

УДК 336.761

М. В. Рябокінь,
здобувач кафедри фінансових ринків,
Національний університет державної податкової служби України, м. Ірпінь

ДОСВІД СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ ІПОТЕЧНИХ АКТИВІВ БАНКАМИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВІТЧИЗНЯНОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ

М. Ryabokin,
post-graduate student of financial markets chair, National University of State Tax Service of Ukraine

EXPERIENCE OF MORTGAGE ASSETS SECURITIZATION BY UKRAINIAN BANKS
IN CONDITIONS OF DOMESTIC FINANCIAL MARKET

У статті проаналізовано деякі параметри сек'юритизації іпотечних активів, що здійснювались українськими банками. Зокрема, автор звертає увагу на дохідність іпотечних облігацій та альтернативних фінансових інструментів рефінансування іпотечних активів. У результаті аналізу зроблено висновок про відсутність вагомих вигід від емісії іпотечних облігацій у розрізі вартості залучених коштів. За допомогою емпіричних методів автором також аналізується реакція учасників фондового ринку України на факт емісії іпотечних облігацій. При цьому динаміка акцій банків-емітентів іпотечних облігацій вважається інтегральним індикатором фінансових показників таких банків та перспектив їх подальшого розвитку. Емпіричні оцінки дозволили зробити висновок про відсутність позитивного ефекту від сек'юритизації іпотечних активів на фінансовий стан банків. Узагальнюючим підсумком проведеного аналізу є те, що неліквідність вітчизняного фондового ринку та порівняно високі ставки дохідності по іпотечним облігаціям є одними з основних перепон на шляху розвитку операцій сек'юритизації фінансових активів в Україні.

The paper examines some of the parameters of mortgage assets securitization carried by Ukrainian banks. In particular, the author draws attention to the profitability of mortgage bonds and alternative financial instruments for refinancing of mortgage assets. The analysis concluded no significant benefit from the issue of mortgage bonds in terms of the cost of borrowed funds. Using empirical methods the author also analyzes the reaction of the stock market of Ukraine on mortgage bonds issue. Thus, the dynamics of the shares of banks issuing mortgage bonds is considered an integral indicator of financial performance of banks and the prospects for their further development. Empirical evaluation led to the conclusion about the absence of a positive effect of securitization of mortgage assets on the financial position of banks. Synthesis result of the analysis is that the illiquidity of the stock market and the relatively high rate of return on mortgage bonds are one of the main obstacles to the development of securitization of financial assets transactions in Ukraine.

Ключові слова: сек'юритизація, іпотечні облігації, синдиковані кредити, єврооблігації, проспект емісії, курс акцій.

Key words: securitization, mortgage bonds, syndicated loans, Eurobonds, the prospectus, the stock price.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ

Тема сек'юритизації іпотечних активів в Україні обговорювалась досить активно до фінансової кризи 2008 року. Розвиток іпотечного ринку, дешеві зовнішні ресурси банків дозволяли динамічно розвивати ринок банківських послуг та створювати нові інструменти рефінансування активів. Паралельно із обговоренням питання декілька українських банків здійснили емісії іпотечних

облігацій, що на той час стало прецедентом на фінансовому ринку України. Зокрема у 2007 році емісії було здійснено ПАТ "Приватбанк" та ПАТ КБ "Укргазбанк", у 2009 — ПАТ КБ "Хрещатик". Криза на фінансових ринках призвела до стагнації ринку нерухомості, зникнення ліквідності на ринку капіталу та звузила можливості банків отримувати рефінансування. Після 2009 року іпотечні облігації в Україні розміщувались вже не самими банками, а Державною іпотечною установою (ДІУ), яка

є своєрідним посередником у рефінансуванні іпотечних кредиторів (банків і небанківських фінансових установ, які проводять діяльність з надання забезпечених іпотекою кредитів) за рахунок власних та залучених коштів, у тому числі коштів, що надійшли від розміщення цінних паперів. Також у 2013 році дві емісії було здійснено ПАТ Агентство по рефінансуванню житлових кредитів (АРЖК), що було створено в лютому 2012 року за підтримки чотирьох державних банків: Ощадбанк, УкрЕксім Банк, УкрГазбанк та банк Київ. Хоча початок процесу сек'юритизації фінансових активів банків було покладено, на сьогодні такі операції не набули поширення на фінансовому ринку України. Причини непопулярності подібних операцій полягають не тільки у зовнішніх умовах (світова криза ліквідності), а і у внутрішніх проблемах фінансового ринку України. Аналіз таких проблем і виявлення факторів, що перешкоджають введенню інноваційних фінансових інструментів на вітчизняний фінансовий ринок є важливою науково-практичною задачею.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ

У статті ми ставимо за мету порівняти вартість залучення фінансових ресурсів через емісію іпотечних облігацій та використання альтернативних каналів — емісія єврооблігацій, залучення синдикованих кредитів. Це дозволить зробити висновки щодо фінансової доцільності сек'юритизації іпотечних активів в умовах фінансового ринку України, а також пояснити відхід банків від схем прямої емісії іпотечних облігацій. Другим завданням є аналіз впливу сек'юритизації активів на торгівлю акціями банків, що її здійснюють. Ідея такого аналізу полягає в тому, що у разі позитивного ефекту від сек'юритизації на фінансові показники банку, ринок почне більш позитивно оцінювати перспективи такої установи, акції мають рости в ціні та ставати більш ліквідними. Виконання поставлених у даній статті завдань дозволить зрозуміти реальні вигоди від сек'юритизації іпотечних активів для вітчизняних банків та окреслити перспективи розвитку даного ринку в подальшому.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

В емпіричній літературі досить поширеними є дослідження факторів та цілей, що спонукають банки до сек'юритизації активів. Так, у дослідженні (Bannier and Dennis, 2007) аналізуються емісії іпотечних облігацій європейських банків протягом 1997—2004 рр. з метою ідентифікації мікро- та макроекономічних факторів, що спонукають банки проводити сек'юритизацію активів. За результатами дослідження вчені роблять висновок, що сек'юритизація є прийнятним інструментом фінансування для банків, що акумулюють високо-ризикові активи і мають низьку ліквідність. Натомість, арбітраж капіталу (зниження вимог до власного капіталу внаслідок передачі активів) не є вагомою причиною для емісії іпотечних облігацій. Варто також зазначити, що виявлені закономірності є досить обмеженими, оскільки банки з найнижчими рівнями ліквідності та з найвищими ризиками не були схильні до сек'юритизації [1].

Подібне дослідження (Affinito and Tagliaferrri, 2010) з використанням даних італійських банків за період 2000—2006 рр. свідчить про досить низький рівень сек'юритизації банківських активів в Італії. Використовуючи ряд різних методик оцінок статистичних моделей, коригуючи результати на ендогенність, автокореляцію та гетероскедастичність дослідники виявили, що емісія іпо-

течних облігацій відбувається раніше і в більших розмірах в банках з нижчою капіталізацією, прибутковістю, ліквідністю та вищими ризиками. До того ж, більші та більш диверсифіковані банки, в яких кредитні портфелі зростають швидко демонструють вищу активність щодо сек'юритизації. Після проведення сек'юритизації банки оперують нижчим капіталом, але мають менше поганих позик і вищу прибутковість [2].

У (Schuetz, 2011) було проаналізовано баланси 250 найбільших банків Європи, Німеччини та США за період 1994—2009 рр. та ідентифіковано причини сек'юритизації активів в різних регіонах. Так, банки в США емітують іпотечні облігації для трансферу ризиків та для покращення показників діяльності, банки в Європі більше сконцентровані на арбітражі капіталу та фінансових показниках, німецькі банки розглядають сек'юритизацію як зручний спосіб фінансування. Таким чином, мотиви і схеми сек'юритизації, що використовуються в США є досить небезпечними для стабільності фінансового ринку, водночас схеми рефінансування в Німеччині та Європі є більш збалансованими та вимагають більш якісних активів для транзакцій, що знижує моральні ризики [3].

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ.

У 2000-х роках основними каналами залучення фінансових ресурсів вітчизняними банками були синдиковані кредити та єврооблігації. Швидкий ріст світової економіки та оптимізм інвесторів дозволяли резидентам залучати дешеві кошти із зовнішніх ринків та рефінансувати кредитні операції. Порівняння різних фінансових інструментів може відбуватись за рядом параметрів: термін до погашення випуску, складність структурування угоди, врегулювання питань дефолту, обсяг вивільнення капіталу, середньозважена вартість капіталу (WACC), кредитний рейтинг, прибутковість активів, вартість залучення ресурсів. Частина з наведених параметрів враховується при формуванні вартості залучення капіталу (кредитні рейтинги, вартість укладання угоди тощо). Для розрахунку інших показників необхідно володіти внутрішньою інформацією емітентів. Якщо обирати із наведених показників такий, який би комплексно характеризував вигоди від застосування того чи іншого інструменту, то, на нашу думку, варто зупинитись на вартості фінансових ресурсів, оскільки цей показник є результатом взаємодії багатьох чинників, що формують вибір конкретного фінансового інструменту.

Теоретично, вартість фінансових ресурсів, залучених із використанням єврооблігацій, синдикованих кредитів та іпотечних облігацій можна оцінити, застосовуючи наступний підхід [4].

В угодах сек'юритизації загальна вартість розраховується як:

$$TC_{sec} = Spread + C_{swap} + C_{hedge} + FC \quad (1),$$

де TC_{sec} — загальні витрати на випуск забезпечених облігацій;

$Spread$ (спред) — маржа над бенчмарком (наприклад, Libor/Euribor) за випущеними облігаціями;

C_{swap} — вартість свопу на момент випуску з тривалістю, еквівалентною строковості емісії;

C_{hedge} (вартість хеджу) — витрати на хеджування (своп), що відображають кредитний ризик емісії;

FC — фіксовані витрати на емісію.

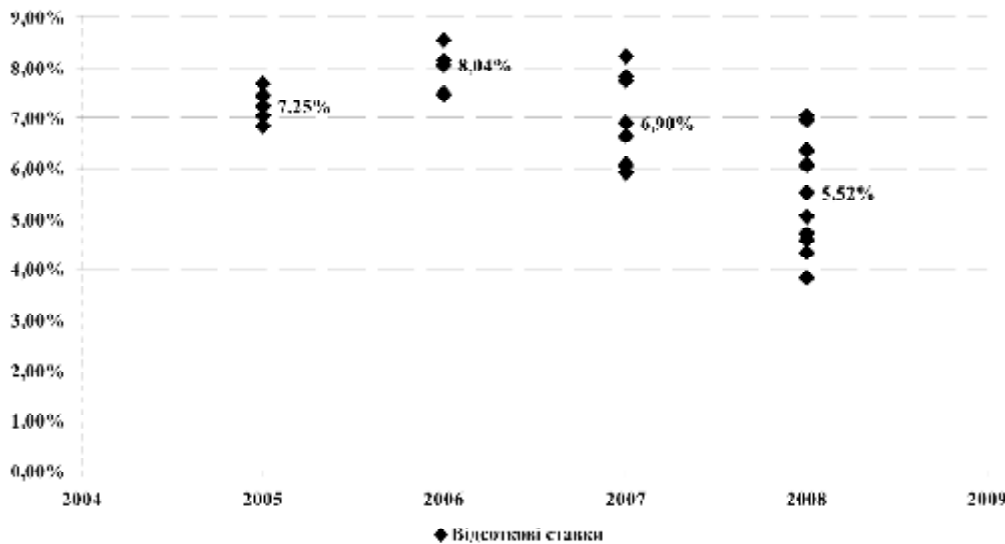


Рис. 1. Динаміка відсоткових ставок по синдікованим кредитам, що залучались українськими банками протягом 2004–2013 рр.

Джерело: складено автором за даними [6].

Вартість залучення синдікованих кредитів розраховується як:

$$TC_{\text{synd}} = \sum_{t=1}^T \frac{(Spread + 3mLibor_t)}{(1+r_t)^t} + FC, \quad (2)$$

де TC_{synd} — загальні витрати на залучення синдікованого кредиту;

- $Spread$ — маржа за синдікованим кредитом;
- $3m Libor$ — ставка (бенчмарк) на дату випуску;
- FC — фіксовані витрати залучення кредиту;
- t — період виплати платежу по кредиту від 1 до T ;
- r_t — ставка дисконтування в період t .

Вартість залучення єврооблігацій:

$$TC_{\text{bonds}} = YTM + FC \quad (3)$$

де TC_{bonds} — загальні витрати на розміщення єврооблігацій;

- YTM — дохідність до погашення єврооблігацій;
- FC — фіксовані витрати випуску єврооблігацій.

YTM облігації визначається з наступної формули:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+YTM)^t} + \frac{F}{(1+YTM)^T} \quad (4)$$

де P — ціна облігації;

C_t — купонний платіж по облігації в період t ;

F — номінальна вартість облігації.

З наведених формул видно, що вартість залучення коштів за різними фінансовим інструментами складається з приведеної вартості, фіксованих витрат та витрат на хеджування. Фіксовані витрати випуску загалом можуть ігноруватись, оскільки вони складають 1—2 % для всіх фінансових інструментів, що розглядаються [5].

Тому для порівняння вартості фінансування нами будуть розглядатись купонні ставки відсотка по зобов'язанням з подібним строком обігу та рейтингом міжнародних агентств, а також вартість хеджування. За таких умов вартість залучення фінансування через емісію

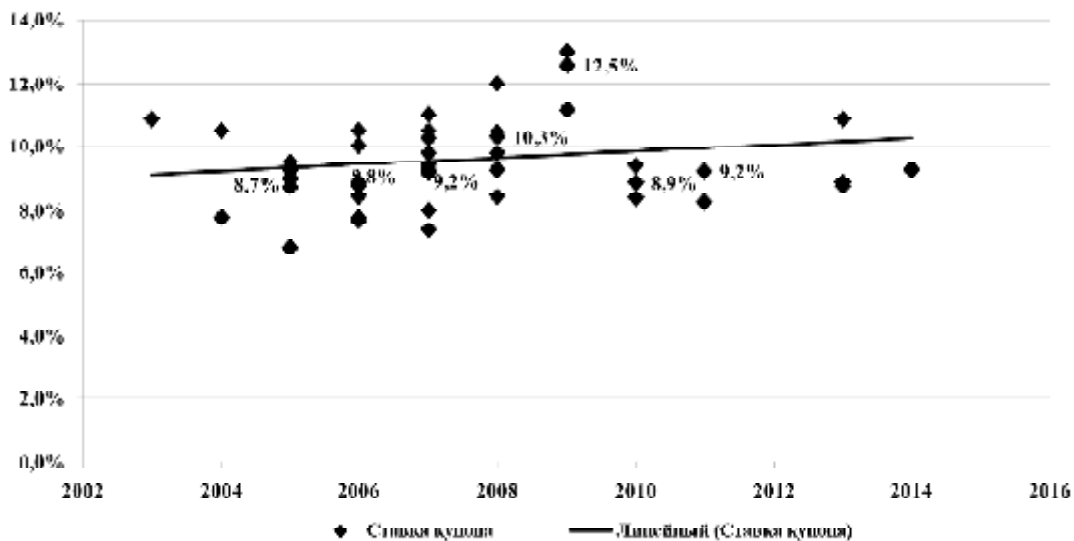


Рис. 2. Динаміка купонних ставок по єврооблігаціям, емітованим українськими банками, 2003–2014 рр.

Джерело: складено автором за даними [6].

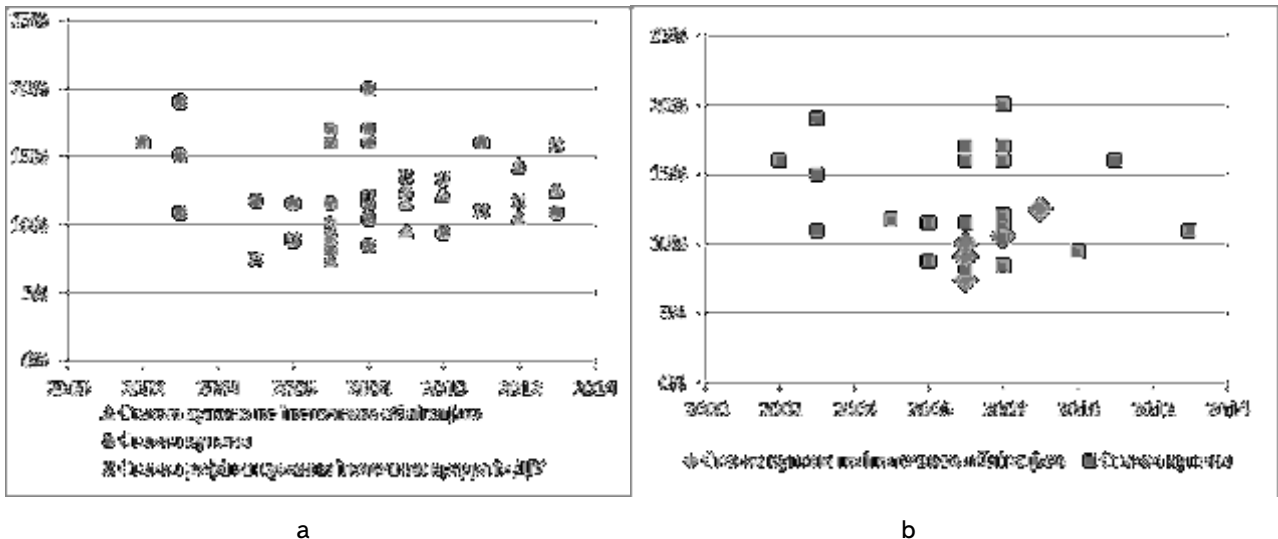


Рис. 3. Динаміка ставок по простим та іпотечним облігаціям вітчизняних банків та облігаціям ДІУ, 2002–2014 рр.

Джерело: складено автором за даними [6].

іпотечних облігацій буде відрізнятися від інших порівнюваних інструментів, окрім купонної ставки, вартістю страхування фінансових ризиків.

На рисунку 1 відображено динаміку ставок по синдікованим кредитам, а також їх середні значення, що позначені числами.

Як видно з рисунка, ставки по синдікованим кредитам поступово знижувались до 2008 року, після чого внаслідок кризи на фінансових ринках подібне фінансування припинилось. Варто відзначити, що синдіковані кредити були досить дешевими для вітчизняної банківської системи, що призвело до небезпечного накопичення зовнішніх боргів вітчизняних банків. Важливим моментом є також і поступове збільшення дисперсії ставок у передкризовий період, що свідчить про поступове розбалансування кредитного ринку.

Рисунок 2 дає уявлення про ситуацію зі ставками по єврооблігаціям українських банків. Ставки купону по

даним інструментам були вищими за кредитні ставки, мають зростаючу тенденцію і значно виросли в період кризи. На відміну від синдікованих кредитів, банки не змогли відмовитись від емісії єврооблігацій навіть в ті періоди, коли фінансові ресурси були дорогими.

Дані щодо ставок по іпотечним облігаціям відображені на рисунку 3 дають змогу порівняти їх з аналогічними ставками купона по простим облігаціям, що були емітованими українськими банками в цей період. При цьому треба зважати на те, що на ринок емітувались два види іпотечних облігацій — облігації безпосередньо банків та облігації ДІУ, яка фактично є посередником між банками та ринком іпотечних облігацій. На рисунку 3 (а) відображені ставки по всім іпотечним облігаціям, на рисунку 3 (b) виключно по облігаціям банків.

Аналіз наведених даних свідчить про те, що ставки по іпотечним облігаціям в Україні в основному були нижчими за ринкові ставки. В той же час, ставки по даним

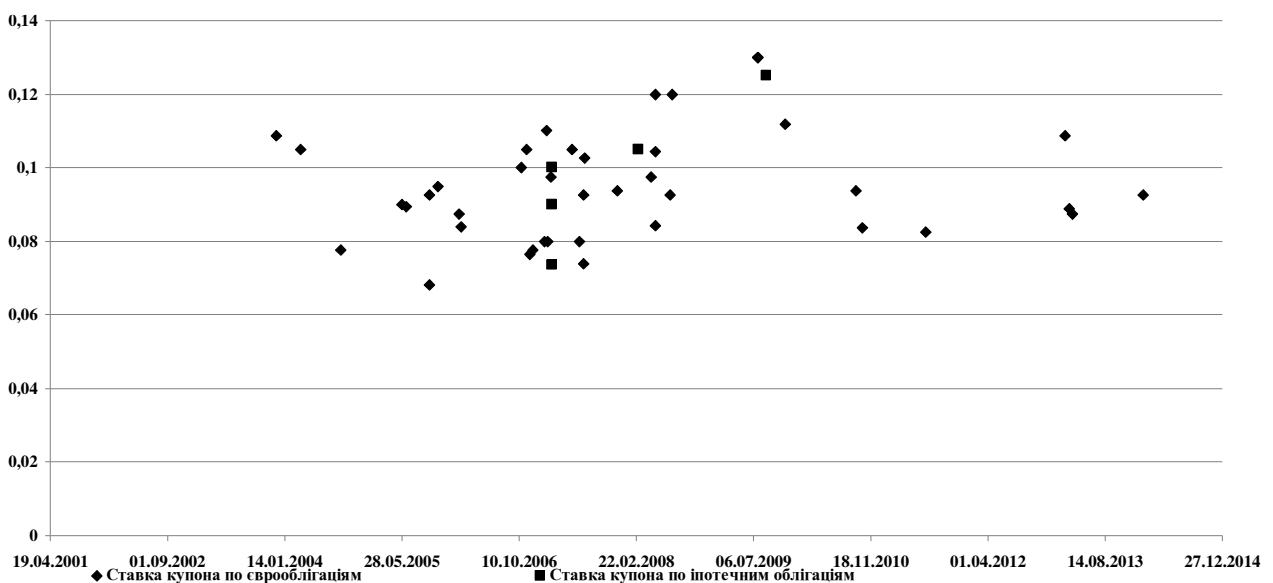


Рис. 4. Динаміка ставок по єврооблігаціям українських банків та іпотечним облігаціям, номінованим у доларах США, 2004–2014 рр.

Джерело: складено автором за даними [6].

фінансовим інструментам мають тенденцію до підвищення. Ставки, рефінансування ДІУ, під які банки можуть рефінансувати свої іпотечні активи в середньому були вищі за ті ставки, по яким банки могли залучати кошти безпосередньо з ринку іпотечних облігацій.

Порівняння ставок по єврооблігаціям та аналогічним іпотечним облігаціям вітчизняних банків (рис. 4) містить досить малий обсяг даних (тут представлені емісії Приватбанку, Укргазбанку та Банку Хрещатик), однак дає змогу зробити висновок про близьку динаміку та значення цих двох інструментів.

Аналіз купонних ставок по основним інструментам рефінансування українських банків свідчить про те, що поперше, ставки по єврооблігаціям та іпотечним облігаціям вищі, ніж ставки по синдикуваним кредитам, по-друге, іпотечні та єврооблігації мають близькі за значенням дохідності. Вигідність рефінансування через синдикувані кредити нейтралізується складністю залучення таких кредитів в умовах фінансової нестабільності. В період фінансової кризи та в після кризові роки українським банкам такі кредити майже не надавались. В такій ситуації банки України змушені були переключитись на фінансування через канал емісії єврооблігацій. Хоча купонні ставки по іпотечним та єврооблігаціям близькі за значенням, сек'юритизація активів передбачає хеджування ризиків. Вартість 5-річного відсоткового свопу за період 2005—2013 рр. коливалась у межах 1—5%, вартість хеджу становить 0,5—1% [7]. Якщо врахувати ці витрати, то вартість фінансових ресурсів, залучених через емісію іпотечних облігацій виявиться найвищою з того переліку фінансових інструментів, що нами розглядається. Це є одним з факторів непопулярності іпотечних облігацій серед українських банків.

Факти проведення сек'юритизації іпотечних активів українськими банками дозволяють нам проаналізувати наслідки, що мали такі дії на фінансовий стан та перспективи розвитку таких установ. Сек'юритизація активів може призводити до покращення ряду показників банку. Теоретично, фінансування, залучене через емісію іпотечних облігацій є дешевшим за фінансування через емісію звичайних корпоративних облігацій. Така ситуація складається через те, що активи по іпотечним облігаціям є чітко структурованими та більш якісними, ніж загальні активи банку. Зниження вартості коштів, залучених внаслідок емісії іпотечних облігацій має привести до збільшення чистого прибутку через скорочення процентних платежів. Іншою загальноприйнятною перевагою сек'юритизації є вивільнення капіталу. Це відбувається за рахунок продажу активів компанії спеціального призначення (SPV) і, відповідно, виключення їх з балансу. Зниження кредитних активів призводить до зниження необхідного капіталу банку. Вивільнення капіталу є однією з основних особливостей угод випуску забезпечених цінних паперів і часто мотивуючим фактором при виборі даного інструменту фінансування активів. Випускаючи забезпечені цінні папери, фінансовий інститут скорочує потребу в нарощуванні власного капіталу, який є більш дорогим джерелом коштів. Скорочення процентних платежів призводить до зростання чистого процентного доходу, що за інших рівних умов повинно привести до збільшення чистої процентної маржі.

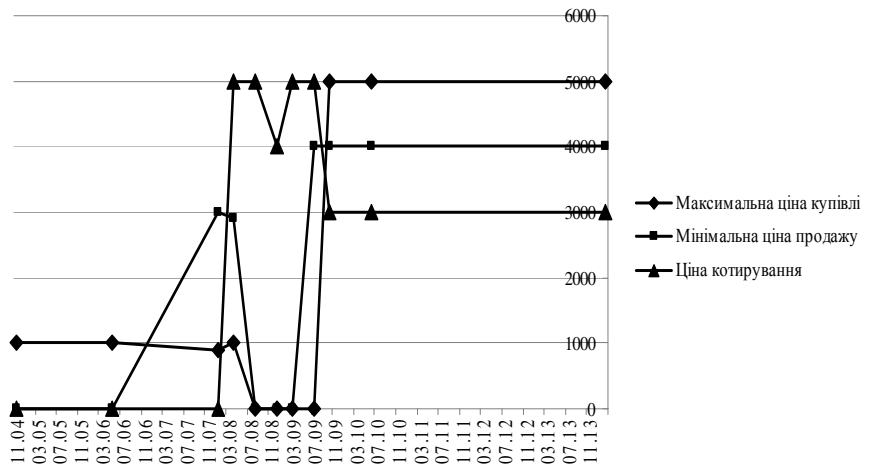


Рис. 5. Динаміка цін та котирувань акцій ПАТ КБ "Хрещатик" на біржі ПФТС

Джерело: складено автором за даними [8].

Крім того, очікуване скорочення вартості фінансування при одночасному скороченні обсягу активів шляхом продажу повинно привести до збільшення прибутковості активів (ROA). Наслідком скорочення необхідного капіталу і збільшення чистого прибутку має стати зростання показника прибутковості власного капіталу (ROE). Всі ці позитивні фактори мають проявлятися у оцінці фінансового стану та перспектив розвитку банку ринком, тобто динамікою корпоративних прав емітента. Оскільки детальна фінансова звітність банків-емітентів іпотечних облігацій та інших банків в Україні є малопоширеною, ми пропонуємо дослідити вплив факту емісії іпотечних облігацій на курс та спред по акціям даних банків, вважаючи ці показники інтегральною оцінкою фінансового стану банку.

Емпірична база для подібних досліджень на прикладі України є не досить великою. Як вже зазначалось, нам відомі три випадки сек'юритизації іпотечних активів на українському фінансовому ринку. Для того, щоб виявити наслідки емісії іпотечних облігацій для фінансового стану емітента та сприйняття його перспектив інвесторами, проаналізуємо вплив факту емісії на курс та спред по акціям таких банків. Відразу зазначимо, що ПАТ "Приватбанк", хоча він і має порівняно багату історію емісії іпотечних облігацій, не має котирувань власних акцій на найбільших фондових біржах України (ПФТС та Українській біржі). Тому відслідкувати вплив сек'юритизації активів на вартість компанії у даному випадку досить складно. Зосередимо увагу на двох інших емітентах, чії акції котируються на ПФТС (ПАТ КБ "Укргазбанк", ПАТ КБ "Хрещатик"). Динаміка котирувань зазначених банків, а також дати публікації проспектів емісії (позначена чорним пунктиром) та початку емісії іпотечних облігацій (позначена чорною рисою) відображені на рисунках 5 та 6.

Для виявлення впливу емісії іпотечних облігацій на курс акцій, а також на їх ліквідність (спред), ми побудували панельну базу даних, куди входили дані по щоденним котируванням акцій ПАТ КБ "Укргазбанк", ПАТ КБ "Хрещатик" та ще 12-ти банків на ПФТС за період 2007—2009 рр. Спред по кожній акції розраховувався нами як різниця між кращою ціною покупки (*best bid*) та продажу (*best offer*), курс акцій вводився в аналіз як мідопінт (*midpoint*), що розраховується за наступною формулою:

$$Midpoint = \frac{Bestoffer + Bestbid}{2} \quad (5).$$

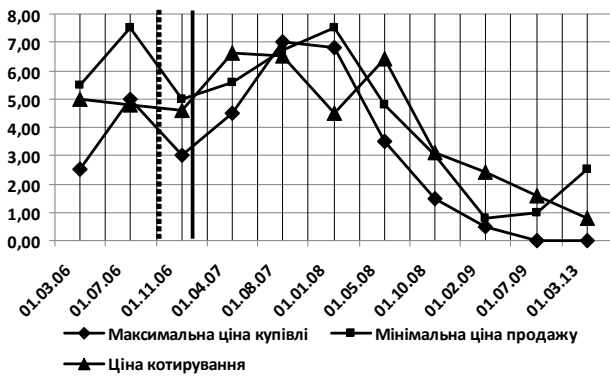


Рис. 6. Динаміка цін та котирувань акцій ПАТ КБ "Укргазбанк" на біржі ПФТС

Джерело: складено автором за даними [8].

До нашого аналізу курс акцій та спред (*spread*) вводяться як залежні змінні, які відображають реакцію ринку на факт сек'юритизації активів банком з усіма відповідними наслідками для емітента. У якості незалежних змінних ми вводимо в модель індекс ПФТС (*pfts*), фіктивні змінні, що позначають факт емісії іпотечних облігацій для ПАТ КБ "Укргазбанк", ПАТ КБ "Хрещатик" (*obl*), фіктивні змінні, що позначають факт публікації проспекту емісії ПАТ КБ "Укргазбанк", ПАТ КБ "Хрещатик" (*prsp*), фіктивні змінні, що позначають факт емісії іпотечних облігацій для всіх досліджуваних банків (*bsobl*), фіктивні змінні, що позначають факт публікації проспекту емісії для всіх досліджуваних банків (*bsprsp*). Оскільки ефект від емісії облігацій може проявлятися як з певним лагом, так і через очікування ринку (тобто раніше дати події), всі фіктивні змінні були сконструйовані таким чином, щоб позначати період за 2 та 5 днів до емісії, день емісії та 2, 5 днів після емісії відповідно¹. Зауважимо, що в модель вводиться два види фіктивних змінних — ті, що позначають подію тільки для банків, які здійснили емісію та ті, що позначають дати емісії для всіх досліджуваних банків. Це зроблено для того, щоб розділити можливий ефект від події (емісії іпотечних облігацій) на поведінку акцій саме досліджуваних банків та всіх банків загалом. Іншими словами, ми прагнемо виключити ймовірність того, що в періоди емісії облігацій ефекти, що ми можемо спостерігати для акцій ПАТ КБ "Укргазбанк" та ПАТ КБ "Хрещатик" також були притаманними акціям інших банків. Індекс ПФТС вводиться в модель для відображення загальної динаміки ринку, таким чином, контролюючи динаміку акцій на даний індекс ми маємо справу з їхніми аномальними відхиленнями у цінах та ліквідності, які і мають пояснювати такі події, як емісія іпотечних облігацій. Для надання даним стаціонарного виду та їх нормалізації ми також взяли перші різниці логарифмів індексу ПФТС, курсів та спредів по акціям.

Таким чином, враховуючи різні специфікації щодо горизонту відзначення події (2 чи 5 днів), нами було побудовано панельні регресії, які мали наступний загальний вигляд:

$$(midpoint, spread)_{it} = b_1(obl, prsp)_{it} + b_2(bsobl, bsprsp)_{it} + b_3pfts + u_{it}. \quad (6)$$

У цілях нашого аналізу доцільним є вважати всі змінні екзогенними, оскільки досліджувані процеси відбуваються незалежно від курсу акцій та спреду. Так, індекс ПФТС не залежить від спреду по акціям одного банку, оскільки відображає загальний настрої ринку, а дата емісії облігації обумовлюється багатьма факторами, які навряд

чи пов'язані з поведінкою акції банку на ринку. Таким чином, при проведенні оцінок параметрів регресій нами застосовувались моделі з випадковим ефектом. Для економії місця в таблиці 1 ми навели зведені підсумки оцінених моделей, де наведено значення та t-статистику коефіцієнтів при змінних, що позначають факт початку емісії іпотечних облігацій або факт публікації проспекту емісії. Коефіцієнти надано для моделей, що досліджують вплив сек'юритизації на курс акцій, результати для спредів акцій є аналогічними.

У представлених результатах окрім коефіцієнтів також наведено тест Хаусмана, який у всіх випадках підтверджує коректність застосування моделей з випадковим ефектом. Коефіцієнти в оцінених моделях свідчать про те, що ні факт емісії іпотечних облігацій, ні факт публікації проспекту їх емісії не мали значного впливу на поведінку акцій банків, які проводили сек'юритизацію активів. Варто також відзначити той факт, що, виходячи з отриманих результатів, ріст індексу ПФТС в Україні протягом 2007—2009 рр. вів до звуження спредів по акціям банків, тобто акції даного сектору економіки ставали більш ліквідними. Натомість курс акцій банків знижувався в той час, коли ринок загалом переживав локальні підйоми. Цей факт може пояснюватись проблемами, що виникли перш за все у банківській сфері з початком фінансових негараздів 2008—2009 років.

ВИСНОВКИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Проведений в даній статті аналіз засвідчує декілька фактів щодо емісії та обігу іпотечних цінних паперів, які важливо усвідомлювати при розробці подальшої стратегії розвитку ринку іпотеки та цінних паперів. Перш за все необхідно констатувати, що дохідність по іпотечним облігаціям не була значно нижчою від альтернативних фінансових інструментів навіть в періоди високої кредитної та інвестиційної активності в економіці України. Якщо ж врахувати непрямі витрати, пов'язані із сек'юритизацією, то вартість таких операцій стає досить високою. Цей факт частково пояснює непопулярність іпотечних облігацій на фінансовому ринку України. В останні роки банки віддавали перевагу специфічним посередникам на ринку іпотеки (ДІУ, АРЖК), яким можна було продати пул своїх іпотечних кредитів не створюючи власні спеціалізовані компанії (SPV). Ставки рефінансування в таких установах дещо вищі за купонні ставки іпотечних облігацій банків, однак, з врахуванням витрат на організацію угод вони приблизно рівні. Наявність даних інституцій дещо полегшує ситуацію з ліквідністю банків, але не вирішує проблеми на іпотечному ринку. Через брак вільних ресурсів на ринку ставки по кредитам залишаються високими як для потенційних інвесторів в житлобудування, так і по іпотечним кредитам. Установи, що перебувають у державній власності (ДІУ), часто змушені діяти зі збитками через популістські дії влади та викривлення у схемі функціонування подібних установ.

Для того, щоб процес сек'юритизації в Україні став розвиватися динамічніше і ринок іпотечних цінних паперів сформувався, необхідно, по-перше, видати достатню кількість іпотечних кредитів, по-друге, створити законодавчий простір, який повинен враховувати інтереси не тільки продавців іпотечних цінних паперів, але і покупців. Основний покупець — той, у кого є "довгі" пасиви, адже іпотечні цінні папери є досить "довгим" інструментом. Такими є, наприклад, страхові компанії, у яких можуть бути досить довгострокові резерви, а також пенсійні фонди. Формальні перешкоди, якщо вони існують, для придбання іпотечних цінних паперів даними

¹ Тут і далі будемо називати цей період горизонтом події.

групами інвесторів повинні бути зняті. Важливим є питання про надання іпотечним цінним паперам статусу близького до державних цінних паперів, а також про включення їх до списку ломбардних цінних паперів.

Крім цього, повинні бути забезпечені механізми структурування емісії іпотечних цінних паперів, а також підготовані учасники, насамперед потенційні їх покупці. Крім пенсійних фондів і страхових компаній, в придбанні іпотечних цінних паперів можуть бути зацікавлені і безліч інших учасників. Якщо сформується група покупців, тоді зніметься важливе для всіх фінансових інститутів питання ліквідності. Це дасть потужний поштовх для розвитку ринку іпотечних цінних паперів, що в свою чергу простимулює розвиток ринку іпотечного кредитування [9].

Відсутність акценту у банківській діяльності на рефінансування іпотечних кредитів через сек'юритизацію також підтверджується і доведеним у даному дослідженні фактом відсутності впливу емісії іпотечних облігацій українськими банками на динаміку котирувань їх акцій. Це може бути спричинено декількома факторами, які, на нашу думку, грають важливу роль:

— обсяг операцій з іпотечними кредитами є порівняно невеликим у вітчизняній банківській системі, тому рефінансування таких активів та інформація про подібні транзакції не ведуть до помітних зрушень на фінансовому ринку;

— факт емісії іпотечних облігацій не сприймається ринком як залучення порівняно дешевого фінансування, тому відсутній позитивний відгук торгівців цінними паперами у формі активної торгівлі акціями банків-емітентів;

— акції багатьох українських банків є низьколіквідними, оборотки по ним здійснюються або поза біржовим ринком або через кілька транзакцій для реалізації бізнес-інтересів власників. На такому ринку виявити ефект подій на фінансовий стан та перспективи розвитку банку досить складно.

Запропонована модель оцінки впливу емісії іпотечних облігацій на банківський сектор економіки виявляє неактуальність використання даних фінансових інструментів на сучасному фінансовому ринку України. Причини, що заважають активній сек'юритизації активів та стратегія подальшого розвитку іпотечного ринку України потребують детального аналізу. Водночас, у даному дослідженні ми вказуємо на те, що для українського ринку теза про те, що сек'юритизація активів є порівняно дешевим методом залучення коштів не підтверджується.

Література:

1. Banner C.E. Determinants of banks' engagement in loan securitization [Електронний ресурс] / C.E. Banner, D. N. Hansel // Frankfurt School of Finance & Management Working paper series — 2007. — No. 85 — Режим доступу: <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20080827350>
2. Affinito M., Tagliaferri E. Why do (or did?) banks securitize their loans? Evidence from Italy / M. Affinito, E. Tagliaferri // Journal of Financial Stability. — 2010. — Vol. 6. — Issue 4. — P. 189—202.
3. Schuetz S. Determinants of Structured Finance Issuance — A Cross-Country Comparison [Електронний ресурс] / S. Schuetz // Working Paper Series in Economics — 2011. — No. 197 — Режим доступу: http://www.leuphana.de/fileadmin/user_upload/Forschungseinrichtungen/ifvwl/WorkingPapers/wp_197_Upload.pdf

Таблиця 1. Коефіцієнти впливу факту емісії іпотечних облігацій та публікації проспектів емісії на курси акцій ПАТ КБ "Укргазбанк" та ПАТ КБ "Хрещатик" з різними горизонтами подій

Змінна	Коефіцієнт	t-статистика	Результати тесту Хаусмана
obl_2	-0,0411134	-0,2862	p-value = 0,765459
obl_5	0,061282	0,6322	p-value = 0,789621
prsp_2	-0,0760742	-0,5296	p-value = 0,766208
prsp_5	-0,0147951	-0,1527	p-value = 0,823238

4. Горлина Е. Сравнительный анализ источников финансирования / Е. Горлина // Труды института системного анализа Российской академии наук (ИСА РАН) — 2009 — Том 49. — С. 36—51.

5. Как сэкономить 1,5% годовых, занимая деньги за границей [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.viaduk.net/clients/deltabankua.nsf/0/2C4C7979DBC70BB6C22572950034C5E9>

6. Cbonds-Украина [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ua.cbonds.info/>

7. Economagic.com: Economic Time Series Page [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/fedbog/swp5y>

8. Сайт компанії Кінто [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.kinto.com/rus>

9. Исаев Р. Проблемы секьюритизации на современном этапе / Р. Исаев // Рынок ценных бумаг. — 2004. — № 19 (274). — С. — 42—43.

References:

1. Banner, C. and Hansel, D. (2007), "Determinants of banks' engagement in loan securitization", Frankfurt School of Finance & Management Working paper series [Online], No. 85, available at: <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20080827350> (Accessed 10 Aug 2014).
2. Affinito, M. and Tagliaferri, E. (2010), "Why do (or did?) banks securitize their loans? Evidence from Italy", Journal of Financial Stability, vol. 6, issue 4, pp. 189—202.
3. Schuetz, S. (2011), "Determinants of Structured Finance Issuance — A Cross-Country Comparison", Working Paper Series in Economics [Online], No. 197, available at: http://www.leuphana.de/fileadmin/user_upload/Forschungseinrichtungen/ifvwl/WorkingPapers/wp_197_Upload.pdf (Accessed 10 Aug 2014).
4. Gorlina, E. (2009), "Comparative analysis of funding resources", Trudy instituta sistemnogo analiza Rossijskoj akademii nauk (ISA RAN), vol. 49, pp. 36—51.
5. The official site of Delta-Bank (2014), "How to save 1,5% per annum by borrowing money abroad", available at: <http://www.viaduk.net/clients/deltabankua.nsf/0/2C4C7979DBC70BB6C22572950034C5E9> (Accessed 10 August 2014).
6. The official site of Cbonds-Ukraine (2014), available at: <http://ua.cbonds.info/> (Accessed 10 August 2014).
7. Economagic.com: Economic Time Series Page (2014), available at: <http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/fedbog/swp5y> (Accessed 10 August 2014).
8. The official site of Kinto company (2014), available at: <http://www.kinto.com/rus> (Accessed 10 August 2014).
9. Isaev, R. (2004), "Securitization problems at the present stage", Rynok cennyh bumag, vol. 19, pp. 42—43. *Стаття надійшла до редакції 01.09.2014 р.*