S. Kal'nyi, lecturer
Academy of Municipal Management, Kyiv

STATE POLICY OF ECONOMIC SECURITY OF AGRICULTURE

The paper examines theoretical background, problems and goals of agriculture state regulation in order to ensure economic security in the context of sustainable economic development.

Keywords: economic security of Agriculture, sustainable development, "green" economy, agrolandscape, agroecosystem.

УДК 336.763
JEL F 34

В. Кирій, асп.
КНУ імені Тараса Шевченка, Київ

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ ЯК ОСНОВНИЙ ІНСТРУМЕНТ СТРУКТУРОВАНОГО ФІНАНСУВАННЯ БАНКІВ: ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ТА СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ

Досліджено теоретичні основи сутності сек'юритизації як основного інструменту структурованого фінансування банків та наведено характеристики цінних паперів, які використовуються у процесі сек'юритизації. Здійснено аналіз сучасних тенденцій на ринку сек'юритизації в США та Європі.

Ключові слова: структуроване фінансування, сек'юритизація, фінансові інструменти, цінні папери.

Постановка проблеми. В умовах глобалізації фінансових ринків та динамічного розвитку фінансових інновацій впродовж останніх десяти років великого розмаху набули новітні форми фінансових інструментів, які істотно поглибили й розширили існуючий інструментарій фінансових аналітиків. Розвиток цього сегменту фінансового ринку за рахунок нових структурованих фінансових продуктів відбувається значно швидшими темпами, порівняно з іншими секторами світового фінансового ринку. Такі тенденції зумовлені не тільки транснаціоналізацією ринку капіталу та глобалізацією інформаційного простору, але й бажанням інвесторів отримати більші доходи з одночасною мінімізацією фінансових ризиків.

Обсяги використання новітніх інструментів структурованого фінансування на світових фінансових ринках достатньо значні. Найбільшого поширення вони набули у банківському секторі. Механізм їх здійснення полягає у трансформації низьколіквідних активів у ліквідні цінні папери, що дозволяє диверсифікувати джерела фінансування, зменшити кредитні ризики та збільшити власну ліквідність банку. Одним із головних інструментів реалізації структурованого фінансування є сек'юритизація. Хоча вона стала дестабілізуючим фактором і каталізатором фінансової кризи, зараз сек'юритизація знову відіграє важливу роль у подоланні кризи ліквідності й відновленні стабільності, адже її основна ідея полягає у формуванні довгострокових ресурсів. Певним чином змінилися підходи до її реалізації, зокрема, збільшилися вимоги до фінансових активів, що сек'юритизуються.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Значний внесок у розробку питань теорії і практики реалізації сек'юритизації зробили наступні українські вчені: Базилевич В.Д., Васильченко З.М., Версаль Н.І., Завидівська О.І., Кравчук І.С., Науменкова С.В., Погорєльцева Н.П., Рябокінь М.В. та ін. Значну увагу вивченню питання функціонування ринку сек'юритизації приділено також у роботах іноземних вчених, таких як: Бер Х.П., Гатті С., Девідсон Е., Джобст А., Жан Жоб В.Р., Лакхбир Х., Фабоцці Ф. та ін.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Віддаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних і зарубіжних вчених з даного питання, слід зауважити, що в умовах розвитку ринкової економіки України існує потреба в подальшому дослідженні теоретичних та методичних аспектів формування фінансових ресурсів з використанням механізмів сек'юритизації.

Метою даної статті є дослідження теоретичних аспектів сек'юритизації, її сутності, інструментів та механізмів реалізації, а також сучасних тенденцій на ринку сек'юритизації.

Виклад основного матеріалу. Для кращого розуміння сек'юритизації, як інструменту структурованого фінансування, насамперед потрібно визначитись із поняттям "структуровані фінансові інструменти". Єдина класифікація інструментів структурованого фінансування відсутня. Це пов'язано з невизначеністю щодо самого терміну "структуроване фінансування", а тому різні науковці пропонують свої підходи щодо виділення та класифікації інструментів структурованого фінансування.

На нашу думку, одним з найбільш універсальних є підхід А.Джобста. Він чітко відокремлює два класи інструментів структурованого фінансування – сек'юритизацію активів, яка в основному забезпечує формування фінансових ресурсів, та кредитні деривативи як інструменти хеджування, що дозволяє емітенту використовувати безліч способів комбінації різноманітних класів активів з метою одночасної трансформації та диверсифікації ризиків активів між банками, страховими компаніями, іншими фінансовими установами та нефінансовими інвесторами для досягнення кращого рівня управління ризиками.

© Кирій В., 2013

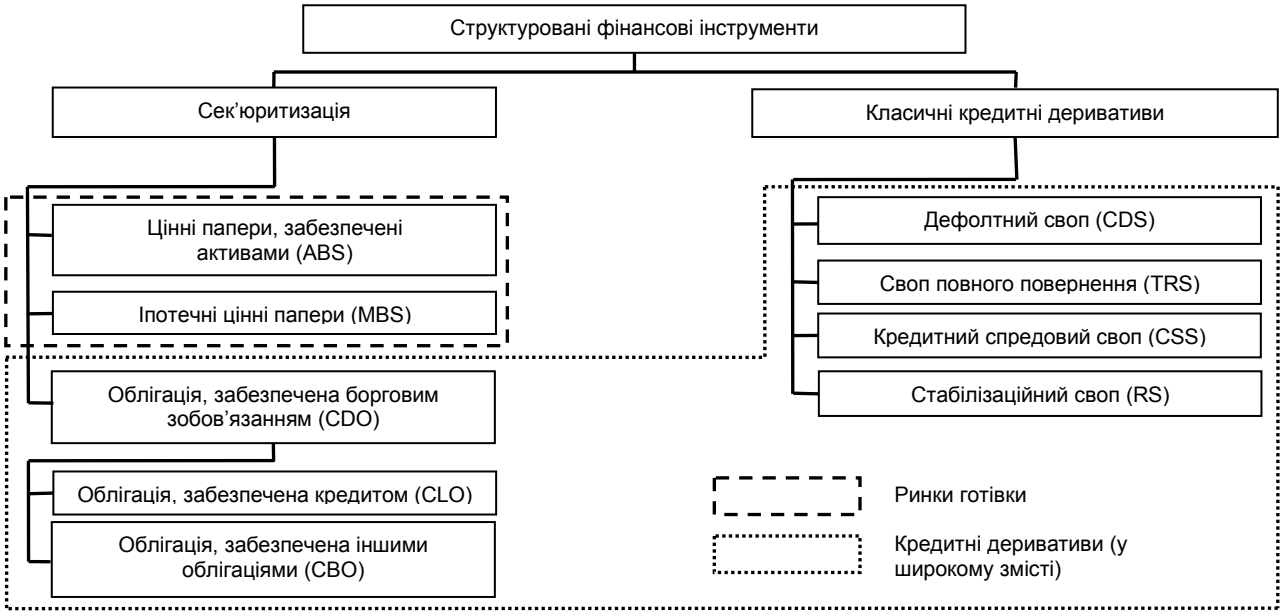

Рис. 1. Структуровані фінансові інструменти згідно класифікації А.Джобста

* *Джерело:* побудовано автором на основі [5, с. 4].

Як видно з рис. 1 він умовно розподіляє дані інструменти за сферою використання на ті, які обертаються на ринках готівки та на кредитні деривативи у широкому розумінні. Варто більш детально зупинитися на характеристиці кожного з інструментів.

ABS (asset based securities) – цінні папери, які забезпечені пулом активів. Активи, з яких складається такий пул, поєднують для того, щоб невеликі й неекономічні активи набули цінність як об'єкт інвестування. Крім того, диверсифікованість активів, що знаходяться в основі пулу, дозволяє знизити ризик. Структуроване фінансування забезпечує таким активам привабливість для інвесторів. Пули активів можуть ґрунтуватися на найрізноманітніших видах дебіторської заборгованості, починаючи з платежів по кредитних картках, автокредитах, іпотечних позиках, закінчуючи такими грошовими потоками як платежі за оренду, виплати роялті. Достатньо часто активи, під які планують випускати структуровані цінні папери, можуть бути вкрай неліквідними й мати властивість індивідуального користування.

MBS (mortgage-backed securities) – це цінні папери, виплати, за якими забезпечені пулом іпотечних кредитів, і відсоткові платежі за облігаціями здійснюються за рахунок отриманих доходів за іпотечними активами. За своєю сутністю вони є фактично підвидом ABS. Однак, зважаючи на те що вони з'явилися раніше, і, до того ж, на даний вид цінних паперів припадає значна частка угод структурованого фінансування, MBS розглядаються як окремий інструмент структурованого фінансування. Їх зазвичай поділяють на два основні види [3, с. 47]:

1) RMBS (residential mortgage-backed securities) – цінні папери, що забезпечені житловою іпотекою;

2) CMBS (commercial mortgage-backed securities) – цінні папери, що забезпечені комерційною іпотекою.

Іншою великою групою інструментів структурованого фінансування є CDO(collateralized debt obligation). Вони являють собою цінні папери, забезпечені пулом з різних типів боргових інструментів, що може включати корпоративні облігації, кредити чи транші цінних паперів, випущених у рамках угод сек'юритизації. В залежності від типу зобов'язання виділяють CBO (цінні папери, які забезпечені облігаціями) та CLO (цінні папери, які забезпечені фірмовими кредитами) [4, с. 29].

Всі вище зазначені інструменти зазвичай відносять до інструментів класичної сек'юритизації. Іншою групою є так звані класичні деривативи, але у вузькому змісті. До них відносяться кредитні дефолтні свопи, свопи повного повернення, кредитні спредові свопи.

Банкам сек'юритизація допомагає вирішити кілька універсальних ринкових проблем, серед яких можна виділити наступні [1, с. 52]:

- проблема підвищення ліквідності. При перетворенні неліквідних активів у цінні папери виникає можливість шляхом продажу цих паперів на ринку залучити кошти і вкласти їх у менш ризиковані і більш ліквідні цінні папери. Особливо це важливо для банків, які, маючи надмірні обсяги ризикованих активів, постійно відчувають нестачу ліквідності;
- проблема зменшення вартості запозичень. Під час продажу "якісних" цінних паперів зменшується ризик. У цьому випадку дисконт за цінними паперами буде низьким, що призведе до "здешевлення" грошей.
- проблема диверсифікації ризику. Під забезпечення середньо- і довгострокових кредитів можна здійснювати кілька випусків короткострокових цінних паперів, адже чим менше термін кредиту, тим менше ризик і відсоткова ставка за кредит. У процесі сек' юритизації відбувається розподіл ризику серед усіх його учасників. Завдяки тому, що усі кредити забезпечені, цінні папери емітуються на термін, який переважає термін кредиту, оскільки забезпечення може бути реалізоване у досить короткі строки.

Розглядаючи сек'юритизацію, найчастіше виділяють три її основні види: класична, синтетична та накопичувальна. Однак, на нашу думку, їх можна звузити до двох:

- класична, яка, у свою чергу, поділяється на балансову та позабалансову. Балансова сек'юритизація передбачає випуск цінних паперів, забезпечених правами вимог, які залишаються на балансі банківської установи. Позабалансова передбачає передачу банківських активів на баланс спеціалізованої установи, яка здійснює емісію боргових зобов'язань під заставу цих активів;
- синтетична передбачає перенесення ризиків від кредитора до інвесторів шляхом випуску гібридних кредитних деривативів.

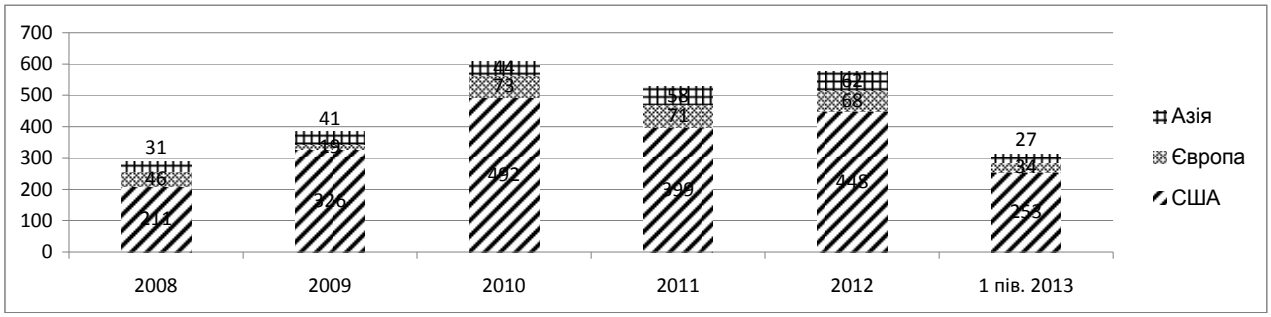

Рис. 2. Обсяги випуску сек'юритизованих цінних паперів, млрд євро

* *Джерело:* побудовано автором на основі [8].

Для кращого розуміння ролі, яку відіграє сек'юритизація на світовому фінансовому ринку, варто розглянути обсяги використання даного інструменту фінансування. Звичайно, розвиток сек'юритизації є нерівномірним як за регіонами, так і за країнами світу (рис. 2).

Лідером традиційно залишаються США, частка яких на цьому ринку ще в 1996 р. становила 93% і за останні роки не опускалася нижче 75%. Однак, починаючи з 2010 р. країни Європи почали збільшувати свою присутність на ринку сек'юритизації з 4,8% у 2009 р. до 11,9% у 2010 р. Протягом наступних років частка Європи залишалася достатньо стабільною. За підсумками 2012 року, на США припадало близько 78% загального ринку сек'юритизації, тоді як на країни Європи – 12% [8].

Аналізуючи ринок сек'юритизації в розрізі Європи, можна побачити особливості поширення конкретних видів структурованих цінних паперів в різні періоди (рис. 3).

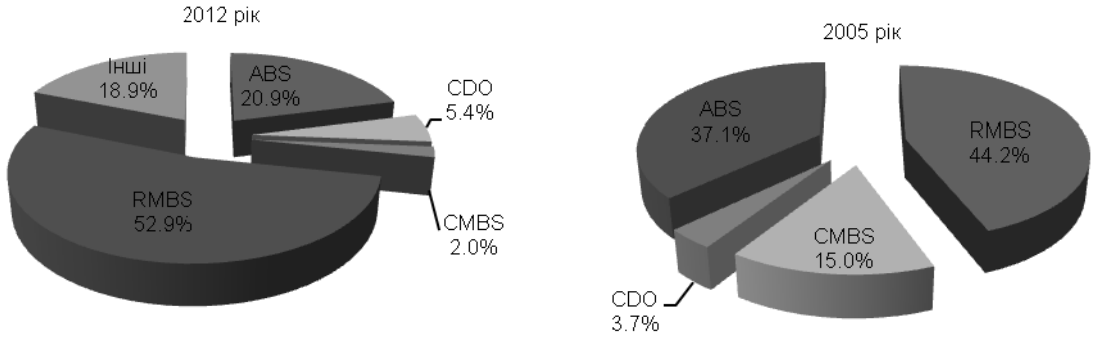

Рис.3. Структура випуску сек'юритизованих цінних паперів в Європі за результатами 2005 та 2012 р.

* *Джерело:* побудовано автором на основі [8].

У європейських країнах обсяги випусків структурованих цінних паперів не набули таких значних масштабів, як у США, оскільки для країн Європи характерний випуск забезпечених або покритих облігацій, основними видами яких є іпотечні облігації (звичайні іпотечні облігації та джамбо-облігації); облігації, забезпеченням яких є кредити, надані органам державної влади; облігації, забезпеченням яких є річкові та морські судна; облігації, забезпечені іншими активами. Емітентами таких забезпечених цінних паперів є переважно фінансово-кредитні установи, які мають у своєму розпорядженні такі активи. Так, в 2012 р. провідне місце в Європі займали іпотечні цінні папери, зокрема RMBS. Це пов'язано з тим, що іпотечна криза мала менший вплив на європейський ринок. Також варто відмітити достатньо високу частку ABS (близько 21%), що пов'язано з особливостями функціонування європейського фінансового ринку.

Достатньо цікаво здійснити порівняння сучасної структури випуску структурованих цінних паперів у Європі із ситуацією, яка спостерігалася до настання кризи. Варто відмітити, що провідну роль в 2005 році також займали цінні папери, забезпечені іпотекою. Однак їх структура була дещо іншою. Так на CMBS припадало 15% від загальної суми всіх випущених структурованих цінних паперів (проти 2,0% у 2012 р.), а на RMBS – 44,2% у порівнянні з 52,9% у 2012 р. Такі зміни пов'язані з значним збільшенням обсягів іпотечного кредитування протягом останніх років. Також варто відзначити певне підвищення ролі CDO – із 3,7% у 2005 р. до 5,4% у 2012 р. Це говорить про використання більш складних структур у процесі здійснення сек'юритизації та позитивну реакцію на такі цінні папери з боку ринку.

Останнім часом інвестори почали менше довіряти структурованим цінним паперам у зв'язку із підвищення ймовірності настання дефолту по ним. Відповідно до підвищення ризиків, збільшується і дохідність по таким цінним паперам. Протягом 2002-2007 років на ринку європейських структурованих цінних паперів зберігалася достатньо стабільна ситуація. Різниця між дохідністю даних фінансових інструментів та державними цінними паперами зберігалася на достатньо низькому рівні, що говорило про високу довіру до таких цінних паперів. Однак, починаючи з 2008 року, спред почав стрімко зростати і в 2009 році вже становив 350 б.п. Це говорить про погіршення надійності структурованих цінних паперів та зменшення попиту з боку потенційних інвесторів.

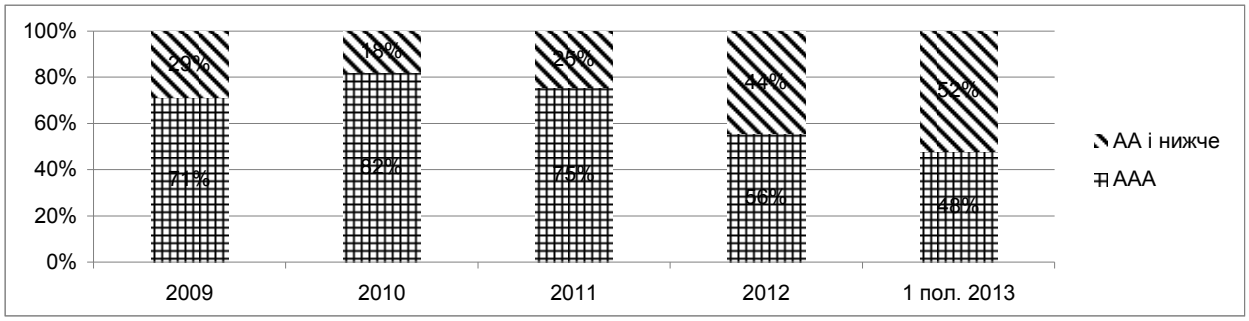

Рис.4. Рейтинги випущених в Європі сек'юритизованих цінних паперів

* *Джерело:* побудовано автором на основі [8].

Варто відмітити, що протягом останніх років спостерігається тенденція до зниження рейтингів структурованих цінних паперів (Рис. 4). Так в Європі станом на 2009 рік на цінні папери з рейтингом ААА припадало близько 70% від загальної кількості випусків, а в першій половині 2013 р. даний показник вже становив менше 50%. Це говорить як про зниження якості цінних паперів та застави, під яку вони випускаються, так і про більш прискіпливе оцінювання з боку рейтингових агенцій.

Ще одним підтвердженням погіршення якості структурованих цінних паперів в Європі є достатньо стрімке зниження їхніх рейтингів. В 2007 році підвищень рейтингу спостерігалось вдвічі більше, ніж понижень. З одного боку це означало підвищення надійності таких цінних паперів, а з іншого, така ситуація приховувала в собі небезпеку переоцінки деяких цінних паперів. Вже в 2008 році відбулося пониження рейтингів для майже 1200 випусків структурованих цінних паперів, що поставило під загрозу довіру до всього ринку структурованих інструментів фінансування. Однак в 2009 році ситуація дещо покращилася, і тому можна було припустити, що з подальшим відновленням світової економіки повинно відбуватися і підвищення рейтингів структурованих цінних паперів, а отже і відновлення довіри до них з боку потенційних інвесторів. Станом на 2012 рік кількість понижень та підвищень рейтингів майже зрівнялися.

Висновки. Таким чином, сек'юритизація є достатньо привабливим інструментом структурованого фінансування, який при правильному використанні може дозволити банкам вирішити низку проблем, пов'язаних з ліквідністю та необхідністю диверсифікації ризиків. Світова фінансова криза внесла свої корективи в функціонування ринку структурованого фінансування загалом, та сек'юритизації зокрема. Інвестори стали більш прискіпливо ставитися до інвестування в дані інструменти, а рейтингові агенції переглянули свої підходи до оцінювання структурованих цінних паперів. Однак, незважаючи на дані обставини, сек'юритизація продовжує відігравати важливу роль як інструмент зменшення ризиків та залучення додаткових фінансових ресурсів на ринках США та Європи.

Список використаної літератури:

1. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х.П. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.

2. Версаль Н.І. Сек'юритизація та її роль у відновленні фінансової стабільності / Н.І. Версаль // Вісник НБУ. – 2010. – № 4. – С. 28 – 35.

3. Девидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Девидсон, Э. Сандерс и др. – М.: Вершина, 2007. – 592 с.

4. Кравчук І.С., Юхимчик В. Д. Сек'юритизація банківських активів // Інвестиції: практика та досвід. – 2008. – № 1. – С. 27–32.

5. Науменкова С.В., Буй Т.Г.Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні // Фінанси України. – 2010. – № 2. – С. 89-101.

6. Jobst A. What is structured finance? // ICFAI Journal of Risk Management.– 2007. – P. 1–18.

7. Securitisation 2009/ International Finance Services London. – 2009. – P. 1 – 8.

8. Securitisation Data Report Q2:2013/ Association for Financial Markets in Europe, – 2013. – P.1-27.

Надійшла до редакції 10.10.13

В. Кирий, асп.
КНУ имени Тараса Шевченко, Киев

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ОСНОВНОЙ ИНСТРУМЕНТ СТРУКТУРИРОВАНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ БАНКОВ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ И СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Исследованы теоретические основы секьюритизации как основного инструмента структурированого финансирования банков и приведены характеристики ценных бумаг, которые могут быть использованы в процессе секьюритизации. Осуществлен анализ современных тенденций на рынке секьюритизации в США и Европе.

Ключевые слова: структурированое финансирование, секьюритизация, финансовые инструменты, ценные бумаги.

V. Kyrii, PhD Student
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv

SECURITIZATION AS A MAIN INSTRUMENT OF STRUCTURED FINANCE FOR BANKS: THEORETICAL BASIS AND LATEST TENDENCIES

In the article theoretical basis of securitization process was considered as main instrument for banks structured finance. Also features for main instruments of securitization were provided. The latest tendencies on securitization market in USA and Europe were analyzed.

Keywords: structured finance, securitization, financial instruments, securities.