

Використання даних важелів дозволяє формувати імідж організації як у внутрішньому, так і в зовнішньому середовищі. При цьому певна частина цих інструментів здатна впливати як на перше, так і на друге одночасно.

Наприклад, реклама та зв'язки з громадськістю, які, очевидно, в першу чергу спрямовані на зовнішнє середовище, не можуть не впливати певною мірою й на персонал. Зворотній ефект ми можемо побачити у такому інструменті формування корпоративної культури, як місія фірми, яка має об'єднувати колектив навколо основної мети діяльності організації, але в той же час може бути засобом формування іміджу фірми в суспільстві. Соціальна відповідальність фірми, спонсорство та меценатство здійснюють суттєвий вплив як на персонал, так і на клієнтів, партнерів, державні органи та суспільство в цілому, позитивно впливаючи на їх лояльність до організації та її продукції.

Формування іміджу організації — далеко не єдина мета управління корпоративною культурою. Культура має забезпечувати підтримку реалізації стратегії, полегшувати входження нових співробітників до організації, допомагати адаптуватися у зовнішньому середовищі, підвищувати ефективність діяльності організації.

Важливим питанням є розуміння вартісної оцінки корпоративної культури, її позиціонування як активу організації. В подальшому нас цікавить методика розрахунку економічного ефекту від вкладених у формування корпоративної культури зусиль та коштів, адже прагматичний підхід передбачає розгляд таких вкладень, як і будь-яких інших інвестицій у розвиток компанії.

Література

1. *Камерон К., Куинн Р.* Диагностика и изменение корпоративной культуры. — СПб.: Питер, 2001. — 320 с.
2. Корпоративна культура / Під заг. ред. Г. Л. Хаєта: Навчальний посібник. — К.: Центр навчальної літератури, 2003. — 403 с.
3. *Спивак В. А.* Корпоративная культура. — СПб.: Питер, 2001. — 352 с.
4. *Шейн Э.* Организационная культура и лидерство. — СПб.: Питер, 2008, 336 с.
5. *Freeman R. E.* Strategic management: a stakeholder approach. — Boston, 1984.
6. *Ouchi W.* Theory «Z»: How American business can meet the Japanese challenge. Reading, MA: Addison-Wesley, 1981.

Стаття надійшла до редакції 12.10.2009 р.

УДК 336.764.1, 330.341.1.

Д. В. Васильков,
начальник сектора цінних паперів
Акціонерного банку «Банк регіонального розвитку»

ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ТА ЗНАЧЕННЯ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ АКТИВІВ

В статті досліджено сутність, особливості і еволюцію поняття сек'юритизація, розглянуто категорії сек'юритизованих активів та основні етапи сек'юритизації.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: сек'юритизація, сек'юритизація активів, фінансові інновації, забезпечені активами цінні папери.

По мірі розвитку фінансового ринку з'являються нові інструменти його активізації, зниження ризиків, укріплення фінансових можливостей учасників. З другої половини ХХ ст. фінансові інститути розвинутих країн світу все більше уваги звертали на ринок цінних паперів як на джерело отримання додаткових ресурсів, роз-

робляли інструменти підвищення ліквідності та зниження ризиків своїх операцій. Поряд із традиційними акціями і облігаціями з'явилися різні похідні цінні папери. Однією з найважливіших фінансових інновацій, що супроводжувалась змінами механізмів банківського посередництва, була сек'юритизація активів. Цей фінансовий інструмент, який з'явився у 1970-ті роки, сьогодні, під час фінансової і економічної кризи, викликає особливий інтерес.

Серед наукових праць, у яких досліджуються теоретичні основи сек'юритизації активів, слід виокремити роботи таких учених, як Ж. Матук, Дж. Маршалл, Р. А. Міллер, Л. Обей, Дж. Сінкі, Ф. Фабоцці, Т. Френкел, Е. Ф. Жуков, Л. Н. Красавина, Г. Г. Матюхин, Я. М. Миркин, Б. Б. Рубцов, В. А. Тарачев, В. М. Усоскин, Б. Г. Федоров та ін.

Метою даної статті є дослідження сутності та еволюції поняття сек'юритизації активів, його економічного значення та можливостей, які надає банкам та підприємствам використання інструменту сек'юритизації.

Термін «сек'юритизація» був запропонований Люїсом Ранієрі (Lewis S. Ranieri), головою іпотечного департаменту Salomon Brothers, і вперше був згаданий у Wall Street Journal у 1977 р. у статті, присвяченій опису первинного розміщення першого випуску цінних паперів, забезпечених заставою прав вимоги за іпотечними кредитами. Операція, за якою андеррайтером виступав Salomon Brothers, була заснована на використанні структури прямого розподілу (pass-through), при якій спеціальна проектна компанія розподіляла між утримувачами цінних паперів всі грошові кошти, згенеровані пулом кредитів, на момент чергової виплати за паперами [7]. З середини 1980-х рр., наслідуючи досвід банків США, сек'юритизація з'явилась на ринках багатьох інших країн.

Серед дослідників немає єдиної точки зору щодо причин виникнення сек'юритизації. Дж. Фіннерті вбачає причину появи сек'юритизації активів у потребі у зменшенні ризиків, підвищенні ліквідності і зниженні трансакційних витрат. Він розглядає сек'юритизацію як дешевший за депозити спосіб залучення ресурсів. На його думку, випуск цінних паперів, забезпечених заставами, був ініційований американським урядом, перш за все, для підвищення ліквідності житлового сектора [6].

На думку Е. Кейна, сек'юритизація з'явилась унаслідок суперечності, що існує між цілями органів регулювання і цілями окремих фірм. Фірми застосовують сек'юритизацію у відповідь на зниження вартості компанії внаслідок регулювання. Це, в свою чергу, змушує регулюючі органи вводити нові нормативні обмеження. Суперечність між регулюючими органами і фірмами посилюється під впливом інформаційної і податкової асиметрії. Під першою розуміється невідповідність в обсягах інформації, якою володіють банки і регулюючі органи. Інформація банків зазвичай повніша і точніша. Податкова асиметрія пов'язана з особливостями розрахунку бази оподаткування, передбаченої податковим законодавством. Ф. Фабоцці вважає, що сек'юритизація була введена з метою усунення і зниження податкових зобов'язань.

В економічній літературі виділяють три основні концепції сек'юритизації. Згідно першої, сек'юритизація розглядається, виходячи з буквального розуміння цього терміну (від англ. «securities» — цінні папери), і означає процес залучення грошових коштів за допомогою випуску цінних паперів замість отримання кредитів банківської системи [4]. Сек'юритизація виступає формою фінансового посередництва, за допомогою якого власники грошових коштів здійснюють їх передачу позичальникам і одержують зобов'язання останніх.

Наслідком застосування сек'юритизації є розширенні обсягу ринку цінних паперів у порівнянні зі зростанням ринку позичкового капіталу в цілому, а також у розширенні видів цінних паперів, що випускаються комерційними банками і компаніями, збільшенні частки фінансових ресурсів, що привертаються шляхом розміщення цінних паперів.

На думку інших дослідників, поняття сек'юритизації вужче, і відноситься лише до сек'юритизації банківської діяльності. Б. Федоров, наприклад, під сек'юритизацією розуміє «різке підвищення питомої ваги цінних паперів у сумарному обсязі операцій банків, помітне розширення арсеналу цінних паперів і поява гібридів останніх з банківськими кредитами, надання кредитам характеристик цінних паперів» [4].

Прихильники третьої концепції розглядають сек'юритизацію як процес заміщення банківських позик (кредитів) емісією цінних паперів, забезпечених зобов'язаннями (пакетом зобов'язань) за виданими позиками. Сек'юритизацію можна розглядати як продаж на ринку частини активів банків (переважно, зобов'язань клієнтів по виданих позиках) у формі цінних паперів, забезпечених цими активами, і які погашаються із коштів, що поступають від боржників, або продаж кредитів з метою залучення грошових коштів.

Існує також думка, що сек'юритизація — це спосіб структуризації неліквідних кредитів. За допомогою сек'юритизації банки намагаються поліпшити якість активів, перетворити проблемні кредити на забезпечені цінні папери і прибрати з балансу банку безнадійні борги. Наприклад, якщо із зобов'язань банку утворити пул застав, оформити їх у вигляді цінних паперів і реалізувати на вторинному ринку, банк може прибрати довгострокові активи зі свого балансу і через це підвищити свою ліквідність [1, 2].

Залежно від емітента цінних паперів, розрізняють «класичну» та «синтетичну» сек'юритизацію. При «класичній», або «позабалансовій», сек'юритизації емітентом є спеціально створена юридична особа (SPV), якій кредитор по грошовим зобов'язанням, або «оригінатор», продає право вимоги по грошовим зобов'язанням (знімає цей актив зі свого балансу). SPV створюється з метою відокремлення активів, що підлягають сек'юритизації, від оригінатора, і відповідно зменшення ризиків.

Сек'юритизовані активи поділяють на дві основні категорії:

1) цінні папери, забезпечені споживчими активами і житловою іпотекою (residential mortgage-backed securities — RMBS) — до цієї категорії належать: цінні папери, забезпечені іпотечними кредитами і кредитами під заставу власної частки в нерухомості; автомобільні кредити і лізингові угоди; надходження по кредитних картах; кредити на покупку готових домів; студентські кредити; інші споживчі кредити, наприклад, кредити на поліпшення житлових умов;

2) цінні папери, забезпечені комерційними активами, такими як дебіторська заборгованість; угоди про довгострокову оренду устаткування; операційні активи (наприклад, контейнери для морського перевезення вантажів); розважальні активи (наприклад, права на екранізацію, ліцензійні платежі); кредити на франчайзинг; кредити малому бізнесу; комерційна іпотека [3].

Основними етапами сек'юритизації активів є [8]:

1) створення цільової компанії, яка є юридично незалежною і створюється (як неприбуткова організація) для перекладання на її баланс активів банку шляхом продажу;

2) цільова компанія придбає необхідну кількість активів, які надалі стають забезпеченням емітованих цінних паперів. Для фінансування угоди використовують різні форми покриття, найчастіше гарантії. Цільова компанія сплачує первинному власнику повну (або з дисконтом) вартість активів, а банк відчужує останні на користь цільової компанії;

3) отримання кредитного рейтингу цільовою компанією в одному з міжнародних агентств;

4) розміщення емітованих цільовою компанією цінних паперів серед професійних інвесторів;

5) акумулювання надходжень від придбаних активів для сплати відсотків і основної суми боргу по позиках. Агентом цільової компанії зі збору надходжень виступає банк;

б) погашення цінних паперів, емітованих цільовою компанією. Різницю від надходжень по придбаних активах і виплатах по емітованих цінних паперах перераховують банку.

Отже, ознаками процесу сек'юритизації є [9]:

- 1) випуск боргових цінних паперів, забезпечених однорідними активами;
- 2) джерелом виплат процентів і основної суми по цінним паперам є виключно надходження по сек'юритизованим активам;
- 3) цінні папери вільно обертаються на фондовому ринку;
- 4) емітентом цінних паперів може бути спеціально створена юридична особа або сам оригінатор (банк, який надає кредит).

У найбільших економіках країн СНД — Росії, Казахстані і Україні — останніми роками підвищувався інтерес до структурного фінансування. Поява прийнятних для сек'юритизації класів активів (споживчі кредити, видані в роздрібних мережах, кредитні карти, автокредити і іпотечні позики) і зростаюча мотивація банків-оригінаторів була основою для розвитку сек'юритизації [10]. Станом на 1 січня 2009 року в Україні було здійснено 4 угоди сек'юритизації фінансових активів українських компаній: КБ «ПриватБанк», «Укргазбанк», Державна іпотечна установа, «Сбербанк».

Потреба у залученні додаткових фінансових ресурсів вимагає від українських компаній пошуку нових джерел довгострокового фінансування, яким може бути сек'юритизація. Однак, ситуація на світових фінансових ринках і в Україні не є сприятливою для подальшого просування сек'юритизації. Фінансова криза відкрила певні проблеми сек'юритизації і показала, що даний фінансовий інструмент не слід сприймати однозначно, оскільки його вплив на фінансову стабільність не завжди позитивний. Необхідно більш зважено підійти до аналізу цього процесу і реальної оцінки результатів сек'юритизації. Крім того, в Україні необхідно законодавчо врегулювати питання сек'юритизації шляхом прийняття окремого закону.

Підсумовуючи результати проведеного дослідження, можна зробити висновок, що сек'юритизація активів є поширеним у західних країнах, але ще недостатньо розповсюдженим в Україні фінансовим інструментом, який має свої переваги і недоліки. Тому питання сек'юритизації потребують ще більш детального дослідження як у світі, так і в Україні.

Література

1. Красавина Л. Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: 3-е изд. — М.: Финансы и статистика, 2005. — 576 с.
2. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. — М.: Инфра, 1994. — 216 с.
3. Фабозици Ф. Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии; 2-е изд., испр. и доп. / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 874 с.
4. Федоров Б. Г. Современные валютно-кредитные рынки. — М.: Финансы и статистика, 1989. — 158 с.
5. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под ред. Грязновой А. — М., 2002. — 884 с.
6. Obay, L. Financial Innovation in the Banking Industry: The Case of Asset Securitization, New York: Garland Publishing, 2000.
7. Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. — 2003. — № 1.9 — С. 62–65.
8. Раковський Д. Питання сек'юритизації банківських активів в Україні // Ринок цінних паперів. — 2006. — №9–10.
9. Тилман В. Секьюритизация задолженностей как средство привлечения новых инвестиций // Рынок ценных бумаг. — 2002. — № 9.
10. http://www.securitisation.com.ua/2009/06/blog-post_7032.html