

УДК 336.7

С. А. Белозёров, А. А. Лупырь

ИСТОРИЧЕСКИЕ ФОРМЫ СОВРЕМЕННОГО МЕХАНИЗМА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

В большинстве изученных нами литературных источников прямо или косвенно указывается на то, что современный механизм секьюритизации активов возник в США¹. Считается, что и сам термин «секьюритизация» (securitisation) был впервые использован в 1977 г. главой ипотечного департамента банка «Salomon Brothers» Льюисом Раньери (Lewis S. Ranieri) в интервью для газеты «The Wall Street Journal». В интервью речь шла о сделке, в рамках которой был проведен частный выпуск ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. «Сделка была основана на использовании структуры прямого распределения. В качестве андеррайтера выступал “Salomon Brothers”» [1, с. 62]. Тем не менее можно утверждать, что те или иные формы механизма секьюритизации активов появились задолго до этого. Их анализ является актуальной научно-исследовательской задачей. Решение этой задачи позволит, на наш взгляд, во-первых, определить причины появления концептуальной идеи секьюритизации активов; во-вторых, выявить основные закономерности и условия исторического развития механизма секьюритизации активов.

Логику проведенного в рамках статьи исследования определил филогенетический подход к анализу рассматриваемого предмета, поскольку предложенные исторические формы отражают не совокупность преобразований, которые претерпевал некий первичный механизм в процессе своего линейного развития (онтогенетический подход), а эволюцию различных механизмов секьюритизации активов, появившихся на отдельных

Сергей Анатольевич БЕЛОЗЁРОВ — д-р экон. наук, профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента Экономического факультета СПбГУ. Окончил Экономический факультет ЛГУ в 1987 г. В 1994 г. защитил кандидатскую, в 2006 — докторскую диссертации. Область научных интересов — проблемы развития национальной финансовой системы. Автор 80 научных и учебно-методических публикаций.

Алексей Александрович ЛУПЫРЬ — аспирант кафедры теории кредита и финансового менеджмента Экономического факультета СПбГУ. В 2007 г. окончил Экономический факультет Байкальского государственного университета экономики и права. Основные направления научных интересов — финансовые рынки, теория кредита, рынок рефинансирования активов, банковское дело в России и за рубежом. Автор 19 научных публикаций.

© С. А. Белозёров, А. А. Лупырь, 2010

этапах развития национальных экономических систем. Обобщение и систематизация взглядов исследователей на концепцию секьюритизации активов, анализ существовавших механизмов секьюритизации активов позволили нам определить исторический ряд их основных форм.

На наш взгляд, исторически первой формой механизма секьюритизации активов является механизм откупа налогов, осуществлявшийся через продажу публичных должностей. Он возник в Древней Греции в VI в. до н. э. Такую точку зрения разделял и проф. А. М. Андрэдес (A. M. Andreades, 1876–1935). Он утверждал, что данный механизм использовался в греческих полисах уже в период их классического развития (VI–V вв. до н. э.) и как таковой может быть представлен в виде первого примера сделок по секьюритизации активов² [2, р. 159–161]. Указанный механизм можно охарактеризовать следующим образом: гражданин вносил единовременный платеж в фиск полиса, за что получал должность сборщика налогов и право их собирать с фермерских хозяйств. Таким образом государство продавало ожидаемые налоговые поступления. Очевидно, что откуп налогов по своему содержанию соответствует сделке по секьюритизации налоговых поступлений, которая в современной истории впервые была проведена в июне 1994 г. в США. Один из исследователей социального и экономического устройства Римской империи сообщает, что откуп налогов в Древнем Риме впервые получил распространение в IV в. до н. э. [3, р. 7]. При дальнейшем развитии древнеримский откуп налогов проходил на ежегодных торгах (формулах). К XI в. продажа должностей сборщиков налогов стала обычным институтом и для Византийской империи [2, р. 246]. А. Лайоу (A. Laiou) утверждает, что один из исследователей экономической истории, живший в XI веке, характеризовал продажу государством будущих налоговых платежей как «форму разумного государственного заимствования, которая стала необходимостью в связи со слабостью публичных финансов» [4, р. 7–8]. Действительно, такой механизм давал стимул сборщикам налогов, с помощью которых государство преодолеvalo слабость публичных финансов. Можно отметить, что правители различных государств часто использовали этот механизм для пополнения казны: в Средние века откуп налогов получил распространение во Франции (с XIII в.), Голландии, Испании, Англии. Здесь он явился одним из важных источников первоначального накопления капитала. Откуп налогов применялся в России (конец XV в.), Османской империи, Индии и в других странах. В данном случае важно то, что в какой бы стране институт откупа налогов ни существовал, его содержание и функциональная направленность не изменялись. Таким образом, можно утверждать, что основой концептуальной идеи секьюритизации активов является механизм откупа налогов, возникший в Древней Греции, а позднее распространившийся по всему миру.

Еще одной исторической формой механизма секьюритизации активов стала схема обеспечения займов, примененная голландскими колонизаторами в середине XVII в. [5, р. 4]. Займы предоставлялись владельцам карибских сахарных плантаций и обеспечивались будущими денежными поступлениями от продажи сахарного тростника. В отличие от продажи ожидаемых налоговых платежей, особенность данного механизма состоит в продаже будущих денежных поступлений от реализации товара. После голландцев механизм продажи будущих денежных поступлений от торговли товарами стали использовать англичане и французы. С XIX в. в Европе начали выращивать сахарную свеклу, спрос на сахарный тростник упал. Но значимость механизма продажи будущих денежных поступлений не снизилась. Механизм, использовавшийся колонизаторами, по своему содержанию сопоставим с механизмом секьюритизации торговых контрактов, который в современной истории впервые был реализован в США в сентябре 1987 г. Данный

механизм используется и сегодня в виде секьюритизации ожидаемых денежных поступлений, к примеру, от продажи авиабилетов, билетов на концерты и проч.

Следующие две исторические формы механизма секьюритизации активов связаны с усилением государств, направлявшимися на обеспечение товарооборота необходимым количеством денежных знаков. Функционирование этих форм связано с первыми попытками теоретического обоснования концепции секьюритизации активов, которые были сделаны в русле меркантилистской капиталотворческой теории кредита. Пионером стал самый известный практик в реализации капиталотворческих теорий кредита в начале XVIII в. шотландец Джон Ло (John Law, 1671–1729). Именно он разработал и впервые применил меркантилистскую капиталотворческую теорию кредита, которую развивали И. Пинто, Ж. Ф. Мелон, И. Г. Бюш и др. На основе этой теории Дж. Ло построил концепцию денежного обращения, которая была представлена в 1705 г. в его работе «Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money». В ней Дж. Ло предложил парламенту Шотландии учредить ипотечный банк и организовать выпуск бумажных денег, обеспеченных закладываемой недвижимостью. Предполагалось, что бумажные деньги восполнят недостаток полноценных монет, обеспечив тем самым развитие товарооборота. Суть рассуждений Дж. Ло можно свести к следующему: стоимость бумажных денег стабильна в отличие от стоимости монет, способной изменяться в зависимости от величины издержек на их производство. Практическое преимущество бумажных денег, обеспеченных залогом земельных участков, состоит в их стабильной покупательной способности (подробнее см.: [6; 7; 8; 9; 10]). Общий итог его рассуждений отражает следующий тезис: деньги – это капитал, кредит – это деньги, бумажные деньги – это кредит. Следовательно, тот, кто выпускает бумажные деньги, создает кредит; кто создает кредит, тот производит деньги; кто производит деньги, тот создает капитал [9, с. 87–88].

На наш взгляд, современный механизм секьюритизации ипотечных кредитов по своей сути похож на механизм, предложенный Дж. Ло шотландскому парламенту. Принципиальную разницу можно увидеть лишь в том, что при секьюритизации ипотечных активов эмитируются ипотечные ценные бумаги, а Дж. Ло предлагал выпускать бумажные деньги.

Идея Дж. Ло была реализована во Франции в несколько измененной форме. В мае 1716 г. был создан Общий банк Франции (Banque generale de France). Кроме права на осуществление обычных банковских операций он получил разрешение выпускать банковские билеты (в январе 1719 г. наделен статусом государственного Королевского банка). С целью освоения колоний в 1717 г. в долине реки Миссисипи было учреждено акционерное общество «Западная компания» (Compagnie d'Occident), в июне 1719 г. переименованная в «Компанию Индий» (Compagnie des Indes). Соединение возможностей банка и компании позволило создать финансовую пирамиду. В августе 1719 г. началась конверсия многообразных форм государственного долга: банк выпускал билеты, которые использовал для выкупа у населения государственных обязательств; «Компания Индий» продавала собственные акции, обменивая их на эти билеты. В отличие от проекта, предложенного шотландскому парламенту, в проекте, реализованном во Франции, обеспечением выпускаемых билетов были не земельные участки, а акции «Компании Индий». Декретом от 25 июля 1719 г. «Компания Индий» получила регалию монетного дела по всей Франции, что повысило спрос на ее акции, рыночная стоимость которых максимально возростала до 20 тыс. ливров при номинале в 500 ливров [6, с. 102]. Более того, банковские билеты стали набирать покупательную силу, получив 10%-ный лаж по сравнению с металлическими деньгами. Это обособило бумажно-денежный оборот от металлического

обращения. Вытеснение монет из обращения позволило аккумулировать и тезаврировать их в Королевском банке. Произошло изменение денежного стандарта – возникла система обращения банкнот.

Если провести параллель между механизмами, реализованными в «системе» Дж. Ло, и современными механизмами секьюритизации различного рода активов, то условное сходство может быть найдено в структурах секьюритизации бизнеса и государственного долга. Иными словами, «систему» Дж. Ло можно представить в виде некой структуры смешанной секьюритизации указанных категорий активов. К этому уместно добавить, что подобные механизмы в современных условиях стали появляться лишь в конце 80-х – начале 90-х годов XX в. в США и Великобритании.

Несколько позже в конце 1789 г. во Франции с появлением процентных бумажных денег (ассигнатов), обеспеченных недвижимостью, возникла другая историческая форма механизма секьюритизации активов. Французские ассигнаты имели 5%-ный купон, который ежегодно предъявлялся казначейству для погашения. Обеспечением этих «полуденег-полуоблигаций» выступал государственный земельный фонд, состоявший из национализированных королевских и церковных земель (рис. 1).

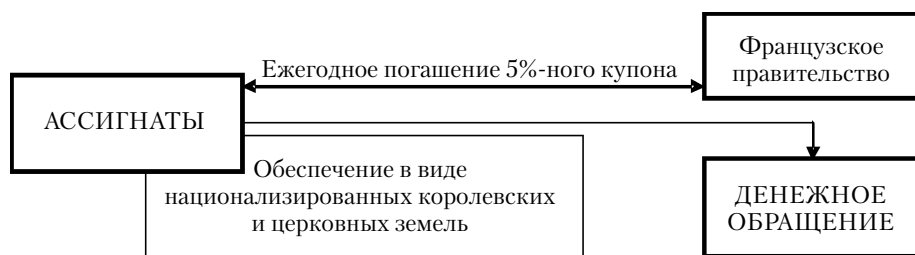


Рис. 1. Схема обращения французских ассигнатов (1789–1797 гг.).

Предполагалось, что ассигнаты постепенно будут возвращаться в казну, поскольку владельцы станут использовать их для покупки государственной земли. Но связь ассигнатов с землей вскоре стала формальностью: первые ассигнаты имели номинал 10 000 и 1000 ливров и были недоступны для населения, но к 1790 г. номинал ассигнатов сократился до 300 и 200 ливров, затем до 100 и 50 ливров, а в 1792–1793 гг. были выпущены купюры номиналом в 5 и 1 ливров [11, с. 49–81]. Поэтому к 1793 г. золотые и серебряные монеты были полностью тезаврированы, а ассигнаты заняли их место. В начале 1796 г. ассигнаты настолько обесценились, что их эмиссия перестала приносить доход [12, с. 17].

Первым, кто теоретически обосновал обращение обеспеченных процентных бумажных денег, был А. Цешковский (1814–1894). Он определил три вида циркуляции экономических ценностей: 1) производительную (активную); 2) потребительную (пассивную); 3) бесплодную (нейтральную) [13, с. 5]. Потребительную и бесплодную циркуляции он характеризовал как ничего не производящие, базирующиеся на отрицательных ценностях. Экономический рост он связывал исключительно с производительной циркуляцией, которая приводит к умножению общественного богатства. Производительная циркуляция, согласно А. Цешковскому, должна основываться только на «реальном» кредите, под которым подразумевался, во-первых, производительный кредит, во-вторых, кредит, обеспеченный реальными залоговыми ценностями (в отличие от «морального»). Более того, он полагал, что только реальное обеспечение кредита может дать ценность обращающимся на рынке долговым обязательствам. Среди таких обязательств А. Цешковский называл

рентные билеты, которые соединяли в себе устойчивость стоимости полноценных денег с обращаемостью бумажных денег. Кроме того, А. Цешковский полагал, что рентные билеты должны приносить процентный доход. Под каждый выпуск рентных билетов А. Цешковский предлагал учреждать фонд определенных материальных ценностей. Предполагалось, что доход по рентным билетам будет косвенным образом уплачен владельцем фонда, материальные ценности которого должны были выступать обеспечением по кредитам, а через кредиты – обеспечением определенного выпуска рентных билетов [13, с. 32–33]. В последующем владелец фонда возвращал бы уплаченные денежные средства за счет выплат, производимых заемщиками по кредитам. А. Цешковский предлагал осуществлять выпуск рентных билетов в несколько этапов. Сами рентные билеты предлагалось употребить на: 1) выкуп государственного долга; 2) организацию государственных работ и общепользную производительную предприимчивость; 3) постоянное поддержание земледельческого, промышленного и торгового кредита [13, с. 124]. Поскольку рентные билеты будут обеспечены, то они не потребуют размена на звонкую монету. Следовательно, крах пирамиды становится в принципе невозможным. Анализ концепции А. Цешковского делает очевидным тот вывод, что гибридная кредитно-финансовая пирамида есть не что иное, как секьюритизация кредитов на основе выпуска рентных билетов. Отметим, что необходимость выпуска в обращение бумажных денег была часто связана с кризисными периодами в истории развития государств. Во время Французской революции (1789–1797) появились ассигнаты. Правительство США в период Гражданской войны (1861–1865) выпустило в обращение билеты номиналом в 50 долларов, приносящих 7,3% годовых. В Германии 15 ноября 1923 г. была выпущена рентная марка, формальным обеспечением которой была ипотека.

Следует определить еще одну историческую форму механизма секьюритизации активов, которая возникла в Германии во второй половине XVIII в. В 1767 г. по указу короля Пруссии Фридриха II было учреждено кредитное товарищество, предоставлявшее ипотечные кредиты прусским дворянам – Силезский ландшафт [14, с. 326] (рис. 2). До этого были созданы специальные кассы для кредитования дворян под 4% годовых при условии земельного

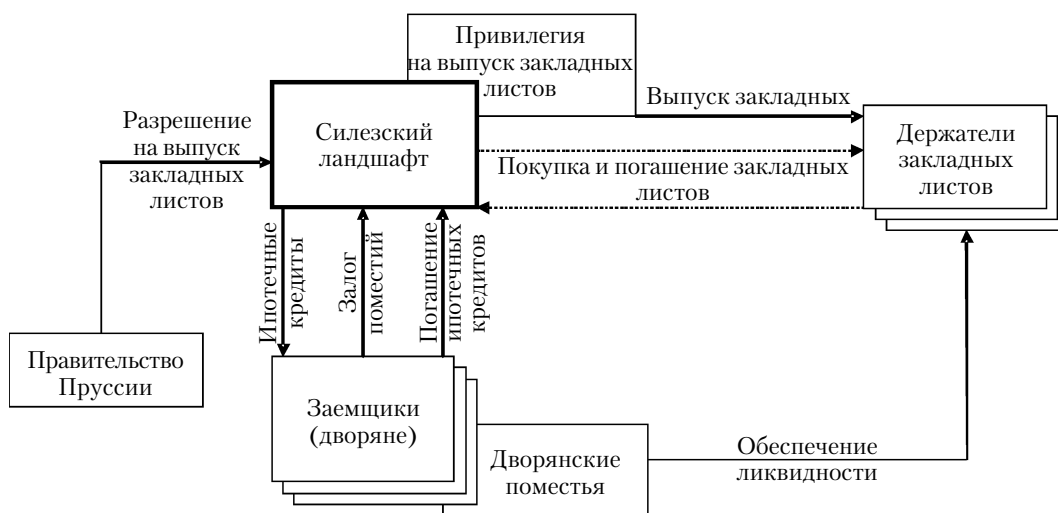


Рис. 2. Немецкий механизм рефинансирования деятельности по выдаче ипотечных кредитов (последняя треть XVIII в.).

обеспечения. Заметим, что появлению системы ипотечного кредитования в Германии предшествовала сложившаяся еще в Средние века система вотчинно-ипотечного оборота.

Денежные ресурсы, вырученные от продажи закладных листов, Силезский ландшафт предоставлял в кредит, а средства, полученные от заемщиков, направлял на погашение собственных обязательств по закладным листам. Отметим, что механизм работы Силезского ландшафта стал прообразом современного механизма секьюритизации без списания активов с баланса кредитора. Развитие начального механизма привело к созданию техники секьюритизации активов, осуществляемой посредством выпуска ипотечных обеспеченных облигаций.

Механизмы секьюритизации активов, которые теперь принято называть современными, стали возникать лишь во второй половине XX в. Их развитие продолжается и в настоящее время. На наш взгляд, отправной точкой этого периода можно считать 1934 г., когда в США при учреждении Федеральной жилищной администрации начали формироваться предварительные условия для создания техники секьюритизации активов. Эта организация разработала и предложила банкам стандартный инструмент для долгосрочных, самоамортизируемых ипотечных кредитов и стала осуществлять страхование кредитных рисков коммерческих банков при ипотечном кредитовании [15, с. 358]. С 1934 по 1970 г. был создан ряд федеральных организаций, которые предоставляли гарантии по ипотечным кредитам и осуществляли программы по покупке ипотечных кредитов. Этот период является фазой становления вторичного рынка ипотечных кредитов в США. Механизм секьюритизации ипотечных кредитов был впервые использован в 1970 г. Его появление главным образом связано с попытками американских банков обойти нормы закона Макфаддена (McFadden Act) 1927 г. Данный закон регламентировал открытие филиалов в разных штатах. Парламент США принятием этого закона пытался уравнивать положения крупных национальных банков и банков штатов. Банкам было запрещено открывать филиалы за пределами штата, в котором располагалось головное отделение, и предписано подчиняться нормативам того штата, где работает головное отделение. Таким образом, кредитные операции банков могли осуществляться в рамках только одного штата. Это привело к диспропорциям в структурах балансов депозитных учреждений Востока и Запада США. Ситуация заключалась в том, что в восточных регионах спрос на ипотечные кредиты был невелик вследствие активной миграции с Востока на Запад. Поэтому банки не могли постоянно размещать свои пассивы. Создался избыток денежных ресурсов. В западных регионах была противоположная ситуация – высокий спрос на ипотечные активы и недостаток привлеченных средств. Вследствие законодательных ограничений банковский капитал не мог «перекачиваться» из профицитных регионов (с точки зрения банковских ресурсов) в дефицитные. Но проблема решилась путем создания ипотечных ценных бумаг. Возникли схемы с участием специальных юридических лиц, которым не запрещалось выпускать ценные бумаги. Эти ценные бумаги покупались банками в восточных регионах, что позволяло банкам в западных регионах формировать ресурсы для дальнейшей выдачи ипотечных кредитов.

С момента появления первого современного механизма секьюритизации активов прошло относительно много времени, в течение которого происходило его развитие. Одновременно с его совершенствованием возникали и другие, более сложные механизмы. Сегодня можно определить три основных механизма секьюритизации активов и, кроме того, их различные модификации (рис. 3).

В качестве критерия для выделения общего механизма каждой классификационной группы выступает совокупность особенностей реализации конкретного механизма. Критерием отнесения той или иной модели к исходному механизму является их однородность.



Рис. 3. Классификация механизмов секьюритизации активов.

Отметим, что возможны и другие группировки основных механизмов секьюритизации активов и их моделей.

В предложенной классификации в качестве общих механизмов определяются: секьюритизация бизнеса, секьюритизация активов и синтетическая секьюритизация активов. В рамках статьи мы не раскрываем содержание каждой модели, но для того чтобы отразить их общую идею, рассмотрим суть трех основных механизмов. В целях анализа заметим, что все предлагаемые схемы отображают только базовую структуру реальной сделки. На практике часто привлекаются рейтинговые агентства, организаторы размещения ценных бумаг, юридические компании, аудиторы и др.

Главная идея всех моделей, объединенных в группу «секьюритизация активов на основе действительной продажи», состоит в том, что диверсифицированный пул активов получает юридическую самостоятельность (рис. 4).

Активы продаются специализированной компании (Special Purpose Vehicle, SPV) путем их списания с баланса инициатора сделки. SPV обычно учреждается в юрисдикции, где не существует серьезных надзорных ограничений и обеспечивается налоговая нейтральность сделки. SPV имеет минимальный собственный капитал и финансирует покупку активов путем эмиссии ценных бумаг. Поскольку SPV по юридическим и экономическим соображениям не имеет сотрудников, не владеет производственными активами, то само по себе

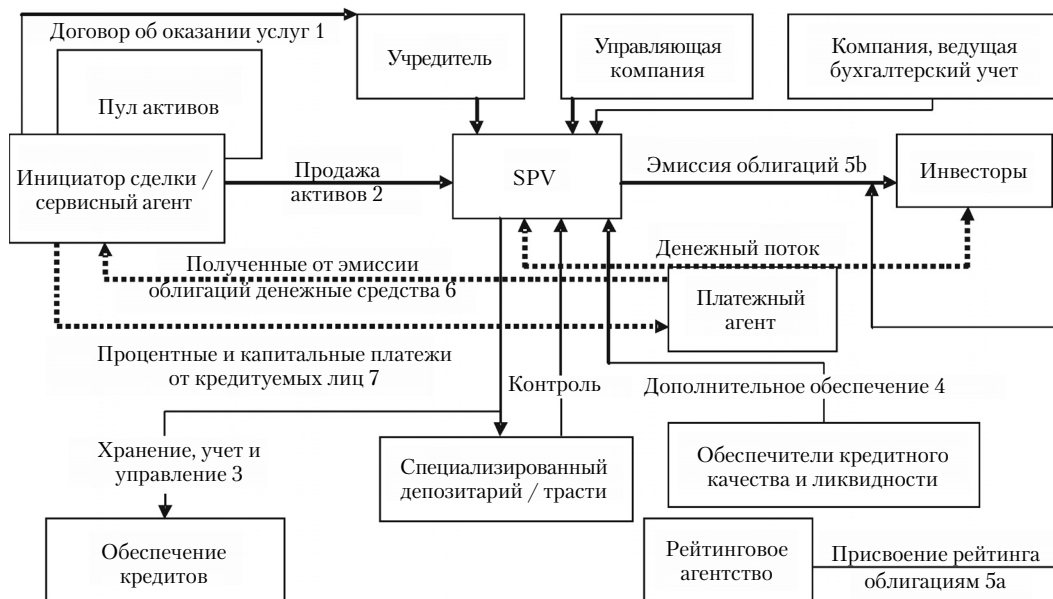


Рис. 4. Схема сделки секьюритизации активов на основе действительной продажи.

оно не может получить доступ на рынок капитала. Поэтому в структуре сделки обычно предусматриваются дополнительные обеспечительные элементы, повышающие ее надежность, которые предоставляются инициатором сделки или третьими лицами — страховыми компаниями, банками и проч. С помощью механизмов повышения надежности ценных бумаг, а также благодаря тщательному структурированию сделки становится возможным получение кредитных рейтингов инвестиционного качества вплоть до Double-A и Triple-A.

В случае секьюритизации бизнеса SPV эмитирует облигации на рынке капитала и предоставляет привлеченные средства в виде кредита инициатору сделки, который, в свою очередь, погашает кредит за счет прибыли, получаемой от хозяйственной деятельности. Выпущенные облигации обеспечиваются всеми или большей частью активов инициатора сделки. Особенность данной техники такова, что SPV не покупает пул активов у инициатора сделки, а предоставляет кредит, погашение которого обеспечивается его бизнесом (рис. 5).

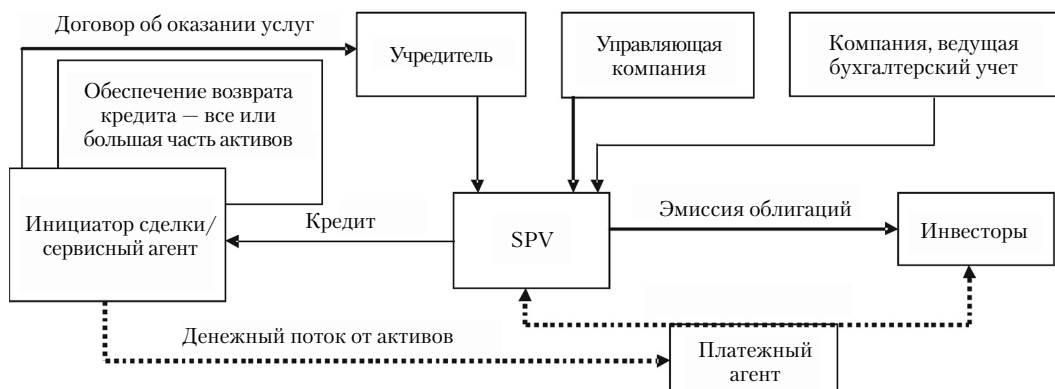


Рис. 5. Схема сделки секьюритизации бизнеса.

Специфической особенностью синтетической секьюритизации активов является то, что структурирование сделки осуществляется посредством эмиссии кредитных деривативов. Данную технику можно представить в виде передачи кредитного риска конкретного обязательства или портфеля обязательств банком другому лицу. При синтетической секьюритизации активы с баланса не списываются, не улучшается коэффициент отношения задолженности к собственному капиталу. Главная функция секьюритизации активов состоит в получении более «дешевых» ресурсов, главная функция синтетической секьюритизации активов – в хеджировании кредитных рисков. Синтетическая секьюритизация активов может быть выбрана в силу ряда причин: 1) отсутствие возможности у инициатора сделки продать активы; 2) единственное желание инициатора сделки хеджировать кредитные риски при отсутствии необходимости в «дешевом» финансировании; 3) наличие строгих правовых ограничений в проведении секьюритизации активов; 4) желание инициатора сделки продолжать кредитные отношения с определенными клиентами или просто привлечь новых инвесторов. Базовая структура сделки синтетической секьюритизации активов отображена на рис. 6.

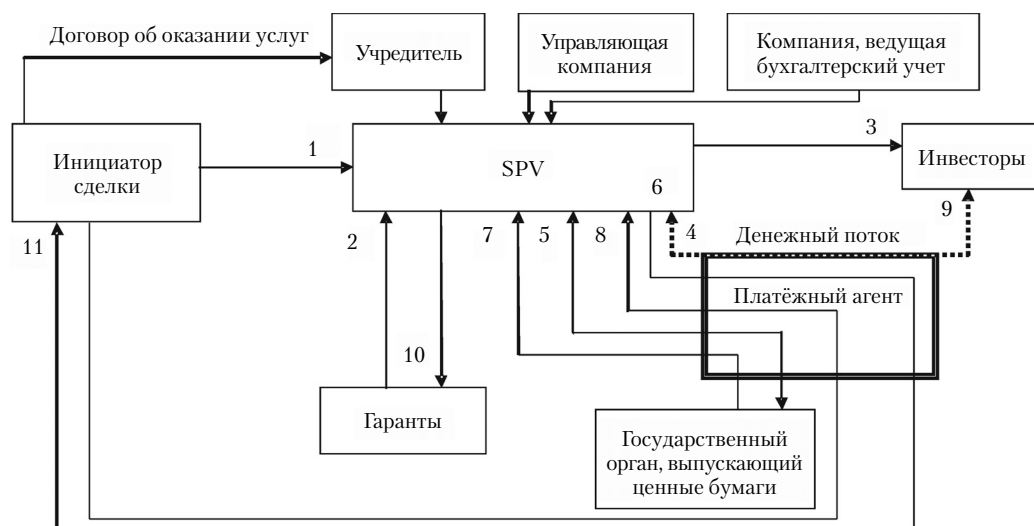


Рис. 6. Схема сделки синтетической секьюритизации активов.

Примечания: 1 – передача риска SPV путем заключения договора о кредитном дефолтном свопе (credit default swap, CDS); 2 – предоставление кредитной поддержки; 3 – выпуск и размещение синтетических облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (collateralized debt obligation, CDO); 4 – оплата инвесторами полученных облигаций; 5 – покупка государственных ценных бумаг за счет средств, полученных от эмиссии CDO; 6 – SPV держит государственные ценные бумаги в качестве залога по CDO; 7 – купонные платежи по государственным ценным бумагам; 8 – передача SPV премии по CDS; 9 – выплаты по CDO; 10 – плата за кредитную поддержку; 11 – перечисление остаточной прибыли инициатору сделки.

Таким образом, проведенное в рамках данной статьи исследование позволило сделать ряд выводов. Во-первых, зарождение концепции секьюритизации активов фактически является одним из результатов многовекового поиска обеспечения исполнения долговых обязательств. Во-вторых, ее появление было также обусловлено необходимостью нахождения таких способов, которые позволяли бы заимствовать деньги «здесь и сейчас» за счет обеспечения их возврата будущими денежными поступлениями. В-третьих, как показывает анализ, одна из закономерностей развития механизма секьюритизации активов

состоит в его постоянном усложнении. С каждым новым веком хозяйственные отношения усложнялись, темп развития экономики увеличивался. В таких условиях необходимо было находить все новые и новые механизмы заимствования денежных средств и обеспечения исполнения долговых обязательств, а также адаптировать существующие. Другую закономерность можно увидеть в развитии функционального назначения механизма секьюритизации ожидаемых денежных поступлений. С каждым периодом все в большей мере назначение этого механизма изменялось с государственного на коммерческое. Постепенно он переходил в частный сектор кредитной системы, где уже и развивались его современные качества.

¹ Некоторые авторы считают, что формирование данного механизма началось в 1934 г. с создания Федеральной жилищной администрации (Federal Housing Administration, FHA) [16, с. 104]. Другие исследователи полагают, что техника секьюритизации активов появилась в конце 1960-х годов [17, с. 401]. С нашей точки зрения, в США при учреждении в 1934 г. FHA начали формироваться лишь предварительные условия для создания техники секьюритизации активов. Свою современную форму эта техника стала приобретать только с начала 1970-х годов, когда были учреждены Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association) и Федеральная жилищная ипотечная корпорация (Federal Home Loan Mortgage Corporation).

² Ученый анализировал саму концепцию и, конечно же, не употреблял термин «секьюритизация активов», так как умер задолго до его появления. Использовались термин «рефинансирование» (refinancing) или словосочетание «механизм стабилизации публичных финансов» (mechanism of public finance stabilisation).

-
1. Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. 2003. № 19. С. 62–65.
 2. *Andreades A. M. A History of Greek Public Finance* / Translated by Carroll Brown. Cambridge. 1933. 461 p.
 3. *Jones A. H. M. The Late Roman Empire, 284–602: A Social, Economic and Administrative Survey*. Vol. 1. Oxford, 1964. 572 p.
 4. *The Economic History of Byzantium: From the Seventh through the Fifteenth Century* / Ed. by Chief A. E. Laiou. Vol. 1. Washington. 2002. 582 p.
 5. *Lejot P., Arner D., Schou-Zibell L. Securitization in East Asia* // Working Paper Series on Regional Economic Integration N 12. Office of Regional Economic Integration. Asian Development Bank. 2008. January. 69 p.
 6. *Аникин А. В. Юность науки: жизнь и идеи мыслителей-экономистов до Маркса*. 4-е изд. М., 1985. 367 с.
 7. *Аникин А. В. История финансовых потрясений: От Джона Ло до Сергея Кириенко*. М., 2000. 384 с.
 8. *Бабст И. К. Джон Ло, или Финансовый кризис Франции в первые годы регентства*. М., 1852. 185 с.
 9. *Горн Ж. К. Джон Ло. Опыт исследования по истории финансов* / Пер. с нем. СПб., 1895. 371 с.
 10. *Иванов В. В., Канаев А. В., Соколов Б. И., Топровер И. В. Теории кредита*. СПб., 2007. 410 с.
 11. *Фалькнер С. А. Бумажные деньги Французской революции (1789–1797)*. М., 1919. 328 с.
 12. *Деньги. Кредит. Банки: учебник*. 2-е изд., перераб. и доп. / Под ред. В. В. Иванова, Б.И. Соколова. М., 2008. 848 с.
 13. *Цешковский А. Кредит и оборотные его средства* / Пер. с франц. Под ред. К. В. Трубникова. СПб., 1893. 273 с.
 14. *Тенденции развития немецкой банковской системы и опыт для России* / Под ред. Г. Н. Белоглазовой, Д. Хуммеля, Т. Н. Никитиной, К. Бергер. СПб., 2002. 519 с.
 15. *Рид Э., Коттер Р., Гилл Э., Смит Р. Коммерческие банки* / Пер. с англ. М., 1983. 501 с.
 16. *Разумова И. А. Ипотечное кредитование: учеб. пособие*. 2-е изд. СПб., 2009. 304 с.
 17. *Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков* / Пер. с нем. М., 2007. 624 с.

Статья поступила в редакцию 6 мая 2010 г.