

Анализ эффективности сделок секьюритизации в России

Е. Ю. ГОРЛИНА

Аннотация. Статья посвящена проверке влияния секьюритизации на финансовые показатели деятельности банков на российском рынке. Анализ проводится на основе данных финансовых отчетностей банков до и после секьюритизации при допущении о том, что наиболее сильным фактором, влиявшим на результативность деятельности, является выпуск обеспеченных ценных бумаг.

Ключевые слова: *эффективность финансового рынка, секьюритизация, рентабельность активов, доходность собственного капитала, тестирование гипотез, финансовые институты, банки-оригинаторы.*

Введение

Целью статьи является анализ эффективности секьюритизации как метода рефинансирования портфелей активов российских кредитных организаций.

Актуальность статьи определяется тем, что с момента появления секьюритизации на российском рынке количество сделок росло быстрыми темпами, интерес всех участников рынка увеличивался, однако до сих пор анализ эффективности данного типа инструмента финансирования с точки зрения его влияния на финансовые показатели банков не был проведен. Известно несколько преимуществ сделок секьюритизации, таких как относительно дешевая стоимость привлечения средств, высвобождение капитала, диверсификация инвесторов и др. Однако влияние на эффективность деятельности эмитентов до настоящего времени не было проверено эмпирически. В статье будет представлен анализ влияния сделок секьюритизации в России на показатели финансовых институтов путем сравнения данных их отчетностей до и после выпуска обеспеченных ценных бумаг.

1. Обзор литературы

Учитывая, что российский рынок секьюритизации начал зарождаться лишь в 2005 г., а мировой кризис ликвидности в 2007–2008 гг. драматическим образом повлиял на рынок обеспеченных ценных бумаг во всем мире и в России в частности, существует достаточно ограниченное количество исследований по секьюритизации в России. В США данный

рынок существует с 1970-х гг. и активно начал развиваться с 1998 г., что обуславливает большое количество аналитических работ на данную тему. Однако не так много разработок было посвящено анализу эффективности применения выпуска обеспеченных ценных бумаг в качестве источника финансирования. Большинство существующих исследований можно разделить на три основные группы. Первая посвящена теоретическому анализу потенциальных экономических преимуществ секьюритизации. Во второй группе исследований акцент делается на изучение мотивов и детерминантов секьюритизации. И, наконец, работы третьей группы посвящены эмпирическому анализу влияния выпусков обеспеченных ценных бумаг на эмитентов.

К исследованиям первой группы можно отнести следующие работы. В ранних статьях Greenbaum и Thakor (1987), Pavel и Phillis (1987), Hess и Smith (1988), а также Zweig (1989) предполагалось, что секьюритизация приводит к уменьшению рисков и диверсификации портфеля и финансирует операционные расходы и новые активы. Rosenthal и Ocampo (1988) говорили о том, что уменьшая премии доходности заимствований и размеры собственного капитала, увеличение которого необходимо при выпуске стандартных кредитов, секьюритизация приводит к уменьшению стоимости привлечения фондирования. В статье Pennacchi (1988) содержится аналогичный вывод о том, что финансирование путем продажи активов является для банков менее дорогим по сравнению с увеличением собственных средств или привлечением депозитов за счет более низких затрат на требуемый капитал. Boot и Thakor (1993) пока-

зывают, что в условиях асимметричной информации объединение активов в пул и выпуск обязательств с различными риск-профайлами, позволяют увеличить ожидаемую выручку. Flannery (1994) и James (1988) рассматривают значимую роль секьюритизации в борьбе с проблемой низкого уровня инвестиций финансовых посредников. Lockwood и др. (1996) замечают, что денежные потоки по обеспеченным ценным бумагам могут быть использованы для погашения существующей задолженности, что приводит к уменьшению процентных затрат и увеличивает прибыль.

Работы второй группы изучают мотивы использования секьюритизации и, как следствие, ее характеристики, которые побуждают финансовые институты выпускать обеспеченные ценные бумаги. Donahoo и Shaffer (1991) говорят о том, что кредитные организации проводят секьюритизацию с целью уменьшения резервов и обязательств по размерам собственного капитала. Jones (2000) утверждает, что требования к капиталу не являются единственным мотивирующим фактором, на ряду с ним присутствуют экономия на масштабе, уменьшение стоимости заемного капитала, а также диверсификация источников финансирования. Minton и др. (2004) находят подтверждение тому факту, что нерегулируемые финансовые компании и инвестиционные банки более активны на рынке секьюритизации, чем коммерческие банки, а также более рискованные и компании с большим долгом более активны на рынке обеспеченных бумаг, чем менее рискованные. Такой же вывод делает Pais (2005) в своем исследовании, где говорится о том, что более рискованные финансовые институты чаще проводят секьюритизацию, чем компании с меньшим уровнем риска. Bannier и Haensel (2007) также получают схожие результаты, используя данные по выпускам кредитных нот (CLO) европейскими банками в период с 1997 г. по 2004 г. В своем исследовании они показывают, что банки с меньшими размерами активов, более низкими показателями эффективности деятельности, меньшими объемами ликвидности и более высоким кредитным риском чаще участвуют в выпусках CLO, которые являются собой один из видов обеспеченных ценных бумаг. Panetta и Pozzolo (2009) в своем исследовании говорят о том, что банки чаще используют секьюритизацию, когда сталкиваются с более низкими прямыми и косвенными затратами, а также с целью изменения портфеля активов, принимая более рискованные возможности с большей прибылью.

Третья группа исследований посвящена различным эмпирическим тестам влияния секьюритизации на банки-эмитенты. Одним из аспектов исследований явились качество секьюритизированных активов. Используя данные по канадским банкам в период с 1988 г. по 1998 г., Dionne и Narchaoui (2003) по-

казывают, что секьюритизация приводит к повышению рисков, т. к. в сложившихся условиях регулирования банковской системы банки стремятся за более рискованными активами с большей доходностью, секьюритизируя менее рискованные портфели активов. Ambrose и др. (2003) также находят подтверждение тому, что в ответ на требования к регулятивному капиталу банки оставляют на балансах более рискованные кредиты, секьюритизируя активы с меньшим риском на вторичном рынке. Carey (1998) говорит, что уровни дефолтов по кредитам, оставленных на балансе ниже, чем у кредитов, проданных на рынке. Схожие результаты получают Mian и Sufi (2008), Keys и др. (2008), Dell'Arciccia и др. (2008) в своих недавних исследованиях, где авторы приводят доказательство тому, что в последнее десятилетие американские банки секьюритизировали более рискованные ипотечные кредиты.

Вторым аспектом, на который обратили внимание авторы в своих исследованиях, является влияние секьюритизации на банковские риски и результаты деятельности банков-эмитентов. В частности, Calomiris и Mason (2004), Higgins и Mason (2003) говорят о том, что риск обеспеченных бумаг остается привязанным к банкам-эмитентам в силу «неявного права обращения» (implicit recourse). Chen и др. (2008) находят, что оставшаяся доля риска у банков зависит от типа секьюритизации и является более низкой в случае ипотечного обеспечения и относительно более высокой в случае возобновляемых структур (revolving structures). Аналогичные результаты получили Vermilyea и др. (2008), используя данные по американским банкам с 2001 г. по 2006 г. Авторы свидетельствуют о том, что право по обращению чаще остается у банков, выпускающих ценные бумаги, обеспеченные платежами по кредитным картам. Положительным фактором сохранения права по обращению, как отмечают Higgins и Mason (2003), является увеличение кратких и долгосрочных доходностей и улучшение поведения ценных бумаг в долгосрочной перспективе. Несколько авторов концентрируют свое внимание на аспекте реинвестирования дохода от сделок секьюритизации.

Krahn и Wilde (2006) показывают, что при некоторых предпосылках о поведении реинвестирования и структуре капитала выпуск обеспеченных долговых обязательств (CDOs) может привести к увеличению систематического риска финансового института. Используя данные по европейским CDOs, Haensel и Krahn (2007) также показывают, что секьюритизация приводит к увеличению систематического риска банка-эмитента. Franke и Krahn (2005) утверждают, что сохранение на балансе самых рискованных траншей и продажа старших инвесторам, приводят к эффективному распределению рисков и позволяет сократить потенциальные потери и повышает банковскую

платежеспособность. Однако эмпирические наблюдения показывают, что банки используют уменьшенный благодаря секьюритизации риск активов для вложения в более рискованные инвестиции.

Аналогично Sebenouan и Strahan (2004) подтверждают тот факт, что банки используют секьюритизацию для сокращения существующих рисков, чтобы впоследствии участвовать в более прибыльной и рискованной деятельности. Purnanandam (2009) также говорит о том, что банки в США используют выручку от секьюритизированных кредитов с целью выпуска кредитов с более высокой вероятностью дефолта. В частности американские банки, использовавшие технику передачи кредитного риска до кризиса 2007 г., показали гораздо более высокие списания по кредитам после кризиса. Jiangli и Pritsker (2008) свидетельствуют о положительном влиянии секьюритизации на рынок ипотечного кредитования. Используя данные за 2001–2007 гг. по американским банкам, авторы эмпирически оценивают, как риск неплатежеспособности, задолженность и прибыльность изменились бы, если бы банки выкупили секьюритизированные бумаги обратно и отразили бы их на своих балансах. Результатом исследования явился тот факт, что секьюритизация уменьшает риск неплатежеспособности и увеличивает прибыльность банка.

Среди исследований, посвященных секьюритизации в России, большинство работ были направлены лишь на обзор развития российского рынка. Отечественные исследователи в основном рассматривают общетеоретические вопросы, касающиеся формирования рынка секьюритизации. Среди них необходимо отметить работы таких авторов как Б. Б. Рубцов, Л. Н. Красавина, В. М. Усоскин, Я. М. Миркин, А. В. Кавкин, М. В. Лычагин, Д. М. Михайлов, В. В. Рудько-Силиванов, Ю. В. Бородач, Е. В. Иванова и др. Кроме того, существует целый ряд публикаций, посвященных особенностям развития российского рын-

ка секьюритизации, его проблемам и дальнейшим перспективам. Наиболее часто публикуемыми авторами данного типа работ являются участники рынка со стороны банков-оригинаторов, инвестиционных банков, юридических компаний, рейтинговых агентств. К таковым можно отнести следующих специалистов: И. Пенкина, В. Драгунова, О. Яблонскую, И. Стругацкого, А. Котлова, А. Казакова, Т. Санникову, Я. Эрнста, Ю. Туктарова и др. Однако на данный момент не существует статей, связанных с влиянием секьюритизации на деятельность банков в России.

Итак, подытожив обзор литературы по данной тематике, можно отметить, что не существует единого мнения относительно влияния секьюритизации на результаты деятельности финансовых институтов. Кроме того, подобных исследований, посвященных российскому рынку, не существует вообще. Все это определяет большой интерес и актуальность темы данной работы.

2. Рынок секьюритизации в России

Первые предпосылки для развития рынка секьюритизации в России появились, когда вскоре после распада Советского Союза страны СНГ начали переход от планового хозяйства к рыночной экономике. В результате преобразований на фоне высоких темпов экономического роста и соответствующего улучшения благосостояния населения в большинстве стран происходило создание новых финансовых учреждений: коммерческих банков и частных финансовых организаций, которым предстояло разработать эффективные методы накопления, управления и финансирования активов, — и новых рынков: розничного и корпоративного кредитования.

Можно выделить несколько характеристик развития банковской системы в России, которые способствовали развитию рынка секьюритизации.

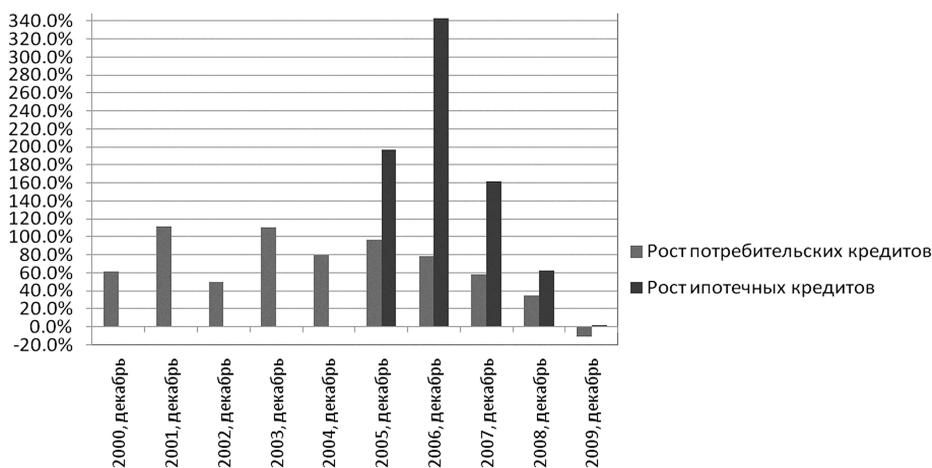


Рис. 1. Рост потребительских и ипотечных кредитов в России. Источник: Bloomberg

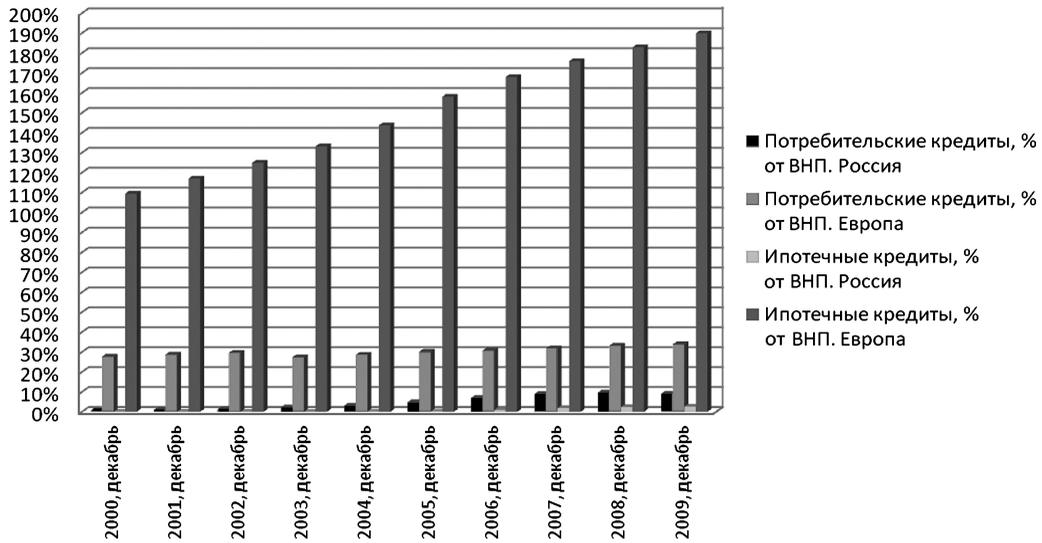


Рис. 2. Соотношение кредитов к ВВП. Россия и Европа. Источник: Bloomberg



Рис. 3. Секьюритизированные активы, 2003–2007 гг.

Источник: соответствующие проспекты эмиссий и данные отчетов рейтинговых агентств

Во-первых, несмотря на то, что среднегодовые темпы роста банковских активов превышали 20 %, начиная с 2000 г., общий объем заимствований физических лиц оставался низким по сравнению с остальными странами европейского союза (рис. 1, 2). Это является предпосылкой к дальнейшему наращиванию портфелей активов, и, как следствие, поиску различных способов рефинансирования.

Во-вторых, определяющим развитием финансового сектора России почти с первых дней его существования стал недостаток предложения «длинных денег» на внутренних рынках, необходимых для финансирования таких активов, как ипотечные кредиты. Так, например, банковская система России более чем на 50 % финансировалась за счет средств физических и юридических лиц, временно находящихся на счетах банков. Такие средства обычно привлека-

ются на краткосрочный период и, по условиям многих договоров, могут быть отозваны в любой момент. Это повышает риски рефинансирования для банков, особенно если эти средства используются для финансирования долгосрочных проектов. Одним из способов создания рынка более длинных денежных ресурсов страны мог бы стать выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами. Это, а также потребность в диверсификации базы инвесторов, финансировании дальнейшего роста кредитных портфелей и потребность в высвобождении капитала, обусловили развитие секьюритизации в России.

Первой сделкой с существующими активами в России стала секьюритизация автокредитов банка «Союз» (ОАО АКБ) в 2005 г. Пример «Союза» вдохновил другие банки, и в 2006 г. объектами секьюритизации стали также ипотечные, потреби-

тельные кредиты и платежи по лизинговым контрактам.

Наличие государственной поддержки быстро развивающегося ипотечного рынка и укрепление института ипотечных свидетельств («закладных»), упрощающих процесс продажи активов, привели к тому, что в период с января по июль 2007 г. в России половина сделок по секьюритизации была обеспечена ипотечными кредитами. Вполне возможно, что тенденция сохранилась бы и во втором полугодии 2007 г., если бы не кризис на международных кредитных рынках — несколько запланированных сделок (RMBS — residential mortgage backed securities — бумаги, обеспеченные кредитами на покупку жилой недвижимости), а также сделок, секьюритизирующих другие активы, пришлось или отложить, или разместить в частном порядке, в том числе в форме накопительного финансирования (warehouse financing).

В 2007 г. можно было наблюдать секьюритизацию различных типов активов (автокредитов, ипотеки, потребительских кредитов, потоков по кредитным картам и др.). Кроме того, впервые были выпущены ноты, обеспеченные кредитами для малого и среднего бизнеса (в форме облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами — CDO) и потоками факторинговых платежей.

Распределение сделок за 2003–2007 гг. по типам активов, выступающих в роли обеспечения, приведено на рис. 3.

В период активного выпуска бумаг, обеспеченных российскими активами, на открытые международные рынки можно выделить следующие тенденции:

- развитие юридических аспектов секьюритизации и нормативной базы;
- усложнение используемых структур для оптимизации сделок, например: комбинация кондуитного (conduit) и рыночного финансирования, как в сделке «Райффайзенбанк» (ЗАО), появление локальных сделок, использование свопов и т. д.;
- проведение повторяющихся сделок в рамках одного класса активов;
- выход на рынок новых участников и рост доверия инвесторов;
- постепенное сужение спредов в период с 2005 г. по первую половину 2007 г.

За весь период активного существования рынка секьюритизации в России (с 2005 г. по 2008 г.) было 27 выпусков ценных бумаг с обеспечением банковскими активами и выходом на российские и международные рынки капитала. Общий объем сделок составил 5,3 млрд долл. США. Следует отметить, что наиболее активными участниками рынка стали такие российские финансовые институты, как ВТБ, Газпромбанк, АИЖК, совершившие более одной публичной сделки.

Логично было бы предположить продолжающиеся высокие темпы дальнейшего развития российского рынка секьюритизации. Однако мировой кредитный кризис, начавшийся в 2007 г., драматическим образом повлиял на только начинавший свое развитие рынок обеспеченных ценных бумаг в России. Кризис сильно сузил базу инвесторов, готовых принять на себя риски развивающихся рынков капитала, а также резко повысил спреды по выпускам, сделав их практически недоступными для российских оригинаторов. Следует, однако, отметить относительно короткую память инвесторов, свидетельством чего является то, что на развитых рынках секьюритизация постепенно возвращается. Учитывая, что российская экономика продолжает расти, банки наращивают свои портфели, и им необходимо искать различные способы рефинансирования активов, секьюритизация должна вернуться и на российский рынок.

Итак, подводя итоги всему вышесказанному, следует отметить, что с момента появления секьюритизации на российском рынке наблюдался высокий рост объемов выпусков обеспеченных ценных бумаг, появлялись различного рода структуры сделок, использовались разные типы активов в качестве обеспечения. Всемирный кризис ликвидности 2007–2008 гг. приостановил данную тенденцию, однако существует целый ряд предпосылок к возвращению данного вида рефинансирования банковских активов на рынок. За недолгую историю активного существования секьюритизации на рынке в России не было проведено исследований, показывающих влияние структурированных сделок на финансовые показатели банков-оригинаторов. В развитых странах, однако, подобные исследования демонстрируют противоречивые результаты. Некоторые авторы свидетельствуют о положительном влиянии секьюритизации на прибыльность финансовых институтов, другие же говорят об обратном и утверждают, что секьюритизация приводит к увеличению рисков.

В следующей части данной работы будет проведен анализ влияния использования секьюритизации российскими банками в качестве инструмента рефинансирования портфеля активов на финансовые показатели результатов деятельности самих банков.

3. Тестирование влияния секьюритизации на финансовые показатели деятельности банков в России

Одним из преимуществ выпуска обеспеченных бумаг является относительно низкая стоимость привлечения заимствований. Это достигается путем объединения активов в пул и делением на транши, вследствие чего более высокий транш в выпуске обеспечивается более низкими траншами, и вероят-

ность неплатежей по первым тем самым становится меньше, нежели по всему портфелю в целом. Кроме того, активы, попадающие в секьюритизированный пул, подвергаются четким критериям отбора, что обеспечивает относительно более высокое качество и однородность секьюритизированного портфеля. Следствием более высокого качества отбираемых активов и усиления качества кредита (*credit enhancement*) становится уменьшенный кредитный риск по старшему траншу. Соответственно, структурирование выпуска обеспеченных ценных бумаг позволяет достичь более высокого кредитного рейтинга по старшему траншу, чем корпоративный кредитный рейтинг, а, следовательно, и спред по данному траншу должен быть ниже, чем по облигациям банка, т. к. последний отражает кредитный риск/рейтинг всего банка в целом. Снижение стоимости привлекаемых средств должно привести к увеличению чистой прибыли вследствие сокращения процентных платежей.

Следующим общепринятым преимуществом секьюритизации является высвобождение капитала. Это происходит за счет продажи активов компании специального назначения (SPV) и, соответственно, исключения их из баланса. Сокращение кредитов приводит к снижению требуемого капитала банка. Высвобождение капитала является одной из основных особенностей сделок выпуска обеспеченных ценных бумаг и зачастую мотивирующим фактором при выборе данного инструмента финансирования активов. Выпуская обеспеченные ценные бумаги, финансовый институт сокращает потребность в наращивании собственного капитала, который является более дорогим источником средств.

Сокращение процентных платежей приводит к росту чистого процентного дохода, что при прочих равных условиях должно привести к увеличению чистой процентной маржи (*Net Interest Margin*). Кроме того, ожидаемое сокращение стоимости финансирования при одновременном сокращении объема активов путем продажи должно привести к увеличению доходности активов (*ROA*). Следствием сокращения требуемого капитала и увеличения чистой прибыли должен стать рост показателя доходности собственного капитала (*ROE*). Сокращение размера активов вследствие их продажи должно привести к увеличению показателя достаточности основного капитала (*Tier I*).

Однако, как показывают существующие исследования, проделанные на основе данных по сделкам секьюритизации в Европе и США, ожидаемый рост показателей эффективности деятельности финансовых институтов не всегда удается эмпирически подтвердить. В этой связи представляет интерес анализ влияния секьюритизации в России на показатели результативности деятельности российских банков.

Предметом анализа стали финансовые показатели банков в России, которые проводили выпуски

секьюритизированных ценных бумаг. Всего за существование данного рынка в России было 27 публичных выпусков обеспеченных ценных бумаг, включая локальные сделки и еврооблигации. Учитывая, что некоторые банки проводили эмиссию дважды в один и тот же год, и отсутствие показателей по некоторым из финансовых институтов, размер выборки сократился до 19 показателей. Для расчета требуемых коэффициентов был проанализирован целый ряд данных, состоявший из соответствующих статей отчетностей финансовых институтов за оба периода для каждого из 19 отобранных банков-оригинаторов. Следует отметить, что на финансовую отчетность банков могли повлиять и другие факторы, произошедшие за отчетный период, как внутренние, так и внешние, однако в целях проведения данного анализа мы абстрагируемся от этих факторов и будем исходить из допущения о том, что единственным значимым событием в деятельности банка за анализируемый период был выпуск обеспеченных ценных бумаг¹. Учитывая короткий срок существования рынка секьюритизации в России, анализ проводится по относительно небольшому количеству данных, что уменьшает силу статистических тестов. Однако в целях исследования имеющихся сделок, в ожидании возвращения данного инструмента на рынок рефинансирования банковских активов, из-за отсутствия аналогичных работ в России данный анализ представляет собой большой интерес, как с научной, так и с эмпирической точек зрения.

Для каждого из анализируемых банков рассчитывались следующие показатели по балансам и отчетам о прибылях и убытках в год, когда совершился выпуск, и за год до этого:

- чистая прибыль; показатель брался из отчета о прибылях и убытках по стандартам МСФО;
- коэффициент рентабельности активов

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Среднегодовые суммарные активы}} \times 100\%;$$

- коэффициент рентабельности собственного капитала

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Среднегодовой акционерный капитал}} \times 100\%;$$

- чистая процентная маржа (*NIM*)

$$NIM = \frac{\text{Чистый процентный доход}}{\text{Среднегодовая сумма активов, приносящих проценты}} \times 100\%;$$

- коэффициент достаточности собственного капитала

$$Tier I = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Средневзвешенные по риску активы}} \times 100\%.$$

¹ Аналогичная предпосылка делалась и в исследованиях других авторов.

После расчета данных показателей для двух периодов (до и после секьюритизации), было проведено тестирование гипотезы о том, что среднее значение выборки по каждому из коэффициентов в период после секьюритизации превышает среднее значение выборки показателей в период до секьюритизации. С этой целью использовался парный двухвыборочный t -тест для сравнения средних, который проверяет гипотезу о том, что математическое ожидание двух случайных величин X и Y , представленных выборками x_S и y_S , совпадают. При использовании данного теста предполагается, что значения в выборке распределены согласно распределению Стьюдента, выборки независимы и дисперсии случайных величин равны (или незначительно отличаются). Тест рассчитывает t -статистику:

$$t = \frac{\bar{x}_S - \bar{y}_S}{\sqrt{\frac{\sum(x_i - \bar{x}_S)^2 + \sum(y_i - \bar{y}_S)^2}{N_X + N_Y - 2} \left(\frac{1}{N_X} + \frac{1}{N_Y} \right)}}$$

где x_S — среднее значение выборки X , значения показателя до секьюритизации; y_S — среднее значение выборки Y , значения показателя после секьюритизации; x_i — i -ое значение показателя в выборке X ; y_i — i -ое значение показателя в выборке Y ; N_X — размер выборки X ; N_Y — размер выборки Y .

Если величины X и Y распределены нормально, то t -статистика будет иметь распределение Стьюдента с $N_X + N_Y - 2$ степенями свободы. Это позволяет нам использовать распределение Стьюдента для определения уровня значимости, соответствующего полученному значению t -статистики.

Для проверки влияния секьюритизации на деятельность финансовых институтов для каждого из анализируемых показателей на 95 %-м доверительном уровне тестировалась следующая гипотеза:

H_0 : средние значения показателя до секьюритизации и после равны, т. е. секьюритизация не оказала никакого влияния на данный показатель деятельности банка,

против альтернативной гипотезы:

H_1 : среднее значение показателя после секьюритизации

превышает среднее значение показателя до секьюритизации, т. е. секьюритизация привела к росту коэффициента эффективности деятельности банка в соответствии с данным показателем.

При 95 %-м доверительном интервале нулевая гипотеза H_0 принимается, если наблюдаемое значение p -value для статистики t , которая рассчитывается согласно вышеуказанной формуле и распределена в соответствии с распределением Стьюдента, выше 0,05. Если же наблюдаемое значение p -value меньше, чем критическое p -value, равное 0,05, то нулевая гипотеза отвергается в пользу альтернативной. Поскольку альтернативная гипотеза односторонняя, то используется односторонний t -тест.

Используя статистический пакет XLSTAT, были получены результаты, представленные в табл. 1.

Исходя из полученных результатов проведенного теста, можно сделать вывод о том, что не существует однозначного эффекта выпуска обеспеченных ценных бумаг на финансовые показатели деятельности банка.

Для показателя чистого дохода нулевая гипотеза о том, что среднее значение показателя чистого дохода банков до и после выпуска обеспеченных ценных бумаг совпадает, на 95 %-м доверительном уровне значимости отвергается в пользу альтернативной гипотезы о том, что среднее значение выборки показателей чистого дохода за период после выпуска превышает среднее значение данного показателя за один отчетный период до выпуска. Исходя из результатов данного теста и учитывая предпосылку об элиминировании других факторов, влияющих на деятельность банка за анализируемый период, можно сделать вывод о том, что секьюритизация повышает эффективность деятельности банка, приводя к росту чистой прибыли. Следовательно, подтверждается теоретическая предпосылка о том, что за счет ряда факторов выпуск обеспеченных активами банка ценных бумаг приводит к улучшению финансовых показателей данной кредитной организации.

Анализируя показатель рентабельности активов, мы не можем отвергнуть нулевую гипотезу о том, что значения средних в двух выборках совпадают. Это

Таблица 1

Показатель	t -observed	t -critical	p -value observed	p -value critical	H_0	H_1
Чистый доход	-2,1565	-1,734	0,0224	0,05	Отвергнуть	Принять
<i>ROA</i>	0,9737	-1,734	0,8284	0,05	Принять	Отвергнуть
<i>ROE</i>	1,0036	-1,734	0,8356	0,05	Принять	Отвергнуть
<i>NIM</i>	0,8811	-1,734	0,8284	0,05	Принять	Отвергнуть
<i>Tier I capital</i>	-1,2655	-1,734	0,1109	0,05	Принять	Отвергнуть

означает, что с 95 %-й статистической значимостью можно сделать вывод о том, что секьюритизация в России не приводит к повышению показателя рентабельности активов для банков-оригинаторов. Данный вывод подтверждает многие предыдущие исследования. Одним из объяснений такого результата может послужить тот факт, что банки, выпуская обеспеченные бумаги и продавая активы с баланса, сразу выпускают новые активы в еще большем размере.

Тест для коэффициента рентабельности собственного капитала показывает, что на 95 %-м уровне значимости мы не можем отвергнуть нулевую гипотезу о том, что средние значения двух выборок совпадают. Казалось бы, при высвобождении капитала, который является одним из основных преимуществ секьюритизации, и росте чистого дохода показатель рентабельности собственного капитала должен расти, однако, базируясь на данных по российским сделкам, это предположение не может быть подтверждено согласно проведенному одностороннему тесту с 95 %-м уровнем значимости. Аналогичный результат был получен и во многих предыдущих зарубежных исследованиях. Такой результат отчасти объясняется тем, что закрыв сделку секьюритизации, банки начинают выпускать еще более рискованные активы, которые требуют еще более высокого уровня собственного капитала в соответствии с государственным регулированием.

Для показателя чистой процентной маржи на 95 %-м уровне значимости нулевую гипотезу о том, что средние значения двух выборок совпадают, отвергнуть нельзя, а, следовательно, альтернативная гипотеза, говорящая о том, что среднее значение чистой процентной маржи в период после секьюритизации превышает среднее значение данного показателя до выпуска ценных бумаг, не принимается. Одно из объяснений данного результата схоже с результатами теста на сравнение средних коэффициента рентабельности активов. Выпустив обеспеченные бумаги и сократив активы на балансе, банки сразу начинают выпускать новые активы, размер которых может превысить размер секьюритизированного портфеля.

На 95 %-м доверительном уровне нельзя принять альтернативную гипотезу о том, что среднее значение показателя достаточности капитала увеличивается после выпуска обеспеченных ценных бумаг. Казалось бы, что результатом выпуска секьюритизированных ценных бумаг должен быть рост показателя достаточности капитала. С одной стороны, такой результат можно интерпретировать как следствие того, что в результате высвобождения капитала размеры собственного капитала банка сокращаются в соответствии с требованиями Центрального банка РФ, с другой, как уже было сказано выше, продав секьюритизированный портфель активов, банки сразу начинают наращивать новые активы.

Проанализировав табл. 1 и подытожив все вышесказанное, можно сделать вывод о том, что статистическое тестирование влияния секьюритизации на показатели эффективности деятельности банков на российском рынке показало смешанные и неоднозначные результаты, что подтверждает выводы предыдущих исследований, использовавших в своей основе сделки секьюритизации на более развитых рынках капитала.

Следует отметить, что учитывая относительно небольшой размер выборки, необходимо повторить данный тест через несколько лет, когда на рынке появятся новые выпуски обеспеченных ценных бумаг, что позволит увеличить ряд данных и повысить статистическую силу тестов.

Заключение

Учитывая быстрые темпы роста банковских активов в России, начиная с 2000 г., логическим развитием рынка заемного капитала стало появление в 2004 г. такого инструмента как секьюритизация. Как уже известно, существует довольно много преимуществ данного источника рефинансирования банковских активов. На развитых рынках капитала был проделан целый ряд исследований, тестирующих влияние секьюритизации на эффективность деятельности банков-оригинаторов. Результаты большинства работ оказались весьма противоречивыми и неоднородными, и выводы об однозначном положительном влиянии выпуска обеспеченных ценных бумаг на финансовые результаты деятельности банков сделать довольно затруднительно. Следует, однако, отметить наличие целого ряда предпосылок в каждом из исследований и тот факт, что достаточно сложно проследить влияние секьюритизации на финансовые показатели изолированно от остальных факторов. Поэтому следует принимать во внимание статистическую силу всех исследований на данную тему.

Статья была посвящена проверке влияния секьюритизации на финансовые показатели деятельности банков на российском рынке. Учитывая относительно короткую историю существования рынка структурированных продуктов в России, было выпущено лишь 27 подобных ценных бумаг. А следовательно, выборка наблюдений для данного исследования оказалась относительно небольшой. Анализ проводился на основе данных финансовых отчетностей банков до и после секьюритизации, и, следовательно, принималось допущение о том, что наиболее сильным фактором, повлиявшим на результативность деятельности, являлся выпуск обеспеченных ценных бумаг.

Результаты проведенных статистических тестов оказались неоднозначными. Согласно некоторым из анализируемых показателей секьюритизация приве-

ла к росту показателей эффективности деятельности финансового института, другие коэффициенты результативности остались неизменными. Аналогичные выводы получили и другие исследователи в своих работах по другим странам. Следует отметить, что это лишь первый анализ на данную тему в России, и пока еще рано делать какие-либо выводы, в силу того, что российский рынок секьюритизации еще очень молод. В дальнейшем следует повторить подобный анализ на выборке большего размера, когда рынок секьюритизации в России достигнет больших размеров и на рынке появится значительно большее количество торгуемых обеспеченных ценных бумаг. Кроме того, интересно было бы посмотреть на влияние секьюритизации не только на банки, выпускающие обеспеченные ценные бумаги, но и на других участников рынка, таких как инвесторы, государство и банковская система в целом.

Литература

1. Берзон Н. Рынок еврооблигаций — ключевые моменты // Рынок ценных бумаг. 2000. № 9. С. 73–75.
2. Драгунов В. Секьюритизация активов в России // Оперативное управление и стратегический менеджмент в коммерческом банке. 2005. № 1.
3. Драгунов В., Донов В. Механизм изоляции. Действительная продажа (true sale) активов в сделках секьюритизации // Вестник НАУФОР. 2005. № 3.
4. Казаков А. Создание синтетических активов выход из тупика // Рынок ценных бумаг. 2003. № 16.
5. Казаков А. Секьюритизация: первые сделки после 5 лет разговоров // Рынок ценных бумаг. 2006. № 4.
6. Котлов А. Формирование российского рынка ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22.
7. Красавина Л. Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. 2001. 608 с.
8. Мельникас М., Сушкова Е. Правовые вопросы применения секьюритизации активов в России // Рынок ценных бумаг. 2003. № 3.
9. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг в России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002.
10. Пенкина И. Рынок секьюритизации в России // Биржевое обозрение. 2007. № 5.
11. Петрова Н. А. Секьюритизация активов: зарубежный опыт и российская практика // Дипломная работа. Финансовая Академия при Правительстве РФ. 2005. 111 с. [Электронный ресурс] www.mirkin.eufn.ru
12. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. Учебное пособие для вузов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
13. Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.
14. Санникова Т., Эрнст Я. Основные факторы, влияющие на рейтинг структурированных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2006. № 4.
15. Санникова Т. Рейтинг отдельных сделок секьюритизации активов // Рынок ценных бумаг. 2006. № 11.
16. Санникова Т., Эрнст Я. Качество обслуживания в транзакциях секьюритизации // Рынок ценных бумаг. 2006. № 17.
17. Селивановский А. Конструируем SPV // Рынок ценных бумаг. 2005. № 13.
18. Скогорева А. Рынок секьюритизации — ледяная глыба вместо «живых денег» // Банковское обозрение. 2008. № 5.
19. Стругацкий И., Ясеновец И. Кредитный анализ ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2004. № 5.
20. Стругацкий И. Обслуживание ипотечных кредитов: «подводные камни» // Рынок ценных бумаг. 2005. № 23.
21. Туктаров Ю. Секьюритизация закладных: вопросы действительной продажи (true sale) // Рынок ценных бумаг. 2006. № 22.
22. Туктаров Ю. Что нужно поменять в облигациях с ипотечным покрытием? // Рынок ценных бумаг. 2006. № 4.
23. Туктаров Ю. Транширование ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2006. № 11.
24. Уоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции ИПЦ «Вазар-Ферро». 1994. 320 с.
25. Яблонская О. В. Секьюритизация активов как финансовая инновация в коммерческих банках // Вестник НАУФОР. 2003. № 6.
26. Яблонская О. В. Секьюритизация активов в деятельности коммерческих банков // Финансовый аналитик. 2003. № 12.
27. Яблонская О. В. Секьюритизация активов // Сборник научных статей Финансовой академии при Правительстве РФ. Вып. 3. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2004.
28. Яблонская О. В. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России: Дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10. М., 2004. 164 с. [Электронный ресурс] www.diss.rsl.ru
29. Базы данных рейтинговых агентств: Standard and Poor's, Moody's, Fitch Ratings.
30. [Электронный ресурс] Секьюритизация активов в России (Аналитический доклад). СРО «Национальная Фондовая Ассоциация». 2006. www.nfa.ru/nfa2/projects/doc/sec-doc-rus.pdf
31. Ambrose, Brent W., Michael LaCour-Little, and Anthony B. Sanders. 2004. Does Regulatory.
32. Capital Arbitrage or Asymmetric Information Drive Securitization, Working Paper.
33. Bannier, Christina E., and Dennis Haensel. 2007. Determinants of Banks' Engagement in Loan Securitization, Working Paper.
34. Boot, Arnoud W. A., and Anjan V. Thakor. 1993. Security Design. The Journal of Finance 48. 1349–1378.
35. Calomiris, Charles W., and Joseph R. Mason. 2004. Credit Card Securitization and Regulatory.
36. Arbitrage. Journal of Financial Services Research. 26. 5–27.
37. Carey, Mark. Credit Risk in Private Debt Portfolios, The Journal of Finance, 1998, 53. 1363–1387.

38. *Cebenoyan, Sinan A., and Philip E. Strahan*. 2004. Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks. *Journal of Banking and Finance*. 28. 19–43.
39. *Chen, Weitzu, Chi-Chun Liu, and Stephen G. Ryan*. Characteristics of Securitizations that determine Issuers' Retention of the Risks of the Securitized Assets, *Accounting Review*, 2008, 83, 1181–1215.
40. *Dionne, Georges, and Tarek M. Harchaoui*, 2003, Banks' Capital, Securitization and Credit Risk: An Empirical Evidence for Canada, HEC Working Paper № 03–01.
41. *Donahoo, Kathleen K., and Sherrill Shaffer*, 1991, Capital Requirements and Securitisation Decision, *Quarterly Review of Economics and Business* 31, 12–23.
42. *Fabozzi Frank J., Davis Henry A., Choudhry Moorad // Frank J. Fabozzi Series*. Introduction to Structured Finance. John Wiley & Sons, 2006.
43. *Fabozzi Frank J.* Accessing Capital Markets Through Securitization // *Frank J. Fabozzi Series*. John Wiley & Sons, 2001.
44. *Flannery, Mark J.*, 1994, Debt Maturity and the Deadweight Cost of Leverage: Optimally Financing Banking Firms, *American Economic Review* 84, 320–331.
45. *Greenbaum, Stuart I., and Anjan V. Thakor*, 1987, Bank Funding Modes: Securitization versus deposits, *Journal of Banking and Finance* 11, 379–401.
46. *Hess, Alan C., and Clifford W. Smith Jr.*, 1988, Elements of mortgage securitization. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 1, 331–346.
47. *Higgins, Eric J., and Joseph R. Mason*, 2003, What is the Value of Recourse to Asset Backed Securities? A Clinical Study of Credit Card Banks, Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper № 03–6.
48. *Keys, Benjamin J., Tanmoy K. Mukherjee, Amit Seru, and Vikrant Vig*, 2008, Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans, EFA 2008 Athens Meetings Paper.
49. *Krahnen, Jan P., and Christian Wilde*, 2006, Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking, CFS Working Paper № 2006/04.
50. *Lockwood, Larry J., Ronald C. Rutherford, and Martin J. Herrera*, 1996, Wealth Effects of Asset Securitization, *Journal of Banking and Finance* 20, 151–164.
51. *Pavel, Christine, and David Phillis*, 1987, Why Commercial Banks Sell Loans: An Empirical Analysis, Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives 14, 3–14.
52. *Pennacchi, George G.*, 1988, Loan Sales and the Cost of Bank Capital, *The Journal of Finance* 43, 375–396.
53. *Rosenthal, James A., and Juan M. Ocampo*, 1988. Securitization of Credit. John Wiley & Sons Inc.
54. *Vermilyea, Todd A., Elizabeth R. Webb, and Andrew A. Kish*, 2008, Implicit Recourse and Credit Card Securitizations: What Do Fraud Losses Reveal?, *Journal of Banking and Finance* 32, 1198–1208.
55. *Zweig, Phillip L.*, 1989. *The Asset Securitization Handbook* (Dow-Jones Irwin).
56. Emerging Markets Outlook and Strategy, JPMorgan research, 01/02/2008.
57. Securitisation in Russia: Some Legal Issues, Mayer Brown LLP, Сентябрь 2007.
58. The Contribution of Collateralized Debt Obligations, CFS Working Paper № 2005/06.
59. Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market, European Banking Center Discussion Securitization, Working Paper.
60. World Financial Markets: Emerging Markets, JPMorgan research, 15/03/2007.
61. [Электронный ресурс] www.cbonds.info
62. Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) [Электронный ресурс] www.ahml.ru
63. Банк России [Электронный ресурс] www.cbr.ru
64. Vinod Kotharis securitization website [Электронный ресурс] www.vinodkothari.com

Горлина Екатерина Юрьевна. Аспирант ИСА РАН. Окончила в 2008 г. Государственный университет Высшая Школа Экономики при Правительстве РФ. Количество печатных работ: 1. Область научных интересов: теория финансовых рынков, международная экономика. E-mail: gorlina.ekaterina@gmail.com