погодження з Позичальником є обов'язковим для Кредитора у відповідності з чинним законодавством України;
- надання інформації щодо кредитної справи Позичальника Державній іпотечній установі.

5.1.5. Надавати Позичальнику, за його вимогою, безкоштовно раз у місяць довідки щодо поточної заборгованості за Кредитом і розрахунки платежів за цим Договором.

5.2. Кредитор має право:

5.2.1. Вимагати від Позичальника належного виконання останнім взятих на себе зобов'язань за цим Договором.

5.2.2. Проводити перевірку цільового використання Кредиту і дотримання умов його забезпечення.

5.2.3. Передати інформацію щодо кредитної справи Позичальника Державній іпотечній установі.

5.2.4. Вимагати від Позичальника дострокового повернення суми Кредиту в цілому, сплати процентів за його користування та інших платежів, що належать до сплати за цим Договором, у випадку невиконання або неналежного виконання Позичальником будь-яких зобов'язань за цим Договором або за Іпотечним договором, у тому числі, але не виключно, у випадку:

- прострочення сплати чергового платежу за Кредитом і процентів за користування Кредитом понад 2 (двох) місяців;
- використання Кредиту не за цільовим призначенням;
- неподання Позичальником на вимогу Кредитора даних та інформації, що стосуються його фінансового стану та стану Предмета Іпотеки за Іпотечним договором, а також перешкоджання Кредитору в здійсненні перевірки Предмета Іпотеки;
- ненадання Кредитору будь-яких документів, якщо обов'язок щодо їх надання Позичальником передбачений цим Договором;
- погіршення фінансового стану Позичальника або стану забезпечення, визначеного у пункті 3.1 цього Договору;
- встановлення такими, що не відповідають дійсності, відомостей, які містяться у даному Договорі, Іпотечному договорі або інших документах, наданих Позичальником;
- порушення проти Позичальника кримінальної справи або справи про визнання Позичальника недієздатним чи обмежено дієздатним;
- порушення Позичальником умов Іпотечного договору, в тому числі у разі несплати страхових платежів, порушення умов зберігання Предмета Іпотеки, що призвело до пошко-

дження, знищення та втрати його вартості, що обумовлена Іпотечним договором;

- виникнення ситуації, коли на Предмет Іпотеки за Іпотечним договором може бути звернено стягнення за іншими зобов'язаннями Позичальника;
- відмови Позичальника від обґрунтованої пропозиції Кредитора щодо переоформлення (переукладення) Іпотечно-го договору, договорів страхування та інших, необхідність укладення яких впливає з цього Договору;
- недотримання Позичальником обов'язків щодо особистого страхування життя та працездатності;
- настання страхових випадків за укладеними на користь Кредитора договорами страхування, передбаченими пунктами 2.1.2 та 2.1.3 цього Договору;
- недотримання Позичальником обов'язків щодо надання Кредитору письмової інформації про настання страхового випадку щодо предмета застави у строк, визначений цим Договором;
- здійснення Позичальником перепланування нерухомості житлового призначення, що передано в іпотеку, з порушенням чинного законодавства і без погодження з Кредитором тощо.

5.2.5. Щоквартально здійснювати перевірку фінансового стану Позичальника.

5.2.6. У випадку настання страхових випадків за договорами страхування, передбаченими пунктами 2.1.2—2.1.3 цього Договору, отримати страхове відшкодування для покриття суми заборгованості за цим Договором.

5.2.7. У разі виникнення будь-якої з подій, передбачених пунктам 5.2.4 договору, Кредитор на власний розсуд має право розірвати Договір у судовому порядку. В останній день дії цього Договору Позичальник зобов'язується повернути Кредитору суму Кредиту, проценти за користуванням Кредитом та виконати інші зобов'язання за цим Договором у повному обсязі.

5.3. Позичальник зобов'язаний:

5.3.1. У належний спосіб виконувати взяті на себе зобов'язання за цим Договором на цілі, визначені в пункті 1.2 цього Договору.

5.3.2. Повернути Кредит у сумі _____ (_____) грн, своєчасно сплачувати проценти за користування Кредитом, у випадку невиконання або неналежного виконання взятих на себе зобов'язань за цим Договором сплатити штрафні санкції, у строки та на умовах, що визначені цим Договором.

5.3.3. У разі порушення умов цього Договору та/або Іпотечного договору на вимогу Кредитора достроково повернути Кредит з одночасною сплатою процентів за фактичний час користування кредитними ресурсами і штрафних санкцій.

5.3.4. Відповідати всіма власними коштами та майном за своїми зобов'язаннями, що випливають з цього Договору.

5.3.5. Замінити повністю Предмет Іпотеки у разі його знищення або значного пошкодження.

5.3.6. У разі прийняття рішення щодо дострокового повного або часткового погашення кредиту письмово попередити Кредитора не менш як за 30 (тридцять) робочих днів з урахуванням положень пункту 4 цього Договору.

5.3.7. Розуміючи необхідність здійснення Кредитором контролю за фінансовим станом і кредитоспроможністю Позичальника, а також за станом забезпечення повернення Кредиту, останній зобов'язується протягом дії цього Договору надавати Кредитору:

- кожні 3 (три) місяці з моменту укладення цього Договору або на першу вимогу Кредитора документи, що підтверджують фінансовий стан Позичальника;
- кожні 12 (дванадцять) місяців з моменту укладення цього Договору або на першу вимогу Кредитора документи, що характеризують предмет забезпечення за Іпотечним договором;
- у разі прострочення Позичальником строку повернення будь-якої частини Кредиту та/або сплати процентів за його користування, негайно подати Кредитору документи, що підтверджують фінансовий стан Позичальника, або документи, що підтверджують причини, які об'єктивно унеможливають виконання зобов'язань Позичальника за цим Договором.

5.3.8. У тридцятиденний строк повідомити Кредитора про зміну реєстрації та/або місця постійного проживання, зміну місця працевлаштування, прізвища, імені, по батьковій та інших обставин, що можуть вплинути на виконання зобов'язань за цим Договором.

5.3.9. Упродовж дії цього Договору:

- не отримувати будь-які кредити або позички без попередньої письмової згоди Кредитора;
- не передавати в заставу (іпотеку) майно, що є предметом застави (іпотеки) за Іпотечним договором;
- не надавати поручительств щодо інших юридичних чи фізичних осіб без попередньої письмової згоди Кредитора;
- не перешкоджати представникам Кредитора у проведенні перевірки цільового використання кредиту, предмета застави тощо.

5.3.10. Застрахувати в одній із Страхових компаній, згідно з рекомендацією Державної іпотечної установи, предмет забезпечення за цим Договором, на випадок втрати працездатності Позичальником і життя Позичальника.

Страхування предмета забезпечення за цим Договором здійснити на таких умовах:

- термін страхування на весь строк дії кредиту з обов'язковою щорічною сплатою страхових внесків, що підтверджується відповідними платіжними документами;
- виплата страхового відшкодування відповідно до договору страхування на користь Кредитора.

5.3.11. Не вчиняти дій, які можуть призвести до невиконання своїх зобов'язань за цим Договором або Іпотечним договором.

5.4. Позичальник має право:

5.4.1. Одержувати від Кредитора інформацію про залишок заборгованості за Кредитом і процентів за його користування.

5.4.2. Порушувати перед Кредитором питання про перенесення строку погашення Кредиту в разі виникнення тимчасових фінансових або інших ускладнень із незалежних від нього (Позичальника) причин.

5.4.3. Достроково погасити Кредит у порядку, що передбачений цим Договором, з урахуванням пункту 4 цього Договору.

6. Відповідальність сторін

6.1. За невиконання або неналежне виконання взятих на себе зобов'язань за цим Договором Сторони несуть відповіді-

дальність у порядку та на умовах, обумовлених у чинному законодавстві України та в цьому Договорі.

6.2. За порушення взятих на себе зобов'язань із повернення основної суми Кредиту та своєчасної сплати процентів за користування Кредитом Позичальник зобов'язується сплатити на користь Кредитора пеню в розмірі подвійної облікової ставки Національного банку України, яка діяла в період, за який сплачується пеня, від суми несплаченого платежу, за кожний день прострочення.

Виконання Позичальником вимоги Кредитора щодо дострокового повернення суми Кредиту та інших платежів відповідно до умов цього Договору повинно бути здійснено Позичальником протягом 30 (тридцяти) робочих днів з дати надіслання Кредитором відповідної вимоги.

7. Порядок розгляду спорів

7.1. У разі виникнення між Сторонами спорів і суперечок за цим Договором або у зв'язку з ним Сторони зроблять усе необхідне для врегулювання вказаних спорів та суперечок шляхом переговорів.

7.2. Спори та суперечки в рамках цього Договору, врегулювання яких неможливо досягнути шляхом переговорів, вирішуються в судовому порядку згідно з чинним законодавством.

8. Особливі положення договору

8.1. Позичальник погоджується з тим, що Іпотечним договором може бути передбачено випуск заставної з внесенням відповідної інформації до Державного реєстру іпотек. Після оформлення заставної зміни і доповнення до цього Договору та Іпотечного договору можуть вноситися лише після анулювання заставної та видачі нової заставної. Кредитор може до настання строку виконання Позичальником зобов'язань за заставною проводити операції з належною йому заставною для рефінансування власної діяльності способами, які не суперечать чинному законодавству України.

8.2. Позичальника проінформовано та він згоден, що права вимоги за Договором про іпотечний кредит можуть бути передані у заставу або відступлені Державній іпотечній установі.

8.3. Позичальника проінформовано та він згоден, що у разі настання обставин, викладених у пункті 5.2.4, Кредитор має право переглянути умови Кредиту та процентну ставку за користуванням Кредитом у відповідності до внутрішніх політик Кредитора, але не більше ніж ____ (____) % річних.

8.4. Будь-які повідомлення, які направляються Сторонами одна одній у рамках цього Договору, повинні бути здійснені в письмовій формі та будуть вважатись поданими у належний спосіб, якщо вони надіслані рекомендованим листом або доставлені особисто на адресу Сторін, окрім випадків, що передбачені окремими положеннями цього Договору.

8.5. На підставі ст. 1071 Цивільного кодексу України та у відповідності з цим Договором Позичальник уповноважує та доручає Кредитору здійснювати з поточного рахунку № _____, МФО _____ у _____ договірне списання:

- коштів, що підлягають сплаті Позичальником на користь Кредитора за цим Договором згідно з Графіком;
- коштів простроченої суми Кредиту та прострочених процентів за його користування;
- коштів у сумі неустойки відповідно до цього Договору та неустойки, збитків і витрат відповідно до іпотечного договору, які Позичальник зобов'язаний сплатити Кредитору за невиконання чи неналежне виконання умов цього та Іпотечного договорів.

8.6. Сторони домовилися, що у разі коли дата чергового платежу за Кредитом припадає на вихідний або святковий день, днем сплати платежу за Кредитом визначається перший наступний робочий день.

8.7. Кредитор повідомляє Позичальника, а Позичальник цим надає згоду на те, що інформація про Позичальника зберігатиметься в базах даних, що передбачені чинним законодавством України.

8.8. Кредит уважатиметься погашеним у момент зарахування грошової суми в повному обсязі на відповідний рахунок Кредитора.

9. Гарантії

9.1. Підписанням даного Договору Кредитор підтверджує:

- наявність усіх потрібних ліцензій та дозволів, необхідних для видачі та обслуговування Кредиту за даним Договором;
- що даний Договір підписаний з боку Кредитора уповноваженою на те особою з дотриманням вимог та процедур (стандартів, правил), прийнятих Кредитором.

9.2. Підписанням даного Договору Позичальник підтверджує:

- свою здатність виконувати умови даного Договору;
- що даний Договір не суперечить будь-яким договірним обмеженням, що є обов'язковими для Позичальника;
- що він володіє всіма необхідними документами, що потрібні для оформлення даного Договору;
- що відсутні будь-які перешкоди для виконання даного Договору на день його підписання;
- що на день підписання цього Договору відсутні будь-які судові розслідування (спори), розслідування з боку державних контролюючих органів, що можуть істотно та/або негативно вплинути на фінансовий стан і кредитоспроможність Позичальника;
- що надані Позичальником Кредитору документи (інформація) для розгляду питання про кредитування та інші документи (інформація), пов'язані з обслуговуванням Кредиту, не містять будь-яких недостовірних відомостей, складені та/або отримані в порядку, передбаченому чинним законодавством;
- що Позичальник у повному обсязі розуміє всі умови цього Договору, свої права та обов'язки за цим Договором і погоджується з ними;
- що Позичальник повністю є дієздатним та укладення цього Договору не потребує узгодження з третіми особами.

10. Заключні положення

10.1. Цей Договір набуває чинності з моменту його підписання та діє до повного виконання Сторонами взятих на себе зобов'язань за цим Договором.

10.2. Цей Договір може бути змінений або доповнений за взаємною згодою Сторін.

10.3. Усі зміни і доповнення до цього Договору викладаються в письмовій формі та набувають чинності з моменту їх підписання.

10.4. Додаткові угоди до цього Договору, які можуть бути укладені в майбутньому, є його невід'ємною частиною.

10.5. У випадках, не передбачених цим Договором, Сторони керуються чинним законодавством України.

10.6. Цей Договір складений у 3 (трьох) оригінальних примірниках (один примірник для Позичальника, два — для Кредитора), що мають однакову юридичну силу та є автентичними за змістом.

10.7. Сторони домовились, що цей Договір (кожен з примірників) оформлюється наступним чином:

- кожен аркуш нумерується та засвідчується підписами Сторін;
- договір прошивається і на звороті останнього аркуша скріплюється печаткою Кредитора та підписами Сторін.

10.8. Сторони зобов'язані вчасно та з урахуванням пункту 5.3.8 цього Договору повідомляти одна одну про зміни адреси, місця проживання, номерів телефонів, усі інші зміни, які здатні вплинути на реалізацію Договору та виконання зобов'язань за ним.

11. Реквізити та підписи сторін

Кредитор _____ Позичальник _____
 Адреса: _____ Паспорт: серія __ № _____,
 к/р _____ виданий _____
 МФО _____, "____" _____
 код ЄДРПОУ _____ 200_р.
 Рахунок для: погашення осно- Зареєстрований(а) та прожи-
 вного боргу № _____ ває за адресою:
 сплати процентів № _____ м. Київ, вул. _____, буд. __,
 кв. ____.
 Ідентифікаційний номер:

Від Кредитора _____

Від Позичальника _____

ЗРАЗОК ТИПОВОЇ ФОРМИ ДОГОВОРУ ІПОТЕКИ

Договір іпотеки

м. _____ “___” _____ 200_ р.

(вказати найменування сторони)

код ЄДРПОУ _____,
(надалі іменується Іпотекодавець) в особі _____,

(вказати посаду, прізвище, ім'я, по батькові)

що діє на підставі _____,

(вказати: статуту, довіреності, положення тощо)

з однієї сторони, та _____

(вказати найменування банку)

код ЄДРПОУ _____,
(надалі іменується Іпотекодержатель) в особі _____,

(вказати посаду, прізвище, ім'я, по батькові)

що діє на підставі _____,

(вказати: статуту, довіреності, положення тощо)

з іншої сторони, (у подальшому разом іменуються Сторони, а
кожна окремо — Сторона)

уклали цей Договір іпотеки (надалі іменується Договір) про
таке:

1. У відповідності до цього Договору Іпотекодержатель має право у разі невиконання Іпотекодавцем своїх обов'язків за Основним договором одержати задоволення за рахунок передбаченого в ст. 6 цього Договору майна (надалі іменується Предмет Іпотеки), переважно перед іншими кредиторами Іпотекодавця.

2. Під Основним договором у цьому Договорі розуміється Договір _____ № _____ від “___” _____ р.,

укладений між Іпотекодавцем (в Основному договорі іменується “_____”) та Іпотекодержателем (в Основному договорі іменується “_____”).

3. Іпотекою, що виникає на підставі цього Договору, забезпечується виконання Іпотекодавцем його обов’язків перед Іпотекодержателем, які визначені у ст. ___ Основного договору і полягають у _____.

4. Розмір зобов’язання, що забезпечується іпотекою відповідно до цього Договору, складає _____ грн.

5. Зобов’язання, що забезпечується іпотекою відповідно до цього Договору, повинне бути виконане в строк _____ шляхом _____.

6. Предметом Іпотеки є _____, реєстраційні дані _____.

7. Іпотекодавець гарантує, що Предмет Іпотеки належить йому на праві власності, що підтверджується _____, може бути ним відчужений і на нього у відповідності до чинного в Україні законодавства може бути звернене стягнення, а також гарантує те, що Предмет Іпотеки не є предметом попередньої застави (іпотеки) та іншим засобом забезпечення виконання зобов’язань перед будь-якими фізичними або юридичними особами, державними органами і державою, а також не є предметом будь-якого іншого обтяження чи обмеження, передбаченого чинним в Україні законодавством.

8. Вартість Предмета Іпотеки становить ___ грн.

9. Іпотекодавець до закінчення строку цього Договору має право володіти та користуватись Предметом Іпотеки відповідно до його цільового призначення, враховуючи обмеження, встановлені чинним в Україні законодавством.

10. У разі порушення п. ___ цього Договору, Іпотекодавець сплачує Іпотекодержателю неустойку в розмірі _____.

11. Іпотекодержатель зобов’язаний застрахувати Предмет Іпотеки відповідно до вимог чинного в Україні законодавства.

12. За рахунок Предмета Іпотеки Іпотекодержатель має право задовольнити свою вимогу за Основним договором у повному обсязі, включаючи сплату процентів, неустойки, основної

суми боргу та будь-яке збільшення цієї суми у відповідності до Основного договору.

13. Іпотекодавець зобов'язується сплачувати передбачені чинним в Україні законодавством податки та збори, інші обов'язкові платежі, а також будь-які інші витрати, пов'язані з Предметом Іпотеки.

14. Іпотекодавець бере на себе ризик випадкового знищення або пошкодження (псування) Предмета Іпотеки.

15. Реєстрація іпотеки, що виникає на підставі цього Договору, здійснюється Іпотекодержателем у передбаченому чинним в Україні законодавством порядку.

16. За цим Договором заставна не випускається.

17. Усі спори, що виникають з цього Договору або пов'язані з ним, вирішуються шляхом переговорів між Сторонами. Якщо відповідний спір неможливо вирішити шляхом переговорів, він вирішується в судовому порядку за встановленою підвідомчістю та підсудністю такого спору відповідно до чинного в Україні законодавства.

18. Цей Договір підлягає нотаріальному посвідченню.

19. Цей Договір вважається укладеним та набирає чинності з моменту його нотаріального посвідчення.

20. Іпотека за цим Договором та взаємні права й обов'язки Сторін за цим Договором виникають з моменту набрання чинності цим Договором.

21. Іпотека за цим Договором припиняється у разі закінчення строку цього Договору та з інших підстав, визначених чинним в Україні законодавством.

22. Строк цього Договору починає свій перебіг у момент, визначений у п. 19 цього Договору та закінчується _____

23. Закінчення строку цього Договору не звільняє Сторони від відповідальності за його порушення, яке мало місце під час дії цього Договору.

24. Якщо інше прямо не передбачено цим Договором або чинним в Україні законодавством, зміни у цей Договір можуть бути внесені тільки за домовленістю Сторін, яка оформлюється додатковою угодою до цього Договору.

25. Зміни у цей Договір набирають чинності з моменту на-

лежного оформлення Сторонами відповідної додаткової угоди до цього Договору, якщо інше не встановлено у самій додатковій угоді, цьому Договорі або у чинному в Україні законодавстві.

26. Якщо інше прямо не передбачено цим Договором або чинним в Україні законодавством, цей Договір може бути розірваний тільки за домовленістю Сторін, яка оформлюється додатковою угодою до цього Договору.

27. Цей Договір вважається розірваним з моменту належного оформлення Сторонами відповідної додаткової угоди до цього Договору, якщо інше не встановлено у самій додатковій угоді, цьому Договорі або у чинному в Україні законодавстві.

28. Усі правовідносини, що виникають з цього Договору або пов'язані з ним, у тому числі пов'язані з дійсністю, укладенням, виконанням, зміною та припиненням цього Договору, тлумаченням його умов, визначенням наслідків недійсності або порушення Договору, регламентуються цим Договором та відповідними нормами чинного в Україні законодавства, а також застосовними до таких правовідносин звичаями ділового обігу на підставі принципів добросовісності, розумності та справедливості.

29. Після набрання чинності цим Договором усі попередні переговори за ним, листування, попередні договори, протоколи про наміри та будь-які інші усні або письмові домовленості Сторін з питань, що так чи інакше стосуються цього Договору, втрачають юридичну силу, але можуть братися до уваги під час тлумачення умов цього Договору.

30. Сторони несуть повну відповідальність за правильність указаних ними у цьому Договорі реквізитів та зобов'язуються своєчасно у письмовій формі повідомляти іншу Сторону про їх зміну, а у разі неповідомлення несе ризик настання пов'язаних із ним несприятливих наслідків.

31. Додаткові угоди та додатки до цього Договору є його невід'ємними частинами і мають юридичну силу в разі, якщо вони викладені у письмовій формі, підписані Сторонами, скріплені їх печатками та нотаріально посвідчені.

32. Реєстрація відомостей про зміни іпотеки за цим Договором здійснюється у передбаченому чинним в Україні законодавством порядку.

33. Цей Договір складений з повним розумінням Сторонами його умов та термінології українською мовою у ___ автентичних примірниках, які мають однакову юридичну силу.

ПОТЕКОДАВЕЦЬ

ПОТЕКОДЕРЖАТЕЛЬ

_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____

За ПОТЕКОДАВЦЯ
Керівник _____/_____/

За ПОТЕКОДЕРЖАТЕЛЯ
Керівник _____/_____/

м. п.

м. п.

Додаток 3

ЗРАЗОК ТИПОВОЇ ФОРМИ БЛАНКА ЗАСТАВНОЇ

Серія _____ № _____

ЗАСТАВНА

За заставною, виданою _____
(іпотекодавець)

_____ (іпотекодержатель)

у забезпечення виконання зобов'язань _____
(боржник)

за _____
(основне зобов'язання)

_____ (іпотечний договір)

передано _____
(опис предмета іпотеки)

з правом звернення стягнення на предмет іпотеки в разі невиконання боржником _____
(основне зобов'язання)

шляхом _____
(спосіб звернення стягнення)

¹ Про стандартну (типову) форму бланка заставної: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 4 вересня 2003 р. № 363.

Додатки

Дата настання права звернення стягнення на предмет іпотеки _____

(дата виконання основного зобов'язання)

Державна реєстрація обтяження нерухомого майна іпотекою (заповнюється держателем державного реєстру)

Інші положення _____

Підпис іпотекодавця _____ м. п.

Підпис боржника _____ м. п.
(якщо він є відмінним від іпотекодавця)

ІНСТРУМЕНТИ ІПОТЕЧНОГО КРЕДИТУВАННЯ

Під інструментами іпотечного кредитування розуміють механізм розрахунку платежів позичальника за кредитом, який включає спосіб погашення основної суми боргу і процентних платежів за кредитом. Інструменти іпотечного кредитування визначають форму організації грошового потоку за іпотечним кредитом.

Важливість вирішення питання вибору інструменту іпотечного кредитування зумовлена тим, що адекватний наявним економічним умовам інструмент, визначає форму організації грошового потоку та узгоджує інтереси кредитора і позичальника щодо прибутковості діяльності з кредитування, захисту позичкового капіталу від інфляції, зниження ризиків кредитування, забезпечення доступності іпотечної позики. Вибір інструменту іпотечного кредитування обумовлений рядом факторів, визначальними серед яких виступають:

1) поточні показники макроекономічної динаміки: рівень інфляції, реальні доходи населення та їх структура, грошово-кредитна політика держави;

2) джерела і вартість ресурсної бази іпотечного кредитування, які визначаються моделлю організації іпотечних фінансових відносин;

3) необхідність забезпечення простоти і доступності для розуміння розрахунків платежів за іпотечними кредитами.

Серед інструментів іпотечного кредитування умовно можна виділити три групи: 1) іпотечні кредити з фіксованою процентною ставкою; 2) іпотечні кредити зі змінною процентною ставкою; 3) іпотечні кредити з індексованими платежами.

Розкриття особливостей організації грошового потоку у разі використання різних інструментів іпотечного кредитування здійснюється нижче на умовному прикладі, в якості якого розглядається іпотечний кредит у сумі 300,0 тис. грн на 10 років під 13,0 % річних. За таких умов здійснюється розра-

хунок плану погашення основної суми боргу і процентних платежів для різних інструментів іпотечного кредитування за умови сплати процентних платежів один раз у рік. Також для кожного інструменту іпотечного кредитування обчислюється дійсна норма позичкового процента, що є розв'язком рівняння, в якому теперішня вартість майбутніх платежів за іпотечним кредитом прирівнюється до початкової суми іпотечного кредиту.

1. *Іпотечні кредити з фіксованою процентною ставкою.* Серед інструментів іпотечного кредитування з фіксованою процентною ставкою виділяють ануїтетний іпотечний кредит, іпотечний кредит із рівними внесками у погашення основної суми боргу та іпотечний кредит із підсумковим платежем.

Ануїтетний іпотечний кредит передбачає рівні строкові платежі (за рік, квартал, місяць) у погашення основної суми боргу та процентних виплат протягом усього періоду кредитування.

Для обчислення суми річного платежу використовується формула:

$$S_t = D \cdot \frac{i \cdot (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}, \quad (4.1)$$

де S_t — річний платіж за іпотечним кредитом у t -му періоді; D — сума іпотечного кредиту; i — процентна ставка за іпотечним кредитом; n — строк іпотечного кредитування; t — розрахунковий період.

Визначення залишку несплаченої суми основного боргу у t -му періоді здійснюється із використанням наступної формули:

$$D_t = D \cdot \frac{(1+i)^n - (1+i)^{t-1}}{(1+i)^n - 1} \quad (4.2)$$

де D_t — залишок боргу на кінець t -го періоду.

Сума процентних платежів у t -му періоді обчислюється, виходячи із залишку несплаченої суми основного боргу із використанням залежності:

$$L_t = D_{t-1} \cdot i, \quad (4.3)$$

де L_t — процентні платежі у t -му періоді.

Визначення суми платежу, яка вноситься у погашення основної суми боргу у t -му періоді здійснюється за формулою:

$$F_t = S_t - L_t, \quad (4.4)$$

де F_t — річний платіж у погашення основного боргу у t -му періоді.

План погашення основної суми боргу і процентних платежів за анuitетним іпотечним кредитом наведений у табл. 4.1.

Особливістю анuitетного іпотечного кредиту є поступове зниження частки процентних платежів у структурі строкового платежу і відповідне збільшення частки суми, яка спрямовується на сплату основної суми боргу.

Прирівнюючи суму теперішньої вартості анuitетних платежів за іпотечним кредитуванням до початкової суми кредиту, визначили дійсну (реальну) процентну ставку за цим інструментом іпотечного кредитування — 13,0 %. Зауважимо, що у цьому і наступних прикладах визначення форми організації грошового потоку за різними інструментами іпотечного кредитування не враховуються додаткові умови (наприклад, комісії за оформлення іпотечного кредиту, комісія за дострокове погашення тощо). Якщо припустити, що дострокове погашення іпотечного кредиту відбувається в кінці третього року, то дійсна норма позичкового процента не зміниться і складе 13,0 %.

Іпотечний кредит із рівними внесками у погашення основної суми боргу характеризується незмінною сумою платежів у погашення основної суми боргу і нарахуванням процентів на залишок основного боргу. Оскільки залишок невиплаченої суми боргу зменшується по мірі його погашення, тому і загальна сума річних платежів у погашення кредиту також знижується.

Визначення суми платежу, яка вноситься у погашення основної суми боргу у t -му періоді здійснюється за формулою:

$$F_t = \frac{D}{n}, \text{ при цьому } F_1 = F_2 = \dots = F_n = \frac{D}{n}. \quad (4.5)$$

Таблиця 4.1. План погашення основної суми боргу і процентних платежів за ануїтетним іпотечним кредитом

Періоди (роки)	Сума процентних платежів за рік, грн	Сплата основної суми боргу, грн	Залишок несплаченої суми боргу, грн	Річний платіж (сума боргу і проценти), грн
t	L_t	F_t	D_t	S_t
1	39 000,00	16 286,87	300 000,00	55 286,87
2	36 882,71	18 404,16	283 713,13	55 286,87
3	34 490,17	20 796,70	265 308,97	55 286,87
4	31 786,60	23 500,27	244 512,27	55 286,87
5	28 731,56	26 555,31	221 012,00	55 286,87
6	25 279,37	30 007,50	194 456,70	55 286,87
7	21 378,40	33 908,47	164 449,20	55 286,87
8	16 970,29	38 316,57	130 540,73	55 286,87
9	11 989,14	43 297,73	92 224,16	55 286,87
10	6 360,44	48 926,43	48 926,43	55 286,87
Усього	252 868,67	300 000,00	—	552 868,67

Залишок несплаченої суми основного боргу на початок розрахункового періоду t визначається за формулою:

$$D_t = D - F_t \cdot (t - 1). \quad (4.6)$$

Сума процентів до сплати у t -му році нараховуються на залишок несплаченої суми боргу; обчислення здійснюються за формулою:

$$L_t = D_t \cdot i = [D - F_t \cdot (t - 1)] \cdot i. \quad (4.7)$$

Сума річного платежу, який містить сплату основної суми боргу і процентних виплат, обчислюється із використанням залежностей (4.5) та (4.7):

$$S_t = F_t + L_t. \quad (4.8)$$

План погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом із рівними внесками у погашення основної суми боргу наведений у табл. 4.2. Відзначимо, що особливістю цього інструменту іпотечного кредитування є змінна величина річних платежів у погашення кредиту з тенденцією до зниження.

Прирівнюючи суму теперішньої вартості ануїтетних платежів за іпотечним кредитом до початкової суми кредиту, визначили дійсну (реальну) процентну ставку за цим інструментом іпотечного кредитування — 13,0%. Величина дійсної процентної ставки залишається незмінною у разі дострокового погашення іпотечного кредиту і становить 13,0%.

Іпотечний кредит із підсумковим платежем передбачає значний підсумковий платіж у рахунок погашення основної суми боргу. Різновидами іпотечного кредиту з підсумковим платежем є іпотечні кредити, що передбачають:

1) сплату процентних платежів протягом періоду кредитування та одноразову виплату суми основного боргу в кінці періоду;

2) протягом періоду кредитування сплачуються процентні платежі та здійснюється часткове погашення основної суми боргу; залишок несплаченої суми основного боргу вноситься одноразовим платежем у кінці періоду кредитування;

Таблиця 4.2. План погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом з рівними внесками у погашення основної суми боргу

Періоди (роки)	Сплата основної суми боргу, грн	Залишок несплаченої суми боргу, грн	Сума процентних платежів за рік, грн	Річний платіж (сума боргу і проценти), грн
t	F_t	D_t	L_t	S_t
1	30 000,00	300 000,00	39 000,00	69 000,00
2	30 000,00	270 000,00	35 100,00	65 100,00
3	30 000,00	240 000,00	31 200,00	61 200,00
4	30 000,00	210 000,00	27 300,00	57 300,00
5	30 000,00	180 000,00	23 400,00	53 400,00
6	30 000,00	150 000,00	19 500,00	49 500,00
7	30 000,00	120 000,00	15 600,00	45 600,00
8	30 000,00	90 000,00	11 700,00	41 700,00
9	30 000,00	60 000,00	7 800,00	37 800,00
10	30 000,00	30 000,00	3 900,00	33 900,00
Усього	300 000,00	—	214 500,00	514 500,00

3) сплату процентних платежів, що нараховані протягом періоду кредитування, і основної суми боргу наприкінці строку дії договору іпотечного кредиту.

У таблиці 4.3 наведено план погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом, який передбачає сплату процентних платежів протягом періоду кредитування та одноразову виплату суми основного боргу в кінці періоду. Обчислення суми процентних платежів у t -му періоді здійснюється за формулою (4.7).

Дійсна норма проценту за іпотечним кредитом складає 13,0%. За таких умов її величина не залежить від строку погашення іпотечного кредиту.

2. *Іпотечні кредити зі змінною процентною ставкою* передбачають перегляд процентної ставки залежно від зміни ситуації на фінансових ринках, зокрема, залежно від зміни вартості ресурсів іпотечного кредитування.

Визначення залишку несплаченої суми боргу за цим інструментом іпотечного кредитування здійснюється за формулою (4.2), суми процентних платежів — за формулою (4.7). Сума, яка сплачується у погашення основної суми боргу визначається як різниця між залишками несплаченої суми боргу у t -му і $(t-1)$ -му періодах, тобто:

$$F_t = D_t - D_{(t-1)}. \quad (4.9)$$

Річний платіж за іпотечним кредитом є сумою процентних платежів за рік і сумою, яка вноситься у погашення іпотечного кредиту:

$$S_t = L_t + F_t. \quad (4.10)$$

Особливістю такого інструменту іпотечного кредитування є зміна процентної ставки протягом періоду іпотечного кредитування, тому в обчисленні залишку несплаченої суми боргу (D_t), суми процентних платежів за рік (L_t), а також суми, яка сплачується у погашення основного боргу (F_t), здійснюється для процентної ставки, діючої у t -му періоді. План

Таблиця 4.3. План погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом із підсумковим платежем

Періоди (роки)	Залишок несплаченої суми боргу, грн	Сума процентних платежів за рік, грн	Сплата основної суми боргу, грн	Річний платіж (сума боргу і проценти), грн
t	D_t	L_t	F_t	S_t
1	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
2	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
3	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
4	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
5	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
6	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
7	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
8	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
9	300 000,00	39 000,00	0,00	39 000,00
10	300 000,00	39 000,00	300 000,00	339 000,00
Усього	—	390 000,00	300 000,00	690 000,00

погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом зі змінною процентною ставкою наведений у табл. 4.4.

Прирівнюючи суму теперішньої вартості річних платежів за іпотечним кредитом до початкової суми кредиту, визначили дійсну процентну ставку, яка склала 12,9 %. Зауважимо, що величина дійсної процентної ставки залежить від строку погашення іпотечного кредиту. Так, якщо припустити дострокове погашення основної суми боргу в кінці третього року, то дійсна норма позичкового процента зменшиться і складе 12,2 %.

Використання іпотечних кредитних інструментів зі змінною процентною ставкою потребує обґрунтованого підходу до вибору індексу, на основі якого відбувається зміна (коригування) процентної ставки. Як індексуючі показники можуть використовуватися: дохідність державних цінних паперів (6-місячних, 1,5-річних); процентні ставки за міжбанківськими кредитами; ставка LIBOR (Лондонська міжбанківська ставка пропозиції кредитних ресурсів у доларах США); середня процентна ставка за депозитними сертифікатами комерційних банків; курс долара США тощо. Вибір індексу обумовлений адекватністю показника, тобто його здатністю найбільш повно відображати динаміку вартості ресурсів іпотечного кредитування.

З метою підвищення привабливості для позичальника іпотечних кредитів із змінною процентною ставкою застосовують механізм регулювання процентної ставки, який передбачає встановлення обмежень на максимальний рівень річної процентної ставки. У практиці іпотечного кредитування набув розповсюдження підхід, коли встановлюється максимально допустимий приріст процентної ставки протягом року, а також максимально допустимий рівень процентної ставки на весь період іпотечного кредитування. З метою захисту інтересів кредитора може встановлюватися мінімальний рівень процентної ставки.

3. Іпотечні кредити з індексованими платежами використовуються у країнах з високими темпами інфляції. Серед індексованих інструментів іпотечного кредитування виділя-

Таблиця 4.4. План погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом із зміною процентною ставкою

Періоди (роки)	Процентна ставка, %	Залишок несплаченої суми боргу, грн	Сума процентних платежів за рік, грн	Сплата основної суми боргу, грн	Річний платіж (сума боргу і проценти), грн
t	i	D_t	L_t	F_t	S_t
1	12,00	300 000,00	36 000,00	17 095,25	53 095,25
2	12,00	282 904,75	33 948,57	17 595,78	51 544,35
3	13,00	265 308,97	34 490,17	20 796,70	55 286,87
4	13,00	244 512,27	31 786,60	20 859,21	52 645,80
5	14,00	223 653,07	31 311,43	26 202,63	57 514,06
6	14,00	197 450,43	27 643,06	29 871,00	57 514,06
7	14,00	167 579,43	23 461,12	34 052,94	57 514,06
8	14,00	133 526,49	18 693,71	38 820,35	57 514,06
9	14,00	94 706,14	13 258,86	44 255,20	57 514,06
10	14,00	50 450,93	7 063,13	50 450,93	57 514,06
Усього	13,4	—	257 656,64	300 000,00	557 656,64

ють: 1) іпотечні кредити з індексацією боргу і 2) іпотечні кредити з подвійною індексацією.

Іпотечний кредит з індексацією боргу передбачає коригування непогашеної суми боргу на основі певного індексу, в якості якого можуть використовуватися різні показники залежно від поточної макроекономічної динаміки, а також від моделі організації іпотечних фінансових відносин, яка визначає джерела формування ресурсної бази іпотечного кредитування (наприклад, індекс споживчих цін, курс долара США, індекс мінімальної заробітної плати тощо). Іпотечний кредит з індексацією боргу дозволяє здійснювати погашення основної суми боргу і процентних платежів у реальних сумах у разі зміни номінальних величин строкових платежів.

Особливістю обчислення складових плану погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом з індексацією боргу є коригування залишку невикраченої суми боргу на рівень інфляції та визначення величини платежів на базі індексованого залишку.

Сума річного платежу (S_t) за цим видом інструменту іпотечного кредитування визначається за формулою (4.1), однак замість суми іпотечного кредиту (D) у формулу підставляють залишок невикраченої суми боргу у t -му періоді (D_t) і визначають суму річного платежу для кожного t -го періоду. Індексція залишку невикраченої суми основного боргу здійснюється в кінці року; величина D_t обчислюється за формулою:

$$D_t = D_{t-1}^{\pi_t}, \text{ де } D_t^n = (D_t - F_t) \cdot \left(1 + \frac{\pi_t}{100}\right), \quad (4.11)$$

де π_t — рівень інфляції у t -му періоді; D_t^n — індексований залишок невикраченої суми боргу у t -му періоді.

Сума процентних платежів до сплати у t -му році нараховується на проіндексований залишок несплаченої суми боргу; обчислення здійснюються за формулою:

$$L_t = D_t \cdot i. \quad (4.12)$$

Визначення суми платежу, яка вноситься у погашення основної суми боргу у t -му періоді здійснюється за формулою (4.4).

У таблиці 4.5 наведено план погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом з індексацією боргу.

Прирівнюючи суму теперішньої вартості анuitетних платежів за іпотечним кредитом до початкової суми кредиту, визначили дійсну процентну ставку, яка становить 22,5 %. Виходячи із припущення про дострокове погашення іпотечного кредиту у кінці третього року, дійсна процентна ставка суттєво знизиться і складе 14,1 %.

Іпотечний кредит з подвійною індексацією передбачає застосування двох індексів: номінальна вартість строкових платежів у погашення іпотечного кредиту змінюється з урахуванням змін у темпах зростання доходів, тоді як номінальна вартість непогашеного залишку основної суми боргу змінюється з урахуванням темпів інфляції.

Сума річного платежу (S_t) за іпотечним кредитом із подвійною індексацією визначається за формулою (4.1) і змінюється відповідно до індексів заробітної плати. Індексація залишку несплаченої суми основного боргу здійснюється в кінці року, а величина D_t обчислюється за формулою (4.11). Сума процентних платежів до сплати у t -му році нараховуються на проіндексований залишок несплаченої суми боргу; обчислення здійснюються за формулою (4.7). Визначення суми платежу, яка вноситься у погашення основної суми боргу у t -му періоді здійснюється за формулою (4.4).

У таблиці 4.6 наведено план погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом із подвійною індексацією. Прирівнюючи суму теперішньої вартості річних платежів за іпотечним кредитом до початкової суми кредиту, визначили дійсну процентну ставку, яка склала 23,4 %.

Отже, у результаті порівняння інструментів іпотечного кредитування прийшли до висновку, що за дійсною нормою позичкового процента іпотечні кредити зі змінною процентною ставкою є більш доступними для позичальника, ніж іпотечні кредити з фіксованою процентною ставкою.

Таблиця 4.5. План погашення основної суми боргу і процентних платежів за іпотечним кредитом з індексацією боргу

Період (роки)	Річний платіж (сума боргу та проценти), грн	Залишок невплатченої суми боргу, грн	Сума процентних платежів за рік, грн	Сплата основної суми боргу, грн	Рівень інфляції, %	Залишок боргу з урахуванням інфляції, грн
t	S_t	D_t	L_t	F_t	π_t	D_t^{π}
1	55 286,87	300 000,00	39 000,00	16 286,87	10,00	312 084,45
2	60 815,55	312 084,45	40 570,98	20 244,58	10,00	321 023,86
3	66 897,11	321 023,86	41 733,10	25 164,01	11,00	328 404,43
4	74 255,79	328 404,43	42 692,58	31 563,21	11,00	329 493,75
5	82 423,93	329 493,75	42 834,19	39 589,74	12,00	324 692,50
6	92 314,80	324 692,50	42 210,02	50 104,77	12,00	307 538,25
7	103 392,57	307 538,25	39 979,97	63 412,60	13,00	275 861,98
8	116 833,61	275 861,98	35 862,06	80 971,55	13,00	220 226,18
9	132 021,98	220 226,18	28 629,40	103 392,57	13,00	132 021,98
10	149 184,84	132 021,98	17 162,86	132 021,98	—	—
Усього	933 427,05	—	370 675,16	562 751,89	—	—

Таблиця 4.6. План погашення основної суми боргу та процентних платежів за іпотечним кредитом з подвійною індексацією

Період (роки)	Індекс заробітної плати, %	Річний платіж боргу і проценти), грн	Річний платіж з урахуванням індексу заробітної плати	Сума процентних платежів за рік, грн	Сплата основної суми боргу, грн	Залишок невиплаченої суми боргу, грн	Індекс інфляції, %	Залишок боргу з урахуванням індексу інфляції
t	—	S_t	—	L_t	F_t	D_t	π_t	D_t^π
1	—	55,29	55,29	39,00	16,29	283,71	110	312,08
2	109	55,29	60,26	40,57	19,69	292,39	110	321,63
3	110	55,29	66,29	41,81	24,48	297,16	111	329,84
4	112	55,29	74,24	42,88	31,36	298,48	111	331,31
5	114	55,29	84,64	43,07	41,57	289,74	112	324,51
6	115	55,29	97,33	42,19	55,15	269,37	112	301,69
7	115	55,29	111,93	39,22	72,71	228,98	113	258,74
8	117	55,29	130,96	33,64	97,33	161,42	113	182,40
9	117	55,29	153,23	23,71	129,51	52,89	113	59,76
10	—	55,29	153,23	7,77	145,46	—	—	—
Усього	—	552,9	932,1	353,9	633,5	—	—	—

СТАТИСТИЧНА БАЗА

1. Іпотечний ринок у країнах із ринковою економікою

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА

Таблиця 1. Напрями дерегулювання іпотечного ринку в деяких країнах у 1967—1994 рр.

Країна	Рік	Напрямок дерегулювання іпотечного ринку
Австралія	1982	Знято обмеження щодо обсягів іпотечного кредиту.
	1986	Відмінено регулювання верхньої межі процентної ставки іпотечних кредитів
Канада	1967	Анульовано регулювання верхньої межі процентних ставок за іпотечними кредитами.
	1967	Відмінено обмеження щодо участі комерційних банків у фінансуванні іпотечних кредитів.
	1980	Комерційним банкам дозволено надавати іпотечні кредити

Країна	Рік	Напрямок дерегулювання іпотечного ринку
Данія	1982	Лібералізація строків іпотечного кредитування.
	1982	Дерегулювання процентних ставок.
	1989	Зняття обмежень щодо емісії іпотечних облигацій
Фінляндія	1984	Анульовано квоти фінансування комерційних банків Центральним Банком.
	1986	Дерегулювання процентних ставок.
	1987	Спрощено процес андеррайтингу у іпотечному кредитуванні
Франція	1984	Відмінено вимогу спеціалізації банків.
	1987	Зняття кредитного контролю
Німеччина	1967	Дерегулювання процентних ставок
Італія	1983	Дерегулювання процентних ставок.
	1983	Знято обмеження на обсяг іпотечного кредиту (обмеження було відновлене у 1986—1987 рр.)
Японія	1993	Відмінено вимогу спеціалізації банків.
	1994	Завершено дерегулювання процентних ставок
Нідерланди	1980	Дерегулювання процентних ставок
Нова Зеландія	1984	Відмінено ліміти на обсяги іпотечного кредитування.
	1984	Дерегулювання процентних ставок
Норвегія	1984	Ліквідовано контроль за кредитною діяльністю.
	1985	Дерегулювання процентних ставок
Швеція	1985	Ліквідовано контроль за кредитною діяльністю банків.
	1985	Дерегулювання процентних ставок
Великобританія	1980	Ліквідовано обмеження обсягів іпотечного кредитування.
	1981	Банкам дозволено конкурувати з будівельними спілками у сфері фінансування будівництва і придбання житла.
	1986	Будівельним спілкам дозволено розширити сферу кредитування

Закінчення табл. 1

Країна	Рік	Напрямок дерегулювання іпотечного ринку
		Ліквідовано нормативи іпотечної кредитної діяльності
США	1980	Дерегулювання процентних ставок
	1980	Знято обмеження на портфель іпотечних кредитів ощадних установ
	1984	Анульовано регулювання верхньої межі процентних ставок за депозитами ощадно-позичкових інститутів

Джерела: *Ahearne Alan G., Ammer John, Doyle Brian M., Kole Linda S., Martin Robert F.* House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — International Finance Discussion Papers. — Number 841. — September 2005. — P. 36; *Girouard Nathalie, Sveinbjörn Blöndal* House Prices and Economic Activity: OECD Working Paper № 279. — OECD, 2001 .

Таблиця 2. Порівняльна характеристика основних параметрів іпотечного ринку в деяких країнах у 2000 р.

№ з/п	Параметри	Данія	Німеччина	Греція
1	Частка заборгованості за іпотечними кредитами у ВВП, %	68	53	9,5
2	Кількість учасників	8 спеціалізованих іпотечних банків, які належать до Асоціації Датських іпотечних банків; члени асоціації — 90 % іпотечного ринку країни	Німечка іпотечна федерація налічує 24 іпотечні банки; кількість банків-учасників постійно зростає	67 % ринку займають комерційні банки; 29 — спеціалізовані кредитні інститути; 4 % — Іпотечний банк Греції
3	Тип іпотечного кредитора	Іпотечні банки — спеціалізовані інститути, які контролюються Finansstilsynet (Датська фінансова рада спостерігачів)	Крім іпотечних банків житлові іпотечні кредити надають Поземельні банки (Landesbanken), ощадні та комерційні банки, страхові компанії, кредитні кооперативи, державні банки	
4	Органи державного регулювання і контролю	Finanstilsynet, яка підпорядковувється Міністерству з економічних відносин	На сьогодні — "Bundesaufsichtsamit fur das Kreditwesen"; у перспективі планується поєднати регулювання страхових компаній та банків	Національний банк Греції контролює діяльність іпотечних банків з іпотечного кредитування

Продовження табл. 2

№ з/п	Параметри	Данія	Німеччина	Греція
5	Показник забезпеченості іпотечного кредиту	60 % за комерційною нерухомістю; 60 за сільськогосподарським кредитуванням; 80 % за житловим кредитуванням	У середньому 60 %, але значення показника забезпеченості іпотечного кредиту може складати 80 і 93 %	Максимальне значення показника — 75 %, на практиці цей показник значно менший
6	Рівень процентної ставки	6,5 %	6,0—6,5 % домінують фіксовані процентні ставки	7,0—7,5 %
7	Строк іпотечного кредитування	до 30 років	25—30 років	до 15 років, а також на 20, 25, 30 років
№ з/п	Параметри	Іспанія	Ірландія	Італія
1	Частка заборгованості за іпотечними кредитами у ВВП, %	32	31	8
2	Кількість учасників	Іпотечна асоціація Іспанії нараховує 42 члени, які утримують 80 % іпотечного ринку країни	11 іпотечних кредиторів, які охоплюють майже весь ринок країни	—
3	Тип іпотечного кредитора	Комерційні, ощадні та кооперативні банки; у 2000 р. чотири основні оператори займали 50 % ринку	Структура іпотечних кредиторів: банки — 78,2 %, будівельні компанії — 21,7 %	Іпотечні кредити надають універсальні комерційні банки

Продовження табл. 2

№ з/п	Параметри	Іспанія	Ірландія	Італія
4	Органи державного регулювання і контролю	Національний Банк Іспанії та Міністерство економіки	Центральний банк Ірландії	Національний банк Італії
5	Показник забезпеченості іпотечного кредиту	Середній рівень — 70 %, за житловими іпотечними кредитами — 80 %	70—75 %	Як правило, 50 % (існує законодавче обмеження на рівні 80 %)
6	Рівень процентної ставки	6,0—6,3 %;	6,0—6,4 %	6,0—7,0 %
7	Строк іпотечного кредитування	20—25 років	—	10—15 років
№ з/п	Параметри	Нідерланди	Австрія	Португалія
1	Частка заборгованості за іпотечними кредитами у ВВП, %	72	5	42
2	Кількість учасників	На ринку функціонує декілька великих кредиторів	—	Універсальні комерційні банки, державні інститути житлового іпотечного кредитування

Продовження табл. 2

№ з/п	Параметри	Нідерланди	Австрія	Португалія
3	Тип іпотечного кредитора	Структура іпотечного ринку за типом кредитора: універсальні комерційні банки — 85 %; страхові компанії та пенсійні фонди — 15 %	Структура іпотечного ринку за типом кредитора: універсальні банки — 25 %; іпотечні банки — 9; ощадні банки — 29; кооперативні банки — 26; будівельно-ощадні каси — 7 %	Частка 49 комерційних банків, які надають іпотечні кредити, на іпотечному ринку становить 65%; 35% — державні інститути житлового іпотечного кредитування
4	Органи державного регулювання і контролю	—	—	—
5	Показник забезпеченості іпотечного кредиту	75 %	60 %	90 %
6	Рівень процентної ставки	6,5—7,0 %	6,0—7,0 %	Більше 7,0 %
7	Строк іпотечного кредитування	30 років	20 років	25 років
№ з/п	Параметри	Швеція	Великобританія	Франція
1	Частка заборгованості за іпотечними кредитами у ВВП, %	52	майже 60	20

Закінчення табл. 2

№ з/п	Параметри	Швеція	Великобританія	Франція
2	Кількість учасників	Провідними гравцями на ринку є 15 спеціалізованих установ з іпотечного кредитування	The Council of Mortgage Lenders (CLM) налічує 118 членів, які посідають 98 % ринку	Комерційні банки — 33 %; кооперативні банки — 34; ощадні банки — 13 %
3	Тип іпотечного кредитора	У структурі іпотечного ринку за типом іпотечного кредитора частка спеціалізованих установ з іпотечного кредитування становить 90%, частка комерційних банків — 10%	Будівельні компанії — 20 %; Універсальні комерційні банки — 72 %	—
4	Органи державного регулювання та контролю	—	Регулювання здійснює FSA (Financial Services Authority)	Банк Франції може наполягати на реструктуризації активів кредитора; the Commission Bancaire
5	Показник забезпеченості іпотечного кредиту	60—80 %	80 %	60 % — комерційна нерухомість; 60—80 % — житлова нерухомість
6	Рівень процентної ставки	6,0—7,0 %	6,0—7,0 %	6,0—7,0 %
7	Строк іпотечного кредитування	—	—	—

Джерело: Українська Національна іпотечна асоціація.

Таблиця 3. Порівняльна характеристика законодавства з регулювання діяльності іпотечних банків та емісії іпотечних облігацій у деяких країнах із розвинутою ринковою економікою (станом на 29.04.2002 р.)

	Німеччина	Данія	Греція	Швейцарія	Австрія	Фінляндія
Час введення в дію	01.01.1900	1850/1989	1924	01.02.1931	01.01.1939	01.01.2000
Принцип спеціалізації іпотечного кредитора	Так	Так	Так	Так	Так	Так
Законодавче закріплення назви іпотечного цінного папера	Так (Pfandbrief)	Так (realkreditobligation)	Ні	Так	Так (Pfandbrief)	Так
Через емісію іпотечних облігацій рефінансуються	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити
Реєстр покриття	Так	Ні	Так	Так	Так	Так
Законодавче закріплення переважного права інвесторів у разі банкрутства	Так	Так	Так	Так	Так	Так
Законодавчо закріплені положення з оцінки нерухомості	Так	Так	Так	Так	Так	Так

Продовження табл. 3

	Німеччина	Данія	Греція	Швейцарія	Австрія	Фінляндія
Норматив конгруенції покриття іпотечних облігацій	60 % від суми іпотечного кредиту	40—84 % від суми іпотечного кредиту	75 % ринкової вартості застави	2/3 від суми іпотечного кредиту	60 % від суми іпотечного кредиту	60 % від суми іпотечного кредиту
Норматив частки кредитів, які не відповідають нормативу конгруенції покриття іпотечних облігацій	20%	Заборонено	Заборонено	Заборонено	Заборонено	1/6
Законодавчо закріплена інституція довірених осіб	Так	Ні	Ні	Ні	Так	Ні
Нестандартний об'єкт застави (незавершене будівництво, земельні ділянки під будівництвом)	Так	Ні	Ні	Так	Так	Обмеження у часі
Обмеження щодо іпотечних кредитів з нестандартним об'єктом застави	10 %	Ні	Ні	Ні	Ні	Ні
Рейтингова оцінка іпотечних облігацій	Ні	Так	Ні	Ні	Ні	Ні
Принцип нагляду	Так	Так	Так	Так	Так	Так

Продовження табл. 3

	Іспанія	Норвегія	Португалія	Швеція	Люксембург	Франція	Ірландія
Час уведення в дію	05.05.1981	1988	16.04.1990	1992	19.12.1997	27.07.1999	22.03.2002
Принцип спеціалізації іпотечного кредитора	Ні	Так	Ні	Так	Так	Так	Так
Законодавче закріплення назви іпотечного цінного папера	Так (cédulas hipotecarias)	Ні	Ні	Ні	Так (Pfandbrief, mortgage bond)	Так (obligation foncière)	Так
Через емісію іпотечних облігацій рефінансуються	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити
Реєстр покриття	Ні	Ні	Так	Ні	Так	Ні	Так
Законодавче закріплення переважного права інвесторів у разі банкрутства	Так	Ні	Так	Ні	Так	Так	Так

Продовження табл. 3

	Іспанія	Норвегія	Португалія	Швеція	Люксембург	Франція	Ірландія
Законодавчо закріплені положення з оцінки нерухомості	Так	Ні	Так	Так	Так	Так	Так
Норматив конгруенції покриття іпотечних облігацій	70—80 % від ринкової вартості застави	80 % від ринкової вартості застави	80 % від ринкової вартості застави	60—85 % від вартості нерухомості	60 % від суми іпотечного кредиту	60—100 % від суми іпотечного кредиту	60—75 % від вартості застави у майбутньому
Норматив частки кредитів, які не відповідають нормативу конгруенції покриття іпотечних облігацій	Заборонено	Заборонено	Заборонено	Заборонено	Заборонено	Заборонено	Так (10%)
Законодавчо закріплена інституція довірених осіб	Ні	Так	Ні	Ні	Так	Так	Так

Закінчення табл. 3

	Іспанія	Норвегія	Португалія	Швеція	Люксембург	Франція	Ірландія
Нестандартний об'єкт застави (незавершене будівництво, земельні ділянки під будівництво)	Ні	Ні	Ні	Так	Так	Так	Так
Обмеження щодо іпотечних кредитів з нестандартним об'єктом застави	Ні	Ні	Ні	10 %	20 %	20 %	20 %
Рейтингова оцінка іпотечних облігацій	Так	Ні	Ні	Так	Ні	Ні	Ні
Принцип нагляду	так	Ні	Ні	Так	Так	Так	Так

Джерело: *Lassen T. Mortgage Banks and Mortgage Bonds in Central Europe — an Overview // 6th Central European Mortgage Bond Conference, 7th/8th November, 2002 in Warsaw. — P. 6—8.*

Таблиця 4. Параметри типових житлових іпотечних кредитів у деяких країнах у 2004 р.

Країна	Період кредитування, роки	Частка кредиту у вартості предмета іпотеки, %	Частка кредитів із змінною процентною ставкою, %	Частка житлової нерухомості, профінансованої за рахунок іпотечних кредитів, %
Швеція	30—40	80—90	62	—
Нідерланди	30	87	26	85
Данія	30	80	25	—
Португалія	25—30	90	70	—
Великобританія	25	70	72	60
Австрія	25	60	30	—
Німеччина	20—30	70—80	30	—
Бельгія	20	80—85	25	56
Фінляндія	15—20	75—80	97	42
Франція	15—20	60	20	38
Греція	15	55	95	25

Джерело: Walley S. European Mortgage Markets in a Changing Environment // BIS Committee on the Global Financial System Meeting (16 March, 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — Р. 24.

Таблиця 5. Структура іпотечного ринку ЄС за типом кредитора у 2001 р.

Тип кредитора	Частка іпотечного ринку, %
Універсальні комерційні банки	42
Іпотечні банки	15
Ощадні банки	16
Кооперативні банки	7
Страхові компанії	6
Будівельні спілки	3
Будівельні ощадні каси	4
Інші спеціалізовані інститути	4
Інші кредитори	3
Усього	100

Джерело: European Mortgage Federation, 2002.

Таблиця 6. Житловий сегмент іпотечного ринку в деяких країнах у 2003 р.

Країна	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Відношення заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами на душу населення, євро
Австрія	1,3	26,4	7 300
Бельгія	5,0	28,5	7 300
Великобританія	4,2	70,4	18 900
Греція	25,0	17,4	2 500
Данія	8,3	87,5	30 500
Ірландія	25,7	45,0	14 900
Іспанія	19,5	42,1	7 500
Італія	21,4	13,3	3 000
Люксембург	17,8	33,4	17 800
Нідерланди	16,5	99,9	28 000
Німеччина	1,4	54,3	14 000
Португалія	2,2	50,6	6 300
США	12,5	71,0	23 800
Фінляндія	8,9	35,6	9 800
Франція	9,9	24,7	6 500
Швеція	7,7	50,0	15 000

Пжерело: Шитов Н.В. Механізми фінансування іпотеки. — М.: Городской іпотечный банк, 2004. — С. 3.

Таблиця 7. Житловий сегмент іпотечного ринку в деяких країнах у 2004 р.

Країна	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами, млн євро	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами у ВВП, %	Заборгованість на душу населення, євро
Австрія	48 064	20,9	20,3	5 905
Бельгія	88 434	8,2	31,2	8 506
Великобританія	1 243 261	11,1	72,5	20 835
Греція	34 052	28,3	20,6	3 084
Данія	174 300	6,0	89,7	32 292
Ірландія	77 029	29,8	52,7	19 125
Іспанія	384 631	22,9	45,9	9 083
Італія	196 504	13,4	14,5	3 395
Люксембург	8 797	12,3	34,3	19 480
Нідерланди	518 115	14,3	111,1	31 868
Німеччина	1 157 026	0,1	52,4	14 019
Португалія	70 834	6,9	52,5	6 762
Фінляндія	56 522	10,8	37,8	10 829
Франція	432 300	12,2	26,2	9 083
Швеція	147 163	10,0	52,7	16 396

Джерело: European mortgage markets continue to boom in 2004: Press release (Brussels, 12 October 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — P. 2.

Таблиця 8. Житловий сегмент іпотечного ринку у деяких країнах у 2005 р.

Країна	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами, млн євро	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Відношення заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами на душу населення, євро
Австрія	53 815,0	11,9	21,9	6 558,0
Бельгія	98 060,0	11,91	32,89	9 387,0
Великобританія	1 414 386,0	9,5	80,0	23 560,0
Греція	45 420,0	33,4	25,1	4 101,0
Данія	195 762,0	12,3	94,0	36 176,0
Ірландія	98 956,0	28,5	61,7	24 082,0
Ісландія	10 553,0	39,8	82,9	35 895,0
Іспанія	475 571,0	23,6	52,6	11 050,0
Італія	243 622,0	18,1	17,2	4 167,0
Кіпр	2 144,0	44,2	16,0	2 862,0
Люксембург	10 006,0	13,7	34,1	21 991,0
Мальта	1 519,0	22,9	33,8	3 773,0
Нідерланди	487 322,0	11,9	97,1	29 887,0
Німеччина	1 162 588,0	0,5	51,7	14 092,0
Норвегія	125 260,0	12,9	52,7	27 193,0
Португалія	79 453,0	11,7	53,9	7 546,0

Закінчення табл. 8

Країна	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами, млн євро	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Відношення заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами на душу населення, євро
США	7 144 201,0	13,8	71,2	24 102,0
Туреччина	7 387,0	204,0	2,5	103,0
Франція	503 600,0	16,5	29,4	8 316,0
Швейцарія	262 433,0	5,5	88,9	35 392,0
Швеція	159 025,0	9,3	55,2	17 647,0

Джерело: Press Release / European Mortgage Federation. — 2006. — 20th November. — P. 2.

Таблиця 9. Структура заборгованості за іпотечними кредитами у деяких країнах ЄС у 1998—2000 рр.
(млн євро)

Країна	Заборгованість за кредитами, що видані на житлову іпотеку			Заборгованість за кредитами, що видані на комерційну іпотеку			Заборгованість за кредитами, що видані на житлову та комерційну іпотеку		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Бельгія	55 528	63 230	65 279	—	—	—	—	—	—
Данія	104 782	111 819	117 735	3 3267	35 105	35 946	138 049	146 924	153 681
Ірландія	20 888	26 186	32 627	3 409	4 251	4 925	24 297	30 437	37 552
Іспанія	128 328	154 556	187 663	51 296	64 483	74 094	179 624	219 139	261 757
Італія	84 652	101 042	113 414	58 867	66 025	66 282	143 519	167 067	179 696
Нідерланди	220 537	251 394	285 428	79 412	—	—	299 949	—	—
Німеччина	1 012 998	1 118 786	1 091 908	199 058	207 798	217 645	1 212 056	1 326 583	1 309 553
Португалія	31 941	42 123	50 558	6 440	8 670	12 011	38 381	50 793	62 569
Швеція	98 998	113 413	112 973	8 010	9 028	9 125	107 008	122 441	122 098

Джерело: Огляд іпотечного кредитування країн Європейського Союзу. — Українська національна іпотечна асоціація, 2002. — 14 с.

Таблиця 10. Процентні ставки за іпотечними кредитами в деяких країнах ЄС у 1990—2000 р. (%)

Країна	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Австрія	10,1	10,3	10,7	8,4	8,7	7,3	7,1	6,0	5,5	5,0	6,2	6,0	5,5	5,5
Бельгія	11,6	11,6	10,0	8,8	10,2	8,1	6,9	7,3	5,1	6,7	7,1	6,9	6,5	6,0
Великобританія	14,3	11,4	9,0	7,9	7,8	7,5	6,5	7,6	7,3	6,5	6,7	5,2	4,9	4,7
Данія	11,2	9,8	10,2	7,1	9,6	8,2	7,8	7,1	6,5	6,8	6,7	6,4	5,6	5,5
Ірландія	11,2	11,5	12,9	7,8	7,5	7,0	6,6	7,0	5,8	5,6	5,8	5,7	5,7	3,5
Іспанія	—	—	—	9,5	8,4	8,4	6,5	5,6	4,9	4,4	5,7	4,8	3,9	3,2
Італія	14,8	14	16,9	11,3	11,1	12,2	9,2	7,5	6,0	4,7	6,1	5,3	5,0	4,8
Нідерланди	9,7	9,6	8,6	6,8	8,1	6,4	5,9	6,1	5,2	5,9	6,5	5,5	5,2	4,8
Німеччина	9,9	9,9	9,2	7,5	8,4	7,2	6,7	6,5	5,5	6,2	6,1	5,9	5,5	5,2
Норвегія	14,2	13,7	13,8	8,9	8,2	7,5	6,2	5,6	9,5	7,1	8,5	—	—	—
Португалія	20,5	20,3	18,4	14,6	13	12,4	11	7,4	5,5	5,0	6,9	5,0	5,2	4,3
Фінляндія	14,4	14,6	14,7	11	9,1	7,6	5,7	5,9	5,4	4,6	5,8	—	—	—
Франція	10,9	11,1	10,7	8,7	8,8	8,6	7,4	6,6	5,8	5,6	5,8	5,4	5,2	4,4
Швеція	—	—	—	9,2	11,7	8,8	6,1	6,4	5,2	6,6	5,8	4,6	4,8	3,8

Джерела: Огляд іпотечного кредитування країн Європейського Союзу. — Українська національна іпотечна асоціація, 2002. — 14 с.; Quarterly Figures / European Mortgage Federation. — 2003. — Vol. 36. — P. 1.

Таблиця 11. Емісія іпотечних облігацій (млрд євро)

Країни	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Австрія	4,959	4,542	4,3	4,300	3,200	3,000	3,560
Великобританія	—	—	—	—	7,000	14,959	25,439
Данія	153,118	164,708	199,9	191,400	231,565	232,799	286,238
Ірландія	—	—	—	—	—	2,000	4,140
Іспанія	11,533	11,539	13,500	25,300	42,500	94,707	157,663
Нідерланди	1,171	0,973	1,000	—	0,690	12,750	2,000
Німеччина	235,797	247,484	225,900	208,700	259,199	249,848	237,547
Фінляндія	1,163	—	—	—	0,065	0,065	1,500
Франція	33,386	47,701	43,000	44,400	53,699	65,369	32,133
Швейцарія	—	29,143	29,500	18,300	16,864	28,870	29,002
Швеція	80,694	71,321	65,500	70,900	60,507	82,493	92,808

Джерела: European Mortgage Federation; Summary of covered bond issues in Bulgaria (Stand: as of 31st July 2005) / Verband Deutscher Pfandbriefbanken. — Association of German Pfandbrief banks, 2005; *Stöcker O.* Development of Legislation Development of Legislation on Covered Bonds in Europe // 7th Central European Covered Bond Conference (13th / 14th October 2003 in Berlin). — Association of German Mortgage Banks, 2003. — P. 7; *Stöcker O.* New Legislation on Covered Bonds in Europe: Structure of German Mortgage Banks, Segregation and Bankruptcy Remoteness // 9th Central European Covered Bond Conference (17th/18th October 2005, Budapest). — Berlin, 2005. — P. 5; *Käliberer W.* Mortgage bonds and capital adequacy rules in Basel and Brussels // 5th Central European Mortgage Bond Conference (8th/9th November, 2001 in 8th/9th November, 2001 in Riga). — P. 4.

Таблиця 12. Темпи приросту цін на ринку житлової нерухомості у деяких країнах ЄС (%)

Країна	2003				2004				2005
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.
Великобританія	23,5	16,5	12,5	10,0	9,0	11,0	14,0	12,0	11,8
Іспанія	16,0	14,5	17,5	18,0	17,0	17,5	17,0	17,5	15,5
Франція	11,0	13,0	11,5	13,0	16,0	16,0	16,5	15,0	—
Ірландія	14,0	16,5	15,5	15,0	11,5	10,5	8,5	9,5	—
Фінляндія	7,0	5,0	6,5	7,5	8,0	9,0	6,5	6,0	4,5
Швеція	7,5	6,5	6,0	5,5	8,0	10,0	9,5	8,0	7,5
Данія	5,0	5,5	5,0	6,5	8,5	11,0	13,5	14,0	15,0

Джерело: Quarterly Statistics / European Mortgage Federation. — 2005. — 1 Quarter. — P. 2.

Таблиця 13. Динаміка середніх цін на об'єкти житлової нерухомості у деяких країнах (ланцюгові темпи приросту/зниження, %)

Країни	2003	2004	2005
Австралія	19,4	0,2	2,2
Франція	12,4	16,0	14,8
Ірландія	13,7	8,6	9,3
Японія	-10,3	-9,5	-7,0
Нідерланди	1,7	3,6	4,2
Нова Зеландія	25,0	11,6	15,4
Іспанія	18,5	17,2	12,6
Великобританія	8,3	10,7	2,9
США	7,9	12,0	13,3

Джерело: *Ahearne Alan G., Ammer John, Doyle Brian M., Kole Linda S., Martin Robert F.* House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — International Finance Discussion Papers. — Number 841. — September 2005. — P. 59.

Таблиця 14. Динаміка індексів цін на об'єкти житлової нерухомості у деяких країнах у 1980—2005 рр. (%)

Країна	1980	1985	1990	1995	2000	2005
	<i>І квартал 1985 р. = 100 %</i>					
Бельгія	150	100	125	165	190	225
Ірландія	130	100	125	125	200	300
Іспанія	150	100	225	190	225	375
Італія	140	100	150	125	115	160
Німеччина	115	100	110	115	100	90
Нова Зеландія	90	100	75	110	105	125
Норвегія	85	100	105	110	150	160
США	105	100	120	105	125	170
Фінляндія	75	100	165	80	120	130
Франція	115	100	110	112	125	190
Швейцарія	80	100	135	85	80	95
Швеція	165	100	130	80	120	160
Японія	80	100	140	115	100	85

Країна	1980	1985	1990	1995	2000	2005
<i>1 квартал 1980 р. = 100 %</i>						
Австралія	100	100	125	120	145	215
Великобританія	100	105	150	130	175	280
Канада	100	80	135	115	120	150
Нідерланди	100	75	100	120	175	200

Джерело: Alvarne Alan G., Amter John, Doyle Brian M., Kole Linda S., Martin Robert F. House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — International Finance Discussion Papers. — Number 841. — September 2005. — 71 p.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК ДАНІЇ

Таблиця 1. Іпотечне кредитування іпотечними банками Данії у 1999—2002 рр.

Показники	1999	2000	2001	2002
Заборгованість за іпотечними кредитами, млрд євро	42,9	24,8	45,1	44,7
у тому числі:	—	6,4	22,5	20,0
зі змінною (регульованою) процентною ставкою	11,8	11,3	14,9	17,0
Нові надані іпотечні кредити, млрд євро	147,2	153,9	165,4	177,4
Заборгованість за іпотечними облигаціями, млрд євро				

Джерело: Annual report 2001 // Realkredittraadet. Association of Danish Mortgage Banks, 2002. — P. 15. (<http://www.realkredittraadet.dk>); Annual report 2002 // Realkredittraadet. Association of Danish Mortgage Banks, 2002. — P. 9. (<http://www.realkredittraadet.dk>)

Таблиця 2. Основні показники діяльності іпотечних банків Данії у 2003—2004 рр.

Роки	BRF-kredit	DLA Kredit	FTN Realkredit	LR Realkredit	Nordea Kredit	Nykredit	Realkredit Danmark	Total-kredit	Усього
Загальний обсяг наданих нових іпотечних кредитів станом на кінець року, млрд євро									
2003	5,9	3,2	0,2	0,2	9,4	17,6	22,2	10,1	68,8
2004	4,9	3,3	0,01	0,2	7,8	23,8	18,8	0,0	58,8
Залишок непогашеної заборгованості за іпотечними облігаціями станом на кінець відповідного року, млрд євро									
2003	18,6	7,8	0,5	0,7	18,7	56,4	66,9	21,8	191,3
2004	19,1	9,4	0,4	0,8	21,4	82,6	69,5	0,0	203,2
Власний капітал на кінець року, млрд євро									
2003	1,3	0,6	0,1	0,5	1,0	4,8	3,7	0,8	12,8
2004	1,4	0,9	0,1	0,5	1,2	5,7	3,7	1,0	14,5
Показник платоспроможності*									
2003	13,9	9,5	25,8	80,7	10,0	12,3	10,4	9,4	11,6
2004	14,5	11,6	38,7	80,7	10,4	14,4	10,1	9,4	12,4

* Показник платоспроможності обчислений як співвідношення власного капіталу та ризикових активів.

Джерело: Mortgage financing in Denmark // Realkreditraadet. The Association of Danish Mortgage Banks, 2005. — 36 p. (<http://www.realkreditraadet.dk>)

Таблиця 3. Структура наданих іпотечних кредитів та емігованих іпотечних облігацій іпотечними банками Данії за типом нерухомості у 1999—2001 рр. (млрд євро)

Тип іпотечної нерухомості	Обсяг наданих іпотечних кредитів			Заборгованість за іпотечними облігаціями		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Субсидоване житлове будівництво	1,6	2,3	1,9	20,6	21,1	21,5
Орендована житлова	2,6	1,7	2,7	8,8	9,6	10,4
Житлова (в тому числі коледжі)	25,5	14,9	29,0	82,6	87,2	95,0
Сільськогосподарська	6,4	3,2	6,2	17,6	18,0	18,1
Промислова	2,0	0,7	1,3	5,1	5,1	5,2
Комерційна	4,4	1,7	3,2	10,2	10,4	11,1
Інша	0,7	0,3	0,7	2,4	2,5	2,8
Усього	42,9	24,7	45,0	147,2	153,9	164,1

Джерело: Annual report 2001. Realkredittraedet. Association of Danish Mortgage Banks, 2002. — Р. 15. (<http://www.realkredittraadet.dk>)

Таблиця 4. Структура заборгованості за іпотечними облігаціями іпотечних банків Данії за типом іпотечної нерухомості у 2001—2003 рр.

Тип іпотечної нерухомості	2001		2002		2003	
	млрд євро	структура, %	млрд євро	структура, %	млрд євро	структура, %
Житлова (в тому числі коледжі)	95,3	57,8	102,9	58,2	111,9	58,4
Сільськогосподарська	18,2	11,0	20,2	11,4	21,9	11,4
Орендована житлова	10,6	6,4	11,8	6,7	13,7	7,2
Комерційна	19,4	11,8	20,4	11,5	21,8	11,4
Субсидоване житлове будівництво	21,5	13,0	21,6	12,2	22,1	11,6
Усього	165,0	100,0	117,0	100,0	191,3	100,0

Джерело: Realkredittraadet. The Association of Danish Mortgage Banks. — Activities Lending and funding Loan products Publications, 2004. — 7 р. (<http://www.realkredittraadet.dk>)

Таблиця 5. Структура наданих іпотечних кредитів та емітованих іпотечних облігацій іпотечними банками Данії за типом нерухомості у 2003—2004 рр. (млрд євро)

Тип іпотечної нерухомості	Обсяг наданих іпотечних кредитів		Заборгованість за іпотечними облігаціями	
	2003	2004	2003	2004
Субсидоване житлове будівництво	1,7	1,7	22,1	22,5
Орендована житлова	4,8	4,6	13,7	15,9
Житлова (в тому числі котеджі)	45,9	40,3	111,9	118,5
Сільськогосподарська	7,9	6,3	21,9	23,3
Промислова	2,1	1,1	5,8	5,8
Комерційна	5,4	4,3	12,9	14,1
Інша	0,9	0,6	3,1	3,1
Усього	68,8	58,8	191,3	203,2

Джерело: Mortgage financing in Denmark / Realkredittraedet. The Association of Danish Mortgage Banks, 2005.
 — 36 р. (<http://www.realkredittraedet.dk>)

Таблиця 6. Структура ринку облігацій Данії станом на червень 2004 р.

Тип цінних паперів	Номінальна вартість, млрд євро	Ринкова вартість, млрд євро	Частка ринку, %
Державні облігації	87,3	92,1	27,0
Іпотечні облігації	196,6	197,0	60,9
Інші	39,1	38,9	12,1
Усього	323,0	328,0	100,0

Джерело: Danish mortgage bonds / Realkreditradet. The Association of Danish Mortgage Banks, 2005. — Р. 4. (<http://www.realkreditradet.dk>)

Таблиця 7. Структура ринку облігацій Данії станом на лютий 2005 р.

Тип цінних паперів	Номінальна вартість, млрд євро	Ринкова вартість, млрд євро	Частка ринку, %
Державні облігації	82,2	89,0	25,2
Іпотечні облігації	200,1	203,5	61,4
Інші	33,0	33,0	13,4
Усього	325,8	336,4	100,0

Джерело: The Copenhagen Stock Exchange.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК КАНАДИ

Таблиця 1. Обсяг іпотечної заборгованості за типом кредитора у 1976—2001 рр. (млн канадських доларів, на кінець року)

Рік	Страхові компанії	Привілейовані банки	Трастові та іпотечні компанії	Кредитні союзи та народні каси	Вторинні інвестори (MBS)	Пенсійні фонди	Інші кредитори	Усього
1976	5 650	11 486	15 667	5 663	—	3 160	10 705	52 330
1977	7 045	14 977	18 683	7 687	—	3 965	11 868	64 225
1978	7 949	18 797	21 590	9 727	—	4 703	12 712	75 478
1979	8 826	23 263	25 016	11 485	—	5 307	13 101	86 998
1980	9 073	26 442	26 896	12 581	—	5 733	13 380	94 105
1981	9 613	28 476	27 492	12 322	—	6 195	13 095	97 193
1982	9 984	28 843	27 878	12 350	—	6 509	12 409	97 972
1983	10 893	31 763	29 946	14 798	—	6 614	12 155	106 168
1984	10 630	34 867	32 234	16 733	—	6 464	12 203	113 131
1985	11 012	40 562	35 716	18 276	—	6 343	12 213	124 121
1986	11 858	49 322	41 154	20 762	—	6 612	12 849	142 558
1987	12 716	62 058	48 807	24 332	451	6 988	12 833	168 185
1988	12 939	75 215	57 166	27 411	1 230	7 508	13 144	198 100
1989	14 620	89 082	67 523	29 338	3 093	7 746	13 094	229 121

Закінчення табл. 1

Рік	Страхові компанії	Привілейовані банки	Трастові та іпотечні компанії	Кредитні союзи та народні каси	Вторинні інвестори (MBS)	Пенсійні фонди	Інші кредитори	Усього
1990	16 679	101 822	72 008	31 888	4 890	7 966	13 542	253 693
1991	18 520	113 773	71 095	36 512	7 480	7 891	14 730	275 497
1992	19 780	129 818	68 685	40 390	11 663	7 594	17 299	298 759
1993	20 110	154 204	49 446	43 368	16 171	8 217	22 222	317 384
1994	20 899	173 000	43 374	45 509	17 260	8 223	24 320	335 970
1995	21 528	183 310	40 334	47 070	16 995	7 821	25 001	345 972
1996	21 762	200 782	39 205	49 529	14 145	7 844	25 144	363 021
1997	20 810	227 131	23 729	51 873	14 377	7 835	26 853	380 884
1998	19 250	238 129	21 688	52 718	18 642	7 820	26 852	401 227
1999	17 470	244 005	18 552	54 042	27 372	8 519	28 726	416 603
2000	17 279	268 591	4 927	56 619	32 456	8 903	—	434 519
2001	17 231	293 769	5 398	61 937	33 555	9 951	—	462 831

Джерело: Canadian Housing Statistics, 2001. — Canada Housing and Mortgage Corporation, 2002. — P. 59.

Таблиця 2. Заборгованість за житловими іпотечними кредитами у ВВП у 1983—2000 рр.

Роки	Частка заборгованості у ВВП, %	Роки	Частка заборгованості у ВВП, %	Роки	Частка заборгованості у ВВП, %
1983	25,7	1989	34,8	1995	42,6
1984	25,1	1990	37,2	1996	43,3
1985	25,5	1991	40,1	1997	43,0
1986	27,7	1992	42,5	1998	43,8
1987	30,0	1993	43,5	1999	42,7
1988	32,2	1994	43,5	2000	41,1

Джерело: Canadian Housing Statistics. 2001. — Canada Housing and Mortgage Corporation, 2002. — Р. 44, 59.

Таблиця 3. Джерела фінансування будівництва за типом нерухомості у 1983—2001 рр. (станом на кінець року, млн канадських доларів)

Рік	Житлова нерухомість			Нежитлова нерухомість			Будівництво в цілому		
	Державні кошти	Приватні інвестори	Усього	Державні кошти	Приватні інвестори	Усього	Державні кошти	Приватні інвестори	Усього
1983	498	21 605	22 103	8 994	25 004	33 998	9 492	46 609	56 101
1984	287	22 666	22 953	9 356	25 664	35 020	9 643	48 330	57 973
1985	285	25 411	25 969	10 986	27 768	38 754	11 271	53 179	64 450
1986	307	30 761	31 068	10 578	26 549	37 127	10 885	57 310	68 195

Закінчення табл. 3

Рік	Житлова нерухомість			Нежитлова нерухомість			Будівництво в цілому		
	Державні кошти	Приватні інвестори	Усього	Державні кошти	Приватні інвестори	Усього	Державні кошти	Приватні інвестори	Усього
1987	326	38 883	39 209	10 887	28 868	39 755	11 213	67 751	78 964
1988	405	42 447	42 852	11 432	33 617	45 049	11 837	76 064	87 901
1989	398	46 848	47 264	12 898	36 174	49 072	13 296	83 022	96 318
1990	471	71 776	42 247	14 356	37 380	51 736	14 827	79 156	93 983
1991	532	36 821	37 353	14 233	35 395	49 628	17 765	72 216	86 981
1992	484	39 903	40 387	13 844	29 654	43 498	14 328	69 557	83 885
1993	304	39 666	39 970	13 465	30 192	43 657	13 769	69 858	83 627
1994	244	42 422	42 666	15 217	34 002	49 219	15 461	76 424	91 885
1995	176	36 136	36 312	15 068	34 669	49 737	15 244	70 805	86 049
1996	219	39 538	39 757	14 367	36 360	50 727	14 586	75 898	90 484
1997	246	43 519	43 765	13 715	43 872	57 587	13 961	87 391	101 352
1998	235	42 513	42 748	13 425	45 208	57 633	13 660	87 721	101 381
1999	249	45 861	46 110	14 828	46 822	61 650	15 077	92 683	107 760
2000	254	48 170	48 424	16 400	50 569	66 969	16 654	98 739	115 393
2001	237	51 659	51 896	18 074	51 956	70 030	18 311	103 615	121 926

Джерело: Canadian Housing Statistics. 2001. — Canada Housing and Mortgage Corporation, 2002. — Р. 44.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК НІДЕРЛАНДІВ

Таблиця 1. Процентні ставки на ринку капіталів Нідерландів, %

	Рік				
	1990	1995	1999	2000	2001
Середня ефективна процентна ставка					
Строкових державних облігацій	9,01	6,61	4,47	5,34	4,80
Безстрокових державних облігацій	4,81	5,47	5,44	5,90	5,64
Стандартних банківських облігацій	9,11	6,73	4,65	5,74	5,08
Облігацій іпотечних банків	9,15	6,61	4,69	5,76	5,09
Процентна ставка за іпотечними кредитами	8,72	7,12	5,14	5,88	5,88

Джерело: Statistical Yearbook of the Netherlands. 2003. — Published by Statistics Netherlands Princess Beatrixlaan 428, 2003. — P. 451.

Таблиця 2. Структура нових зареєстрованих іпотечних кредитів за типом кредитора і видом фінансованої нерухомості (станом на кінець року, млн євро)

	1995	1998	1999	2000	2001
Житлові іпотечні кредити, надані домогосподарствам	25 888	60 030	78 031	69 596	72 608
У тому числі за типом кредитора:					
Іпотечні банки і будівельні спілки	9 554	18 553	25 562	21 961	24 731
Страхові компанії та пенсійні фонди	3 237	8 675	11 648	10 293	9 787
Комерційні банки	11 473	30 013	36 103	32 291	32 212
Інші інститути	1 301	2 205	3 658	3 060	2 839
Приватні особи	245	336	473	694	772
За кордоном	77	248	587	1 296	2 267
Інші житлові іпотечні кредити	1 736	4 223	6 180	6 442	7 071
У тому числі за типом позичальника:					
Юридичні особи	1 712	4 141	6 126	6 421	6 685
За кордоном	24	82	54	21	386
Іпотечне кредитування іншої нерухомості	19 568	29 339	34 094	30 541	42 154
У тому числі за видом нерухомості:					
Земельна власність	1 855	2 639	3 345	3 236	4 419
Виробнича нерухомість	15 192	23 276	26 055	22 500	33 193
Будівельні ділянки	2 522	3 424	4 694	4 804	4 542

Закінчення табл. 2

	1995	1998	1999	2000	2001
Усього надано іпотечних кредитів	47 192	93 593	11 8305	106 624	121 833
У тому числі за типом кредитора:					
Іпотечні банки і будівельні спілки	15 371	28 296	37 594	33 571	38 439
Страхові компанії та пенсійні фонди	4 143	10 045	13 610	11 727	11 944
Комерційні банки	18 117	44 891	51 992	46 720	51 148
Інші інститути	4 851	5 420	8 500	7 062	7 583
Приватні особи	548	872	1 047	1 609	1 734
За кордоном	4 162	4 069	5 563	5 936	10 985

Джерело: Statistical Yearbook of the Netherlands. 2003. — Published by Statistics Netherlands Princess Beatrixlaan 428, 2003. — P. 447.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК НІМЕЧЧИНИ

Таблиця 1. Динаміка іпотечного кредитування за типом фінансованої нерухомості у 2004 р. (станом на відповідну дату, млн євро)

Станом на	Заборгованість за іпотечними кредитами	У тому числі за типом фінансованої нерухомості			
		Фінансування житлової нерухомості	У тому числі		Фінансування комерційної нерухомості
			на первинному ринку	на вторинному ринку	
01.01.2004	—	—	—	—	—
01.02.2004	—	—	—	—	—
01.03.2004	359,067	220,906	73,428	147,478	138,161
01.04.2004	357,835	219,363	72,851	146,511	138,473
01.05.2004	357,857	219,154	72,623	146,531	138,703
01.06.2004	357,541	218,754	72,332	146,422	138,787
01.07.2004	356,887	218,075	71,835	146,240	138,812
01.08.2004	—	—	—	—	—
01.09.2004	354,986	216,281	70,129	146,151	138,706
01.10.2004	353,083	215,514	69,755	145,759	137,569
01.11.2004	352,960	215,017	69,445	145,573	137,942
01.12.2004	357,584	221,481	71,088	150,393	136,103

Примітка: Банки-члени VDH.

Джерело: Deutsche Bundesbank, Capital Market Statistics.

Таблиця 2. Динаміка іпотечного кредитування за типом фінансованої нерухоності у 2005 р. (станом на відповідну дату, млн євро)

Станом на	Заборгованість за іпотечними кредитами	У тому числі за типом фінансованої нерухоності			
		Фінансування житлової нерухоності	У тому числі		Фінансування комерційної нерухоності
			на первинному ринку	на вторинному ринку	
01.01.2005	356,322	220,138	69,816	150,322	136,184
01.02.2005	353,413	217,909	69,140	148,770	135,504
01.03.2005	353,762	217,450	68,717	148,733	136,312
01.04.2005	352,975	216,547	68,339	148,208	136,428
01.05.2005	352,332	216,006	68,137	147,869	136,326
01.06.2005	349,979	215,307	67,888	147,420	134,672
01.07.2005	349,094	214,596	67,512	147,084	134,498
01.08.2005	348,138	213,803	67,254	146,549	134,335
01.09.2005	346,920	212,771	66,935	145,835	134,149
01.10.2005	336,868	202,678	63,769	138,909	134,190
01.11.2005	335,500	201,261	63,398	137,863	134,239
01.12.2005	343,747	209,974	65,912	144,062	133,773

Примітка: Банки-члени VDH.

Джерело: Deutsche Bundesbank, Capital Market Statistics.

Таблиця 3. Динаміка іпотечного кредитування за типом фінансованої нерухомості у 2006 р. (станом на відповідну дату, млн євро)

Станом на	Заборгованість за іпотечними кредитами	У тому числі за типом фінансованої нерухомості			
		Фінансування житлової нерухомості	У тому числі на первинному ринку	на вторинному ринку	Фінансування комерційної нерухомості
01.01.2006	343,645	207,984	64,421	143,562	135,662
01.02.2006	344,228	208,488	64,499	143,989	135,740
01.03.2006	342,045	207,126	63,998	143,128	134,919
01.04.2006	340,071	206,128	63,697	142,431	133,943
01.05.2006	337,538	204,241	62,838	141,402	133,298
01.06.2006	333,116	200,327	62,391	137,936	132,788
01.07.2006	332,758	199,668	61,993	137,675	133,091
01.08.2006	327,188	197,988	61,667	136,322	129,200
01.09.2006	326,289	197,196	61,431	135,762	129,092

Примітка: Банки-члени VDH.

Джерело: Deutsche Bundesbank, Capital Market Statistics.

Таблиця 4. Обсяг іпотечної заборгованості за типом кредитора (млн нім. марок)

Тип кредитора	1996	1998	1999	2000
Банківські установи				
Усього	1 227 184	1 430 201	1 758 856	1 868 217
Кредитні банки	216 681	258 507	410 931	454 285
Земельні банки	152 153	167 831	186 084	193 484
Ощадні каси	308 535	349 681	356 558	381 874
Кредитні кооперативи	139 061	178 304	187 419	206 984
Будівельні ощадні каси	—	—	140 599	150 141
Комерційні банки	49 344	65 053	72 698	58 094
Realkreditinstitute	361 410	410 825	404 567	423 355
Страхові компанії				
Усього	123 186	127 351	129 860	131 294
Компанії з страхування життя	107 158	113 017	118 035	119 545
Інші страхові компанії	16 028	14 334	11 825	11 749

Джерело: Statistisches Jahrbuch 2001. Für die Bundesrepublik Deutschland. — Herausgeber: Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2001. — S. 347.

Таблиця 5. Структура заборгованості за житловими іпотечними кредитами за типом кредитора (банківської установи) у 1996—2000 рр. (млн нім. марок)

Тип банківської установи	1996	1998	1999	2000
Усього	887 121	1 040 873	1 352 392	1 442 540
Кредитні банки	151 105	187 967	307 887	341 537
Земельні банки	101 486	106 899	119 666	124 066
Ощадні каси	235 475	268 500	281 307	304 167
Кредитні кооперативи	108 190	133 583	158 058	174 734
Будівельні ощадні каси	—	—	140 090	149 670
Комерційні банки	41 173	56 347	68 145	57 824
Realkreditinstitute	249 692	287 577	277 239	290 542

Джерело: Statistisches Jahrbuch 2001. Für die Bundesrepublik Deutschland. — Herausgeber: Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2001. — S. 347.

Таблиця 6. Параметри іпотечних кредитів у цільовій та однорічній інвестиційній моделях іпотечно-го ринку Німеччини

Параметри моделі	Цільова модель	Однорічна інвестиційна модель
Кредитний інститут	Будівельна ощадна каса	Іпотечний банк
Середні процентні ставки, %	4,5—6,0	8,0—12,0
Середня дохідність, %	2,5—3,0	6,0—8,0
Строк кредитування, роки	10	30
Строк заощадження, роки	6—7	—
Строк обігу іпотечних облігацій, роки	—	1—10

Джерело: Меркулов В.В. Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юридический центр-Пресс, 2003. — С. 148.

Таблиця 7. Втрати у житловому іпотечному кредитуванні у 1988—1998 рр. (%)

Показники	Втрати у житловому іпотечному кредитуванні		Загальні втрати
	Частка кредиту у вартості застави до 60 %	Частка кредиту у вартості застави 60—100 %	
Втрати у загальній кількості наданих кредитів, за рік	0,03	0,15	0,05
Мінімальні і максимальні втрати (за роками)	0,01 (1994, 1995) 0,05 (1988)	0,07 (1994) 0,36 (1988)	0,02 (1994) 0,12 (1988)
Втрати за підсумком 1988 р.	0,04	0,18	0,07

Джерело: Меркулов В.В. Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования и перспективы его использования в России. — СПб.: Юридический центр-Пресс, 2003. — С. 148.

Таблиця 8. Заборгованість за іпотечними облігаціями у 2004—2006 рр. (станом на відповідну дату, млн євро)

Дата	Вартість розміщених іпотечних облігацій
01.01.2004	—
01.02.2004	—
01.03.2004	206,984
01.04.2004	206,054
01.05.2004	206,640
01.06.2004	207,339
01.07.2004	206,526
01.08.2004	—
01.09.2004	206,349
01.10.2004	205,507
01.11.2004	205,351
01.12.2004	202,987

Дата	Вартість розміщених іпотечних облігацій
01.01.2005	201,382
01.02.2005	200,207
01.03.2005	202,008
01.04.2005	206,179
01.05.2005	203,194
01.06.2005	203,612
01.07.2005	200,422
01.08.2005	200,603
01.09.2005	199,705
01.10.2005	195,684
01.11.2005	197,026
01.12.2005	197,127

Дата	Вартість розміщених іпотечних облігацій
01.01.2006	196,287
01.02.2006	199,266
01.03.2006	200,273
01.04.2006	196,817
01.05.2006	196,525
01.06.2006	201,214
01.07.2006	196,959
01.08.2006	194,663
01.09.2006	193,893
01.10.2006	—
01.11.2006	—
01.12.2006	—

Примітка: Банки-члени VDH.

Джерело: Deutsche Bundesbank, Capital Market Statistics.

ПОТЕЧНИЙ РИНОК США

Таблиця 1. ВВП США, рівень інфляції та процентні ставки у 1973—2004 рр.

Роки	Валовий внутрішній продукт у фактичних цінах, млрд дол.	Рівень інфляції, %	Процентна ставка "prime rate", %*
1974	1496,9	11,0	10,81
1975	1630,6	9,1	7,86
1976	1819,0	5,8	6,84
1977	2026,9	6,5	6,83
1978	2291,4	7,6	9,06
1979	2557,5	11,3	12,67
1980	2784,2	13,5	15,27
1981	3115,9	10,3	18,87
1982	3242,1	6,2	14,86
1983	3514,5	3,2	10,72
1984	3902,4	4,3	12,04
1985	4180,7	3,6	9,93
1986	4422,2	1,9	8,33
1987	4692,3	3,6	8,21
1988	5049,6	4,1	9,32
1989	5438,7	4,8	10,87
1990	5743,8	5,4	10,01
1991	5916,7	4,2	8,46
1992	6244,4	3,0	6,25

*Процентна ставка "prime rate" — процентна ставка за кредитами, які надаються високонадійним позичальникам; протягом року змінюється рідко і виступає в ролі орієнтира вартості кредиту.

Роки	Валовий внутрішній продукт у фактичних цінах, млрд дол.	Рівень інфляції, %	Процентна ставка "prime rate", %
1993	6558,1	3,0	6,00
1994	6947,0	2,6	7,15
1995	7265,4	2,8	8,83
1996	7636,0	3,0	8,27

Джерела: Survey of Current Business: Federal Reserve Bulletin. — Economic Report of the President. — Economic Indicators, 1998. — P. 18; Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: Пер. с 14-го англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 972 с.; Flow of Funds Accounts of the United States: Coded Tables for the Z.1 release. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — Washington, 2005. — September. — P. 7.

Таблиця 2. Сегменти іпотечного ринку за видом фінансованої нерухомості у 2001—2004 рр.

	2001	2002	2003	2004
Іпотечна заборгованість, млрд дол.	7481,5	8316,8	9331,0	10528,9
У тому числі:				
Кредитування житлової нерухомості	6079,6	6804,1	7677,4	8688,4
Кредитування комерційної нерухомості	1284,0	1387,1	1520,0	1698,8
Кредитування аграрної нерухомості	117,8	125,5	133,6	141,7

Джерело: Flow of Funds Accounts of the United States: Coded Tables for the Z.1 release. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — Washington, 2005. — September. — P. 88.

Таблиця 3. Динаміка іпотечної заборгованості та номінальних процентних ставок на іпотечному ринку США

Роки	Іпотечна заборгованість, млрд дол.	Номінальна процентна ставка за іпотечними кредитами, %	
		фіксована	змінна
1979	1326,8	11,19	—
1980	1451,8	13,77	—
1981	1583,3	16,64	—
1982	1655,0	16,09	—
1983	1826,4	13,23	—
1984	2035,2	13,87	11,51
1985	2269,2	12,42	10,05
1986	2566,7	10,18	8,42
1987	2986,4	10,20	7,82
1988	3270,1	10,33	7,90
1989	3556,4	10,32	8,81
1990	3762,9	10,13	8,36
1991	3924,8	9,25	7,10
1992	4049,3	8,40	5,63
1993	4269,3	7,33	4,59
1994	4475,6	8,36	5,34
1995	4709,4	7,95	6,07
1996	5052,2	7,81	5,67

Джерело: Mortgage Interest Rates / Housing Market Statistics: National Association of Home Builders. — 1997. — № 12. — P. 37; Mortgage Debt Outstanding // Federal Reserve Bulletin. — 1997. — A35—A41.

Таблиця 4. Обсяг іпотечної заборгованості за типом інвестора ¹ (на кінець періоду, млрд дол.)

Роки	Комерційні банки	Ощадні інститути ²	Компанії зі страхування життя	Іпотечні агентства ³	Вторинні інвестори ⁴	Інші інвестори ⁵	Усього ⁶
1973	119,1	305,0	81,4	46,7	18,0	112,2	682,3
1974	132,1	324,2	86,2	58,3	23,8	117,8	742,5
1975	136,2	355,8	89,2	66,9	34,1	119,3	801,5
1976	151,3	404,8	91,6	66,8	49,8	125,1	889,3
1977	179,0	469,3	96,8	70,0	70,3	138,2	1023,5
1978	214,0	528,0	105,9	81,9	88,6	154,1	1172,5
1979	245,2	574,6	118,8	97,1	119,3	171,8	1326,8

¹ Інвестор — держателі іпотечної заборгованості.

² Ощадні інститути включають ощадно-позичкові асоціації (savings and loan associations) і банки взаємних заощаджень (mutual savings banks).

³ Державні агентства включають: Федеральну національну іпотечну асоціацію (Fannie Mae), Міністерство у справах ветеранів, Міністерство житлового будівництва і міського розвитку, Фермерську житлову адміністрацію, Трастову корпорацію, Федеральну корпорацію із страхування депозитів, Федеральну корпорацію житлового іпотечного кредиту (Freddie Mac), Державну національну асоціацію іпотечного кредиту (Ginnie Mae).

⁴ Сума наданих іпотечних кредитів, під які емітовано іпотечні цінні папери, застраховані Федеральною національною іпотечною асоціацією, Федеральною корпорація житлового іпотечного кредиту, Фермерською житловою адміністрацією.

⁵ Інші інвестори включають іпотечні компанії, інвестиційні трастові фонди нерухомості, кредитні агентства, пенсійні фонди, кредитні союзи.

⁶ Підсумковий показник може відрізнятися від суми показників у результаті заокруглень.

Продовження табл. 4

Роки	Комерційні банки	Ощадні інститути ²	Компанії зі страхування життя	Іпотечні агентства ³	Вторинні інвестори ⁴	Інші інвестори ⁵	Усього ⁶
1980	264,6	602,6	131,2	114,3	142,3	196,9	1451,8
1981	284,5	618,5	137,7	126,1	163,0	253,3	1583,3
1982	300,2	581,4	142,0	138,1	216,7	276,6	1655,0
1983	328,9	629,5	151,6	147,4	285,1	284,0	1826,4
1984	379,5	709,7	156,7	159,0	332,1	298,3	2035,2
1985	429,2	760,5	171,8	166,9	415,0	325,7	2269,2
1986	502,5	777,3	193,8	203,8	529,8	359,5	2566,7
1987	592,5	860,5	212,4	192,7	718,3	439,8	2986,4
1988	574,0	924,6	232,9	200,6	811,9	464,1	3270,1
1989	767,1	910,3	254,2	209,5	946,8	514,0	3556,4
1990	844,8	801,6	267,9	239,0	1079,1	530,5	3762,9
1991	876,1	705,4	265,3	266,2	1250,7	561,2	3924,8
1992	894,5	628,0	246,7	286,3	1425,6	568,3	4049,3
1993	940,6	597,4	224,9	327,0	1570,7	608,3	4269,3
1994	1004,3	596,2	210,9	319,3	1726,8	618,0	4475,6
1995	1080,4	596,8	207,5	313,8	1861,9	649,1	4709,4
1996	1136,1	628,3	203,5	309,8	2057,9	716,6	5052,2

Закінчення табл. 4

Роки	Комерційні банки	Ощадні інститути ²	Компанії зі страхування життя	Іпотечні агентства ³	Вторинні інвестори ⁴	Інші інвестори ⁵	Усього ⁶
—	—	—	—	—	—	—	—
2001	1789,8	758,2	243,0	503,6	3605,2	581,7	7 481,5
2002	2058,3	781,4	250,0	558,5	4029,2	639,4	8 316,8
2003	2255,8	870,9	260,9	669,7	4549,7	724,0	9 331,0
2004	2595,3	1058,5	273,3	693,1	5041,9	866,8	10 528,9

Джерело: Mortgage Debt Outstanding // Federal Reserve Bulletin. — 1997. — A35—A41; Flow of Funds Accounts of the United States: Coded Tables for the Z.1 release. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — Washington, 2005. — September. — P. 88.

Таблиця 5. Структура заборгованості за житловими іпотечними кредитами за типом інвестора¹, %

Роки	Комерційні банки	Ощадні інститути ²	Страхові компанії	Державні агентства ³	Вторинні інвестори ⁴	Інші інвестори ⁵
1900	5	35	6	—	—	8
1910	10	41	9	—	—	40
1920	9	40	10	—	—	45
1930	10	38	10	—	—	42
1940	13	33	12	9	—	33
1950	19	37	20	3	—	21
1960	13	50	18	5	0	14
1970	13	53	12	7	1	15
1980	15	48	3	7	12	15

¹ Інвестор — держатель іпотечної заборгованості.

² Ощадні інститути включають ощадно-позичкові асоціації (savings and loan associations) і банки взаємних заощаджень (mutual savings banks).

³ Державні агентства включають: Федеральну національну іпотечну асоціацію (Fannie Mae), Міністерство у справах ветеранів, Міністерство житлового будівництва і міського розвитку, Фермерську житлову адміністрацію, Трастову корпорацію, Федеральну корпорацію із страхування депозитів, Федеральну корпорацію житлового іпотечного кредиту (Freddie Mac), Державну національну асоціацію іпотечного кредиту (Ginnie Mae).

⁴ Сума наданих іпотечних кредитів, під які емітовано іпотечні цінні папери, застраховані Федеральною національною іпотечною асоціацією, Федеральною корпорацією житлового іпотечного кредиту, Фермерською житловою адміністрацією.

⁵ Інші інвестори включають іпотечні компанії, інвестиційні трастові фонди нерухомості, кредитні агентства, пенсійні фонди, кредитні союзи.

Джерело: *Евмух А.Т.* Современная жилищная ипотечная система // Мировая экономика и международные отношения. — 2000. — № 7. — С. 95.

Таблиця 6. Джерела фінансування житлового будівництва у США у 1970—1996 рр.

Роки	Кількість збудованих житлових будинків		У тому числі			
	тис. одиниць	%	за рахунок іпотечних кредитів		за рахунок власних коштів населення	
			тис. одиниць	%	тис. одиниць	%
1970	793	100	666	84	127	16
1980	957	100	785	82	172	18
1990	966	100	792	82	174	18
1995	1066	100	938	88	128	12
1996	1012	100	901	89	111	11

Джерело: Лимаренко В.И. Ипотека: стратегия развития. Теория и практика внедрения системы ипотечного кредитования в условиях кризисной экономики России. — М.: Диалог-МГУ, 2000. — С. 42.

Таблиця 7. Обсяги заборгованості за житловими іпотечними кредитами за типом інвестора (на кінець року, млрд дол. США)

Роки	Обсяг наданих житлових іпотечних кредитів	У тому числі								Інші інвестори	Нестандарти житлові іпотечні кредити
		Із них за типом інвестора					Приватні емітенти MBS	Інші інвестори			
		Стандартні кредити	Комерційні банки	Ощадні інститути	Кредитні союзи	Іпотечні агентства					
1991	2505,6	2157,3	308,3	467,6	31,4	1252,3	97,7	53,1	295,2		
1992	2685,9	2346,3	341,8	425,5	33,3	1400,7	145,0	52,7	286,8		
1993	2855,3	2541,1	395,8	408,8	36,7	1527,2	172,7	52,2	262,0		
1994	3015,8	2731,7	439,5	415,6	41,3	1645,4	189,9	28,3	255,8		
1995	3170,0	2897,8	487,0	418,7	43,6	1745,6	202,9	23,8	248,4		
1996	3361,2	3100,8	502,7	445,9	50,5	1874,3	227,5	32,0	228,4		
1997	3560,6	3307,2	545,7	454,3	57,0	1979,8	270,3	21,8	231,5		
1998	3883,6	3634,5	589,0	465,1	67,1	2167,4	345,9	21,8	227,3		
1999	4255,1	4006,4	650,5	473,9	77,6	2421,8	382,7	21,8	226,9		
2000	4563,0	4312,7	683,2	504,7	84,1	2628,5	412,1	21,8	228,4		
2001	5024,0	4777,5	708,8	524,4	96,3	2969,8	478,1	21,8	236,5		
2002	5652,6	5378,8	858,3	535,4	111,4	3332,0	541,7	21,8	252,0		
2003	6345,0	6339,3	913,4	588,5	130,8	3727,4	679,2	21,8	283,8		
2004	7082,9	6710,4	999,5	731,9	149,3	3780,6	1049,2	21,8	355,0		

Джерело: Greenspan A., Kennedy J. Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences. — Finance and Economics Discussion Series. — Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. — Federal Reserve Board. — Washington, 2005. — P. 24—25.

Таблиця 8. Розвиток вторинного іпотечного ринку США у 1975—2004 рр.

	1975	1980	1985	1990	1995	2004
Частка заборгованості за іпотечними кредитами у ВВП, %	41,8	52,1	54,3	65,5	64,8	89,7
У тому числі частка рефінансованих іпотечних кредитів у ВВП, %	6,2	9,2	14	23	30	48,9

Джерело: Survey of Current Business // Federal Reserve Bulletin. — Economic Report of the President. — Economic Indicators, 1998. — р. 18; Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономика: принципы, проблемы и политика: Пер. с 14-го англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 972 с.; Mortgage Debt Outstanding // Federal Reserve Bulletin. — 1997. — А35—А41.

Таблиця 9. Частка державних агентств та вторинних інвесторів у структурі іпотечної заборгованості США у деяких роках за період 1973—2004 рр.

Роки	Державні агентства — держателі іпотечних активів		Іпотечні пули, під які емітовано іпотечні облігації		Іпотечна заборгованість, млн дол.
	Портфель іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	Сума наданих іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	
1973	46 721	6,8	18 040	2,6	682 321
1975	66 891	8,3	34 138	4,3	801 537
1977	70 006	6,8	70 289	6,9	1 023 505
1979	97 084	7,3	119 278	9,0	1 326 750
1981	126 094	8,0	163 000	10,3	1 583 264
1983	147 370	8,1	285 073	15,6	1 826 395
1985	166 928	7,3	415 042	18,3	2 269 173
1987	192 721	6,4	718 297	24,0	2 986 425
1989	209 498	5,9	946 766	26,6	3 556 370
1990	239 003	6,3	1 079 103	28,7	3 762 872
1991	266 146	6,8	1 250 666	31,9	3 924 782
1992	286 263	7,1	1 425 546	35,2	4 049 256
1993	327 014	7,6	1 570 666	36,8	4 269 331
1994	319 327	7,1	1 726 833	38,6	4 475 550

Закінчення табл. 9

Роки	Державні агентства — держателі іпотечних активів		Іпотечні пули, під які емігровано іпотечні облігації		Іпотечна заборгованість млн дол.
	Портфель іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	Сума наданих іпотечних позик, млн дол.	Частка іпотечної заборгованості, %	
1995	313 760	6,7	1 861 864	39,5	4 709 386
1996	309 757	6,1	2 057 873	40,7	5 052 167
—	—	—	—	—	—
2001	503 600	6,7	3 605 200	48,2	7 481 500
2002	558 500	6,7	4 029 200	48,4	8 316 800
2003	669 700	7,2	4 549 700	48,8	9 331 000
2004	693 100	6,6	5 041 900	47,9	10 528 900

Джерело: Mortgage Debt Outstanding // Federal Reserve Bulletin. — 1997. — A35—A41; Flow of Funds Accounts of the United States: Coded Tables for the Z.1 release. — Board of Governors of the Federal Reserve System. — Washington, 2005. — September. — P. 88.

2. Іпотечний ринок у країнах із трансформаційною економікою

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА

Таблиця 1. Рівень розвитку житлового сегмента іпотечного кредиту в деяких країнах із трансформаційною економікою у 2003 р.

Країна	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Відношення заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами на душу населення, євро
Латвія	85,5	8,3	400
Польща	23,1	4,7	200
Росія	100,0	0,2	6
Угорщина	74,4	7,8	600
Чехія	42,9	4,5	300

Джерело: Шитов Н.В. Механізми фінансування іпотеки. — М.: Городской іпотечный банк, 2004. — С. 3.

Таблиця 2. Рівень розвитку житлового сегмента іпотечного кредиту в деяких країнах із трансформаційною економікою у 2004 р.

Країна	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами, млн євро	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Відношення заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами на душу населення, євро
Естонія	1500	57,3	16,6	1110
Латвія	1273	67,5	11,5	549
Литва	1258	88,3	7,0	365

Країна	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами, млн євро	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Відношення заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами на душу населення, євро
Польща	10 686	22,9	5,5	280
Словаччина	839	82,3	2,5	156
Словенія	387	30,3	1,5	194
Угорщина	7 767	35,1	9,6	768
Чехія	6 576	34,9	7,6	644

Джерело: European mortgage markets continue to boom in 2004: Press Release (Brussels, 12 October 2005) / European Mortgage Federation, 2005. — P. 2.

Таблиця 3. Рівень розвитку житлового сегмента іпотечного кредиту в деяких країнах із трансформаційною економікою у 2005 р.

Країна	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами, млн євро	Темп приросту заборгованості за житловими іпотечними кредитами, %	Відношення заборгованості за житловими іпотечними кредитами до ВВП, %	Заборгованість за житловими іпотечними кредитами на душу населення, євро
Болгарія	1 006,0	97,2	4,7	130,0
Естонія	2 618,0	74,5	24,8	1944,0
Латвія	2 509,0	97,2	19,6	1088,0
Литва	2 268,0	80,2	11,0	662,0
Польща	14 646,0	51,9	6,0	384,0
Росія	5 072,0	151,7	0,8	35,0
Румунія	1 449,0	76,1	1,8	67,0
Сербія	307,0	244,9	1,4	—
Словаччина	3 078,0	40,1	8,1	572,0
Словенія	1 301,0	62,7	4,8	651,0
Угорщина	9 205,0	21,3	10,5	912,0
Україна	1 670,0	242,7	0,4	36,0
Хорватія	3 803,0	31,0	12,7	856,0
Чехія	6 016,0	63,4	6,1	589,0

Джерело: Press Release / European Mortgage Federation. — 2006. — 20th November. — P. 2.

Таблиця 4. Житлові іпотечні кредити у ВВП у країнах із трансформаційною економікою (заборгованість до ВВП, %)

Країна	2001	2002	2003	2004	2005
Болгарія	0,5	0,7	1,1	2,6	4,7
Естонія	5,8	7,9	11,7	16,6	24,8
Латвія	2,4	4,2	7,7	11,5	19,6
Литва	1,4	2,3	4,1	7,0	11,0
Польща	2,8	3,5	4,7	5,5	6,0
Румунія	—	0,2	1,0	1,4	1,8
Словацьчина	—	4,0	4,9	6,1	8,1
Словенія	0,4	0,8	1,2	1,5	4,8
Угорщина	2,3	4,8	7,9	9,6	10,5
Хорватія	5,8	6,9	8,8	10,3	12,7
Чехія	—	4,6	6,1	7,6	6,1

Джерело: Chiquier L. Poland: Housing Finance Policy Note. — Housing Finance Group in the World Bank. — 2006. — 19 March. — P. 6; Press Release / European Mortgage Federation. — 2006. — 20th November. — P. 2; Hegedus J., Struyk R. Housing Finance. New and Old Models in Central Europe, Russia and Kazakhstan. — Budapest: Open Society Institute, 2006. — P. 18.

Таблиця 5. Емісія іпотечних облігацій у деяких країнах із трансформаційною економікою у 1996—2002 рр.

Країна	Кількість наданих ліцензій	1996—2000 рр.		1996—15.11.2002 рр.	
		Кількість випусків	Обсяг емісії, млн євро	Кількість випусків	Обсяг емісії, млн євро
Чехія	8	21	641,47	29	934,91
Словацьчина	5	4	12,97	6	68,00
Угорщина	3	5	23,17	26	382,11
Польща	3	4	19,92	8	62,00
Латвія	1	4	6,55	6	21,28
Болгарія	1	1	3,20	5	22,43

Джерело: *Lassen T.* Mortgage Banks and Mortgage Bonds in Central Europe — an Overview // 6th Central European Mortgage Bond Conference (7th/8th November, 2002 in Warsaw). — P. 4; *Furga J.* New regulations and issues regarding mortgage bonds in Poland // 5th Central European Mortgage Bond Conference. — Riga, 8—9 November 2001. — P. 16, 18; *Lassen T.* Mortgage Banking in Germany and Europe — Specialization principle // Workshop on Housing Finance and Mortgage Systems in Europe Bled (Slovenia, 27th November 2002). — P. 12.

Таблиця 6. Емісія іпотечних облігацій у деяких країнах із трансформаційною економікою у 2003—2005 рр. (млрд євро)

Країни	2003	2004	2005
Болгарія	0,037	0,066	—
Латвія	0,035	0,057	0,040
Польща	0,171	0,248	0,558
Словаччина	0,287	1,052	—
Угорщина	3,512	4,964	5,072
Чехія	1,400	1,954	3,863

Джерело: European Mortgage Federation; Summary of covered bond issues in Bulgaria (Stand: as of 31st July 2005) // Verband Deutscher Pfandbriefbanken. — Association of German Pfandbrief banks, 2005; *Stöcker O.* Development of Legislation Development of Legislation on Covered Bonds in Covered Bonds in Europe // 7th Central European Covered Bond Conference (13th/14th October 2003 in Berlin). — Association of German Mortgage Banks, 2003. — P. 7; *Stöcker O.* New Legislation on Covered Bonds in Europe: Structure of Issuer, ALM, Banking Supervision, Segregation and Bankruptcy Remoteness // 9th Central European Covered Bond Conference (17th/18th October 2005, Budapest). — Berlin, 2005. — P. 5; *Kälberer W.* Mortgage bonds and capital adequacy rules in Basel and Brussels // 5th Central European Mortgage Bond Conference (8th/9th November, 2001 in 8th/9th November, 2001 in Riga). — P. 4.

Таблиця 7. Порівняльна характеристика законодавства з регулювання діяльності іпотечних банків та емісії іпотечних облігацій у деяких країнах із трансформаційного економікою (станом на 29.04.2002 р.)

	Угорщина	Польща	Чехія	Болгарія	Латвія	Словаччина
Час введення в дію	07.06.1997	01.01.1998	01.07.1995	13.10.2000	29.09.1998	01.03.1996
Принцип спеціалізації іпотечного кредитора	Так	Так	Ні (надання ліцензій)	Ні	Ні (надання ліцензій)	Ні (надання ліцензій)
Законодавче закріплення назви іпотечного цінного папера	Так (jeizáloglevél)	Так (list zastawny)	Так (zástávní list)	Так	Так	Так (záložný list)
Через емісію іпотечних облігацій рефінансуються	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні та державні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні кредити	Іпотечні та державні іпотечні кредити
Реєстр покриття	Так	Так	“Незалежна заява”	Так	Так	Так
Законодавче закріплення переважного права інвесторів при банкрутстві	Так	Так	Так	Так	Так	Так
Законодавчо закріплені положення з оцінки нерухомості	Так	Так	Ні	Так	Так	Так

Продовження табл. 7

	Угорщина	Польща	Чехія	Болгарія	Латвія	Словацьчина
Норматив конгруенції покриття іпотечних облигацій	60 % від суми іпотечного кредиту	60 % від суми іпотечного кредиту	70 % від ринкової вартості застави	60—80 % від ринкової вартості застави	60 % від ринкової вартості застави	70 % від суми іпотечного кредиту
Норматив частки кредитів, які не відповідають нормативу конгруенції покриття іпотечних облигацій	Ні	30%	Ні	Ні	Ні	10%
Законодавчо закріплена інституція довірених осіб	Так	Так	Ні	Практично ні	Ні	Так
Нестандартний об'єкт застави (незавершене будівництво, земельні ділянки під будівництво тощо)	Так	Так	Так	Так	Так	Так

Закінчення табл. 7

	Угорщина	Польща	Чехія	Болгарія	Латвія	Словацьчина
Обмеження щодо іпотечних кредитів із нестандартним об'єктом застави	20 %	10 %	10 %	30 %	20 %	10 %
Рейтингова оцінка іпотечних облигацій	Ні	Так	Так	Ні	Ні	Так
Принцип нагляду	Так	Так	Так	Ні	Так	Так

Джерело: Lassen T. Mortgage Banks and Mortgage Bonds in Central Europe — an Overview // 6th Central European Mortgage Bond Conference (7th/8th November, 2002 in Warsaw). — P. 6—8.

Таблиця 8. Приватизація житла в деяких країнах із трансформаційною економікою

Країна	Частка житлового фонду державної форми власності, %		Частка приватизованого житлового фонду, %
	1990 р.	2001—2002 рр.	
Албанія	35,5	1,0	97,2
Болгарія	6,6	3,0	54,5
Вірменія	52,5	4,0	92,4
Естонія	61,0	5,2	91,5
Казахстан	66,1	6,8	89,7
Латвія	59,0	16,0	72,9
Литва	60,8	2,4	96,1
Молдова	21,0	5,5	73,8
Польща	31,6	16,1	49,1
Росія	67,0	29,0	56,7
Румунія	32,7	2,7	91,7
Сербія і Чорногорія	22,2	2,8	87,4
Словаччина	27,7	6,5	76,5
Словенія	31,0	3,0	90,3
Угорщина	23,0	4,0	82,6
Україна	47,3	20,0	57,7
Хорватія	24,0	2,9	87,9
Чехія	39,1	17,0	56,5

Джерело: *Hegedus J., Struyk R. Housing Finance: New and old models in Central Europe, Russia and Kazakhstan.* — Budapest: Open Society Institute, 2005. — Р. 9.

Таблиця 9. Динаміка структури житлового фонду в деяких країнах (вибрані роки)

Країна	Рік	Житловий фонд, тис. од.	Частка домовласників, %	Оренда у приватному секторі, %	Оренда в державному секторі, %	Інше, %
Росія	1990	52 000,0	26,0	—	67,0	7,0
	2002	56 000,0	66,0	—	29,0	5,0
Румунія	1990	8 006,0	67,3	—	32,7	0,0
	2002	8 107,0	97,3	—	2,7	0,0
Польща	1988	11 022,1	40,9	2,0	19,4	37,2
	2002	11 763,5	55,6	2,0	13,4	31,0
Чехія	1990	4 077,2	37,0	3,3	38,0	21,7
	2002	4 366,3	47,0	12,0	17,0	24,0
Хорватія	1991	1 457,4	66,5	3,5	24,0	5,0
	2001	1 851,6	82,9	10,8	2,9	3,4
Угорщина	1990	3 855,2	73,9	3,4	22,7	0,4
	2001	4 069,8	92,6	3,7	3,7	0,7
Словенія	1991	683,1	68,0	1,0	31,0	0,0
	2002	777,8	82,0	2,6	6,5	8,0

Джерело: Hegedus J., Struyk R. Housing Finance: New and Old Models in Central Europe, Russia and Kazakhstan. — Budapest: Open Society Institute, 2006. — P. 321.

Таблиця 10. Динаміка житлового сектору в деяких країнах із трансформаційною економікою у 1990—1994 рр.

Країна	Інвестиції у житлове будівництво як частка від ВВП, %		Введення нового житла на 1000 осіб населення		Середня загальна площа житлової одиниці, м ²	
	1990	1994	1990	1994	1990	1994
Польща	5,2	1,8	3,5	1,9	77	89
Словаччина	—	0,2	4,9	1,3	82	94
Словенія	4,2	3,0	3,9	2,8	93	102
Угорщина	4,2	2,8	4,2	2,1	90	101
Чехія	3,2	2,4	4,3	1,8	77	87

Джерело: Building in progress: The future of housing finance in Poland. — Warsaw: Abt. Associates Ins., 1997. — Р. 20.

Таблиця 11. Середні ціни об'єктів житлової нерухомості за їх типами в деяких країнах із трансформаційною економікою у 2004 р. (дол. США)

Країна	Тип 1	Тип 2	Тип 3	Тип 4	Тип 5
Казахстан	40 000	66 000	35 000	16 500	21 500
Польща	95 000	150 000	123 000	25 000	59 000
Росія	55 000	220 000	180 000	15 000	—
Румунія	28 000	125 000	44 000	20 000	60 000

Країна	Тип 1	Тип 2	Тип 3	Тип 4	Тип 5
Словенія	97 000	400 000	391 000	218 000	121 000
Угорщина	50 000	150 000	80 000	35 000	30 000
Хорватія	90 000	210 000	90 000	50 000	70 000
Чехія	49 500	100 000	100 000	66 000	46 000

Примітка:

Тип 1: Столиця, 30—45 хв від центру, будинок зведено у 1970—1980 рр., 2 кімнати.

Тип 2: Столиця, престижний р-н, будинок зведено у 1990-х рр., загальна площа 100—120 м².

Тип 3: Невелике місто (селище) поблизу столиці, сімейний житловий будинок 100—120 м².

Тип 4: Місто з 30—50 тис. жителями, будинок зведено у 1970—1980 рр., 2 кімнати.

Тип 5: Місто до 30 тис. жителів (або село), сімейний житловий будинок 100—120 м².

Джерело: *Hegedus J., Struyk R. Housing Finance: New and Old Models in Central Europe, Russia and Kazakhstan.* Budapest: Open Society Institute, 2006. — P.13.

Таблиця 12. Ціна 1 м² житлової нерухомості в деяких країнах у 2000—2004 рр. (дол. США)

Країни	2000	2001	2002	2003	2004
Болгарія	150	147	157	211	343
Хорватія	1050	996	1063	1278	1487
Чехія	199	193	245	358	—
Естонія:	—	—	—	—	—
1-кімнатні	—	—	415	592	897
2-кімнатні	—	—	421	678	1008
3-кімнатні	—	—	409	721	1032
4-кімнатні	—	—	523	714	1040
Угорщина	215	—	—	539	—
Казахстан:	—	—	—	—	—
первинний ринок	146	161	240	332	515
вторинний ринок	54	65	108	153	297
Польща:	—	—	—	—	—
первинний ринок	434	493	507	534	602
вторинний ринок	347	370	354	365	408
Росія:	—	—	—	—	—
первинний ринок	309	362	413	532	722
вторинний ринок	234	311	369	455	622

Джерело: Palacin J., Shelburne R. The private housing market in Eastern Europe and the CIS: Discussion paper series. — United Nations. — 2005. — № 6. — P. 23.

Таблиця 13. Темпи зміни цін (у національній валюті) 1 м² житлової нерухомості в деяких країнах із трансформаційною економікою у 2000—2004 рр., %

Країни	2000	2001	2002	2003	2004
Болгарія	-0,8	0,3	1,8	12,2	47,5
Чехія	8,5	21,6	17,9	22,8	—
Естонія	—	—	—	34,3	35,1
Естонія — Таллінн	—	8,4	16,5	28,3	—
Угорщина	24,1	24,1	24,1	24,1	—
Латвія — Рига	—	33,3	30,0	4,8	—
Литва — Вільнюс	—	-1,7	9,3	11,0	—
Польща:	—	—	—	—	—
первинний ринок	20,4	7,1	2,5	0,4	6,0
вторинний ринок	9,6	0,6	-4,9	-1,6	5,0
Росія:	—	—	—	—	—
первинний ринок	—	21,8	22,4	26,1	27,5
вторинний ринок	—	37,7	27,4	20,9	28,4
Україна — Київ	—	—	76,8	52,7	32,3

Джерело: *Palacin J., Shelburne R. The private housing market in Eastern Europe and the CIS: Discussion paper series.* — United Nations. — 2005. — № 6. — P. 22.

Таблиця 14. Індекс доступності житла з використанням іпотечного кредиту в деяких країнах із трансформаційною економікою у 2004 р.

Країна	Середня ціна об'єкта житлової нерухомості, дол. США	Середньорічний дохід сім'ї, дол. США	Процентна ставка за типовим іпотечним кредитом *, %	Індекс доступності житла, %
Казахстан	29 000	2 900	13,0	30
Польща	76 000	7 400	6,5	45
Росія	68 000	2 700	15,0	10
Румунія	46 000	6 000	10,0	46
Словенія	184 000	16 700	6,5	42
Угорщина	51 000	13 200	9,5	95
Хорватія	81 000	12 900	8,5	63
Чехія	64 000	13 700	7,0	95

* Типовим є кредит, який може одержати домогосподарство із визначеним у стовпчику 2 середньорічним доходом у разі 20 % авансу та максимальному щомісячному платежу у погашення кредиту в розмірі 33 % щомісячного доходу.

Джерело: *Hegedus J., Struyk R. Housing Finance: New and Old Models in Central Europe, Russia and Kazakhstan.* — Budapest: Open Society Institute, 2006. — P. 15.

Таблиця 15. Частка іпотечних кредитів у структурі кредитів, наданих сектору домогосподарств у 2001—2004 рр.

Країна	2001	2002	2003	2004
Болгарія	—	—	16,5	25,0
Естонія	65,3	71,4	77,6	80,1
Казахстан	—	—	30,7	42,5
Латвія	—	55,0	64,0	66,8
Литва	—	—	79,3	77,3
Польща	25,8	32,4	40,8	43,1
Росія	—	—	—	8,8
Румунія	31,3	28,7	30,7	32,8
Словаччина	—	—	66,0	68,5
Словенія	30,0	32,7	34,7	35,6
Угорщина	29,4	41,7	49,6	48,3
Хорватія	31,3	28,7	30,7	32,8
Чехія	57,9	61,7	67,1	71,8

Джерело: Palacin J., Shelburne R. The private housing market in Eastern Europe and the CIS: Discussion paper series. — United Nations. — 2005. — № 6. — P. 12.

Таблиця 16. “Премії”, сплачені власникам будівельних ощадних рахунків, до ВВП, %

Країна	1998	2000	2002
Польща	0,22	0,19	0,13
Словаччина	0,42	0,29	0,27
Угорщина	0,03	0,04	0,04
Чехія	0,28	0,39	0,49

Джерело: Housing Policy in Central European Countries in Transition: Czech Republic, Hungary, Poland, Slovakia. — Centre of Legal Competence, 2003. — P. 20.

Таблиця 17. Динаміка основних макроекономічних показників у деяких країнах із трансформаційною економікою у 1995—2002 рр.

Країни	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Темпи приросту реального ВВП, %								
Польща	7,1	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	1,0	1,4
Словаччина	6,5	5,8	5,6	4,0	1,3	2,2	3,3	4,4
Угорщина	1,5	1,3	4,6	4,8	4,2	5,2	3,8	3,3
Чехія	5,9	4,3	-0,8	-1,0	0,5	3,3	3,1	2,0
Індекс споживчих цін, %								
Польща	28,0	19,8	15,1	11,7	7,3	10,2	5,5	1,9
Словаччина	9,9	5,8	6,1	6,7	10,6	12,0	7,3	3,3
Угорщина	28,4	23,6	18,3	14,2	10,0	9,8	9,2	5,3
Чехія	9,2	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8
Дисконтна процентна ставка, %								
Польща	25,0	22,0	24,5	18,3	19,0	21,5	14,0	7,8
Словаччина	9,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	7,8	6,5
Угорщина	31,3	21,6	19,1	16,6	12,9	11,3	9,2	8,5
Чехія	9,5	10,5	13,0	13,0	6,0	5,0	4,0	1,8

Джерело: Housing Policy in Central European Countries in Transition: Czech Republic, Hungary, Poland, Slovakia. — Centre of Legal Competence, 2003. — Р. 41.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК БОЛГАРІЇ

Таблиця 1. Емісія іпотечних облігацій у Болгарії (станом на 31.07.2005 р.)

№ з/п	Комерційний банк-емітент	Дата емісії	Обсяг емісії, млрд EUR	Строк погашення, роки	Процентна ставка, %
1	Bulgarian American Credit Bank	01.08.2001	3,21	3	7,750
		28.03.2002	5,50	3	7,000
		31.01.2003	10,00	5	7,000
		06.04.2004	10,00	5	6,125
2	First Investment Bank	24.09.2001	5,00	2	7,800
		12.11.2003	5,00	5	7,000
3	BG Post Bank	28.08.2004	10,00	5	7,000
3	BG Post Bank	22.05.2002	6,02	3	7,625
		15.04.2003	5,02	3	7,125
4	Procredit Bank	27.02.2004	5,02	3	6,250
5	CB Allianz	23.05.2003	7,00	3	6,125
		22.10.2004	15,00	5	5,750
6	Bulgarian Postbank	30.06.2003	10,00	3	5,625
7	Investbank	04.06.2004	2,00	3	Min 7,000
		01.06.2005	3,00	3	Min 6,500

Закінчення табл. 1

№ з/п	Комерційний банк-емітент	Дата емісії	Обсяг емісії, млрд EUR	Строк погашення, роки	Процентна ставка, %
8	United Bulgarian Bank	12.07.2004	20,06	5	6,625
9	Техіmbank	24.09.2004	2,00	3	7,000
10	Economic and Investment Bank	06.10.2004	2,00	5	Min 6,900
	Усього:	—	125,83	—	—

Примітка: 1 BGL = 0,51 EUR; 1 EUR = 1,99 BGL

Джерело: Summary of covered bond issues in Bulgaria (Stand: as of 31st July 2005) // Verband Deutscher Pfandbriefbanken. — Association of German Pfandbrief banks, 2005.

Таблиця 2. Ринок іпотечних облігацій Болгарії у 2001 — I половині 2005 рр.

	2001	2002	2003	2004	I півріччя 2005
Обсяг емісії іпотечних облігацій, млн EUR	8,21	11,52	37,02	66,08	3,0

Джерело: Summary of covered bond issues in Bulgaria (Stand: as of 31st July 2005) / Verband Deutscher Pfandbriefbanken. — Association of German Pfandbrief banks, 2005.

Таблиця 3. Динаміка завершених будівництвом будинків у Болгарії за формою власності

Форма власності	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Державна	8264	5341	3168	2548	1974	1071
Приватна	2757	3328	3647	5551	5478	3871

Джерело: Dimitrova T., Vladimirova D., Stanchev K., Dimitrov M. Mortgage Financing in Bulgaria: Developments, Housing Market and General Background. — USAID Pension Reform Project; CARANA Corp. Round Table on Mortgage Bonds Horizon as Long Term Investment. — Sofia, 2000. — P. 28.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК ПОЛЬЩІ

Таблиця 1. Структура банківського сектору Польщі у 1999—2004 рр.

Типи банків	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Комерційні банки	77	73	69	59	58	57
Кооперативні банки	781	680	642	605	600	597
Іпотечні банки	2	3	3	4	4	4

Примітка: Зміна кількості банківських інститутів відбулася в результаті їх злиття і поглинання. Активи 5 найбільших банків складають 51,6 %, 10 найбільших — 73,4 % у структурі активів банківських інститутів; найбільшими банками Польщі є РКО ВР (17 %), Рекао (13%), ВРН РВК (10 %). Високий рівень іноземної участі: 14 комерційних банків з польським капіталом (7 із них є державними банками Польщі), 43 комерційні банки належить іноземним власникам (із них — 8 банків власність Німеччини, 6 — Італії, 4 — США, 3 — Нідерландів, 3 — Бельгії, 2 — Ірландії, 2 — Португалії); 597 кооперативних банків мають польський капітал.

Джерело: Bielicki Gr. Supervision of Polish mortgage banks. — Р. 5
// <http://www.realkreditraadet.dk>.

Таблиця 2. Іпотечне кредитування банківським сектором Польщі (вибрані квартали 2003—2004 рр.)

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
Надані іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	40	44	45	47	51
усього, %	100	100	100	100	100
У тому числі:					
1. За типом нерухомості:					
Житлова нерухомість:					
усього, млрд злотих	33,8	36,5	39,4	41,2	36,7
усього, %	84,6	83,0	87,5	87,7	87,2
Комерційна нерухомість:					
усього, млрд злотих	6,2	7,5	5,6	5,8	14,3
усього, %	15,4	17,0	12,5	12,3	12,8
2. Іпотечні кредити, надані у валюті:					
Національній:					
усього, млрд злотих	18,4	20,7	21,6	23,0	25,5
усього, %	46,0	47,0	48,0	49,0	50,0
Іноземній:					
усього, млрд злотих	21,6	23,3	23,4	24,0	25,5

Закінчення табл. 2

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
усього, %	64,0	53,0	52,0	51,0	50,0
3. Неякісні іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	3,3	4,7	3,3	2,9	3,4
усього, %	8,3	10,6	7,4	6,2	6,6

Джерело: *Bielicki Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.realkreditraadet.dk>. — P. 10—12.

Таблиця 3. Іпотечне кредитування житлової нерухомості банківським сектором Польщі (вибрані квартали 2003—2004 рр.)

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
Надані іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	33,8	36,5	39,4	41,2	36,7
усього, %	100	100	100	100	100
У тому числі:					
1. Іпотечні кредити, надані у валюті:					
Національний:					
усього, млрд злотих	15,9	16,8	18,5	19,4	18,0
усього, %	47,0	46,0	47,0	47,0	49,0
Іноземний:					
усього, млрд злотих	17,9	19,7	20,9	21,8	18,7
усього, %	53,0	54,0	53,0	53,0	51,0
2. Неякісні іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	2,5	2,9	2,6	2,2	1,7
усього, %	7,3	8,0	6,7	5,3	4,7

Джерело: *Bielicki Gr. Supervision of Polish mortgage banks* // <http://www.realkreditraadet.dk>. — Р. 13—14.

Таблиця 4. Іпотечне кредитування комерційної нерухомості банківським сектором Польщі (вибрані квартали 2003—2004 рр.)

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
Надані іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	6,2	7,5	5,6	5,8	14,3
усього, %	100	100	100	100	100
У тому числі:					
1. Іпотечні кредити, надані у валюті:					
Національні:					
усього, млрд злотих	2,7	3,9	3,1	3,2	8,3
усього, %	43,0	52,0	56,0	56,0	58,0
Іноземні:					
усього, млрд злотих	3,5	3,6	2,5	2,6	6,0
усього, %	57,0	48,0	44,0	44,0	42,0
2. Неякісні іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	0,9	1,7	0,7	0,7	2,7
усього, %	14,0	23,0	12,0	12,0	19,0

Таблиця 5. Іпотечні банки Польщі (станом на кінець червня 2004 р.)

Іпотечний банк	Час заснування	Засновник	Портфель іпотечних кредитів, млрд злотих	Вартість розміщених іпотечних облігацій, млрд злотих
Rheinuhr-BRE Bank Hipoteczny S.A.	12.03.1999	Commerzbank	1621	1069
Huro Vereinsbank Bank Hipoteczny S.A.	01.12.1999	HVB Group	952	57
Slaski Bank Hipoteczny S.A.	08.11.2000	ING Group	183	14
Nykredit Bank Hipoteczny S.A.	18.11.2002	Nykredit A/S	22	—

Джерело: *Bieliński Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.realkreditraadet.dk>. — Р. 18.

Таблиця 6. Структура наданих іпотечних кредитів за типом кредитного інституту

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
Надані іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	40	44	45	47	51
усього, %	100	100	100	100	100
У тому числі:					

Закінчення табл. 6

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
Комерційними банками:					
усього, млрд злотих	38,0	41,8	42,6	44,5	48,3
усього, %	94,9	94,9	94,6	94,6	94,7
Іпотечними банками:					
усього, млрд злотих	2,0	2,2	2,4	2,5	2,7
усього, %	5,1	5,1	5,4	5,4	5,3

Джерело: *Bielicki Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.realkreditraadet.dk>. — Р. 19.

Таблиця 7. Структура джерел іпотечного капіталу іпотечного банку Rheinyp-BRE Bank Hipoteczny у 2002 р.

Джерела іпотечного капіталу	Частка у структурі, %
Міжбанківські запозичення	37,0
Короткострокові облігації	7,0
Власний капітал банку	17,0
Іпотечні облігації, PLN	7,0
Іпотечні облігації, євро та дол. США	23,0
Субординовані кредити	9,0
Усього	100,0

Джерело: Cyburt P. New Challenges for Polish Mortgage Banks. — Warsaw, 2002. — Р. 5.

Таблиця 8. Кредитування іпотечними банками Польщі (вибрані квартали 2003—2004 рр.)

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
Надані іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	2,0	2,2	2,4	2,5	2,7
усього, %	100	100	100	100	100
У тому числі:					
1. За типом нерухомості:					
Житлова нерухомість:					
усього, млрд злотих	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9
усього, %	25	26	30	32	33
Комерційна нерухомість:					
усього, млрд злотих	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
усього, %	75	74	70	68	67
2. Іпотечні кредити, надані у валюті:					
Національній:					
усього, млрд злотих	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6
усього, %	8	10	14	16	23
Іноземній:					
усього, млрд злотих	1,8	2,0	2,1	2,1	2,1

Закінчення табл. 8

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
усього, %	92	90	86	84	77
3. Неякісні іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих					
усього, %	3,3	6,8	6,0	4,5	4,8

Джерело: *Bielicki Gr. Supervision of Polish mortgage banks* // <http://www.realkreditraadet.dk>. — Р. 21—23.

Таблиця 9. Кредитування комерційної нерухомості іпотечними банками Польщі (вибрані квартали 2003—2004 рр.)

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
Надані іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
усього, %	100	100	100	100	100
У тому числі:					
1. Іпотечні кредити, надані у валюті:					
Національний:					
усього, млрд злотих	0,1	0,12	0,17	0,18	0,32

Показники	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
усього, %	6,5	7,2	9,7	10,5	17,6
Іноземній:					
усього, млрд злотих	1,4	1,48	1,53	1,52	1,48
усього, %	93,5	92,8	90,3	89,5	82,4
2. Неякісні іпотечні кредити:					
усього, млрд злотих	0,03	0,10	0,09	0,09	0,09
усього, %	2,0	6,5	5,5	5,0	4,9

Джерело: *Bielicki Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.realkreditraadet.dk>. — Р. 24—25.

Таблиця 10. Первинний і вторинний іпотечні ринки Польщі у 2000—2004 рр. (млрд злотих)

Дата (місяць, рік)	Первинний іпотечний ринок	Вторинний іпотечний ринок
06.2000	17	5
12.2000	81	19
06.2001	282	17
12.2001	558	116
06.2002	931	281
12.2002	1393	410
06.2003	1939	826
12.2003	2356	905
06.2004	2780	1140

Джерело: *Bielicki Gr.* Supervision of Polish mortgage banks // <http://www.realkreditraadet.dk>. — P. 20.

Таблиця 11. Показники діяльності іпотечних банків Польщі у 2000 р.

Показники	Rheinhyp BRE Bank Hipoteczny (Commerzbank Group)	HypoVereinsbank Bank Hipoteczny (HypoVereinsbank Group)
Структура іпотечних кредитів за типом фінансованої нерухомості, %	100	100
— житлова нерухомість	12	39
— комерційна нерухомість	88	61
Структура іпотечних кредитів за валютою кредитування, %	100	100
— EUR	45	37
— USD	50	48

Закінчення табл. 11

Показники	Rheinhyp BRE Bank Hipoteczny (Commerzbank Group)	HypoVereinsbank Bank Hipoteczny (HypoVereinsbank Group)
— DEM	—	14
— PLN	5	1

Джерело: Furga J. New regulations and issues regarding mortgage bonds in Poland // 5th Central European Mortgage Bond Conference (Riga, 8—9 November 2001). — P. 12—13.

Таблиця 12. Структура ринку боргових цінних паперів Польщі у I половині 2002 р.

Облігації	Сума, млрд PLN	Частка на ринку, %
Короткострокові	12377,1	68
Корпоративні	2481,4	14
Комерційних банків	1487,7	8
Муниципальні	1705,7	9
Іпотечні	248,9	1
Усього	18300,8	100

Джерело: Cyburt P. New Challenges for Polish Mortgage Banks. — Warsaw, 2002. — P. 10.

Таблиця 13. Кредитні інститути Польщі у 1997—2002 рр.

Тип кредитного інституту	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Кількість інститутів						
1. Банки	1378	1272	858	754	713	667
1.1. Комерційні банки	83	83	77	74	71	62
1.2. Кооперативні банки	1295	1189	781	680	642	605
2. Кредитні спілки	198	220	228	147	141	124
Активи кредитних інститутів (млрд злогих)						
1. Банки	251,6	320,7	365,2	430,4	471,7	469,1
1.1. Комерційні банки	240,3	307,0	349,8	412,3	450,2	445,7
1.2. Кооперативні банки	11,3	13,7	15,4	18,1	21,5	23,4
2. Кредитні спілки	0,4	0,6	0,9	1,2	1,8	2,52
Активи кредитних інститутів як частка у ВВП (%)						
1. Банки	53,3	58,0	59,2	60,4	63,0	61,0
1.1. Комерційні банки	50,9	55,5	56,7	57,9	60,1	57,9
1.2. Кооперативні банки	2,4	2,5	2,5	2,5	2,9	3,1
2. Кредитні спілки	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3

Джерело: *Pawlowska M. Competition, Concentration, Efficiency and their Relationship in the Polish Banking Sector // Materialy i studia. — 2005. — Paper No. 32. — P. 19.*

Таблиця 14. Розвиток житлового сегмента іпотечного ринку Польщі у 1994—2005 рр.

Роки	Заборгованість за житловими кредитами, виданими комерційними банками, % від ВВП	Частка житлових позик в активах банківського сектору, %	Кількість збудованих житлових будинків у розрахунку на 100 осіб	Частка будівельних витрат, фінансованих за рахунок житлових позик, %	Кількість трансакцій на вторинному ринку житла у розрахунку на 1000 осіб	Частка обігу вторинного ринку житла, фінансованого за рахунок житлових позик, %
1994	0,1	0,2	2,0	9,5	2,9	2,0
1995	0,2	0,4	1,7	9,4	3,1	2,4
1996	0,3	0,5	1,6	9,7	3,9	2,7
1997	0,4	0,7	1,9	8,0	3,1	3,8
1998	0,5	0,9	2,1	9,0	3,6	6,9
1999	0,9	1,6	2,1	15,0	2,9	9,5
2000	1,3	2,2	2,3	16,0	2,8	10,2
2001	1,8	3,0	2,7	21,0	2,8	13,8
2002	2,3	3,9	2,6	26,0	—	—
2003	3,2	5,5	2,6	36,4	2,9	27,6
2004	3,6	6,2	2,8	38,5	3,0	31,5
2005	5,0	8,1	3,0	41,4	3,2	40,1

Джерело: *Jaszek J.* Development of Housing finance system in Poland — lessons learned // *Economic Annals.* — 2006. — № 169. — Р. 6.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК РОСІЇ

Таблиця 1. Іпотечний ринок Росії у 2004—2006 рр.

Показники	2004	2005	2006
Портфель іпотечних кредитів, млрд руб.	27	53	184
Середньозважена процентна ставка за іпотечними кредитами, %	16	14	12

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/article/pub327.html>.

Таблиця 2. Обсяги заборгованості за кредитами на придбання житлової нерухомості (станом на відповідну дату 2004—2007 рр.)

Дата	У рублях, млн		В іноземній валюті, млн	
	На придбання житлової нерухомості	У тому числі житлової іпотечні кредити	На придбання житлової нерухомості	У тому числі житлової іпотечні кредити
2004 р.				
01.07.2004	19 451	3 673	11 275	7 056
01.10.2004	25 904	5 021	14 223	8 863
2005 р.				
01.01.2005	36 534	7 150	17 871	10 622
01.04.2005	42 247	7 787	21 274	11 708
01.07.2005	51 429	10 945	27 876	15 165
01.10.2005	62 318	14 404	36 794	20 751
2006 р.				
01.01.2006	77 396	22 223	48 285	30 566
01.04.2006	86 550	28 866	54 704	36 983
01.07.2006	119 706	51 594	72 790	52 934
01.10.2006	166 016	86 252	95 919	74 158
2007 р.				
01.01.2007	1 577 967	144 806	299 041	89 091

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/analytics>.

Таблиця 3. Іпотечне кредитування у регіонах Росії у 2005—2006 рр.

Федеральний округ	2005 р.		2006 р.			
	Кількість укладених договорів іпотeki, одиниць	Договори іпотeki, оформлені заставами, %	Кількість угод із житловою нерухомістю, одиниць	Кількість укладених договорів іпотeki житлових приміщень, одиниць	Частка іпотeki в угодах із житловою нерухомістю, %	Договори іпотек, оформлені заставами, %
Усього	78 603	47,4	2 400 697	206 123	9,0	125 615
Центральний	20 299	33,0	546 333	38 722	7,0	17 330
Північно-Західний	5 632	61,0	240 402	15 151	6,0	10 095
Південний	5 805	21,0	272 207	12 330	5,0	5 969
Приволзький	17 546	93,0	594 134	54 240	9,0	39 660
Уральський	19 365	9,0	289 912	35 237	12,0	12 199
Сибірський	8 845	83,0	354 941	44 780	13,0	36 107
Далекосхідний	1 111	61,0	102 768	5 663	6,0	4 255

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/analytcs>.

Таблиця 4. 20 найбільш активних регіонів у сфері іпотечного кредитування у 2006 р.

Регіон	Усього іпотечних кредитів, тис. руб.	Іпотечні кредити в національній валюті, тис. руб.	Іпотечні кредити в іноземній валюті, тис. руб.
м. Москва	52 663 358	7 951 146	44 712 212
Московська обл.	20 733 146	5 811 549	14 921 597
Тюменська обл.	20 148 158	19 625 290	522 868
м. Санкт-Петербург	15 901 907	5 750 102	10 151 805
Ханти-Мансійський авт. округ — Югра	12 031 640	11 940 078	91 562
Свердловська обл.	8 676 179	7 998 295	677 884
Новосибірська обл.	7 153 642	6 511 055	642 587
Самарська обл.	5 821 441	5 093 424	728 017
Челябінська обл.	5 532 895	5 185 335	347 560
Красноярський край	5 034 502	4 686 422	348 080
Кемеровська обл.	4 994 725	4 450 300	544 425
Пермський край	4 605 291	4 286 721	318 570
Респ. Башкортостан	4 345 148	3 943 842	401 306
Респ. Татарстан	4 175 673	3 757 959	417 714
Омська обл.	4 073 955	3 660 869	413 086
Іркутська обл.	3 995 775	3 642 330	353 445

Закінчення табл. 4

Регион	Усього іпотечних кредитів, тис. руб.	Іпотечні кредити в національній валюті, тис. руб.	Іпотечні кредити в іноземній валюті, тис. руб.
Ростовська обл.	3 609 873	3 046 954	562 919
Краснодарський край	3 500 929	2 899 646	601 283
Алтайський край	3 460 761	3 299 091	161 670
Нижегородська обл.	3 335 920	2 671 875	664 045

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/analytics>.

Таблиця 5. Стандартизація іпотечних кредитів у 2005—2006 рр.

Показники	2005	2006
Частка іпотечних кредитів, не оформлених заставними, %	53	39
Частка стандартних заставних, не викуплених Агентством житлового іпотечного кредитування, %	27	41
Частка стандартних заставних, викуплених Агентством житлового іпотечного кредитування, %	20	20
Усього заставних, тис. шт.	78	206

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/analytics>.

Таблиця 6. Макроекономічні показники діяльності банківського сектору Росії у 2000—2006 рр.
ном на відповідну дату)

Показники	01.01.2000	01.01.2001	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007
Активи (пасиви) банківського сектору, млрд руб.	1586,4	2362,5	3159,7	4145,3	5600,7	7136,9	9750,3	14045,6
у % до ВВП	32,9	32,3	35,3	38,3	42,3	42,1	45,1	52,8
Власний капітал банківського сектору, млрд руб.	168,2	286,4	453,9	581,3	814,9	946,6	1241,8	1692,7
у % до ВВП	3,5	3,9	5,1	5,4	6,2	5,6	5,7	6,4
у % до активів банківського сектору	10,6	12,1	14,4	14,0	14,6	13,3	12,7	12,1
Кредити та інші розміщені засоби, надані не фінансовим інститутам та фізичним особам, у тому числі прострочена заборгованість, млрд руб.	506,8	847,4	1323,6	1796,2	2684,7	3887,6	5454,0	8031,4

Продовження табл. 6

Показники	01.01.2000	01.01.2001	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007
у % до ВВП	10,5	11,6	14,8	16,6	20,3	22,8	25,2	30,2
у % до активів банківського сектору	31,9	35,9	41,9	43,3	47,9	54,5	55,9	57,2
У тому числі:								
Кредити фізичним особам, у тому числі прострочена заборгованість, млрд руб.	27,6	44,7	94,7	142,2	299,7	618,9	1179,3	2065,2
у % до ВВП	0,6	0,6	1,1	1,3	2,3	3,6	5,5	7,8
у % до активів банківського сектору	1,7	1,9	3,0	3,4	5,4	8,7	12,1	14,7
у % до грошових доходів населення	1,0	1,1	1,8	2,1	3,4	5,6	8,7	12,3
Цінні папери, придбані банками, млрд руб.	325,7	473,2	562,0	779,9	1002,2	1086,9	1539,4	1961,4

Продовження табл. 6

Показники	01.01.2000	01.01.2001	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007
у % до ВВП	6,8	6,5	6,3	7,2	7,6	6,4	7,1	7,4
у % до активів банківського сектору	20,5	20,0	17,8	18,8	17,9	15,2	15,8	14,0
Вклади фізичних осіб, млрд руб.	297,1	445,7	678,0	1029,7	1517,8	1977,2	2754,6	3793,5
у % до ВВП	6,2	6,1	7,6	9,5	11,5	11,6	12,7	14,2
у % до пасивів банківського сектору	18,7	18,9	21,5	24,8	27,1	27,7	28,3	27,0
у % до грошових доходів населення	10,2	11,2	12,7	15,1	17,1	18,0	20,4	22,5
Грошові засоби, залучені від підприємств та організацій, млрд руб.	468,4	722,1	902,6	1091,4	1384,8	1986,1	2953,1	4570,9
у % до ВВП	9,7	9,9	10,1	10,1	10,5	11,6	13,7	17,2

Закінчення табл. 6

Показники	01.01.2000	01.01.2001	01.01.20002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007
у % до паритету банківського сектору	29,5	30,6	28,6	26,3	24,7	27,8	30,3	32,5
ВВП, млрд руб.	4823,2	7305,6	8943,6	10830,5	13243,2	17048,1	21614,7	26621,3
Грошові доходи населення, млрд руб.	2908,0	3983,9	5325,8	6831,0	8901,6	10976,3	13522,5	16839,2

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/analytics>.

Таблиця 7. Головні характеристики кредитних операцій банківського сектору Росії (станом на від-
повідну дату, млрд руб)

Показники	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007
Кредити, депозити та інші розміщені грошові засоби	3047,4	4462,4	6369,5	9438,9
У тому числі прострочена заборгованість	48,0	61,9	76,4	121,1
Кредити та інші розміщені ресурси, надані нефінансовим організаціям-резидентам	2266,9	3149,9	4110,6	5664,4
У тому числі прострочена заборгованість	35,8	48,7	53,2	66,1
Кредити, депозити та інші розміщені засоби, надані фінансовому сектору	191,1	288,9	403,6	521,4
У тому числі прострочена заборгованість	3,9	3,4	0,2	0,3
Кредити та інші розміщені засоби, надані державним фінансовим органам та позабюджетним фондам	50,1	54,6	65,2	94,0
У тому числі прострочена заборгованість	0,27	0,4	0,27	0,01
Кредити фізичним особам — резидентам	298,4	616,5	1174,9	2059,5
У тому числі прострочена заборгованість	34	8,4	21,8	53,7

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/analytics>.

Таблиця 8. Цінові характеристики ринку нерухомості у найбільших містах Росії (середня ціна 1 м² станом на початок відповідного місяця)

Місто	Січень 2000	Січень 2006	Січень 2007	Лютий 2007	Березень 2007
Москва	672	2930	5080	5083	5131
Санкт-Петербург	363	1160	2648	2653	2680
Єкатеринбург	222	1088	2416	2475	2572
Уфа	350	1056	2074	2069	2079
Самара	221	1128	1694	1811	1894
Новосибірськ	199	1002	1718	1863	1972
Челябінськ	194	836	1308	1334	1413
Казань	196	737	1507	1550	1580
Ростов-на-Дону	224	828	1281	1386	1485
Омськ	126	645	1276	1295	1356
Красноярськ	166	885	1207	1266	1358

Джерело: <http://www.rusipoteka.ru/analytics>.

Таблиця 9. Рейтинг перших 10 комерційних банків за обсягами іпотечного кредитування у 2006 р.

Комерційний банк	Обсяг виданих іпотечних кредитів у 2006 р., тис. дол.	Частка іпотечних кредитів, наданих під заставу існуючого житла, %	Кількість наданих іпотечних кредитів, шт.	Портфель іпотечних кредитів станом на 01.01.2007 р., тис. дол.
Сбербанк	4 295 301,0	—	165 767	5 841 001,7
ВТБ 24	756 550,1	15,58	8 939	930 556,2
Москоммерцбанк	620 000,0	24,70	3 377	598 490,0
Банк Уралсіб	337 000,0	0,20	9 200	395 000,0
Дельтакредит	291 000,0	—	—	421 000,0
КИТ Финанс	277 626,2	34,40	5 685	408 687,4
Транскредитбанк	241 359,4	1,20	6 246	241 818,3
Городской ипотечный банк	217 372,5	33,60	2 570	89 279,9
Газпромбанк	195 488,0	4,00	3 869	306 431,7
Росбанк	192 891,4	47,00	3 300	204 106,8

Джерело: <http://rating.rbc.ru>.

Таблиця 10. Рейтинг перших 10 комерційних банків за обсягами іпотечного кредитування у 2005 р.

Комерційний банк	Обсяг виданих іпотечних кредитів у 2005 р., тис. дол.	Кількість наданих іпотечних кредитів, шт.	Портфель іпотечних кредитів станом на 01.01.2006 р., тис. дол.	Частка іпотечних кредитів у заборгованості фізичних осіб станом на 01.01.2007 р., %
Сбербанк	1 768 435,7	116 505	2 487 622,7	—
ВТБ 24	148 519,5	3 153	228 505,9	—
Дельтакредит	112 000,0	—	183 000,0	—
Райффайзенбанк	98 530,0	1 450	159 693,1	23,00
Банк Уралсіб	94 000,0	4 734	90 400,0	10,30
Газпромбанк	81 852,0	1 470	78 746,3	22,00
Абсолют Банк	70 240,4	1 303	66 978,3	90,64
БСЖВ	60 940,0	714	77 227,0	32,00
Городской ипотечный банк	54 661,1	1 263	46 015,1	100,00
Возрождение	47 428,0	2 053	30 331,0	23,00

Джерело: <http://rating.rbc.ru>.

Таблиця 1.1. Умови надання іпотечних кредитів у 2001 р.

Ініціатор іпотеки	Кредитор	Максимальна сума іпотечного кредиту, дол.	Аванс (початковий внесок), %	Строк кредитування, роки	Річна процентна ставка, %	Обов'язкові страхові внески (щорічно до закінчення строку кредитування)
Сбербанк РФ	Сбербанк РФ	60 000	0	До 15	13	0,25 % від вартості нерухомості
АКБ "Інвестсбербанк"	АКБ "Інвестсбербанк"	Немає обмежень	50	До 3	Від 15	0,40—0,55 % від вартості нерухомості
Уряд Москви	Об'єднаний промислово-торговий банк	75 000	40	До 10	14	0,75 % від вартості нерухомості (або 0,5 % від вартості нерухомості за 10 років наперед)
	ВАТ "Будівельна ощадна каса"	Залежно від ринкової ціни нерухомості	50	До 3	8	До 2,00 % від вартості нерухомості
Інвестиційний фонд "СПА-Росія" у конгресі США	АКБ "Інвестиційна банківська корпорація"	150 000	30	До 10	15	1,20 % від вартості нерухомості

Ініціатор іпотеки	Кредитор	Максимальна сума іпотечного кредиту, дол.	Аванс (початковий внесок), %	Строк кредитування, роки	Річна про-центна ставка, %	Обов'язкові страхові внески (щорічно до закінчення строку кредитування)
Інвестиційний фонд "США-Росія" у конгресі США	АКБ "ФОРА-Банк"	150 000	30	До 10	15	2,00 % від вартості нерухомості
	АКБ "Міжнародний промисловий банк"	150 000	30	—	До 15	1,50 % від суми заборгованості за кредитом
	АКБ "Інвестсбербанк"	Немає обмежень	30	До 10	15	0,40—0,55 % від вартості нерухомості
Департамент позабюджетного планування розвитку м. Москви	АБ "Собинбанк"	—	Не менше 30	До 10	10	До 0,8 % від вартості нерухомості

Джерело: Веремейкина В.Д. Статистический анализ динамики развития ипотечного кредитования // Банковские услуги. — 2002. — № 4. — С. 26.

Таблиця 12. Параметри перших проведених угод із сек'юрітизації активів у Росії

Емітент	Тип сек'юрітизованих активів	Транші	Рейтинги S&P / Moody's		Сума	Процентна ставка, %	Строк, роки
			Емітента на момент угоди	Емісії цінних паперів			
Газпром	Дохід від експорту газу	—	BB— / Ba2	BBB— / BBB—	1250 млн дол.	7,201	15,5
РОСБАНК	Майбутні потоки за пластикowymi картками	—	— / B1	— / Ba3	300 млн дол.	9,750	5
Банк "Союз"	Автокредити	A1	CCC / —	— / Baa3	49,8 млн дол.	LIBOR+1,75 LIBOR+1,75 8,75 8,75	5
		A2		— / Ba3			
ХКФ-Банк	Споживчі кредити	B	B— / Ba3	— / —	126,5 млн євро	EURIBOR+2,50 EURIBOR+5,25 EURIBOR+5,00	6,5
		C		— / —			
		A1		— / Baa2			
Банк "Русский стандарт"	Споживчі кредити	A2	B+ / Ba2	BBB / Baa2	300 млн євро	EURIBOR+1,65 EURIBOR+3,50 EURIBOR+3,25	3
		A1		Ba2			
		B		BB— / Ba2 BB— / Ba2			

Емітент	Тип сек'юритизованих активів	Транші	Рейтинги S&P / Moody's		Сума	Процентна ставка, %	Строк, роки
			Емітента на момент угоди	Емісії цінних паперів			
Альфа-банк	Майбутні погоки платежів	--	BB-- / Ba2	-- / Baa3	350 млн дол.	3m LIBOR+1,6	5
Магістраль Фінанс, Інвестиційний партнер, Об'єднані інвес- тори	Лізингові платежі	A B C	-- / --	BBB- / Baa2 -- / -- -- / --	13,73 млрд руб.	8,375 11,00 12,50	6

Джерело: Анисимов А., Иллотилов А. История российской секьюритизации активов // Рынок ценных бу-
маг. — 2006. — № 6.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК СЛОВАЧЧИНИ

Таблиця 1. Фінансування житлового будівництва в Словаччині у 1996—2002 рр. (млрд крон)

Роки	Будівельні ощадні каси	Іпотечні банки	Державний фонд розвитку житлового забезпечення
1996	3,8	—	0,3
1997	9,3	—	1,8
1998	14,8	—	3,5
1999	22,2	0,4	1,6
2000	19,6	1,5	3,4
2001	16,5	4,4	3,6
2002	18,8	9,3	5,2

Джерело: Житлобудівні ощадні системи в Україні / Інститут економічних досліджень та політичних консультацій; Німецька консультативна група з питань економічних реформ при Уряді України. — К., 2004. — С. 15.

Таблиця 2. Іпотечні банки Словаччини (станом на грудень 2000 р.)

Іпотечний банк	Дата отримання ліцензії	Дата фактичного початку діяльності
Všeobecná uverova banka	Червень 1997	Жовтень 1997
HypoVereinsbank Slovakia	Грудень 1997	Листопад 2000
Slovenska sporitelna	Грудень 1997	Липень 1999
Istrobanka	Листопад 1998	3-й квартал 1999

Закінчення табл. 2

Іпотечний банк	Дата отримання ліцензії	Дата фактичного початку діяльності
Tatrabanka	Січень 2000	Жовтень 2000
Bank Austria Creditanstal	Жовтень 2000	Триває підготовчий період

Джерело: Muckova V. Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic // 5th Central European Mortgage Bond Conference (November 8th and 9th, 2001, Riga). — Institute of Monetary and Financial Studies National bank of Slovakia, 2001. — P. 8.

Таблиця 3. Власний капітал іпотечних банків Словаччини та його структура у 2000 р.

Іпотечний банк	Власний капітал, млн крон	Структура власного капіталу, %	
		Частка Словаччини	Частка іноземних інвесторів
Všeobecná uverová banka	12978,1	99,588	0,412
HypoVereinsbank Slovakia	1560,8	0,00	100,00 Німеччина
Slovenska sporitelna	6374,2	100,00	0,00
Istrobanka	1300,0	90,00	10,00 Австрія
Tatrabanka	1044,3	16,17	83,83 Австрія
Bank Austria Creditanstal	1015,5	0,00	100,00 Австрія

Джерело: Muckova V. Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic // 5th Central European Mortgage Bond Conference (November 8th and 9th, 2001, Riga). — Institute of Monetary and Financial Studies National bank of Slovakia, 2001. — P. 8.

Таблиця 4. Іпотечне кредитування іпотечними банками у 1997—1999 рр.

Показники	Všeobesna uverova banka	Slovenska sporitelna	Istrobanka	Усього
Кількість наданих іпотечних кредитів, шт.	420	12	1	433
Сума наданих іпотечних кредитів, млн крон	402,7	8,0	2,5	413,2

Джерело: Muckova V. Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic // 5th Central European Mortgage Bond Conference (November 8th and 9th, 2001, Riga). — Institute of Monetary and Financial Studies National bank of Slovakia, 2001. — P. 9.

Таблиця 5. Іпотечне кредитування іпотечними банками (станом на відповідну дату, млн крон)

Іпотечний банк	Грудень 2000 р.	Вересень 2001 р.	Частка ринку 2000 р., %
Všeobesna uverova banka	900	2268	62,13
НуроVereinsbank Slovakia	—	13	0,53
Slovenska sporitelna	332	974	22,92
Istrobanka	127	602	8,21
Tatrabanka	90	1327	6,21
Усього	1449	5184	100

Джерело: Muckova V. Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic // 5th Central European Mortgage Bond Conference (November 8th and 9th, 2001, Riga). — Institute of Monetary and Financial Studies National bank of Slovakia, 2001. — P. 9.

Таблиця 6. Емісія іпотечних облігацій Všeobesna uverova banka* у 1999—2000 рр.

Іпотечний цінний папір	Номинальна вартість емісії, млн крон	Номинальна вартість облігації, крон	Кількість	Доходність, %	Дата емісії	Строк обігу, роки
HZL**	100	1 000 000	100	10	15.01.1999	5
HZL	100	1 000 000	100	10	15.11.1999	5
HZL	100	1 000 000	100	9	15.05.2000	5
HZL	250	1 000 000	100	8,5	15.08.2000	5
HZL	250	1 000 000	100	7,8	15.12.2000	5

* Станом на грудень 2000 р. єдиним емігентом іпотечних облігацій був іпотечний банк Všeobesna uverova banka.

** Hypotekarny založny list (HZL) — іпотечна облігація іпотечного банку.

Джерело: *Miskova V. Mortgage Bond System — Development in the Slovak Republic // 5th Central European Mortgage Bond Conference (November 8th and 9th, 2001, Riga). — Institute of Monetary and Financial Studies National bank of Slovakia, 2001. — P. 11.*

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК УГОРЩИНИ

Таблиця 1. Динаміка заборгованості за іпотечними кредитами (млрд HUF)

Дата	Приріст іпотечної заборгованості (за період)	Обсяг іпотечної заборгованості (на кінець періоду)
03.2000	3	3
04.2000	4	7
05.2000	6	13
06.2000	7	20
07.2000	7	27
08.2000	8	35
09.2000	7	42
10.2000	9	51
11.2000	7	58
12.2000	13	71
01.2001	5	76
02.2001	6	82
03.2001	10	92
04.2001	10	102

Дата	Приріст іпотечної заборгованості (за період)	Обсяг іпотечної заборгованості (на кінець періоду)
01.2003	38	707
02.2003	43	750
03.2003	46	796
04.2003	57	853
05.2003	68	921
06.2003	74	995
07.2003	80	1075
08.2003	68	1143
09.2003	75	1218
10.2003	67	1285
11.2003	59	1344
12.2003	60	1404
01.2004	39	1443
02.2004	44	1487

Продовження табл. 1

Дата	Приріст іпотечної заборгованості (за період)	Обсяг іпотечної заборгованості (на кінець періоду)
05.2001	14	116
06.2001	14	130
07.2001	15	145
08.2001	14	159
09.2001	13	172
10.2001	10	182
11.2001	15	197
12.2001	17	214
01.2002	9	223
02.2002	11	234
03.2002	17	251
04.2002	23	274
05.2002	38	312
06.2002	42	354
07.2002	55	409

Дата	Приріст іпотечної заборгованості (за період)	Обсяг іпотечної заборгованості (на кінець періоду)
03.2004	34	1521
04.2004	27	1548
05.2004	30	1578
06.2004	35	1613
07.2004	33	1646
08.2004	35	1681
09.2004	33	1714
10.2004	31	1745
11.2004	30	1775
12.2004	29	1804
01.2005	16	1820
02.2005	16	1836
03.2005	23	1859
04.2005	32	1891
05.2005	30	1921

Закінчення табл. 1

Дата	Приріст іпотечної заборгованості (за період)	Обсяг іпотечної заборгованості (на кінець періоду)
08.2002	52	461
09.2002	53	514
10.2002	55	569
11.2002	49	618
12.2002	51	669

Дата	Приріст іпотечної заборгованості (за період)	Обсяг іпотечної заборгованості (на кінець періоду)
06.2005	32	1953
07.2005	33	1986
08.2005	40	2026

Джерело: *Pataki S. Covered bond issuance: Experiences in Hungary.* — FHB Land Credit and Mortgage Bank, 2004. — P. 7; *Harmati L. Mortgage Funding in Hungary: Case Study.* — FHB Land Credit and Mortgage Bank Ltd, 2005. — P. 3.

Таблиця 2. Ринок іпотечних облігацій Угорщини за типом емітента (загальний обсяг заборгованості станом на кінець року, млрд євро)

Роки	Іпотечний банк (рік заснування)			Усього
	ФНВ (1998)	НВВ (1999)	ОТР (2002)	
1998	3,12	0	0	3,12
1999	11,28	0	0	11,28
2000	38,0	0	0	38,0
2001	90,92	8,0	0	98,92
2002	406,56	31,2	708,4	1146,16
2003	1111,60	184,4	2396,0	3692,0
2004	1448,80	252,0	2911,6	4612,4

Джерело: Pataki S. Covered bond issuance: Experiences in Hungary. — FNB Land Credit and Mortgage Bank, 2004. — P. 9.

Таблиця 3. Ринок іпотечних облігацій ФНВ за типом вторинного інвестора у 2004 р., %

Тип вторинного інвестора	Частка ринку іпотечних облігацій ФНВ, %
Комерційні банки	23
Інвестиційні фонди	22
Пенсійні фонди	15
Страхові компанії	10
Іноземні інвестори	15
Приватні інвестори	2
Інші вторинні інвестори	13
Усього	100

Джерело: Pataki S. Covered bond issuance: Experiences in Hungary. — FNB Land Credit and Mortgage Bank, 2004. — P. 12.

Таблиця 4. Динаміка кредиторської заборгованості населення і середньорічні темпи приросту реальної заробітної плати у 1997—2004 рр.

Роки	Непогашені кредити, млрд HUF		Темпи приросту реальної заробітної плати, %
	На будівництво і придбання житла	Споживчі кредити	
1997	140	139	4,9
1998	130	184	3,6
1999	131	287	2,5
2000	195	410	1,5
2001	336	551	6,4
2002	802	684	13,6
2003	1508	839	9,2
2004	1910	1094	-0,4

Джерело: Csaba N. OTP Mortgage Bank Ltd. Hungary's Leading Mortgage Bank // 9th Central European Covered Bond Conference. — Budapest, 2005. — P. 4.

Таблиця 5. Умови надання субсидій фізичним особам — одержувачам іпотечних кредитів

	Січень 2000 р.	Червень 2000 р.	Червень 2001 р.	Жовтень 2001 р.	Червень 2003 р.	Грудень 2003 р.
Максимальна сума іпотечного кредиту, млн HUF	8	10	10	10	15	15
Строк дії субсидії, роки	10	10	20	20	20	20
Субсидія надається особам, які:						
уперше купують житло	+	-	-	-	-	-
купують житло на первинному ринку	+	+	+	+	+	+
інвестують у житлове будівництво	-	-	+	+	+	+
Субсидія (ПСДО — процентна ставка за державними облігаціями)	ПСДО - 4 %	ПСДО - 4 %	ПСДО - 4 %	ПСДО - 2 %	ПСДО - 2 %	ПСДО - 0,6 %
Максимальна процентна ставка, %	ПСДО + 4 %	ПСДО + 4 %	ПСДО + 4 %	ПСДО + 4 %	ПСДО + 4 %	ПСДО + 1,1 + 4 %

Джерело: Hegedüs J., Somogyi E. Failure or Success of the Mortgage Subsidy Program in 2000—2004 in Hungary? / Paper prepared for The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability. — May 24—25, 2004 in Budapest. — P. 3.

Таблиця 6. Умови надання субсидій емітентам іпотечних облігацій

	Січень 2000	Січень 2001	Червень 2001	Жовтень 2001	Лютий 2002	Червень 2003	Грудень 2003
Максимальна сума іпотечного кредиту, млн HUF	30	30	30	30	30	15	Для нових — 15 Для діючих — 5
Максимальна субсидія, %	—	—	—	7	10	—	—
Субсидування процентної ставки (ПСЮ — процентна ставка за іпотечними облігаціями), %	3,0	4,5	6,0	ПСЮ	ПСЮ+2%	Для нових — ПСЮ Для діючих — min (ПСЮ—1%; ПСДО 1,05)	Для нових — ПСДО · 0,6 Для діючих — ПСДО × × 0,4
Максимальна процентна ставка за іпотечним кредитом, %	ПСЮ + 1,5 %	ПСЮ + 1,5 %	ПСЮ — 1 %	ПСЮ — 1 %	6,0	Для нових — 6 Для діючих — 4	ПСДО · 1,1 + 4 %

Джерело: *Hegedüs J., Somogyi E. Failure or Success of the Mortgage Subsidy Program in 2000—2004 in Hungary?*
/ Paper prepared for The Eastern European Workshop on Housing Finance and Housing Affordability. — May 24—25, 2004 in Budapest. — P. 3.

Таблиця 7. Структура фінансового сектору Угорщини у 2004 р.

Тип інституту	Частка у структурі активів фінансового сектору, %
Комерційні банки	61
Спеціалізовані банки	5
Ощадно-кредитні кооперативи	7
Пенсійні фонди та страхові компанії	7
Фінансові компанії	8
Інші	5

Джерело: Hungary: Financial System Stability Assessment Update, including a Report on the Observance of Standards and Codes on Insurance Regulation. — International Monetary Fund, Washington, D.C. — 2005. — IMF Country Report No. 05/212. — P. 9.

Таблиця 8. Структура фінансового сектору Угорщини у 2000--2004 рр.

Показники	2000	2001	2002	2003	2004
Активи (млрд forintів)					
Фінансовий сектор, усього	10 949,0	12 544,0	14 677,0	18 439,5	21 519,1
Комерційних банків	7 910,4	8 290,3	8 936,6	11 694,3	13 392,8
Спеціалізованих банків	219,4	753,9	1 262,9	1 166,4	1 533,6
Ощадно-кредит. коопер.	532,5	638,0	779,1	923,4	1 064,4
Пенсійних фондів	404,8	582,0	781,5	1 010,4	1 338,2
Страхових компаній	725,8	862,2	1 037,3	1 209,7	1 414,9
Інвестиційних фондів	553,0	696,8	943,0	1 084,8	1 066,8
Інвестиційних компаній	173,1	156,6	95,4	89,7	71,2
Фінансових компаній	430,0	564,2	841,2	1 260,8	1 637,2
Структура активів (%)					
Фінансовий сектор, усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Комерційних банків	72,2	66,1	60,9	63,4	62,2
Спеціалізованих банків	2,0	6,0	8,6	6,3	7,1
Ощадно-кредит. коопер.	4,9	5,1	5,3	5,0	4,9
Пенсійних фондів	3,7	4,6	5,3	5,5	6,2
Страхових компаній	6,6	6,9	7,1	6,6	6,6
Інвестиційних фондів	5,1	5,6	6,4	5,9	5,0

Закінчення табл. 8

Інвестиційних компаній	1,6	1,2	0,6	0,5	0,3
Фінансових компаній	3,9	4,5	5,7	6,8	7,6
Кількість інститутів					
Комерційних банків	29	28	26	31	30
Спеціалізованих банків	11	11	11	5	5
Ощадно-кредит. коопер.	199	193	189	182	178
Пенсійних фондів	191	175	170	171	168
Страхових компаній	61	64	68	66	65
Інвестиційних фондів	92	98	111	115	148
Інвестиційних компаній	48	37	25	24	17
Фінансових компаній	170	187	193	188	208
Активи фінансових інститутів як частка від ВВП, %	83,1	84,5	87,7	99,3	106,4

Джерело: Hungary: Financial System Stability Assessment Update, including a Report on the Observance of Standards and Codes on Insurance Regulation. — International Monetary Fund, Washington, D.C. — 2005. — IMF Country Report No. 05/212. — P. 10.

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК УКРАЇНИ

Таблиця 1. Динаміка іпотечного кредитування комерційними банками України

Станом на дату	Сума заборгованості, тис. грн
01.01.2002	1 435 077
01.02.2002	1 485 863
01.03.2002	1 567 707
01.04.2002	1 673 431
01.05.2002	1 761 146
01.06.2002	1 826 039
01.07.2002	1 903 564
01.08.2002	2 011 945
01.09.2002	2 127 999
01.10.2002	2 196 293
01.11.2002	2 316 600

Станом на дату	Сума заборгованості, тис. грн
01.12.2002	2 475 514
01.01.2003	2 688 053
01.02.2003	2 770 739
01.03.2003	2 879 685
01.04.2003	3 046 091
01.05.2003	3 235 957
01.06.2003	3 385 402
01.07.2003	3 471 000
—	—
01.01.2006	10 666 667
01.01.2007	27 200 000

Джерело: Карпенко И. Новый залог // Бизнес. — 2003. — № 43(562). — С. 10; Українська національна іпотечна асоціація // <http://www.unia.com.ua/>.

Таблиця 2. Ефективні процентні ставки за іпотечними кредитами, наданими комерційними банками станом на листопад 2006 р.

Діапазони ефективних процентних ставок іпотечних кредитів у національній валюті, %	Банки, які надають іпотечні кредити в межах указаних діапазонів	Діапазони ефективних процентних ставок іпотечних кредитів в іноземній валюті, %	Банки, які надають іпотечні кредити в межах вказаних діапазонів
15—16	УкрСиббанк	10—11	УкрСиббанк
16—17	ПУМБ	11—12	Міжнародний іпотечний банк
17—18	Укргазбанк, Форум, Кредитпромбанк, Кредобанк, ОTR Банк, Індекс-Банк	12—13	ПУМБ, Індекс-Банк, Правекс-Банк, Кредитпромбанк, Кредобанк, Укргазбанк
18—19	Укрсоцбанк, Правекс-Банк, Приват-банк	13—14	Укрсоцбанк, Форум, ОTR Банк, Промінвестбанк
19—20	Райффайзен банк Аваль, Промінвестбанк, Фінанси і кредит, ТАС-Комерцбанк	14—15	ТАС-Комерцбанк, Райффайзен банк Аваль, Надра
Більше 20	Укрпромбанк, Надра	Більше 15	Укрпромбанк, Приват-Банк, Фінанси і кредит

Примітка: Ефективна процентна ставка враховує всі витрати клієнта при одержанні та обслуговуванні іпотечного кредиту.

Джерело: Українська національна іпотечна асоціація // [http:// www.unia.com.ua/](http://www.unia.com.ua/).

Таблиця 3. Динаміка обсягів заборгованості за житловими іпотечними кредитами (станом на відповідну дату, тис. грн)

Дата	Обсяг заборгованості за житловими іпотечними кредитами	Частка житлових іпотечних кредитів у кредитному портфелі комерційних банків, %
01.01.2002	318 000	—
01.01.2003	815 000	—
01.06.2003	1 219 000	—
01.07.2004	2 493 010	3,0
01.01.2005	2 950 892	—
01.05.2005	3 682 210	—
01.07.2005	5 625 274	4,6
01.01.2006	—	7,5
01.01.2007	—	11,1

Джерело: Українська національна іпотечна асоціація // <http://www.unia.com.ua/>.

Таблиця 4. Структура житлового іпотечного кредитування за типом валюти (станом на відповідну дату, %)

Станом на дату	В іноземній валюті	У національній валюті
01.07.2004	73,19	26,81
01.08.2004	75,49	24,51
01.09.2004	64,31	35,69
01.10.2004	80,70	19,30
01.11.2004	74,60	25,40
01.12.2004	74,50	25,50
01.01.2005	74,22	25,78
01.02.2005	84,07	15,93
01.03.2005	78,83	21,17
01.04.2005	79,32	20,68
01.05.2005	82,11	17,89

Закінчення табл. 4

Станом на дату	В іноземній валюті	У національній валюті
01.06.2005	82,04	17,96
01.07.2005	82,24	17,76
01.01.2007	84,50	15,50

Джерело: Українська національна іпотечна асоціація // <http://www.unia.com.ua/>.

Таблиця 5. Структура наданих житлових іпотечних кредитів за цільовим призначенням (станом на 01.07.2005 р., %)

Цільове призначення	Обсяг заборгованості за житловими іпотечними кредитами, млн грн	Частка у портфелі наданих житлових іпотечних кредитів, %
Кредити, надані фізичним особам на придбання житла під його заставу	3285,2	58,4
Кредити, надані фізичним особам на споживчі цілі під заставу житла	1518,8	27,0
Кредити, надані фізичним особам на будівництво житла під заставу об'єктів, незавершених будівництвом, та земельних ділянок	438,8	7,8
Кредити, надані фізичним особам під заставу права вимоги за інвестиційною угодою на будівництво	382,5	6,8
Усього	5625,3	100,0

Джерело: Українська національна іпотечна асоціація // <http://www.unia.com.ua/>.

Таблиця 6. Частки банків України на ринку житлового іпотечного кредитування (станом на відповідну дату, %)

Банки	01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.09.04	01.07.05	01.01.07
АКБ "ПравексБанк"	21,0	19,5	7,0	5,0	13,4	—
АКБ "Аркада"	19,6	11,6	6,0	5,0	3,9	—
АКБ "Ощадбанк"	9,2	5,8	5,0	5,0	2,3	—
АКБ "Приватбанк"	7,3	9,8	16,0	12,0	15,2	9,3
АКБ "Укрсоцбанк"	4,2	1,3	6,0	8,0	10,4	13,8
АКБ "Укрексімбанк"	2,3	0,6	—	—	—	—
АКБ "Надра"	2,1	6,8	3,0	2,0	2,5	—
АППБ "Аваль"	1,4	10,3	19,0	21,0	12,3	—
КБ "Фінанси і Кредит"	1,3	1,4	2,0	2,0	5,2	—
АК "Промінвестбанк"	1,1	0,5	—	—	2,3	—
АКБ "Райффайзен Банк"	0,5	0,3	3,0	4,0	4,4	—
АКБ "Брокбізнесбанк"	—	—	10,0	7,0	—	—
АКБ "УкрСиббанк"	—	—	6,0	8,0	12,3	18,8
АКБ "Київ"	—	—	2,0	2,0	—	—
АКБ "ТАС-Комерцбанк"	—	—	—	—	0,8	—

Банки	01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05	01.01.06	01.01.07
АКБ "Райффайзен Банк Аваль"	—	—	—	—	—	14,1
ОТР Банк	—	—	—	—	—	10,3
Інші банки	30,0	32,1	15,0	19,0	15,0	—
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	66,35

Джерело: Андреева Г.І. Діяльність комерційних банків в системі іпотечного кредитування: Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.04.01 / Українська академія банківської справи. — Суми, 2005. — С. 10; Українська національна іпотечна асоціація // <http://www.unia.com.ua/>.

Таблиця 7. Показники діяльності банківської системи України

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Грошова маса, млн грн	32 252	45 755	64 870	95 043	125 801	194 071	261 063
Грошова база, млн грн	16 780	23 055	30 808	40 089	53 763	82 760	97 214
Облікова ставка НБУ (на кінець періоду), %	27,0	12,5	7,0	7,0	9,0	9,5	8,5
Процентні ставки банків у національній валюті%							

Закінчення табл. 7

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2007
за кредитами	40,3	31,9	24,8	20,2	17,9	16,4	15,4
за депозитами	13,5	11,2	7,8	7,1	7,8	8,5	7,6
Вимоги банків за наданими кредитами, млн грн	19 574	28 373	42 035	67 835	88 579	143 418	245 226
Зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки суб'єктів господарювання та фізичних осіб, млн грн	18 738	25 674	37 715	61 617	82 959	132 745	184 234
Зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки фізичних осіб, млн грн	6 780	11 338	19 302	3 296	41 611	73 202	106 715
у національній валюті	3 481	6 566	11 601	18 875	22 116	42 176	57 837
в іноземній валюті	3 299	4 772	7 701	13 521	19 495	31 026	48 878

Джерело: Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Таблиця 8. Введення в експлуатацію житла

Роки	Введено усього		У тому числі індивідуальними забудовниками	
	тис. м ² загальної площі	У % до попереднього року	тис. м ² загальної площі	У % до попереднього року
1980	17 326	96,6	4641	80,7
1985	19 193	104,5	5178	112,7
1990	17 447	89,4	4397	88,1
1995	8 663	85,8	3877	108,8
2000	5 558	90,4	3351	101,4
2001	5 939	106,8	3446	102,8
2002	6 073	102,3	3613	104,9
2003	6 433	105,9	3864	107,0
2004	7 566	117,6	5026	130,1
2005	7 816	103,3	4369	86,9
2006	8 628	110,4	4652	106,5

Джерело: Держкомстат України // <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

ПОТЕЧНИЙ РИНОК ЧЕХІЇ

Таблиця 1. Динаміка активів фінансової системи Чехії у 2000—2005 рр. (млрд євро)

Інститути	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Банки	71,36	76,72	80,27	78,23	86,00	101,94
Кредитні союзи	0,08	0,09	0,04	0,04	0,07	0,14
Страхові компанії	5,13	6,26	7,60	8,08	9,59	11,05
Інвестиційні компанії та відкриті фонди	2,98	2,73	4,07	3,44	3,48	5,06
Пенсійні фонди	1,27	1,69	2,21	2,54	3,33	4,26
Лізингові компанії	3,58	5,40	6,10	6,50	7,28	7,55
Інші небанківські фінансові інститути	3,68	6,05	5,42	6,88	7,36	8,12
Усього активів	88,09	98,94	105,72	105,70	117,11	138,13
Середньорічний обмінний курс чеської крони на євро	34,82	32,59	31,19	32,31	30,65	28,98

Джерело: Право на етапе переходу. 2006. — Европейский банк реконструкции и развития, 2006. — С. 35.

Таблиця 2. Обсяги іпотечного кредитування в Чехії у 1996—2001 рр.

Рік	Процентна ставка, %	Обсяг іпотечних кредитів, наданих за період, млрд CZK
1996	11,4	7 938
1997	12,9	9 247
1998	13,6	10 987
1999	10,2	10 922
2000	8,79	18 180
2001	7,95	21 000

Джерело: *Pavelka F.* Deposits or Bonds. Some remarks of the Czech Mortgage Loans Refinancing policy. — Czech Mortgage Bank Committee, 2001. — P. 20.

Таблиця 3. Іпотечне кредитування банківським сектором Чехії у 1995—2004 рр.

Роки	Заборгованість сектору домогосподарств за споживчими кредитами, % від ВВП	Заборгованість сектору домогосподарств за іпотечними кредитами, % від ВВП	Сума нових виданих іпотечних кредитів, тис. крон	Середня процентна ставка за іпотечними кредитами, %
1995	6,94	—	807,7	10,87
1996	6,23	—	789,1	9,87
1997	6,19	0,49	944,2	11,70
1998	5,46	0,64	914,4	13,51
1999	5,50	0,86	995,7	7,83
2000	5,70	1,19	959,2	7,01
2001	6,02	1,60	1013,0	7,49
2002	4,70	2,21	1106,1	6,32
2003	9,22	3,17	1173,8	5,02
2004	11,34	4,48	1313,1	4,84
2005	—	—	1383,3	4,55

Джерело: *Sunega P., Lux M.* Housing finance efficiency in the Czech Republic / Paper presented at the ENHR conference: "Housing in an expanding Europe: theory, policy, participation and implementation" Ljubljana, Slovenia. — 2006. — 2—5 July. — P. 4, 10, 11.

Таблиця 4. Іпотечне кредитування будівельними ощадними касами у 1997—2004 рр.

Роки	Укладені ощадні контракти		Сума заощаджень, млрд крон	Сума виданих кредитів, млрд крон
	Усього	Із них нові		
1997	1 967 849	530 176	59,6	5,9
1998	2 371 816	638 232	81,7	17,7
1999	2 801 389	906 867	93,6	26,3
2000	3 424 580	1 115 926	110,4	31,0
2001	4 196 408	1 373 258	133,3	37,0
2002	4 870 820	1 293 890	180,2	46,3
2003	6 300 831	2 097 338	236,8	63,6
2004	5 899 300	314 650	287,1	84,2

Джерело: *Sulega P., Lux M.* Housing finance efficiency in the Czech Republic / Paper presented at the ENHR conference: "Housing in an expanding Europe: theory, policy, participation and implementation" Ljubljana, Slovenia. — 2006. — 2—5 July. — P. 14, 15.

Таблиця 5. Рефінансування іпотечної заборгованості комерційними банками Чехії у 2000 р.

Комерційний банк	Дата ліцензії на емісію іпотечних облігацій	Порфель іпотечних кредитів, млрд CZK	Емісія іпотечних облігацій, млрд CZK	Частка рефінансованих іпотечних кредитів, %
BASA	X / 1996	1,7	1,5	88,2
SMHB	IX / 1995	12,3	11,8	95,9
CS	XI / 1995	5,1	0,5	9,8
CSOB	VIII / 1997	0,5	0,0	0,0
GE	XII / 1999	0,1	0,0	0,0
HypVer	IX / 1995	8,3	1,9	22,9
KB	XI / 1995	7,0	6,6	94,3
RFB	VII / 1999	0,1	0,0	0,0
ZIBA	X / 1999	0,0	0,0	0,0
Усього		35,1	22,3	63,5

Джерело: Pavelka F. Deposits or Bonds. Some remarks of the Czech Mortgage Loans Refinancing policy. — Czech Mortgage Bank Committee, 2001. — P. 14.

Таблиця 6. Структура ринку іпотечних облігацій Чехії за емітентом

Комерційний банк	Частка ринку іпотечних облігацій, % (станом на 01.06.2004)
Komerční Banka a.s.	11,0
Ceska Sporitelna a.s.	17,0
Ceskomoravska Hypotecni Banka	44,0
HVB Bank	18,0
Raiffeisenbank a.s.	9,0
Wustenrot Hypotecni Banka a.s.	1,0
Усього	100,0

Джерело: Woollett J. The Role of the EBRD in Supporting the Development of the Mortgage Sector in Central and Eastern Europe // Materials of the 8th Central European Covered Bond Conference (19 October 2004). — P. 8.

ГЛОСАРІЙ

Андерайтинг — один із методів управління кредитним ризиком, який передбачає аналіз об'єкта застави, оцінку надійності забезпечення кредиту, оцінку об'єкта нерухомості та кредитоспроможності позичальника тощо.

Ануїтетні платежі — однакові за розміром періодичні платежі в рахунок поступового погашення основної суми боргу за кредитом разом зі сплатою процентів, розраховані на весь строк дії кредитного договору, який повністю погашається останнім ануїтетним платежем.

Бюро кредитних історій — юридична особа, виключною діяльністю якої є збір, зберігання, використання інформації, яка складає кредитну історію.

Дворівнева інвестиційна модель іпотечного ринку — різновид інвестиційної моделі іпотечного ринку, який передбачає продаж первинними кредиторами заставних наданих іпотечних позик спеціалізованим інститутам вторинного ринку (фінансово-емісійним компаніям), які формують пули заставних і на їх основі емітують та розміщують серед вторинних інвесторів іпотечні облигації.

Депозитна модель іпотечного ринку — передбачає формування ресурсної бази іпотечного кредитування за рахунок

строкових депозитів. Кредиторами в депозитній моделі виступають універсальні інститути — ощадні банки, страхові компанії, універсальні комерційні банки.

Договір іпотеки (іпотечний договір) — укладений між кредитором і позичальником (майновим поручителем) договір про те, що виконання своїх зобов'язань за основним договором (договором кредиту) позичальник забезпечує переданим в іпотеку нерухомим майном. Іпотечний договір укладається між одним або декількома іпотекодавцями та іпотекодержателем у письмовій формі та підлягає нотаріальному посвідченню.

Договір кредиту — двосторонній, консенсуальний договір, який укладається між суб'єктами кредитних відносин у письмовій формі і з огляду на який кредитор зобов'язаний надати визначену суму грошей (кредит) в обмін на зобов'язання позичальника щодо повернення кредиту та сплату процентів.

Договір управління майном — договір, за яким установник управління передає управителю у довірчу власність майно з метою досягнення визначених ним цілей і установлює обмеження щодо окремих дій управителя з управління цим майном. Договором управління майном для фонду фінансування будівництва є договір про участь у ФФБ, а для фонду операцій з нерухомістю — договір на придбання сертифікатів ФОН.

Доступність іпотечного кредиту — показник процедури андеррайтингу, який обчислюється як співвідношення між ринковою (оціночною) вартістю іпотечної нерухомості та середньорічним доходом позичальника.

Забудовник — юридична або фізична особа, яка організовує спорудження нерухомості для власних потреб або для передачі її у власність іншим особам і яка отримала у встановленому законодавством порядку право на використання земельної ділянки для спорудження об'єктів будівництва.

Заставна — борговий неемісійний цінний папір, який засвідчує безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, за умови, що воно підлягає виконанню в грошовій формі, а в разі невиконання основного зобов'язання — право звернути стягнення на предмет іпотеки.

Заставна вартість — дисконтована ринкова вартість об'єкта нерухомості, що є предметом іпотеки, визначена на дату оцінки з урахуванням часу та практичної складності реалізації предмета іпотеки, яка визначається за згодою сторін і використовується під час оформлення іпотечного договору. У випадку, коли об'єктом іпотеки виступають майнові права, як заставну вартість ураховують повну вартість об'єкта інвестування.

Інвестиції — усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Інвестиційна модель іпотечного ринку — ґрунтується на залученні іпотечного капіталу шляхом сек'юритизації іпотечних активів.

Інститут спільного інвестування — корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права і нерухомість.

Інституції іпотечного ринку — система способів, норм і правил, процедур і цінностей, відповідно до яких суб'єкти іпотечних фінансових відносин взаємодіють між собою і, узгоджуючи різноспрямовані інтереси, здійснюють економічну діяльність.

Інституційна організація іпотечного ринку — система взаємопов'язаних формальними і неформальними відносинами державних та ринкових інститутів, яка визначає умови руху іпотечного капіталу і доходів. Рамки такої системи координації економічної діяльності формує інституційна структура.

Інституційна структура іпотечного ринку — упорядкований набір інституцій іпотечного ринку, які створюють моделі економічної поведінки господарювання суб'єктів, визначають і обмежують сукупність варіантів їх вибору та взаємодії, а також впливають на розподіл активів, доходів і витрат, ефективність ринкових трансакцій.

Інституціоналізація — сукупність економічних процесів, які організують економічних суб'єктів, перетворюючи їх взаємодію в економічну інституційну систему, елементи якої стають загальноприйнятою практикою, що зберігається у незмінній формі протягом декількох поколінь, знаходячи підтвердження у реальній поведінці людей.

Іпотека — вид забезпечення виконання зобов'язання нерухомим майном (майновими правами на об'єкт інвестування), що залишається у володінні та користуванні іпотекодавця, згідно з яким іпотекодержатель має право в разі невиконання боржником забезпеченого іпотекою зобов'язання одержати задоволення своїх вимог за рахунок предмета іпотеки переважно перед іншими кредиторами цього боржника.

Іпотекодавець — фізична або юридична особа, яка передає в заставу банку об'єкт нерухомого майна або майнові права на об'єкт інвестування (об'єкт нерухомості, що будується) для забезпечення виконання зобов'язань за договором кредиту.

Іпотекодержатель — банк з моменту передачі іпотекодавцем у заставу об'єкта нерухомості або майнових прав на об'єкт інвестування (об'єкт нерухомості, що будується) з метою забезпечення виконання своїх зобов'язань за договором кредиту.

Іпотечний актив — право вимоги за забезпеченим іпотекою грошовим зобов'язанням боржника.

Іпотечний банк — спеціалізований недепозитний кредитний інститут, який надає іпотечні позики за рахунок фінансових ресурсів, мобілізованих з ринку іпотечних цінних паперів.

Іпотечний капітал — об'єкт відносин на іпотечному ринку, характерними рисами якого є: забезпеченість заставою нерухомості зі збереженням за іпотекодавцем права володіння і користування предметом іпотеки; довгостроковість; функціонування у формі іпотечних кредитів та іпотечних цінних паперів; особливий механізм руху, який визначається інституційною організацією іпотечного ринку; спрямованість на формування інвестиційних мотивацій на ринку нерухомості.

Іпотечний кредит — відносини з приводу дохідного руху вартості у сфері фінансування нерухомості, наданої у довго-

строкову позику під заставу землі, іншого об'єкта нерухомого майна або майнових прав із збереженням за заставодавцем права володіння і користування ним на принципах повернення, платності, строковості, диференціації.

Іпотечний кредитор — фінансова установа, крім спеціалізованої іпотечної установи, яка відповідно до законодавства має право надавати кредити (позики), виконання зобов'язань боржників за якими забезпечене іпотекою, та/або яка набула право вимоги за забезпеченими іпотекою кредитами (позиками) від інших осіб.

Іпотечний ринок — система економіко-правових відносин, які виникають між суб'єктами суспільного відтворення на взаємопов'язаних ринках фінансів і нерухомості з приводу акумулювання грошових ресурсів, їх розміщення у формі іпотечних кредитів та рефінансування іпотечних активів з метою здійснення інвестиційних операцій на ринку нерухомості.

Іпотечний сертифікат — іпотечний цінний папір, забезпечений іпотечними активами.

Іпотечні облигації — забезпечені покриттям емісійні цінні папери, які засвідчують право їх власника на одержання від емітента номінальної вартості і процентних платежів, або задоволення вимог із вартості нерухомості, що входить у реєстр покриття іпотечних цінних паперів, у разі невиконання емітентом зобов'язань.

Компанія з управління активами — господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституту спільного інвестування на підставі ліцензії, виданої Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку. Компанія з управління активами може одночасно здійснювати управління активами кількох інститутів спільного інвестування.

Корпоративний інвестиційний фонд — інститут спільного інвестування, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить діяльність виключно із спільного інвестування на підставі статуту, який затверджується відповідно до законодавства, та регламенту, який затверджується засновниками корпоративного інвестиційного фонду. Управління активами корпоративного інвестиційного фонду

на підставі відповідного договору здійснює компанія з управління активами.

Кредит — позичковий капітал банку у грошовій формі, що передається у тимчасове користування на умовах забезпеченості, повернення, строковості, платності та цільового використання.

Кредит у формі “кредитної лінії” — вид кредиту, який надається протягом визначеного строку окремими траншами (частинами) в межах встановленого ліміту без проведення додаткових процедур узгодження.

Кредитна історія — сукупність існуючої інформації про грошові зобов’язання позичальника, повноту і своєчасність їх виконання.

Кредитний ризик — ризик потенційних втрат кредитора через нездатність позичальника повернути у встановлений строк позичену вартість і процентні платежі (ризик неплатежу) та ризик одержати в результаті продажу об’єкта застави суми, меншої, ніж несплачена частина боргу, включаючи проценти і витрати, пов’язані зі стягненням та реалізацією застави (ризик, пов’язані з предметом застави).

Кредитоспроможність — здатність позичальника в повному обсязі та у визначений договором кредиту строк розраховатися за своїми борговими зобов’язаннями.

Кредитування будівництва об’єкта нерухомості — спрямування позичкових коштів на будівництво об’єкта нерухомості для позичальника відповідно до договору про інвестування у будівництво на умовах забезпеченості, повернення, строковості, платності, цільового характеру використання позиченої вартості.

Кредитування купівлі об’єкта нерухомості — спрямування позичкового капіталу на придбання об’єкта нерухомості для позичальника відповідно до умов договору купівлі-продажу на умовах забезпеченості, повернення, строковості, платності, цільового характеру використання позиченої вартості.

Майновий поручитель — особа, яка передає в іпотеку нерухоме майно для забезпечення виконання зобов’язання іншої особи-боржника.

Модель іпотечного ринку — інституційна схема перерозподілу іпотечного капіталу у його функціональних формах від первинних інвесторів до позичальників.

Надійність іпотечного кредиту — показник процедури андеррайтингу, який обчислюється як процентне співвідношення між сумою іпотечного кредиту і нижньою межею ринкової (оціночної) вартості іпотечної нерухомості.

Наступна іпотека — передання в іпотеку нерухомого майна, яке вже є предметом іпотеки за попереднім іпотечним договором.

Нерухоме майно (нерухомість) — земельні ділянки, а також об'єкти, розташовані на земельній ділянці і нерозривно пов'язані з нею, переміщення яких неможливе без їх знецінення та зміни їхнього призначення.

Об'єкт будівництва — об'єкт нерухомого майна, будівництво якого організовує забудовник.

Об'єкт інвестування — приміщення житлового або нежитлового призначення в об'єкті будівництва, яке після закінчення будівництва набуває рис відповідного об'єкта нерухомого майна.

Однорівнева інвестиційна модель іпотечного ринку — різновид інвестиційної моделі іпотечного ринку, який базується на механізмі іпотечного кредитування, в якому кредитор (іпотечний банк) самостійно емітує іпотечні цінні папери (іпотечні облігації) і розміщує їх серед вторинних інвесторів.

Пайовий інвестиційний фонд — активи, що належать інвесторам на підставі спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності. Пайовий інвестиційний фонд створюються за ініціативою компанії з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів. Пайовий інвестиційний фонд вважається створеним із дня його реєстрації у реєстрі інститутів спільного інвестування. Особливості діяльності пайового інвестиційного фонду визначаються його регламентом.

Позичальник — суб'єкт відносин іпотечного кредитування (фізична або юридична особа), що отримує у тимчасове ко-

ристування іпотечний капітал на умовах повернення, строковості, платності з метою фінансування нерухомості.

Поручитель — фізична або юридична особа, яка разом із позичальником несе солідарну відповідальність перед кредитором за виконання позичальником зобов'язань за договором кредиту відповідно до умов укладеного договору поруки.

Правила фонду (Правила ФФБ, Правила ФОН) — система норм, затверджена та оприлюднена управителем цього фонду, якої мають дотримуватися всі суб'єкти системи фінансово-кредитних механізмів будівництва житла для досягнення мети управління майном, визначеної установником управління.

Предмет іпотеки — об'єкт нерухомості (у разі надання кредиту на придбання об'єкта нерухомого майна) або майнові права на об'єкт нерухомості (у разі надання кредиту на інвестування у будівництво), переданий в іпотеку для забезпечення виконання зобов'язань за договором кредиту.

Пролонгація кредиту — подовження строку дії договору кредиту (перенесення кінцевого строку погашення кредиту, строку погашення його частки, траншу) на конкретний строк у майбутньому з обов'язковим внесенням змін до укладених договорів кредиту, іпотеки, поруки тощо та в обліку заборгованості за кредитом.

Проспект емісії цінних паперів — документ, який містить інформацію про відкрите (публічне) або закрите (приватне) розміщення емітованих цінних паперів.

Прострочена заборгованість — заборгованість (за кредитом, нарахованими процентами, банківськими комісіями, іншими платежами, передбаченими договором кредиту), строк погашення якої, передбачений умовами договору кредиту, вже минув.

Процентна ставка плаваюча — ставка за кредитами, розмір якої не фіксується на весь строк кредитування, а переглядається через погоджений (визначений у договорі кредиту) період у залежності від зміни кон'юнктури кредитного ринку та інших факторів.

Процентна ставка фіксована — процентна ставка за кредитами, розмір якої фіксується на весь період дії Договору кредиту.

Пул заставних — сукупність персоніфікованих заставних, що сприймається як єдиний, цілісний фінансовий інструмент і дозволяє здійснювати фінансові інвестиції не в індивідуальну заставну, а у пакет однотипних заставних, що утворюють пул.

Пул іпотечних кредитів — портфель індивідуальних іпотечних кредитів з однаковими характеристиками щодо виду нерухомості, строків погашення основного боргу, процентної ставки.

Рефінансування іпотечних активів — система фінансових операцій, які забезпечують залучення іпотечним кредитором фінансових ресурсів шляхом реформування іпотечної заборгованості. Рефінансування іпотечних позик може здійснюватися шляхом: 1) прямої передачі заставних інвестору; 2) створення загального фонду іпотечних боргових зобов'язань і передачі права на дольову участь у портфелі виданих іпотечних кредитів; 3) сек'юритизації іпотечних активів.

Ризик дострокового погашення — ризик повного або часткового дострокового погашення іпотечного кредиту позичальником, у результаті чого виникає надлишкове фінансування і втрата кредитором процентних платежів, передбачених договором кредитування за період дострокового погашення позики.

Ризик ліквідності — ризик нездатності кредитора виконати поточні зобов'язання в результаті незбалансованості його активів і пасивів. Виникає через недостатність платежів за іпотечними позиками для виконання поточних зобов'язань кредитора, а також у зв'язку з труднощами мобілізації ресурсів шляхом продажу активів за ринковими цінами або близькими до них для покриття відтоку депозитів.

Ризик процентної ставки — ризик виникнення від'ємної різниці між процентною ставкою, яка сплачується позичальником за наданим іпотечним кредитом, і рівнем процентної ставки, сплачуваної кредитором первинним (вторинним) інвесторам.

Сек'юритизація іпотечних активів — процес рефінансування іпотечних активів шляхом емісії іпотечних цінних паперів, забезпечених грошовими вимогами за іпотечними позиками, а також заставою нерухомого майна.

Трансакційні витрати — економічні витрати, які виникають у будь-якій формі взаємовідносин між економічними агентами. Трансакційні витрати знижують прибутковість економічної взаємодії та можуть призводити до прямих збитків. Типи трансакційних витрат: витрати збору інформації, витрати проведення переговорів про умови обміну, витрати виміру атрибутів (параметрів) товару (послуги), витрати специфікації і захисту прав власності, витрати опортуністичної поведінки.

Трансплантація — копіювання (запозичення, міжсистемне перенесення) інституційних структур іпотечного ринку, які розвинулися в іншому інституційному середовищі.

Транш — частина кредиту, що надається протягом визначеного строку позичальнику, на умовах забезпеченості, повернення, строковості, платності, цільового характеру використання позиченої вартості та у межах встановленого ліміту.

Управитель — небанківська фінансова установа, яка провадить діяльність з управління ФФБ та/або ФОН відповідно до вимог, установлених Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України, та інформацію про яку внесено до Державного реєстру фінансових установ.

Управління майном (фінансовими активами) — здійснення юридичних і фактичних дій щодо розпорядження майном (фінансовими активами) від свого імені, за рахунок та в інтересах установників управління майном.

Установник управління майном (фінансовими активами) — особа, яка передає управителю майно (фінансові активи) на підставі договору управління майном.

Фонд операцій з нерухомістю (ФОН) — кошти, отримані управителем ФОН в управління, а також нерухомість і інше майно, майнові права та доходи, набуті від управління цими коштами.

Фонд фінансування будівництва (ФФБ) — кошти, передані управителю ФФБ в управління, які використані чи будуть використані управителем у майбутньому на умовах Правил фонду та договорів про участь у ФФБ.

Цільова модель іпотечного ринку — базується на ощадно-позичковому принципі фінансування: спеціалізовані ощад-

но-позичкові інститути формують кредитний фонд за рахунок цільових внесків учасників, завдяки яким надають іпотечні кредити на житлове будівництво. Ощадно-позичковий принцип функціонування і цільове призначення іпотечних кредитів сприяли поширенню іншої назви цільової моделі іпотечного ринку — “система будівельних заощаджень”.

Цінні папери — грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав, що випливають з цих документів, іншим особам.

АНГЛО-УКРАЇНСЬКИЙ СЛОВНИК ТЕРМІНІВ ІПОТЕЧНОГО КРЕДИТУВАННЯ

A

Accrued interest	Нагромаджений процентний дохід
Adjustable rate mortgage (ARM)	Іпотечний кредит зі змінною (коригованою) процентною ставкою
Asset backed security	Цінні папери, забезпечені активами
Asset management	Довірче управління

B

Balloon loan	“Шаровий” кредит
Bankruptcy	Банкрутство
Basis point	Базисний процентний пункт
Benchmark	Дохідність пулу іпотечних цінних паперів
Bond equivalent yield	Еквівалентний облігаційний дохід
Branch	Філіал

Building society	Будівельна спілка
C	
Capital adequacy	Достатність капіталу
Capital requirements	Потреба у капіталі
Capped floating-rate	Облігації з фіксованим максимумом коригованої процентної ставки
Collateral	Забезпечення зобов'язань
Commercial bank	Комерційний банк
Commercial mortgage-backed securities	Цінні папери, забезпечені іпотекою комерційної нерухомості
Credit rating	Оцінка кредитоспроможності позичальника
Current face	Поточна величина основного боргу
D	
Debt-to-income ratio (DTI)	Частка строкових виплат у погашення кредиту в доході позичальника
Department of Housing and Urban Development	Міністерство житлового будівництва і міського розвитку
Department of Veterans Affairs	Міністерство у справах ветеранів
Depositor	Заставадавець
Discount rate	Облікова процентна ставка
E	
Early amortization risk	Ризик дострокового погашення
Effective interest rate	Ефективна процентна ставка
Expectation	Очікування
Expected maturity	Очікуваний строк погашення

F

Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)	Федеральна корпорація житлового іпотечного кредиту
Federal Housing Administration	Федеральне управління з житлових питань
Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)	Федеральна національна іпотечна асоціація
Fixed-rate mortgage	Іпотечний кредит із фіксованою процентною ставкою
Floating-rate security	Цінний папір зі змінною процентною ставкою
Floor	Нижня межа процентної ставки
Foreclosure	Звернення стягнення на об'єкт нерухомості, переданий в іпотеку

G

Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)	Державна національна асоціація іпотечного кредиту
Gross Domestic Product (GDP)	Валовий внутрішній продукт (ВВП)

H

Haircut	Маржа
High-yield bond	Облігація з високим доходом

I

Interest	Процентний дохід
Interest rate	Процентна ставка
Interest rate risk	Ризик процентної ставки

L

Lender	Кредитор
LIBOR	Процентна ставка ЛІБОР
Lien	Застава

Life insurance company	Компанія із страхування життя
Line-of-credit mortgage loan	Іпотечна кредитна лінія
Liquidity	Ліквідність
Liquidity facility	Механізм підвищення ліквідності
Liquidity risk	Ризик ліквідності
Loan-to-value ratio (LTV)	Коефіцієнт забезпеченості кредиту
Long-term credit	Довгостроковий кредит
M	
Market price	Ринкова ціна
Market value	Ринкова вартість
Mortgage	Іпотека
Mortgage backed securities (MBS)	Іпотечні облігації, забезпечені пулом заставних банку
Mortgage bank bond	Облігація іпотечного банку
Mortgage bonds	Іпотечні облігації
Mortgage debt outstanding	Іпотечна заборгованість
Mortgage loan	Іпотечний кредит
Mortgage pass-through security	Іпотечний сертифікат участі
Mortgage pool	Пул іпотечних кредитів
Mortgagee	Кредитор у іпотечному кредитуванні
Mortgagor	Позичальник у іпотечному кредитуванні
Mutual savings bank	Банк взаємних заощаджень
N	
Normal bank bond	Стандартна банківська облігація
Normal mortgage	Стандартний іпотечний кредит

O

Offering circular	Проспект емісії
Origination fee	Комісійні виплати банку за надання кредиту
Passive bonds	Безпроцентні облігації

P

Pawnbroker	Заставодержатель
Payment history	Історія платежів позичальника
Payment-to-income ratio (PTI)	Коефіцієнт кредитоспроможності позичальника
Perpetual bond	Безстрокова облігація
Pledge	Застава
Pool	Пул активів
Prepayment	Авансовий платіж
Prepayment risk	Ризик дострокового погашення
Pricing	Ціноутворення
Primary mortgage market	Первинний іпотечний ринок

R

Real estate	Нерухомість
Real price	Реальна (дійсна) ціна
Receivables	Права вимоги
Redeemable bond	Строкова облігація
Residential construction	Житлове будівництво
Residential mortgage loan	Житловий іпотечний кредит
Residential mortgage-backed securities	Цінні папери, забезпечені іпотекою житлової нерухомості

S

Savings and loan association	Ощадно-позичкова асоціація
Secondary mortgage market	Вторинний іпотечний ринок
Securitization	Сек'юритизація активів

Short-term credit

Короткостроковий кредит

Stock exchange

Фондова біржа

T

Transfer of ownership

Передача прав власності

Treasury security

Цінний папір казначейства

V

Value added tax

Податок на додану вартість
(ПДВ)

Y

Yield

Дохідність

Наукове видання

Серія “Київському національному університету імені Тараса Шевченка — 175 років”

*БАЗИЛЕВИЧ Віктор Дмитрович,
ПОГОРЄЛЬЦЕВА Наталія Павлівна*

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК

Монографія

Підп. до друку 25.01.2008. Формат 60×90 1/16.
Папір офс. Друк офс. Гарнітура SchoolBook.
Ум. друк. арк. 45. Обл.-вид. арк. 38,9. Наклад 1000 прим. Зам. № 8-112.

Видавництво “Знання”
01034, м. Київ-34, вул. Стрілецька, 28
Свідцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції ДК № 1591 від 03.12.2003
Тел.: (044) 234-80-43, 234-23-36
E-mail: sales@znannia.com.ua
<http://www.znannia.com.ua>

Віддруковано на ВАТ „Білоцерківська книжкова фабрика”,
09117, м. Біла Церква, вул. Л. Курбаса, 4.



В Україні книги можна придбати за адресами:

- м. Київ, вул. М. Грушевського, 4, маг. “Наукова думка”, тел. (044) 278-06-96;
- м. Київ, вул. Стрілецька, 13, маг. “Абзац”, тел. (044) 581-15-68;
- м. Київ, вул. Хрещатик, 44, маг. “Знання”, тел. (044) 234-22-91;
- м. Київ, просп. Московський, 6, маг. “Будинок книги та медіа”, тел. (044) 464-49-70;
- м. Вінниця, вул. Привокзальна, 2/1, маг. “Кобзар”, тел. (0432) 61-77-44;
- м. Дніпропетровськ, Театральний б-р, 7, маг. ”Світ книжок”, тел. (0562) 33-77-85;
- м. Донецьк, вул. Артема, 147А, “Будинок книги”, тел. (062)343-89-00;
- м. Житомир, вул. Київська, 17/1, маг. “Знання”, тел. (0412)47-27-52;
- м. Запоріжжя, просп. Леніна, 142, маг. “Спеціальна книга”, тел. (0612) 13-85-53;
- м. Івано-Франківськ, Вічовий майдан, 3, маг. “Сучасна українська книга”, тел. (03422) 3-04-60;
- м. Кіровоград, вул. Набережна, 13, маг. “Книжковий світ”, тел. (0522) 24-94-64;
- м. Кривий Ріг, пл. Визволення, 1, маг. “Букініст”, тел. (0564) 92-37-32;
- м. Луганськ, вул. Радянська, 58, маг. “Глобус-книга”, тел. (0642) 53-62-30;
- м. Луцьк, просп. Волі, 41, маг. “Знання”, тел. (0332) 77-00-46;
- м. Львів, просп. Шевченка, 16, маг. “Ноти”, тел. (0322) 61-19-64;
- м. Львів, просп. Шевченка, 8, маг. “Українська книгарня”, тел. (0322) 72-16-30;
- м. Миколаїв, просп. Леніна, 122, маг. “Кобзар”, тел. (0512) 55-20-51;
- м. Одеса, вул. Буніна, 33, маг. “Будинок книги”, тел. (0482) 32-17-97;
- м. Одеса, вул. Дерibasівська, 27, маг. “Дім книги”, тел. (048) 728-40-13;
- м. Полтава, вул. Шевченка, 29, маг. “Будинок книги та медіа”, тел. (0532) 61-26-76;
- м. Рівне, вул. Соборна, 57, маг. “Слово”, тел. (0362) 26-94-17;
- м. Тернопіль, вул. Й. Сліпого, 1, маг. “Дім книги”, тел. (0352) 43-03-71;
- м. Тернопіль, вул. Чорновола, 14, маг. “Книжкова хата”, тел. (0352) 52-24-33;
- м. Ужгород, пл. Корятовича, 1, маг. “Кобзар”, тел. (03122) 3-35-16;
- м. Харків, вул. Пушкінська, 74, маг. “Лексика”, тел. (057) 717-60-16;
- м. Харків, вул. Сумська, 51, маг. “Books”, тел. (057) 714-04-70, 714-04-71;
- м. Херсон, вул. Леніна, 14/16, маг. “Книжковий ряд”, тел. (0552) 22-14-56;
- м. Хмельницький, вул. Подільська, 25, маг. “Книжковий світ”, тел. (0382) 79-25-59;
- м. Черкаси, вул. Б. Вишневецького, 38, маг. “Сніточ”, тел. (0472) 36-03-37;
- м. Чернівці, просп. Незалежності, 90, маг. “Будинок книги та медіа”, тел. (03722) 3-42-70;
- м. Чернівці, просп. Миру, 45, маг. “Будинок книги”, тел. (04626) 9-92-62.

**Книготорговельним організаціям та оптовим покупцям звертатися за тел.: (044) 537-63-61, 537-63-62; факс: 235-00-44.
E-mail: sales@znannia.com.ua**

ВИДАВНИЦТВО “ЗНАННЯ” ПРОПОНУЄ

Базилевич В.Д., Базилевич К.С., Баластрик Л.О.

Макроекономіка: Підручник / За ред. В.Д. Базилевича. — 4-те вид., перероб. і доп. — К.: Знання, 2008. — 743 с. — (Класичний університетський підручник). — Мова укр. — Формат 60 × 90 ¹/₁₆. — Пал. тв.

ISBN 978-966-346-421-3

У підручнику висвітлено найважливіші особливості функціонування та розвитку макроекономічних систем, показано соціальну зумовленість виникнення відомих нині теоретичних концепцій з макроекономіки, їхні сильні сторони та обмеженість, узагальнено здобутки світової та вітчизняної макроекономічної науки. Кожна суттєва макроекономічна проблема розглядається всебічно, з позицій різних економічних шкіл та напрямів. Особлива увага приділяється кейнсіанству та неокласичним підходам до економічного аналізу. У додатках наводяться таблиці з основними макроекономічними показниками розвитку економіки України в роки незалежності.

Підручник розрахований насамперед на студентів економічних спеціальностей. Книга буде корисною також викладачам, науковцям, підприємцям, керівникам підприємств і установ, державним службовцям усіх рівнів та гілок влади.

Книготорговельним організаціям та оптовим покупцям
звертатися за тел.: (044) 537-63-61, 537-63-62, 234-80-43.
E-mail: sales@znannia.com.ua <http://www.znannia.com.ua>

www.ZNANNIA.com.ua

Широкий вибір навчальної та ділової літератури
Тел. для довідок: (044) 235-00-44, 234-80-43

В.Д. БАЗИЛЕВИЧ
Н.П. ПОГОРСЬЦЕВА

ІПОТЕЧНИЙ РИНОК

ISBN 978-966-346-444-2



9 789663 464442 >



Знання