

IV ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ

УДК 330.35.011

С. О. *Силантьєв*, канд. техн. наук, доцент,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ІННОВАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ ЕКОНОМІКИ

З метою визначення впливу сучасних фінансових інновацій, що створювалися та впроваджувалися на розвинутих ринках Британії, США та Європи за останні двадцять п'ять років, проведено дослідження теоретичних основ процесів сек'юритизації та їх динаміки у Європі і США за останні десять років. Визначено зв'язок процесів сек'юритизації з фінансовою та економічною кризою 2008 року. На основі запропонованих міжнародних регуляторних реформ для фінансових ринків, що розпочали впроваджуватися з березня 2009 року, проведено аналіз вартості міжнародних зобов'язань України, сформульовано напрямки вдосконалення функціонування фінансової системи.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: інновації, похідні фінансові інструменти, сек'юритизація, хеджування, фінансові ризики.

С целью определения влияния современных финансовых инноваций, которые создавались и внедрялись на развитых рынках Британии, США, и Европы за последние двадцать пять лет, проведено исследование теоретических основ и динамики процессов секьюритизации в Европе и США за последние десять лет. Определена связь процессов секьюритизации с финансовым и экономическим кризисом 2008 года. На основе предложенных международных регуляторных реформ для финансовых рынков, внедрение которых началось с марта 2009 года, проведен анализ международных обязательств Украины, сформулированы направления по улучшению функционирования финансовой системы.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: инновации, производные финансовые инструменты, секьюритизация, хеджирование, финансовые риски.

For the goal of influencing the modern financial innovations, which developed and implemented in last 25 years on Britain, USA and Europe markets the theoretical bases and securitization process dynamics was researched. The connectivity of securitization processes with financial and economic 2008 crises was defined. On the bases of international regulations reforms, which was started from march 2009, Ukrainian international obligations was researched and the ways for the better functioning of financial system was formulated.

KEYWORDS: innovation, derivatives, securitization, hedging, financial markets.

Фінансові інновації сприяли вирішенню проблем Азіатської та Латиноамериканської криз середини 90-х років минулого сторіччя за наступними напрямками: усунення дисбалансів на макрорівні, уповільнення різкого зростання кредиторської заборгованості, виправлення помилок регуляторних реформ на регіональному рівні і, саме головне, підвищення ефективності функціонування фінансових ринків у напрямку підвищення їх раціональності [6]. Запропоновані рішення для фінансового ринку у вигляді різних типів похідних фінансових інструментів та технологій фінансової інженерії забезпечували низько витратні та ефективні методи подолання систематичних ризиків. За допомогою цих методів вирішувалися дві головні проблеми:

- підвищення ефективності розподілу фінансових ресурсів за рахунок масштабного виходу на фінансовий ринок фінансових посередників;

- підвищення операційної ефективності фінансової системи за рахунок зменшення операційних витрат на проведення транзакцій на первинному та вторинному ринках завдяки ліквідним ринковим фінансовим інструментам.

Таким чином, усі фінансові інновації, що запроваджувалися протягом останніх 25 років, можна поділити на п'ять класів:

- вихід на ринок нових фінансових посередників (венчурні і хеджеві фонди);

- створення ліквідних ринків із нових поколінь фінансових інструментів (похідних фінансових інструментів забезпечених позиковими зобов'язаннями);

- створення нових фінансових ринків (страхові похідні фінансові інструменти);

— нові фінансові сервіси (електронна торгівля, електронний банкінг);

— нові фінансові технології (VaR, LBO) [6].

Необхідно підкреслити, що вищенаведені інновації до кризи 2008 року широко використовувалися на всіх ринках світу, в усіх розвинутих країнах. Майже 95 відсотків світових компаній, що включені до Топ-500, широко використовували ці фінансові інновації (рис. 1 і 2).



Рис. 1. Кількість світових компаній, що входять до Топ-500, які використовують похідні фінансові інструменти: класифікація за країнами



Рис. 2. Кількість світових компаній, що входять до Топ-500, які використовують похідні фінансові інструменти: за типами ризиків

Природно, що лідерами у процесах ринкового запровадження інновацій на фінансових ринках виступили США, Японія, Франція, Британія, Німеччина (рис. 1). Фінансові інновації використовувалися для хеджування наступних типів ризиків: валютних ризиків, ризиків, пов'язаних з інвестиціями у ліквідні товари і акції, безризикової відсоткової ставки (рис. 2).

Мета статті — проаналізувати одну із інновацій фінансових ринків — сек'юритизацію, та її вплив на фінансову і економічну кризу 2008 року.

Сек'юритизація, яка була однією із найважливіших інновацій 80-х років минулого сторіччя, фундаментально змінила традиційну роль фінансових посередників у напрямку залучення більше ніж однієї інституції до процесу запозичення [4–6,11]. У найпростішому випадку, із запозиченнями і з використанням іпотечних облігацій, кредитор, який вирішив трансформувати іпотечний кредитний пул на вторинний ринок за допомогою сек'юритизації, повинен легально продати власний кредитний пул спеціальної інвестиційної компанії (SPV), задачею якої є подальше структурування отриманих в управління пулів зобов'язань [1]. Ця компанія створюється шляхом відокремлення від оригіатора саме для цілей управління кредитними пулами. Легалізований трансфер активів від оригіатора до спеціальної компанії є критичним з точки зору захисту від майбутніх ризиків оригіатора й інтересів майбутнього інвестора [3, 4]. Спеціальна компанія на основі створення власних пулів емітує нові вторинні забезпечені цінні папери. Забезпечення може бути різним: автокредити, комерційна нерухомість, фінансові потоки за пластиковими картками та ін. У процесі створення вторинних цінних паперів інвестиційний банк залучається до цього процесу у якості андеррайтера. Головне джерело зростання ринку сек'юритизації було сформовано емісією цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами (RMBS), облігацій забезпечених позиковими зобов'язаннями (CDO), похідних іпотечних цінних паперів, забезпечених комерційною нерухомістю (CMBS).

На рис. 3 бачимо, що майже перед крахом глобального іпотечного ринку, в Європі емісія сек'юритизованих забезпечених облігацій зростала на 17,2 % виключно за рахунок інструментів найвищого кредитного рейтингу Aaa/AAA. На рис. 4 представлено динаміку сек'юритизованих емісій забезпечених облігацій у США і Європі, включаючи 1-е півріччя 2009 року. На

рис. 5 наведено динаміку загальної частки низькоякісних (підвищеного ризику) іпотечних облігацій на глобальному іпотечному ринку.



Рис. 3. Зростання кількості сек'юритизованих забезпечених облігацій в Європі по рейтинговим класам

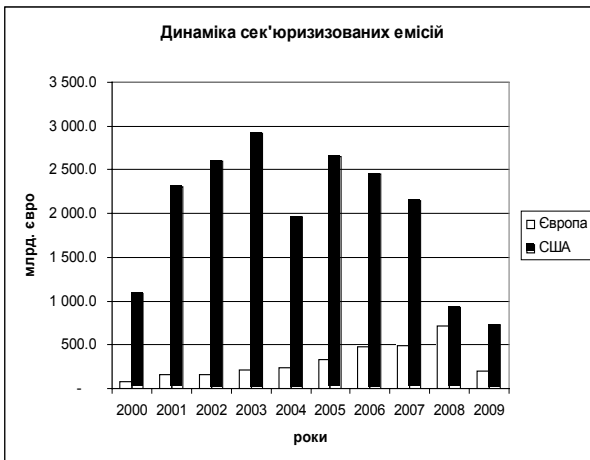


Рис. 4. Динаміка сек'юритизованих емісій забезпечених облігацій у США і Європі (2009 рік — 1 півріччя)

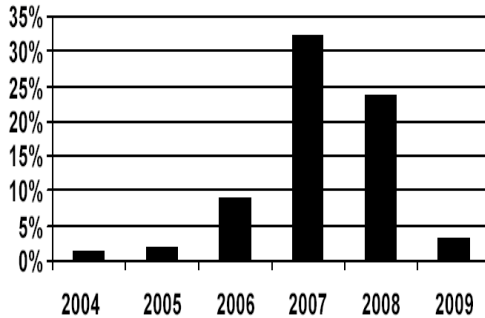


Рис. 5. Загальна часта низькоякісних (підвищеного ризику) іпотечних облігацій на глобальному ринку

Market Movers				
Daily Tighteners				
Name	5Y Today	Daily Chg	Weekly Chg	28 Day Chg
Ukraine	1202.41	-89.59	-319.13	-597.85
Rep Kazakhstan	348.47	-16.78	-51.01	-147.75
Argentine Rep	1608.20	-11.69	-128.53	-524.70
Rep Iceland	508.55	-10.46	-43.83	-158.98
Kdom Sweden	35.45	-9.29	-9.70	-29.70
Daily Wideners				
Name	5Y Today	Daily Chg	Weekly Chg	28 Day Chg
Rep Venezuela	1247.94	19.25	-158.92	-223.71
Jamaica	586.22	11.22	-10.45	-48.11
Socialist Rep Vietnam	237.86	9.86	-12.86	-73.89
Utd Mexican Sts	150.30	7.30	-16.78	-78.59
Bangko Sentral ng Pilipinas	185.75	6.08	4.42	-40.50

Prices as of 06Aug09. Values in bps unless otherwise stated.

Рис. 6. Зміни кредитного спреду на міжнародних ринках капіталу

По завершенню процесу сек'юритизації рейтингові агентства здійснюють аудит вторинних забезпечених цінних паперів і присвоюють їм кредитний рейтинг. Таким чином, у результаті процесу сек'юритизації, оригінатор легально здійснює трансфер власних активів і зобов'язань з балансу, що у свою чергу виступає у якості додаткового каталізатору процесу продажу активів [1]. На-

слідком цих масових продажів є збільшення запозиченого капіталу, необхідного, наприклад, для будування нового житла, якщо воно виступає у якості забезпечення. Головним є те, що у результаті масштабного створення нових пулів іпотечних облігацій спеціалізованими компаніями з подальшим продажем вторинних забезпечених цінних паперів на відкритому ринку, здійснюється перерозподіл фінансових ризиків від позичальників до інвесторів у забезпечені цінні папери вторинного ринку. І цей ризик зростає у зв'язку з тим, що інституціональні інвестори мають великий апетит до підвищеної доходності, у порівнянні з первинними кредиторами іпотечних облігацій, кредитні портфелі яких є менш ліквідними і диверсифікованими. З свого боку, спеціальні компанії застосовують різні техніки сек'юритизації, забезпечуючи структурування вторинних забезпечених цінних паперів у напрямку різних строків погашення, різних доходностей. У процесі структурування використовується широкий спектр похідних фінансових інструментів, методи фінансової інженерії, які забезпечують залучення інвесторів з різними фінансовими можливостями і відношенням до ризиків [2]. Найзначимішими інституціональними інвесторами у такі забезпечені цінні папери є пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи. Завдяки ліквідному вторинному ринку внутрішніх вторинних іпотечних цінних паперів позичальник отримує деякі переваги від процесу сек'юритизації у термінах зменшених витрат на обслуговування іпотечного кредиту і підвищення можливості щодо отримання нового житла. У такий спосіб здійснюється трансфер права на управління первинними активами оригінатора і відповідних ризиків до спеціальної компанії. Таким чином, нові вторинні цінні папери продаються на вторинному ринку для інвесторів, які отримують періодичні платежі, а на момент погашення вторинних цінних паперів і суму номіналу. Бурхливий розвиток вторинного ринку призвів до його зростання. Наприклад, на кінець 2006 року капіталізація ринку вторинних цінних паперів у США дорівнювала 6,5 трлн дол. США, що складало майже 60 % ВВП країни. У такий спосіб, по-перше, здійснилася інтеграція іпотечного ринку до ліквідного фінансового ринку, по-друге, значно підвищилася ліквідність іпотечного ринку і, по-третє, іпотечний ринок, який стрімко розвивався, вплинув на підвищення ефективності фінансового ринку у цілому [3,4]. Але на цей неврегульований ринок вийшла велика кількість приват-

них компаній, вторинні іпотечні цінні папери яких мали всі ознаки спекулятивних.

Найслабкішим теоретичним припущенням в оцінці успіху резидентних іпотечних цінних паперів вторинного ринку є те, що для цього фінансового інструменту, домовласник повинен здійснювати щомісячні платежі по іпотечним облигаціям, які, у свою чергу, формують фінансові потоки для інвесторів у вторинні цінні папери [5]. Таким чином, вторинні цінні папери, як і всі фінансові інструменти з фіксованою доходністю, оцінюються шляхом дисконтування майбутніх фінансових потоків. А в зв'язку з тим, що складовими вторинних цінних паперів є велика кількість іпотечних зобов'язань, тому цей розрахунок не є тривіальною проблемою. Тобто, для оцінювання вторинних цінних паперів необхідно здійснювати через базові іпотечні пули з подальшою проекцією їх фінансових потоків, що складаються із щомісячних платежів, для оцінювання вторинних цінних паперів. Але ці розрахунки є дуже складними, тому що необхідно робити припущення відносно ймовірностей сплати по іпотечним облигаціям і дефолту по кожній із складових базового пулу [6]. Фінансові ризики інвестора у вторинні цінні папери пов'язані з ринковими факторами, наприклад, із зменшенням без ризикової ставки або ставки рефінансування. Хоча, як вказує Дж.Фабозці, в абсолютній більшості випадків, це пов'язано з індивідуальними проблемами позичальника: зміною роботи, розлученням з подальшим продажем житла, нерухомості і т. ін. Ці компоненти додають невизначені не лінійності до оцінювання ймовірностей сплати та дефолту по іпотечним зобов'язанням. Незважаючи на те, що існує велика кількість фінансових моделей, немає єдиного індустріального стандарту для оцінювання інтенсивності сплати та дефолту по іпотечним зобов'язанням. У зв'язку із цим, К. Каломіріс і Дж. Масон довели, що дефолти по іпотечним зобов'язанням у 48 разів більше завдяки неринковим факторам, ніж дефолти у разі зміни відсоткової ставки [7].

Крім того, менеджмент ризиків різних типів вторинних іпотечних цінних паперів з вбудованими опціонами, на основі відомих теоретичних моделей, не є обґрунтованим у зв'язку з неможливістю забезпечення, по-перше, адекватного теоретичного їх ціноутворення і, по-друге, оцінювання ймовірності їх дефолту. У цих моделях, як вказує Т. Сігімура, стани дефолту та сплати за іпотечкою розглядаються у якості двох опціонів PUT і CALL [5, 13].

З точки зору позичальника, дефолт розглядається у якості PUT опціону, вартість якого зростає у випадку, коли вартість іпотеки більше вартості житла. У цьому випадку, теоретично, виконання такого опціону веде до миттєвого збагачення позичальника. Аналогічно, сплата за іпотекою розглядається у якості опціону CALL, який дорожчає у випадку, коли ціна іпотечного контракту зростає відносно номіналу. Сплачуючи по номіналу, теоретично, позичальник також миттєво збільшує власне багатство, можливо за рахунок нових позик. В обох випадках, опціони відносяться до опціонів «у грошах» і це є руйнівним джерелом до формування непередбачуваних дій позичальників, коли ці опціони переходять до стану «у грошах». Д. Йонгхенг, Дж. Куіглі, Р. Ван Ордер довели, що використання тільки опціонних моделей недостатнє для оцінювання ймовірностей дефолту і сплати за іпотекою, з урахуванням широкого спектру гетерогенних характеристик позичальників з відмінностями у транзакційних витратах [8]. А це, в свою чергу, по-перше, формує підвищені ризики для низькоякісних вторинних іпотечних цінних паперів, і по-друге, вплив підвищених транзакційних витрат не дає можливості скористатися теоретичною вартістю опціонів «у грошах» шляхом їх виконання, в оптимальний момент часу, як це припускає опціонна модель. Таким чином, ця невизначеність в опціонній моделі, яку в абсолютній більшості використовують рейтингові агентства для визначення рейтингів кредитоспроможності іпотечних облігацій, на думку Дж. Роснера і Дж. Масона, не дає адекватного уявлення про обґрунтованість цих рейтингів [9]. Дж. Роснер і Дж. Масон також підкреслюють суттєвий вплив на рейтинги вторинних іпотечних цінних паперів структури капіталу спеціальних інвестиційних компаній, їх власні інвестиційні стратегії, властивості базового іпотечного пулу, сезонність іпотеки.

Як вказує Ф. Партной, рейтинговий бізнес не був прибутковим до середини 90-років минулого сторіччя до тих пір, доки фінансові інститути не розпочали виводити кредитні похідні фінансові інструменти із власного балансу, таким чином здійснюючи трансфер фінансових ризиків на ринок у цілому [10]. Це призвело до значного розширення бізнесової активності найкрупніших рейтингових агентств Standard & Poor's, Moody's і Fitch у напрямку рейтингування комплексних кредитних фінансових інструментів. Їх власні методології рейтингування, при слабкому регуляторному законодавстві, дозволили

створити мультитриліонний олігополістичний ринок рейтингових послуг. Таким чином, їх досвід з рейтингування різних типів традиційних облігацій був необґрунтовано використаний для розробки відповідних методик для структурованих фінансових інструментів.

Дж. Роснер і Дж. Масон підкреслюють, що емісія корпоративних облігацій здійснюється для формування динамічної структури капіталу компаній і гнучких інвестиційних рішень з метою подолання проблеми не прогнозованих змін фінансових ризиків. Кредитні рейтинги таких облігацій залишалися незмінними протягом тривалого часу. І навпаки, емісія іпотечних вторинних облігацій здійснюється спеціальними інвестиційними компаніями з статичною структурою капіталу і динамічними інвестиційними стратегіями, які використовуються для обслуговування динамічних пулів іпотечних зобов'язань. Статична структура капіталу таких компаній не змінюється відповідно до ринкових ризиків, що виникають, результатом чого повинні бути відповідні зміни у кредитних рейтингах таких фінансових інструментів для відображення нових ризиків. А традиційні підходи обслуговування довготривалих рейтингів, у цьому випадку, не дозволяли ефективно здійснювати моніторинг та оцінювання фінансових ризиків структурованих фінансових продуктів. Додатково, до цих методологічних недосконалостей в оцінюванні структурованих фінансових продуктів, Ф. Партной звернув увагу на наявні потужні конфлікти в індустрії рейтингування, де доходи рейтингових агентств на 90 % надходили від компаній, зобов'язанням яких присвоювався відповідний рейтинг. Таким чином, Ф. Партной аргументовано приходить до висновку про існування наявних арбітражних можливостей, які стимулювали швидке розширення ринку структурованих фінансових продуктів. Воно, у свою чергу, сприяло створенню широкого спектру вторинного ринку структурованих фінансових продуктів з підвищеною доходністю. А цей фінансовий левередж послужив для оригінаторів сигналом для створення нових складних продуктів з новими фінансовими потоками. Фінансові інновації, недосконале регуляторне законодавство загалом підштовхнули до масштабного виходу на цей надприбутковий ринок приватних компаній. Регулювання діяльності приватних компаній на іпотечному ринку до серпня 2008 року, взагалі було недосконалим. У такий спосіб сформувався бум на нерухомість не тільки у Британії, США, Європі але й в

Україні. Фінансові інструменти, що сформували потужний ринок у результаті сек'юритизації, щільно інтегрувалися до фінансового ринку. Більш того, Е. Ладерман і Х. Лах шляхом дослідження доходності низькоякісних іпотечних облігацій і смітєвих корпоративних облігацій дійшли висновку, що кореляція іпотечних облігацій з підвищеним ризиком була значно більшою з інструментами фінансового ринку ніж з «смітєвими» корпоративними облігаціями [4, 11, 12]. Таким чином, цей «сюрприз» з дуже важливими для економіки наслідками став відомим у 2007 році, тільки після 6 років після його встановлення. Іпотечні структуровані фінансові продукти з підвищеним кредитним ризиком еквівалентним «смітєвим» корпоративним облігаціям і з кореляцією доходності з інструментами фінансового ринку є чутливішими до економічних несподіванок.

У результаті наведеного вище, за дуже короткий строк на іпотечному ринку завдяки багатьом причинам, у тому числі і завдяки масштабному виходу на цей ринок приватних компаній, при існуванні недосконалого законодавства, були втрачені стандарти функціонування іпотечного ринку як на регіональному, так і на глобальному рівні. Методологічні помилки рейтингових агентств у визначенні кредитних рейтингів структурованих фінансових продуктів не відповідали рівню їх ризиків. Приймаючи до уваги ці фактори, в умовах падіння цін на нерухомість при незмінній відсотковій безризиковій ставці з наступними дефолтами вторинних іпотечних цінних паперів і ефекту «доміно» від краху великих іпотечних ринків Британії і США, криза розповсюдилася на світовий фінансовий ринок і розійшлася по світу до реального сектору економіки.

Але крах іпотечного ринку не створив умови для його зникнення, а навпаки, ініціював потужну спільну роботу у напрямку створення індустріальних стандартів для емісії забезпечених зобов'язань широкого спектру. Досягнення у цій стандартизації вже широко використовуються на глобальному ринку, включаючи суверенні забезпечені облігації для багатьох країн світу. Впровадження світових стандартів у напрямку централізованого клірингу цих зобов'язань суттєво впливає на розвинуті країни Азії, Європи, США і України в тому числі.

У зв'язку з наслідками фінансової і економічної кризи, 2009 рік можна відмітити *трьома* нововведеннями на ринку забезпечених зобов'язань: створення комітету з стандартизації кре-

дитних похідних фінансових інструментів; розширення централізованого клірингу з упровадженням економічних механізмів виконання транзакцій з кредитними похідними фінансовими інструментами; запровадження впорядкованих дій у стані дефолту і чітка регламентація подій при наявному стані запозичення на фінансових ринках. Ці нововведення розпочали впроваджуватися вже у квітні 2009 року на всіх ринках без виключення. І відразу, на міжнародних фінансових ринках відчули ці нововведення всі позичальники, у тому числі і Україна. Це трапилося наприкінці липня, коли рейтингове агентство Fitch знизило довгострокові кредитні рейтинги державної компанії «Нафтогаз Україна» з B-, до CC- з негативним довгостроковим прогнозом. (До дефолту залишається тільки один рівень рейтингової шкали — CCC). За тиждень до цієї події кредитний спред, тобто вартість запозичень для України на міжнародних ринках капіталу, збільшився майже на 40 % (319,13 б.п.), а за попередні три тижня кредитний спред, збільшилася на 49,66 % (за 28 днів зріс на 597,85 б.п., рис. 6).

Аналізуючи рис. 6 можна сказати, що, наприклад, міжнародні державні зобов'язання Казахстану у часи кризи мають менший кредитний спред, ніж міжнародні державні зобов'язання України (400 б.п.) за 2 роки перед фінансовою і економічною кризою. Як наслідок, і в умовах економічної кризи в Казахстані на кінець 2009 року прогнозується економічне зростання на 3–5 %. З іншого боку, для українських міжнародних державних зобов'язань, в таких умовах, виникає значне підвищення ймовірності дефолту державних зобов'язань у майбутньому при найгіршому сценарії розвитку світової економіки. Такий сценарій став реальністю, коли НАК «Нафтогаз України» 30 вересня 2009 року повідомив про фактично стан технічного дефолту, не сплативши міжнародні зобов'язання у розмірі 500 млн дол. США з подальшою їх реструктуризацію у середині жовтня.

Світова фінансова і економічна криза стала шаленим поштовхом для прийняття спільних рішень у напрямку вдосконалення функціонування фінансової системи усіх країн світу і законодавчого систематичного впорядкування усіх фінансових інновацій, запропонованих за останні 25 років. Ці проблемні рішення не тільки сформульовані за короткий час, але вже послідовно впроваджуються на всіх фінансових ринках, починаючи з квітня 2009 року у наступних напрямках: створення систематич-

них аналітичних підходів до аналізу інструментів фінансового ринку; фундаментальні зміни у регуляторному законодавстві; інституціональне і географічне впровадження нових реформ; постійне вдосконалення захисту депозитів населення; системні рішення у функціонуванні рейтингових агентств; нові системні макро пруденційні підходи; нові системні рішення у ризик-менеджменті; створення нового регуляторного середовища для великих банків — сервісних та інвестиційних; впровадження регуляторного законодавства для взаємодії банківських установ на регіональних і глобальному ринках.

Література

1. *Klee K. N., Butler B. C.* Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues. *Uniform Commercial Code Law Journal*, 35 (2), 2002. — P. 23 — 68.
2. *Danis M., Pennington-Cross A.* A Dynamic Look at Subprime Loan Performane. *The Journal of Fixed Income*, June, 2005. — P. 28 — 39.
3. *Kolari J. W., Fraser D. R., Anari A.* The Effects if Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis. *Real Estate Economics*, 26 (4), 1998. — P. 677 — 693.
4. *Lax H.* Subprime Lending: An Investigation of Economic Efficiency. *Housing Policy Debate*, 15 (3), 2005. — P. 533 — 571.
5. *Sugimura T.* Valuation of Residential Mortgage-Backed Securities with Default Risk Using an Intensity-Based Approach. *Asia-Pacific Financial Markets*, 11 (1), 2006. — P. 185 — 214.
6. *Fabozzi J. F.* *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. 4- th Edition, NJ: Pearson Prentice Hall, 2005. — 606 p.
7. *Calomiris C., Mason, J.* Endogenous and Exogenous Mortgage Prepayments in an Optimal Stopping Framework. Working Paper. 2007. — 1 — 92 p.
8. *Yongheng D., Quigley J. M., Van Order R.* Mortgage Terminations, Heterogeneity and the Exercise of Mortgage Options. *Econometrica*, 68 (2), 2000. — P. 275 — 307.
9. *Rosner J., Mason J. R.* Where did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions, Graham Fisher & Co. 2007. — 1 — 86 p.
10. *Partnoy F.* How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers. San Diego: University of San Diego. Brookings-Nomura Seminar, 2007. — 1 — 47 p.

11. *Laderman E.* Subprime Mortgage Lending and the Capital Markets. San Francisco: FRBSF. 2001. Number 2001-38, 2001. — P. 1 — 4.
12. *Lax H.* Subprime Lending: An Investigation of Economic Efficiency. Housing Policy Debate, 15 (3), 2005. — P. 533 — 571
13. *Силантьєв С. О.* Менеджмент похідних фінансових інструментів: Практикум. — К.: КНЕУ, 2009. — 399 с.

Статтю подано до редакції 30.10.09 р.

УДК 336.5.018.12

А. Є. Буряченко, канд. екон. наук,
доцент, докторант,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ДЕЦЕНТРАЛІЗАЦІЯ СОЦІАЛЬНИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ДЕРЖАВИ

У статті досліджується порядок фінансового забезпечення соціальних гарантій держави. Запропоновано напрями більш ефективного використання наявних та залучення додаткових фінансових ресурсів задля фінансування соціальної сфери на рівні державних соціальних стандартів.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: місцевий бюджет, місцеве самоврядування, децентралізація, соціальні гарантії, розмежування доходів і видатків.

В статье исследуется порядок финансового обеспечения социальных гарантий государства. Предложены направления более эффективного использования существующих та привлечения дополнительных финансовых ресурсов для финансирования социальной сферы на уровне государственных социальных стандартов.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: местный бюджет, местное самоуправление, децентрализация, социальные гарантии, разграничение доходов и расходов.