

ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ЯК ЗАСІБ ВПЛИВУ НА СУВЕРЕННИЙ РЕЙТИНГ КРАЇНИ

Стаття аналізує роль рейтингових агентств, як інститутів щодо вирішення проблеми інформаційної асиметрії. Досліджує основні способи оцінки кредитного рейтингу. Сформульовано пропозиції щодо підвищення ефективності корпоративного управління як засобу впливу на суверенний рейтинг.

Постановка проблеми. Незалежна і адекватна оцінка ризиків фінансової стійкості і кредитоспроможності компаній, банків і країн в цілому – головна потреба інвесторів і кредиторів в сучасних умовах фінансової нестабільності. Кредитний рейтинг був одним із не багатьох інструментів, який досить чітко вказував на імовірність виконання зобов'язань з боку позичальника. Проте монополія, що панує на світовому ринку рейтингових послуг, використання рейтингових агентств з метою політичного тиску і управління грошовими потоками перешкоджають появі незалежних і об'єктивних суверенних рейтингів [5].

Аналіз публікацій. Проблематику використання кредитних рейтингів та дослідженням їх сутності, впливу на інвестиційні рішення, розвиток ринку цінних паперів та світову фінансову кризу, займалися такі вітчизняні та зарубіжні науковці, як В. Ляшенко, І. Мінус, В. Ніколаєв, Д. Гапчин, В. Шелудько, Л. Андріанова, Я. Міркін, Д. Фельдман, М. Хоудрі та інші. Однак питання пов'язані з реформуванням рейтингового оцінювання та значення кредитних рейтингів в умовах економічної турбулентності у науковій літературі залишаються малодослідженими.

Основною метою написання даної статті є визначення ролі рейтингових агентств на фінансовому ринку, впливу кредитних рейтингів на вірогідність дефолту та визначення основних методів реформування рейтингових агентств в період фінансової кризи.

Виклад основного матеріалу. Кредитний рейтинг являє собою незалежну оцінку кредитоспроможності емітента. Така оцінка рейтинговими агентствами є одним з найважливіших критеріїв при виборі інвесторами боргових паперів для здійснення інвестицій, а для потенційних кредиторів – сигналом про платоспроможність компанії. Кредитний рейтинг висловлює думку щодо спроможності та готовності емітента своєчасно та в повному обсязі виконувати свої фінансові зобов'язання. Кредитні рейтинги можуть привласнюватися емітенту (уряду, регіональним та місцевим органам влади, корпораціям, фінансовим інститутам, страховим компаніям, інститутам спільного інвестування) або окремим борговим зобов'язанням. Важливо підкреслити, що кредитний рейтинг, з якої б шкалою він не надавався, не є:

- рекомендацією щодо того, купувати, продавати або тримати ті чи інші цінні папери,

- думкою про ринкову ціну боргових зобов'язань і про інвестиційну привабливість емітента для конкретного інвестора [6].

Кредитний рейтинг це виражена символами думка групи аналітиків. І як у будь-якому випадку, коли ми маємо справу з думкою людей, помилки тут цілком можливі. Як показує практика, діяльність рейтингових агентств не завжди буває бездоганною, про роль рейтингів у іпотечній кризі вже багато велося розмов. Саме в цьому аспекті виникає питання про некомпетентність кредитних рейтингів. Однак кредитні рейтинги, як і демократія, жахливо недосконалі, але нічого кращого поки що ринок запропонувати не може.

Глобальні рейтингові агентства ніколи не відрізнялися здатністю передбачати кризи. Перші великі помилки були допущені ще на зорі їхнього розвитку, під час Великої депресії в США, коли високі рейтинги не передбачили майбутнього краху. Перша помітна невдача рейтингових агентств

на ринках, що розвиваються була пов'язана з прогнозом мексиканської фінансової кризи в 1994-1995 рр. Аж до 20 грудня 1994 р., дня, коли девальвація мексиканського песо вразила світові фінансові ринки, рейтинг, визначений суверенним облігаціях Мексики Standard & Poor's, був лише на один щабель нижче інвестиційного рівня, з позитивним прогнозом.

Масово критикувати глобальні рейтингові агентства почали пізніше, коли аналогічна ситуація повторилася під час азіатської фінансової кризи, але в значно більшому масштабі і з великими наслідками. Можна назвати наступні основні причини неадекватності як суверенних, так і корпоративних рейтингів глобальних рейтингових агентств на ринках, що розвиваються.

По-перше, брак накопиченої статистики. На практиці неможливо перевірити точність співвідношення рівнів дефолту і відповідних їм рівнів суверенних рейтингів, щоб побачити, наскільки таке співвідношення є задовільним. По-друге, невизначеність окремих факторів ризику. Існують деякі фактори суверенного ризику, які важко оцінити, наприклад рівень політичної стабільності, навіть якщо б агентства мали статистику суверенних дефолтів.

По-третє, прив'язка корпоративних рейтингів до суверенного рейтингу. Аналітики Світового банку Л. Ліу і Дж. Феррі відзначають, що тісний зв'язок між суверенним рейтингом та корпоративними рейтингами існує в країнах, що розвиваються, але не в розвинених. В країнах, що розвиваються зниження суверенного рейтингу негативно впливає на їх корпоративні рейтинги. Кореляція досить значна: близько 0,7 для промислових компаній в країнах, що розвиваються; причому відсутня помітна кореляція між зниженням суверенного рейтингу та змінами корпоративних рейтингів у розвинених країнах.

Крім того, зв'язок корпоративних рейтингів і суверенного рейтингу досить асиметрична: зниження суверенного рейтингу стає причиною середнього зниження рейтингів компаній, причому підвищення суверенного рейтингу не обов'язково веде до середнього підвищення рейтингів компаній. Це підтверджується і досвідом азіатської кризи, і його наслідками.

По-четверте, прагнення агентств до мінімізації витрат. В даний час у світі рейтингова галузь характеризується низькою або несуттєвою конкуренцією. Крім отримання оплати, будь-яка компанія, що володіє ринковою потужністю, прагне знизити свої витрати на одиницю продукції [2].

Рейтинг багато років залишався найбільш зручним і лаконічним інструментом оцінки кредитних ризиків. Разом з тим недоліки ситуації існуючої бізнес-моделі рейтингових агентств є хорошим стимулом для досліджень альтернативних інструментів, що дозволяють замінити рейтинги. Результатами першої хвилі таких досліджень (1960-70-і рр.) були статистичні моделі, здатні передбачати рівень рейтингу, що виставляється агентствами як наведено в таблиці 1.

Таблиця 1 – Ефективність моделей, що визначають рівень рейтингу на основі публічної інформації

Автор, рік	Дані	Методи	Облік галузевої специфікації	Частка вірно передбачених рейтингів,%
Horrigan, 1966	Фінансові коефіцієнти	Регресійний аналіз	Є	58
West, 1970	Дані фондового ринку + нефінансові показники аналіз	Регресійний аналіз	Ні	62
Pogue, Sklodofsky, 1969	Фінансові коефіцієнти	Регресійний аналіз	Ні	80
Pinches, Mingo, 1973	Фінансові коефіцієнти	Лінійний дискримінантний аналіз	Ні	60
Altman, Katz, 1974	Фінансові коефіцієнти	Нелінійний дискримінантний аналіз	Є	77
Kaplan, Urwttt, 1979	Фінансові коефіцієнти + дані фондового ринку	Регресійний аналіз	Є	69

У більшості подібних моделей рейтинг визначався на основі регресивного аналізу або на основі побудови класифікації. Найбільшою результативністю з точки зору прогнозування рейтингу відрізнялися Р-5, модель Альтмана. Якщо взяти до уваги той факт, що для більшості моделей з високим ступенем вірогідності прогнозне значення рейтингу відхиляється від фактичного не більше ніж на 1 рейтинговий клас, можна зробити висновок, що прогнозувати рівень рейтингу досить просто. Найбільш природним варіантом виглядає спред, тобто різниця прибутковості по облігаціях емітента та по безризиковим борговим інструментам. Але використання кредитного спреда як для оцінки рівня кредитного ризику також має здійснюватися з обережністю. Основні відмінності кредитного рейтингу та спреда дефолту наведено в таблиці 2.

Таблиця 2 – Відмінності кредитного рейтингу та спреда дефолту

Риси	Кредитний рейтинг	Спред дефолту
Основний зміст поняття	Думка рейтингового агентства про здатність і готовність боржника вчасно і в повному обсязі виконувати свої фінансові зобов'язання	Різниця між прибутковістю корпоративних облігацій та доходністю безризикових облігацій з аналогічними характеристиками
Джерело оцінки	Рейтингове агентство	Ринок
Враховані ризики	Тільки кредитний ризик (S & P, Moody'з) або ризики кредиторів та акціонерів («Експерт РА»)	Кредитний ризик Ризик ліквідності
Основні переваги	Комплексна оцінка на основі даних фінансового аналізу	Незалежна оцінка ринку
Основні недоліки	Недосконалість методик Лаг часу Конфлікти інтересів	Можливі форми неефективності ринку капіталу
Врахування параметра-«конкурента»	Ні (не враховує кредитний спред)	Так (навіть для слабкої форми ефективності, враховує всю доступну інформацію, у тому числі й кредитний рейтинг)

Таким чином, по-перше, спред враховує не тільки кредитну компоненту ризику емітента, але й компоненту ліквідності (премії та знижки за низьку ліквідність відображаються в ціні облігацій). По-друге, обґрунтованість використання кредитних спредів безпосередньо пов'язана з проблемою ефективності ринків капіталу, і ця обставина поки що також створює певні обмеження [3].

Криза підштовхує агентства до реформування. Проте навряд чи мова йде про виникнення якісно нових глобальних структур оцінки ризиків. Зміни будуть полягати насамперед у вдосконаленні методики аналізу ризиків, підвищенні її прозорості, зростанні ступеня відповідальності рейтингових агентств і в переході до більш консервативної рейтингової політиці. З метою отримання об'єктивної картини ризиків ми провели аналіз показників, які використовуються для розрахунку рейтингів. Результати досліджень свідчать, що основними показниками при визначенні суверенного рейтингу є показники за трьома найважливішими блоками. Перший блок показників – динаміка і рівень економічного зростання. Другий блок – інфляція, збалансованість державних фінансів і поточного рахунку платіжного балансу. Третій блок – стан і рівень розвитку банківського сектора. Були проаналізовані показники, що характеризують не лише стан банківського сектору, але і макроекономіки в цілому. При оцінці рейтингу фінансової стійкості не розглядаються показники фондового ринку, так як, в останні роки у світі модель розвитку фінансових ринків гіпертрофовано носить спекулятивний характер.

Оцінка корпоративного управління є невід'ємною частиною рейтингування банків України, а слабе корпоративне управління може стримувати рейтинг не тільки банківської системи незалежно від того, наскільки сильними є її фінансові позиції, а й країни в цілому. Недавні поліпшення у сфері корпоративного управління, як правило, були обумовлені вимогами, що висувуються при отриманні міжнародного лістингу і фінансування. Економічна криза сфокусувала увагу на корпоративному управлінні, оскільки недоліки в цій галузі, що стосуються слабого управління ризиками і обмеженої

прозорості, вважаються одним з чинників, що сприяли такому розвитку подій. Аналіз показав, що серед пострадянських країн Росія, очевидно, досягла більш високого рівня розвитку корпоративного управління, тоді як в Україні стандарти корпоративного управління все ще знаходяться на стадії розвитку.

Подальше вдосконалення практики корпоративного управління в таких галузях, як операції із зв'язаними сторонами, процедура аудиту і якість членів ради директорів, дозволило поліпшити прогнозованість кредитоспроможності. Багато банків України беруть участь в значних операціях із зв'язаними сторонами, де розкриття інформації залишається обмеженим. Процедури внутрішнього контролю в Україні залишаються неефективними порівняно із зіставними західними компаніями, а концепція незалежності і ефективності ради директорів не є широко поширеною практикою ні в одній з пострадянських країн. Загальна ділова кон'юнктура і регулювання в цих країнах поки не забезпечують міцної основи для подальшого стабільного вдосконалення корпоративного управління, а відсутність зараз доступу до міжнародного фондування може зменшити стимули для розвитку. Не дивлячись на наявність в Україні ініціатив в галузі корпоративного управління, їх реалізації важко неефективністю правових систем і недостатньою інституційною розвиненістю. Послідовне правозастосування в майбутньому також вважається таким, що має першорядне значення для забезпечення подальших поліпшень в галузі корпоративного управління.

Таким чином, об'єктивна оцінка фінансової стійкості найбільших країн показує, що в сучасному світі немає таких держав, які настільки великі або багаті, що їхня фінансова стабільність не викликає питань, тим більше в умовах найбільшого за останні десятиліття фінансової та економічної кризи. У той же час у швидко мінливому світі з'являються нові економіки, фінансова стійкість і потенціал яких недостатньо адекватно оцінюються світовими рейтинговими агентствами.

Висновок. Отже, з урахуванням вищевикладеного матеріалу, можна зробити висновок, що відповідальність за кризу необхідно по справедливості

розподілити на всіх учасників фінансового ринку. Для якісної оцінки суверенного рейтингу повинні бути включені додаткові показники, наприклад рейтинг корпоративного управління. Корпоративне управління в країні в цілому має на меті аналіз ефективності правової, регулюючої та інформаційної інфраструктури. Об'єктом дослідження може виступати ступінь можливого впливу зовнішніх факторів макроекономічного рівня на якість корпоративного управління в тій чи іншій компанії, банку. Покладати всю провину на агентства не варто. Важливу роль у формуванні адекватної системи рейтингування повинні зіграти національні рейтингові агентства. Їх розвиток сприятиме формуванню стійкої і динамічно розвинутої економіки і фінансового сектору в Україні.

Список літератури

1. Андрианова Л.Н. Кредитный рейтинг: теоретические аспекты [Текст] // Банковские услуги. – 2000. - № 1. – С. 13-24
2. Астраханцева М. Секьюритизация по-американски, или С какими иллюзиями нам придется расстаться? [Текст] // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 12. – С.34-42.
3. Велиева И. Жизнь после кризиса: три вопроса к рейтинговым агентствам [Текст] // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 15. – С.46-47.
4. Галасюк В.В. Оцінка кредитоспроможності позичальників: що оцінюємо? [Текст] // Вісник НБУ. – 2001. – №5. – С.54-56.
5. Нестеренко В.Ф. Мировой кризис и проблема адекватности суверенных рейтингов [Текст] / Д.В. Воронин // Банковское дело. – 2009. – № 1. – С. 10-15.
6. матеріали сайтів <http://www.rurik.com.ua>
www.credit-rating.com.ua
www.standardandpoors.ru

Бричко, М.М. Підвищення ефективності корпоративного управління як засіб впливу на суверенний рейтинг країни [Електронний ресурс] / М.М. Бричко // Проблеми системного підходу в економіці: електронне наукове фахове видання. - К.: НАУ, 2011. - №1. - Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2011_1/Brichko_111.htm