

Рекуненко, І. І. Роль корпоративного кредитного рейтингу у становленні фондового ринку України [Текст] / І. І. Рекуненко // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 3. – С. 42-49.

РОЛЬ КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГУ У СТАНОВЛЕННІ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Рекуненко І.І.,
асистент кафедри фінансів
Української академії банківської справи НБУ, м. Суми

Анотація

Розглядаються питання стосовно ролі корпоративного кредитного рейтингу у становленні та розвитку фондового ринку України. Також проаналізовано діяльність відомих рейтингових агентств та виявлено відповідності між внутрішнім і міжнародними рейтингами. Крім того, автором було зроблено оцінку кредитного рейтингу деяких підприємств металургійної та коксохімічної галузі України, результати якої висвітлено в даній статті.

Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, емітенти, кредитний рейтинг, ризик, рейтингові агентства, інвестор, рейтингова шкала, інформація, оцінка кредитного рейтингу.

Основною ціллю статті є визначення ролі національних рейтингових агентств на фондовому ринку України та впливу кредитних рейтингів на інвестиційну привабливість підприємств-емітентів цінних паперів.

Вступ. Важливою складовою частиною фінансового ринку є фондовий ринок. Сьогодні, на жаль, приходится констатувати, що в Україні фондовий ринок розвинутий дуже слабо. Вторинний ринок, що є його основою, практично не функціонує. Однією з причин цього є відсутність комплексної, достовірної інформації про емітентів і про стан ринку в цілому. Така інформація є головним джерелом даних для потенційних інвесторів, кредиторів і партнерів, що керуються у своїй діяльності, як результатами фінансового аналізу підприємства, так і його рейтинговою оцінкою.

У статутах великих іноземних інвестиційних компаній, пенсійних і страхових фірм записано, що вони не мають права вкладати кошти на ринках, що формуються, поки не ознайомляться з відповідними кредитними рейтингами. Більш того, американським пенсійним і взаємним фондам заборонено купувати цінні папери неінвестиційного класу. Лише тільки в Америці більше десяти положень фінансового законодавства спираються на поняття кредитного рейтингу. І, схоже, що в майбутньому регулююча роль рейтингових агентств буде збільшуватися. Такий незаперечний авторитет рейтингових агентств даний їм багаторічною історією рейтингового бізнесу.

Актуальність кредитних рейтингів, що присвоєні спеціалізованим агентством, істотно зростає також і з розвитком зовнішньоекономічної діяльності. Передоплата в розмірі 100%, виставлення безвідзивного акредитива, оплата тільки по факту виконання зобов'язань – всі ці умови стали обов'язковою вимогою закордонних контрагентів при веденні зовнішньоторговельних операцій з українськими партнерами. Закордонні контрагенти віддають перевагу саме таким видам гарантій, тому що найчастіше у них немає інших способів переконатися в кредитоспроможності і стабільності українських компаній.

Проблематику використання кредитних рейтингів на фондовому ринку у своїх статтях почали висвітлювати Міркін Я., Саліхова О., Андріанова Л. та інші.

Результати дослідження. Поняття “кредитний рейтинг”, трактується як оцінка довіри, або в рамках фінансової термінології – оцінка кредитоспроможності. У силу того, що кредитні рейтинги виникли і розвивалися в США (ще в 1909 р.), у даний час на світових фінансових ринках виявляється домінуюча роль саме американських рейтингових агентств, а також англійської термінології, пов'язаної з кредитними рейтингами.

У світі розрізняють рейтинги короткострокових та довгострокових цінних паперів, а також для зобов'язань, номінованих у твердій або національній валюті.

Рейтингові агентства Moody's Investors Service (Moody's) та Standard & Poor's Creditwire (S&P's) є найавторитетнішими. Перше агентство розраховує рейтинги 80% банків і 78% корпорацій, друге – 37% банків і 78% корпорацій. Дещо відстає створене злиттям американської і європейської рейтингової фірми агентство Fitch IBCA (27% банків і 3% корпорацій). Серед відомих агентств можна назвати фірму Thomson Bankwatch, що спеціалізується на оцінці банків, а також фірму Duff & Phelps (DCR) [1].

За визначенням рейтингового агентства Fitch IBCA кредитний рейтинг – це здатність юридичної особи або випуску цінних паперів зустріти фінансові зобов'язання, такі як відсотки, дивіденди або виплати основної суми на своєчасній основі.

В залежності від вимог емітента і його положення, існує кілька типів рейтингів: повноцінний рейтинг, попередній рейтинг, рейтинг для приватних угод, думка про кредитоспроможність.

Міжнародні рейтингові агентства виставляють у даний час близько 20 різних рейтингів, з яких виділяють 2 основних: рейтинг емітента і рейтинг цінних паперів.

Як наслідок великого числа типів рейтингів, агентствами використовуються різноманітні рейтингові позначення і шкали (табл. 1).

Таблиця 1

Шкала кредитних рейтингів найбільших рейтингових агентств

Рівень надійності боргових зобов'язань емітента	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch IBCA
---	---------------------------	-------------------	------------

Винятковий, максимальна надійність	Aaa	AAA	AAA
Відмінний, висока надійність	Aa	AA	AA
Вище за середнє	A	A	A
Нижче середнього	Baa	BBB	BBB
Спекулятивний	Ba	BB	BB
Високоспекулятивний	B	B	B
Найбільш спекулятивний	Сaa, Ca, C	CCC, CC, C	CCC, CC, C
Нездійсненні зобов'язання	Ca, C	D	DDD, DD, D

Що стосується градації рейтингу усередині основної категорії, то вона позначається як показано в таблиці 2.

Таблиця 2

Градація рейтингу усередині основної категорії

Moody's	S&P	Fitch IBCA	Характеристика
1	+	+	Краще середнього в даній категорії
2			Середні в даній категорії
3	-	-	Гірше середніх у даній категорії

З точки зору інвестиційної привабливості цінних паперів, кожен рівень кредитного рейтингу входить у той або інший клас, яких виділяють три:

- інвестиційний клас, у який входять у порядку убутання цінні папери з рейтингом від AAA (Aaa) до BBB (Baa);
- неінвестиційний клас, що у свою чергу поділяється на спекулятивний і аутсайдерський – це цінні папери класу BB (Ba) і нижче, за якими у світовій практиці закріпилася назва «junk bond» або непридатні облигації (цінні папери);
- до аутсайдерському класу відносяться цінні папери рівня CCC (Ca).

Одержання авторитетного кредитного рейтингу для української компанії є заняттям досить трудомістким і дорогим (вартість послуги S&P's складає кілька десятків тисяч доларів США), воно доцільно тільки у випадку виходу на

закордонні ринки запозичень або при розробці великих міжнародних проектів. Виходом з такої ситуації може послужити внутрішній кредитний рейтинг, що може бути менш дорогою послугою і дозволить оцінити рівень кредитоспроможності компанії і донести інформацію про неї як до внутрішніх, так і до зовнішніх інвесторів. Крім того, одержання емітентом кредитного рейтингу сприяє підвищенню його фінансової гнучкості, полегшуючи звертання до джерел коштів за межами традиційної банківської сфери. Рейтинги сприяють досягненню оптимальної вартості капіталу, оскільки дозволяють емітентові звернутися до ліквідного джерела коштів. Результатом цього стає зниження середньої вартості фінансування. Рейтинг також забезпечує доступ до ринку облігацій, термінових контрактів, допомагає підвищити ліквідність цінного папера.

Для повноцінного застосування рейтингової системи потрібен розвиток інституту національних рейтингових агентств. Причому, внутрішні кредитні рейтинги відбивають більшу розмаїтість кредитоспроможності національних позичальників, чим міжнародні. Це порозумівається застосуванням до національних компаній всієї рейтингової шкали при виключенні з розгляду ризику країни, що виявляється найважливішим обмежуючим фактором при присвоєнні міжнародних рейтингів.

Коректування на ризик країни за рахунок встановлення більш високого нормативу достатності капіталу, в принципі, дозволяють домогтися еквівалентності підходів міжнародного і внутрішнього рейтингів.

Природно, найважливішою умовою застосування цього підходу є здатність національних рейтингових агентств показати імовірні характеристики своїх рейтингів, тобто імовірність втрат по кредиту позичальникам з визначеним рейтингом. Тільки при наявності кількісної оцінки якості рейтингу можливе виявлення відповідностей між внутрішніми і міжнародними рейтингами, що дозволить забезпечити відсутність можливостей регулятивного арбітражу за рахунок переходу компаніями в оцінці ризиків з міжнародних рейтингів на внутрішні.

Внутрішні рейтинги, які не обмежені рейтингом країни, можуть мати ті ж імовірні характеристики, що і більш високі міжнародні рейтинги, які дають підставу на зниження коефіцієнта ризику. Приклад такої ситуації показаний на рис. 1.

Внутрішні рейтинги в країнах з нестабільною економікою, як правило, характеризуються більш м'яким підходом до присвоєння високого рейтингу компаніям. У результаті імовірність банкрутства компанії (відзначена на малюнку за допомогою інтенсивності штрихування) з високим внутрішнім рейтингом відповідає імовірності банкрутства компанії із середнім міжнародним рейтингом. Однак, важливо відзначити, що ця імовірність може бути відчутно нижче, ніж пророкована міжнародним рейтингом.

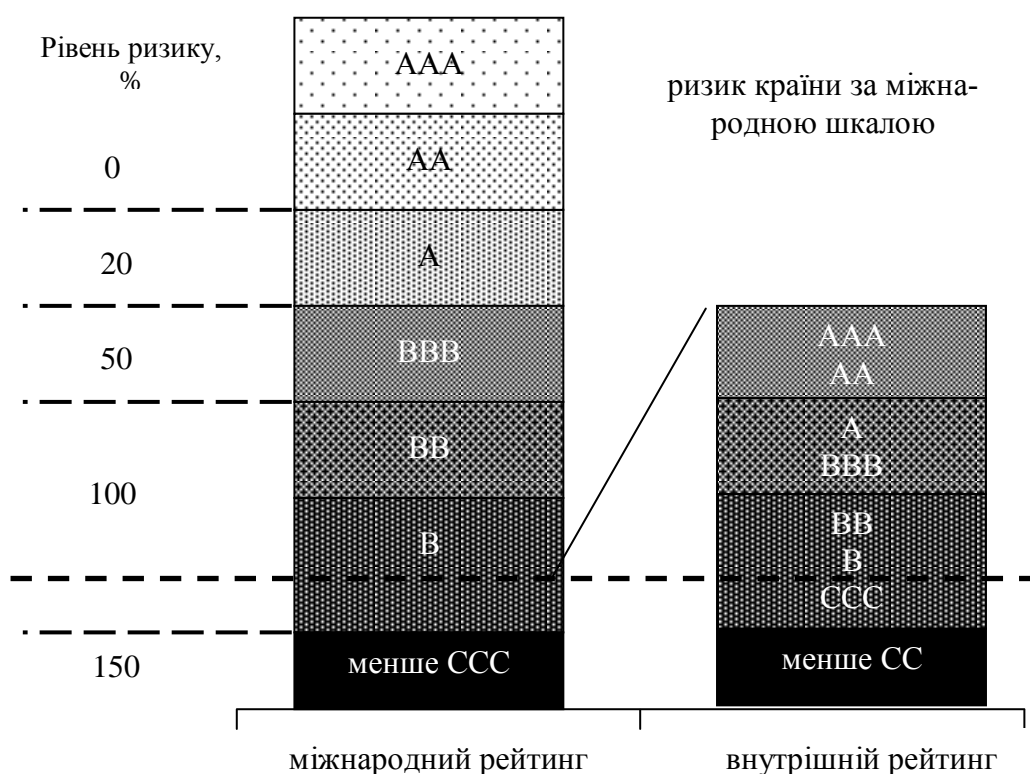


Рис 1. Співвідношення імовірних характеристик внутрішніх і міжнародних рейтингів

Області з однаковим штрихуванням вказують на однакову імовірність банкрутства.

Така потенційно велика гнучкість внутрішніх рейтингів дозволяє рекомендувати визначені модифікації до консультативного документа Базельського комітету, здатні зробити угоду, що застосовується не тільки до групи найбільш розвинутих країн.

Проведені в Україні рейтинги Першою фондовою торговельною системою (ПФТС), Асоціацією українських банків, Українською асоціацією інвестиційного бізнесу, «Інвестиційною газетою» і іншими періодичними виданнями не зовсім відповідають поняттю кредитних рейтингів, оскільки ранжирування проводиться по одному або, у кращому випадку, декільком показникам. Жоден з вище названих рейтингів не відноситься до розряду прогнозних.

Відповідно до цього, труднощі, пов'язані з проведенням кредитного рейтингу, виникають у зв'язку із сумнівною вірогідністю звітності українських підприємств, а також збором такої звітності й інформації суб'єктивного характеру. Саме тому зростає роль національного рейтингового агентства, діяльність якого була б спрямована на цілеспрямований збір інформації про підприємства, на розробку методології складання кредитних рейтингів.

Особливо важливо зрозуміти, що процедура визначення рейтингу ніяким чином не обмежується вивченням фінансових показників компанії. Належна оцінка вимагає більш широкої бази з проведенням ретельного розгляду фундаментальних факторів діяльності компанії, у тому числі рішень про конкурентне положення компанії й оцінки керівництва і його стратегій.

Інколи рейтинг може виявитися під сильним впливом фінансових факторів. В інші періоди можуть домінувати фактори ділового ризику. У кожному випадку аналіз галузевих характеристик і положення фірми в цьому середовищі необхідні для створення фінансових контрольних показників, що застосовуються в кількісному компоненті аналізу.

У зв'язку з цим автором був проведений кредитний рейтинг основних підприємств металургійної та коксохімічної галузі України, у ході проведення якого пропонується використовувати міжнародні методологічні підходи, адаптовані до особливостей функціонування українських підприємств.

Згідно з даними підходами складання кредитного рейтингу було почато з аналізу галузевих ризиків, що дозволило виявити й оцінити ризики, типові для значної частини підприємств галузі й оцінити значимість (вагу) різних операційних і фінансових факторів для кредитоспроможності підприємств.

На основі даного аналізу було виявлено три основні групи ризиків: операційні, управлінські і фінансові. При оцінці операційних і організаційно-управлінських ризиків додатково використовувалися якісні оцінки. У підсумковій оцінці сумарна вага критеріїв, що характеризують операційні ризики складає 0,3; вага організаційно-управлінських ризиків – 0,2; фінансових – 0,5. У процесі оцінки були використані дані за 1999-2001 р. Фонду Держмайна України, «Інвестиційної газети» і річні звіти деяких аналізованих компаній. При складанні рейтингу була використана шкала, опис якої представлений в таблиці 3.

Таблиця 3

Шкала кредитного рейтингу

Шкала	Бали	Характеристика
1	2	3
A1	1-1,1	Винятково висока здатність підприємства вчасно й у повному обсязі виконувати свої боргові зобов'язання. Найвищий рейтинг. Зобов'язання емітента за даним рейтингом володіють найменшим інвестиційним ризиком
A2	1,2-1,3	Дуже висока кредитоспроможність підприємства. Негативні зміни в бізнесі, економічних і фінансових умовах можуть збільшити інвестиційний ризик, але не значно
A3	1,4-1,6	Висока кредитоспроможність підприємства. Фінансовий стан емітента по погашенню суми боргу і відсотків по ньому досить сильний, хоча емітент, можливо, схильний до негативних змін в економічних умовах і комерційних обставинах, що приведе до збільшення інвестиційного ризику
B1	1,7-1,8	Відносно висока кредитоспроможність підприємства. Імовірність невиконання зобов'язань навіть у випадку реалізації несприятливих комерційних, фінансових і економічних умов незначна, але більш висока чутливість до негативних економічних умов
B2	1,9-2,1	Достатня кредитоспроможність
B3	2,2-2,4	Задовільна кредитоспроможність
B1	2,5-3,0	Недостатня кредитоспроможність. Своєчасне виконання зобов'язань у значній мірі залежить від сприятливих комерційних, фінансових і економічних умов
B2	3,1-3,5	Низька кредитоспроможність. Висока імовірність невиконання зобов'язань

ВЗ	3,6-3,8	Вкрай низька кредитоспроможність, найближчим часом очікується невиконання зобов'язань
Г	3,9-4,1	Означає вибірковий дефолт, що склався, і який привів до реструктуризації по окремих боргових зобов'язаннях, але при збереженні своєчасних і повних виплат по інших зобов'язаннях
Д	4,2-5,0	Привласнюється у випадку повного дефолта, що веде до застосування процедур банкрутства

Слід зазначити, що кожній рейтинговій категорії відповідає визначена імовірність настання банкрутства. Чим вище категорія, тим, відповідно, нижче імовірність. Кількісне її визначення затруднене через те, що статистика діяльності підприємств охоплює невеликий період часу.

Отриманий кредитний рейтинг аналізованих підприємств показаний у таблиці 4.

Таблиця 4

Кредитний рейтинг деяких підприємств металургійної та коксохімічної галузі України

№ п/п	Назва компанії	Рейтинг по рокам		
		1999	2000	2001
Металургійна галузь				
1	ВАТ “Дніпропетровський трубний завод”	Д	Г	Г
2	ВАТ “Харцизький трубний завод”	В2	В1	Б3
3	ВАТ “Краматорський металургійний завод ім. Куйбишева”	В2	В2	В2
4	ВАТ “Металургійний комбінат “Азовсталь”	В1	Б3	Б3
5	ВАТ “Донецький металопрокатний завод”	В1	В1	В2
Коксохімічна галузь				
6	ВАТ “Запорожжкокс”	Г	Д	Д
7	ВАТ “Ясинівський коксохімічний завод”	В1	В2	Б2
8	ВАТ “Донецьккокс”	В1	Б3	Б3
9	ВАТ “Авдіївський коксохімічний завод”	В1	Б1	Б1
10	ВАТ “Макіївський коксохімічний завод”	В2	В2	В2

Як видно з даної таблиці рейтинг компаній не перевищує рейтингу, присвоєного Україні міжнародними рейтинговими агентствами. У 2001 році агентство Standard & Poor's присвоїло Україні довгострокові суверенні кредитні рей-

тинги в місцевій і іноземній валюті на рівні "B". Одночасно з цим Україні також були присвоєні короткострокові суверенні кредитні рейтинги в місцевій і іноземній валюті на рівні "B". Прогноз по довгострокових рейтингах – "Стабільний".

Як відмічається в матеріалах агентства, значний вплив на рейтинги України робить досягнутий у 2000-2001 р. значний прогрес у напрямку макроекономічної і фінансової стабільності. Однак, відзначає Standard & Poor's, стримуючий вплив на рейтинги України роблять серйозні проблеми в політичній сфері, реформування якої йде дуже повільно, недостатньо розвинута система державних інститутів і правова система, у тому числі слабкий контроль за дотриманням законів, структурна слабкість економіки. Всі вище наведені фактори також впливають на результати проведених досліджень, і відбивають низький рівень фінансових показників діяльності підприємств.

Висновок. Таким чином, незважаючи на існуючі обмеження, кредитні рейтинги особливо необхідні в умовах нерозвиненого фондового ринку України. Рейтинги є ефективним і загальнодоступним інструментом, що дозволяє відслідковувати поточний стан і перспективи розвитку підприємств.

Крім того, необхідно виділити деякі переваги, що забезпечуються рейтингом не тільки на фондовому ринку, а й в економіці країни в цілому:

- підвищення стандартів прозорості й обсягів надання інформації, поліпшення відносин з міжнародними банками, агентствами й інвестиційними колами в усім світі;
- доведення до відома інвесторів, що вкладають кошти в цінні папери компанії, результатів незалежної оцінки загальної фінансової стабільності компанії;
- сприяння розвитку торговельних відносин із закордонними організаціями і проведенню торговельних переговорів з постачальниками;
- спрощення переговорів з банками з метою зміни умов надання кредитних ліній;

- сприяння створенню сприятливої фінансової репутації в зв'язку зі злиттями, поглинаннями або реалізацією інших довгострокових проектів;
- сприяння проведенню переговорів з орендодавцями-власниками нерухомості й устаткування;
- усунення в ряді випадків необхідності надання акредитивів, гарантій або застав;
- засіб стратегічного планування, завдяки якому керівництво одержує еталон для оцінки фінансового становища компанії щодо рівних їй і конкуруючих з нею структур на міжнародному ринку, а також визначення істинної вартості компанії при операціях злиття чи поглинання.

Отже, проведення кредитних рейтингів в Україні дозволить перш за все:

- інвесторам спростити порівняння кредитних ризиків на ринку боргових цінних паперів;
- позичальникам сформувати адекватну репутацію на ринку з метою зниження вартості запозичення;
- регулюючим органам негласно делегувати свої повноваження на ринку цінних паперів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Милейко Я., Поплюйко А. Кредитні рейтинги // Цінні папери України. – 2001. – № 20. – С. 9-10.
2. Єріна А.М. Статистичні аспекти визначення рейтингів // Статистика України. – 2000. – № 4. – С. 74-79.
3. Андрианова Л.Н. Кредитный рейтинг: теоретические аспекты // Банковские услуги. – 2000. – № 1. – С. 13-24.
4. Саліхова О. Кредитні рейтинги відкривають нові перспективи // Цінні папери України. – 2002. – № 14. – С. 12-13.
5. Саліхова О. Кредитні рейтинги відкривають нові перспективи // Цінні папери України. – 2002. – № 15. – С. 8-9.

Summary

The role of credit rating of corporations for development of Ukrainian stock market is considered in the article. Also author has analyzed the activity of well-known ratings agencies and found out the differences between local and international rating institutions. Besides, author has estimated credit rating of leading enterprises of metallurgical and chemical branches; the results of this estimation are given in this article.