

1. Довіра до політичних інститутів та банків падає, компанії повертають довіру громадян [Електронний ресурс] // <http://www.gfk.ua>
 2. Дослідження рівня довіри громадян України до демократичних інституцій, органів влади // <http://www.niss.gov.ua/Monitor/Monitor22/01.htm>
 3. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12 липня 2001 року № 2664-III.
 4. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / Под ред. д-ра экон. наук А. А. Гриценко. — Х.: Форт, 2008. — 928 с.
 5. Луцишин З. О. Сутність та тенденції розвитку світового фінансового середовища // Вісник НБУ. — 2001. — Квітень. — С. 47—50.
 6. Матюшин А. В. Роль финансовой системы в обеспечении экономического роста // Економіка промисловості. — 2008. — № 3. — С. 127—137.
 7. Наибольшая довіра — службі пожежної безпеки // <http://www.gfk.ru>
 8. Науменкова С. В., Міщенко С. В. Інституційний розвиток фінансового сектору України // Фінанси України. — 2008. — № 7. — С. 53—71.
 9. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Пер. с англ. А. Н. Нестеренко. — М.: Начала, 1997. — 188 с.
 10. Опарін В. М. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): дис. д-р. экон. наук: 08.04.01 / КНЕУ імені Вадима Гетьмана. — К., 2006.
 11. Офіційний сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України: www.dfp.gov.ua
 12. Офіційний сайт Національного банку України: www.bank.gov.ua
 13. Пахомов Ю. Глобальные истоки и вероятные последствия мирового финансового кризиса // Економічний часопис—XXI. — 2008. — № 11—12. — С. 8—12.
 14. Современные тенденции развития мировой финансовой сферы [Електронний ресурс] // http://www.rseu.ru/Fin_issled/2000_N1/sovrtend_fin.htm
 15. Allen R. Financial Crises and Recession in the Global Economy. Aldershot, 1994, p. 129.
- Статтю подано до редакції 30.06.10 р.

УДК 336.767.3

І. П. Петренко, асистент,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

КРЕДИТНИЙ РЕЙТИНГ ЯК ІНТЕГРАЛЬНА ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ОБЛІГАЦІЙ

АНОТАЦІЯ. Стаття присвячена визначенню кредитного рейтингу облігацій як інтегрального показника оцінки їх інвестиційної привабливості. Розкрито сутність та призначення кредитного рейтингу облігацій; досліджено процедуру рейтингової оцінки та сформульовано проблеми функціонування системи кредитного рейтингування в Україні.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: облігація, кредитний рейтинг, інтегральний показник, ризик, інвестиційна привабливість, інвестиційна кредитоспроможність.

АННОТАЦИЯ. Статья посвящена определению кредитного рейтинга облигаций как интегрального показателя оценки их инвестиционной привлекательности. Раскрыта сущность и назначение кредитного рейтинга облигаций; исследована процедура рейтинговой оценки облигаций и сформулированы основные проблемы функционирования системы кредитного рейтингования в Украине.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: облигация, кредитный рейтинг, интегральный показатель, риск, инвестиционная привлекательность, инвестиционная кредитоспособность.

ANNOTATION. The article is dedicated to determining of bond credit rating as an integral indicator of investment potential evaluation. The essentiality and purpose of bond credit rating are defined; the process of bond credit rating evaluation is investigated and the main problems of credit rating system functioning in Ukraine are named.

KEY WORDS: bond, credit rating, integral indicator, risk, investment potential, investment credit quality.

Розвинений фінансовий ринок передбачає широке застосування кредитних рейтингів як універсальних інструментів оцінки кредитоспроможності підприємств-позичальників та їх боргових зобов'язань. Тож у ряді економічно потужних країн

присвоєння кредитних рейтингів є звичною і, більш того, обов'язковою для економічних суб'єктів справою.

Стаття присвячена розкриттю сутності оцінки боргових цінних паперів (облігацій) в Україні саме за допомогою системи кредитного рейтингування.

Метою даної роботи є дослідити кредитний рейтинг облігації як показник оцінки їх інвестиційної привабливості. При цьому ключовими завданнями в ході написання статті є дати ґрунтовне визначення поняттю «кредитний рейтинг облігації», вказати на його функціональне призначення, розкрити специфіку процедури його оцінки та сформулювати основні проблеми, що стоять на шляху ефективного розвитку вітчизняної системи кредитного рейтингування.

Актуальність питання поширення в нашій країні досвіду із присвоєння кредитних рейтингів визначається відставанням рівня інтеграції вітчизняних гравців фінансового ринку в систему кредитного рейтингування від гострої потреби її активізації.

Особливо цікавою є проблема вивчення кредитних рейтингів боргових інструментів, оскільки дана процедура є менш дослідженою і практично не розкритою у наукових працях. Серед вітчизняних авторів, що приділили увагу кредитному рейтингу боргових інструментів слід відмітити Л. Б. Долінського, Н. С. Рязанову, О. Шубіна та ін.

Насамперед, необхідно визначити, що таке кредитний рейтинг боргового інструменту, зокрема облігації. Українське агентство фінансового розвитку трактує його як рейтинг, що характеризує рівень спроможності емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за таким інструментом [1]. Л. Б. Долінський визначає кредитний рейтинг боргового інструменту як інтегральну оцінку ступеня кредитного ризику, що характеризує рівень спроможності емітента своєчасно та в повному обсязі обслуговувати зобов'язання за таким інструментом [2, с. 130]. Рейтингове агентство «Кредит-рейтинг» розуміє під цим поняттям незалежну думку рейтингового агентства про кредитоспроможність певного позичальника щодо вказаного боргового зобов'язання [3].

Упорядковуючи ці визначення, необхідно вказати, щодо яких боргових інструментів застосовується процедура визначення кредитного рейтингу в Україні. Так, відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР визначення рейтингової

оцінки потребують усі види емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть вільно обертатися на фондовому ринку, окрім державних цінних паперів; акцій; цінних паперів недиверсифікованих ІСІ, цінних паперів емітованих Державною іпотечною установою. Причому обов'язковість визначення рейтингової оцінки цінних паперів не залежить від емітента, способу їхньої емісії, порядку розміщення чи інших ознак. У той же час, у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV вказано, які саме цінні папери належать до емісійних. Співставивши норми цих двох нормативних актів, можемо визначити, що обов'язкового визначення рейтингової оцінки потребують: облігації підприємств; облігації місцевих позик; іпотечні сертифікати; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю; інвестиційні сертифікати. Однак система кредитного рейтингування передбачена для боргових інструментів, і серед наведеного вище переліку до таких відповідно до Закону України від 23.02.06 р. «Про цінні папери та фондовий ринок» належать облігації підприємств та облігації місцевих позик.

Отже, говорячи про визначення кредитного рейтингу боргового інструменту в межах вітчизняного законодавства слід говорити саме про рейтингування облігацій (підприємств та місцевих позик).

Найбільш загально рейтинг облігацій визначають як оцінку їх інвестиційних якостей незалежними рейтинговими агентствами [1; 3]. При цьому найважливішою характеристикою тут слід вважати рівень кредитного ризику, тобто ймовірність невиконання емітентом своїх зобов'язань за облігацією. Однак самі рейтингові агентства застерігають, що кредитний рейтинг є лише незалежною експертною оцінкою кредитного ризику облігацій, а не рекомендацією їх купити, продати чи залишити в інвестиційному портфелі, чи індикатором їх ринкової ціни чи прийнятності для певного інвестора. Доказом цього є те, що кредитні рейтинги облігацій не завжди корелюють з їх ринковою вартістю. Це пояснюється тим, що кредитний рейтинг визначається для широкого часового діапазону і містить акцент на стабільності та передбачуваності свого рівня для інвесторів. У той же час ціни можуть різко змінюватись під дією коливань ринкової кон'юнктури, в результаті чого котирування облігацій є передбачуваним лише частково і у короткостроковій перспективі.

Однак при цьому кредитний рейтинг облігації все ж містить у собі певну вказівку і на привабливість даного фінансового інструменту з точки зору інвестора, що дає нам підстави розуміти його як показник інтегральної оцінки інвестиційної привабливості даного боргового інструменту. Перш за все, пояснення потребує сам термін «інтегральний». «Інтегральний» означає «суцільний», «цілий», «неподільний», «єдиний», тоді «інтегральні економічні показники» — узагальнені, зведені, синтетичні показники [4].

Далі слід наголосити, що кредитний рейтинг облігації враховує кредитний рейтинг самого емітента, однак при цьому може бути вищим чи нижчим від нього. На підвищення кредитного рейтингу облігації можуть вплинути такі чинники:

- наявність застави чи гарантії третіх осіб (зниження власне кредитного ризику для інвестора);
- зобов'язання емітента по достроковому викупі облігацій (підвищення ліквідності облігацій);
- термін, що залишився до погашення облігації (врахування фактору часу у визначення рівня ризику);
- прив'язка до курсу іноземної валюти (захист від інфляції та валютного ризику) та ін.

Тож кредитний рейтинг облігації вказує на рівень не лише кредитного ризику боргового інструменту, а й валютного ризику, ризику ліквідності та інфляції. Також слід пригадати, що кредитний рейтинг облігацій тісно пов'язаний із кредитним рейтингом самого емітента, розрахунок якого також враховує ряд ризиків, пов'язаних із діяльністю позичальника (наприклад, галузевих, регіональних, ринкових, екологічних тощо).

Отже, можна зробити висновок, що кредитний рейтинг облігації не є показником оцінки лише кредитного ризику. Його слід розглядати саме як інтегральний показник оцінки привабливості облігацій для інвестора з точки зору рівня ряду інвестиційних ризиків. Однак зважаючи на те, що кредитний рейтинг облігації вказує на здатність емітента виконати боргові зобов'язання за цим цінним папером, то найдоцільніше говорити про кредитний рейтинг як про інтегральний показник інвестиційної кредитоспроможності.

Розкривши сутність поняття кредитного рейтингу облігації, слід приділити увагу його видам. Залежно від терміну кредитні рейтинги можуть бути короткостроковими (характеризують облігацію у короткостроковій перспективі — до одного року) і довгостроковими (характеризують облігацію у довгостроковій

перспективі — понад один рік). За критерієм рівня надійності облігаціям може бути присвоєний рейтинг інвестиційного чи спекулятивного рівня.

Залежно від типу шкали, за якою визначено кредитний рейтинг облігації, він може бути присвоєний за міжнародною шкалою та національною. Національну рейтингову шкалу застосовують у своїй професійній діяльності вітчизняні рейтингові агентства («ІВІ-Rating», «Агентство фондового ринку», «Інвест-Рейтинг», «Консалтинг-Гамма», «Кредит-Рейтинг», «Рюрик», «Українське агентство фінансового розвитку», «Експерт-Рейтинг» та ін.). Міжнародні ж рейтингові агентства (Standard & Poor's, Moody's Investors Service, Fitch Ratings) працюють з універсальною міжнародною шкалою. Останнім часом спостерігається тенденція до утворення регіональних рейтингових агенств (Capital Intelligence — Близький Схід, Середземномор'я, Азія, RAM Holdings — Південно-Східна Азія, Pacific Credit Rating — Латинська Америка, CariCRIS — Карибський басейн). Тож у подальшому слід очікувати створення регіональних рейтингових шкал, що дозволить врахувати специфіку розвитку груп країн та залучити ширше коло інвесторів.

Для розуміння сутності процесу визначення кредитного рейтингу облігацій, а також самого їх емітента, необхідно розкрити процедуру присвоєння рейтингової оцінки. У найбільш загальному вигляді вона включає в себе такі етапи:

1. Укладання договору із рейтинговим агенством.
2. Формування аналітичної групи.
3. Отримання інформації від клієнта та з інших надійних джерел.
4. Аналіз даних.
5. Уточнення результатів аналізу.
6. Визначення рейтингової оцінки.
7. Контроль результатів рейтингування клієнтом.
8. Розповсюдження інформації щодо визначеного кредитного рейтингу.

Найцікавішим етапом є саме аналіз інформації, результати якого є підставою для присвоєння кредитного рейтингу. Зазначимо, що аналітична процедура рейтингового оцінювання не обмежується лише кількісним фінансовим аналізом статистичних чинників (аналіз показників фінансової звітності позичальника). Вона також передбачає вивчення багатьох

нестатистичних факторів (якісний аналіз стратегії розвитку та принципів управління суб'єкта господарювання, правовий аналіз особливостей оформлення та забезпечення облігацій тощо).

Кредитний рейтинг позичальника-емітента облігацій враховує:

- 1) сектор економіки;
- 2) регуляторні чинники у галузі;
- 3) рівень конкуренції у галузі та інші маркетингові чинники;
- 4) кількісні показники: масштаби діяльності підприємства, поточне фінансове становище, основні ретроспективні дані та прогнози розвитку;

- 5) якісні чинники: структура власності та контроль за підприємством, організаційна структура компанії, тактика та стратегія розвитку, конкурентоспроможність і положення на ринку, якість менеджменту, кваліфікація працівників, технологія виробництва продукції (робіт, послуг), фінансова гнучкість тощо.

Щодо кредитного рейтингу облігацій, то він додатково враховує чинники, що поліпшують його якість (про них йшлося вище).

Дослідження методики визначення кредитних рейтингів облігацій показало, що вітчизняні рейтингові агентства обмежуються аналізом саме вищевказаних факторів. Однак дуже часто той чи інший позичальник вдається до емісії облігацій не просто для фінансування своєї виробничої діяльності, а для кредитування своїх інвестиційних заходів. Мова йде про облігації, що випускаються під конкретний інвестиційний проект, доходи від якого, як очікується, будуть гарантією виконання зобов'язань за облігаціями.

Отже, ми пропонуємо рейтинговим агентствам включити до переліку чинників, що визначають кредитний рейтинг облігацій, фактори ефективності, привабливості та ризикованості інвестиційного проекту, які у подальшому можуть вплинути на здатність емітента розрахуватись за облігаційною позикою. Таким чином, кредитний рейтинг можна буде вважати посправжньому інтегральним показником оцінки інвестиційної привабливості облігацій.

Говорячи про необхідність рейтингування облігацій, слід виокремити ряд переваг, що надає дана процедура.

Кредитні рейтинги потрібні позичальнику-емітенту, адже дозволяють:

- зменшити витрати на залучення фінансових ресурсів;

- заявити про надійність свого фінансового становища, не розкриваючи конфіденційної інформації;
- виділити себе серед інших емітентів облігацій і привернути увагу більш широкого кола інвесторів;
- створити власну рейтингову історію, поліпшуючи цим свій діловий імідж і фінансову репутацію;
- отримати незалежну кваліфіковану експертну оцінку своєї фінансово-господарської діяльності та зробити висновки про майбутній розвиток.

Кредитні рейтинги потрібні інвестору, оскільки дають змогу:

- оцінити рівень інвестиційного ризику облігацій та зробити висновки про необхідну ставку доходності;
- ефективніше використовувати фінансові ресурси, маючи інформацію про надійні облігації та можливі дефолти;
- коректно зіставляти рейтингові історії різних позичальників та порівнювати альтернативні можливості інвестування за стандартизованою шкалою.

Кредитні рейтинги потрібні фондовому ринку країни, оскільки вони сприяють:

- поліпшенню стандартів розкриття інформації та підвищенню прозорості функціонування економіки;
- підвищенню ефективності мобілізації та перерозподілу фінансових ресурсів;
- підвищенню стабільності ринку за рахунок створення системи своєчасного застереження його суб'єктів про можливі дефолти.

Попри зростання в Україні популярності присвоєння кредитних рейтингів облігаціям та власне їх емітентам, активізації цього процесу заважають ряд проблем. Перш за все, відсутність в Україні чіткого законодавчого регулювання діяльності рейтингових агентств, відокремлення діяльності з присвоєння кредитних рейтингів від інших видів рейтингових послуг та адекватних вимог до фактичного досвіду роботи дають підстави сумніватись у достовірності визначених кредитних рейтингів та якості кредитно-рейтингових послуг. Популяризації кредитних рейтингів облігацій як інтегральних показників їх оцінки також заважають проблеми із доступом до інформації про об'єкт оцінки, небажання власників рейтингів їх оголошувати, можливість конфлікту інтересів сторін при присвоєнні рейтингів тощо.

Отже, дослідження питання сутності кредитних рейтингів облігацій та специфіки їх застосування в Україні дало змогу зробити висновки про його складність та наявність ряду проблем у цій сфері. Необхідно зауважити, що поліпшення якості визначення кредитних рейтингів облігацій та широке їх використання суб'єктами фондового ринку можливе лише за умови вжиття ряду заходів:

1) прийняття нових законодавчих актів, які б регулювали діяльність рейтингових агентств і сприяли б наближенню якості їх роботи до міжнародних стандартів, а також узгодження існуючих правових норма за різними актами, які регулюють дану сферу;

2) прискорення процесу утворення уповноважених рейтингових агентств, чиї послуги кваліфікувалися б як високоякісні, а присвоєні ними кредитні рейтинги як достовірні;

3) вдосконалення методики визначення кредитних рейтингів облігацій із урахуванням усіх факторів, що впливають на їх інвестиційну кредитоспроможність: фактори, що визначаються господарською діяльністю емітента; фактори, які зумовлені особливостями тих чи інших облігацій; за необхідності — фактори, які впливають із специфіки інвестиційного заходу, для фінансування якого були емітовані облігації.

Ці та інші кроки і нововведення сприятимуть тому, що кредитний рейтинг облігацій перетвориться на вагомий індикатор рівня ризику та інвестиційної кредитоспроможності для суб'єктів фондового ринку в Україні.

Література

1. Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. — Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/shkala-kred-reit.htm>

2. Долінський Л. Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів: Навчальний посібник. — К., Майстер-клас, 2005. — 192 с.

3. Інформаційно-аналітичний портал рейтингового агентства «Кредит-рейтинг». — Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ua/about-rating/terms/>

4. Портал української мови та культури «Словник.net». — Режим доступу: <http://www.slovyk.net/?swrd=ІНТЕГРАЛЬНИЙ>
Статтю подано до редакції 14.06.10 р.