УДК 336.763.2

Тимченко І.Є.
к.е.н., доцент, доцент кафедри фінансів, обліку та аудиту Харківського економіко-правового університету

Оцінювання якості цінних паперів міжнародними рейтинговими агенціями

Анотація. У роботі визначаються критерії оцінювання якості цінних паперів, за якими необхідно регулювати ризики портфельних інвестицій.

Ключові слова: цінні папери, ризики, ліквідність, дохідність акцій, портфельні інвестиції.

Аннотация. В работе определяются критерии оценивания качественных характеристик ценных бумаг, на основании которых необходимо регулировать риски портфельных инвестиций.

Ключевые слова: ценные бумаги, риски, ликвидность, доходность акций, портфельные инвестиции.

Summary. In the article we define the main criteria for assessing the quality characteristics of the shares, on which basis it is necessary to adjust the risks of portfolio investments.

Keywords: shares, risks, liquidity, return on equity, portfolio investments

Постановка проблеми. В Україні опціонні угоди набувають дедалі більшого поширення. Такими угодами торгують як на фондових біржах, так і на позабіржовому ринку. Загалом, торгівля похідними цінними паперами виконує кілька функцій, найважливішими з яких є функція страхування (хеджування) і функція гри на різниці цін.

Головними інвестиційними якостями цінних паперів є: дохідність, зростання, безпека вкладень і ліквідність. Визначення пріоритетів є дуже суттєвим для інвестора, адже кожен інвестор купує інструменти ринку цінних паперів із певною метою. Залежно від мети він і будує свою стратегію.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблеми розвитку внутрішнього ринку та ліквідності цінних паперів в Україні постійно привертають увагу багатьох економістів, які внесли вклад

в розробку методології оцінювання якості цінних паперів та ризиків портфельних інвестицій. Ці проблеми розкрито в роботах Б.В. Губського, В.Г. Дідика, А.А. Пересадита та ін. Теорії ціноутворення на ринку цінних паперів аналізує А.І. Ястремський.

Формування цілей статті. Метою цього дослідження є аналіз ризиків портфельних інвестицій на фондовому ринку України. В статті зроблено акцент на необхідність вивчення оцінки цінних паперів міжнародними рейтинговими агенціями при прийнятті рішень щодо інвестицій в цінні папери.

Виклад основного матеріалу дослідження. Емітентами цінних паперів в Україні виступають: Кабінет Міністрів України, Національний банк України, органи місцевого самоврядування, юридичні особи. Емітент дістає право на випуск цінних паперів від моменту реєстрації випуску цінних паперів та присвоєння номера реєстрації у ДКЦПФР. Нині найактивнішими емітентами виступають промислові підприємства та комерційні банки. Український ринок цінних паперів поки не відіграє суттєвої ролі у трансформації необхідного капіталу від інвесторів до емітентів. Інвестори є учасниками фондового ринку, які забезпечують інвестиційний процес необхідними джерелами фінансування. Портфельні інвестори сподіваються на отримання доходу від цінних паперів, що перебувають у їхніх портфелях, тому для цих інвесторів конче актуальними є питання: що, як, коли і де купувати? Під час вибору фінансових інструментів для формування інвестиційного портфеля, інвестори зазвичай зважають на три основні критерії : ліквідність, дохідність і рівень ризику. Досягнення оптимального значення за всіма критеріями одночасно неможливе, тому залежно від своєї мети у разі формування портфеля інвестори виокремлюють такі типи портфелів цінних паперів: портфель зростання, портфель доходу, портфель ризикового капіталу, збалансований портфель, спеціалізований портфель.

Однією з основних інвестиційних якостей є дохідність. Дохідність – це можливість отримання інвестором певних доходів у майбутньому, які складаються з курсової різниці та дивідендів або відсотків за цими цінними паперами.

Основним показником при визначенні дохідності тих або інших цінних паперів є ставка дивіденду компанії, яку визначають шляхом відношення чистого прибутку акціонерного товариства до акціонерного капіталу (у відсотках). Після цього ставку дивіденду

порівнюють із середньою відсотковою ставкою за довготерміновими вкладеннями населення та депозитами підприємств.

Дохід власника цінних паперів за певний період часу можна визначити шляхом відношення загальної суми доходу, який складається з дивіденду або відсотка і курсової різниці, до ціни придбання цього цінного папера.

Зростання капіталу. Внаслідок дії цього чинника вартість початкових інвестицій із часом зростає. За окремими винятками, ринковий курс усіх видів акцій може збільшуватися. Головна відмінність полягає у темпах, якими зростає курс для різних інвестицій. Найбільші можливості зростання вартості треба очікувати від вкладень у прості, так звані акції зростання. Це акції таких підприємств, які в перспективі проектують розширення виробництва і збуту, а тому сплачують низькі поточні дивіденди своїм акціонерам. Якщо це станеться, ціна акцій різко зросте. Цінними паперами, що забезпечують високе зростання, є прості акції молодих компаній, які запроваджують нові технології і ноу-хау. Середнє зростання капіталу забезпечують довготермінові облігації й привілейовані акції. Найнезначніше зростання спостерігається у короткотермінових облігацій.

Наступною метою інвестора під час вибору цінних паперів є безпека вкладень, тобто здатність емітента нести відповідальність перед інвестором за залучені кошти та забезпечити захист їх від будь-яких потрясінь. Захист інвестора здійснює держава шляхом правового регулювання функціонування ринку цінних паперів. Наприклад, закони України забороняють випуск цінних паперів для покриття збитків від господарської діяльності емітента. За рівнем ризику, пов'язаного з характером емітента, цінні папери поділяють на такі види: державні цінні папери, що представлені здебільшого борговими зобов'язаннями і мають найменший рівень інвестиційного ризику. Окремі види державних цінних паперів розглядають навіть як еталон безризикових інвестицій. Утім, рівень інвестиційного доходу за такими цінними паперами, як правило, найнижчий. При цьому шляхом зміни облікової ставки НБУ держава має можливість впливати на реальний рівень інвестиційного доходу за своїми цінними паперами у періоди різких коливань кон'юнктури фінансового ринку; цінні папери місцевих органів влади (зазвичай, боргові) відрізняються тим, що рівень їхніх інвестиційних якостей залежить від рівня інвестиційної привабливості

відповідного регіону. Такі цінні папери важко віднести до безризикових, хоча рівень інвестиційного ризику за ними зазвичай невисокий. Відповідно невисоким є й рівень інвестиційного доходу.

Цінні папери, емітовані банками, мають високі інвестиційні якості, оскільки рівень дохідності за ними значно вищий, ніж за цінними паперами держави і місцевих органів влади. Крім цього, система економічних нормативів банківської діяльності та високий рівень державного контролю за їхньою діяльністю знижує потенційний ризик інвестування у цінні папери цих емітентів (хоча випадки фінансової неспроможності банків трапляються).

Цінні папери підприємств мають в Україні найнижчі інвестиційні якості, що зумовлене низькою ефективністю господарської діяльності більшості підприємств, унаслідок чого за акціями багатьох з них не виплачують дивіденди. Рівень інвестиційного ризику за цінними паперами підприємств (особливо венчурних) найвищий. До того ж ці цінні папери характеризуються найнижчим рівнем ліквідності на ринку цінних паперів.

Нарешті, ліквідність для інвестора як стратегічна мета означає можливість швидкого і безболісного перетворення активів на гроші.

Відсутність ліквідності у значної частки цінних паперів, що обертаються на українському ринку цінних паперів, становить гостру проблему, що стримує розвиток вторинного ринку. Як наслідок, ліквідність цих цінних паперів забезпечується переважно самими емітентами або торговцями-посередниками (самокотирування). Таку ліквідність можна назвати штучною, адже для інвестора існує небезпека невиконання емітентом або посередником своїх зобов'язань. Щоб запобігти ризику ліквідності, кошти слід інвестувати переважно у високоліквідні ринкові цінні папери.

У зв'язку з розвитком електронних систем торгівлі цінними паперами змінюється зовнішня форма їх існування. Цінні папери, операції з якими здійснюються через електронні системи, не мають речовинної субстанції, не є, по суті, паперовими документами, а тільки свідченнями прав їхніх власників. Вони функціонують як одиниці обліку в комп'ютерній мережі й обертаються тільки у формі переказів з рахунків одних учасників ринку на рахунки інших. Це називають рематеріалізацією цінних паперів.

Індивідуальні або приватні інвестори – це фізичні особи, які використовують свої нагромадження для придбання цінних папе-

рів. Індивідуальний інвестор найчастіше зацікавлений у тому, щоб вільні грошові кошти принесли прибуток, що слугуватиме джерелом доходів при досягненні пенсійного віку або забезпечить фінансову стабільність його родині.

У розвинених країнах підґрунтя фондового ринку становлять мільйони дрібних вкладників, тому слід детальніше спинитися на ролі й діяльності індивідуальних інвесторів у процесі портфельного інвестування. Населення (домогосподарства) становить значний сектор фінансових відносин, бо формує переважну масу грошових нагромаджень у суспільстві. Багатство держави визначається рівнем добробуту основної маси населення і збільшується передовсім за рахунок заощаджень у секторі домогосподарств. Такий приріст є свідченням стабільності й зростання реального сектору економіки. За умов ринкових відносин заощадження мають чіткий економічний зміст – інвестиційний капітал. Заощадження населення можуть спрямовуватися у фінансово-кредитні організації, цінні папери, страхові та пенсійні поліси, дорогоцінні метали, іноземну валюту, нерухомість. Проте населення, яке зберігає цінності в національній та іноземній валюті поза фінансово-кредитною системою і не вкладає їх в економіку, не бере участі в інвестиційному процесі. Портфельні інвестиції передбачають одержання стабільного поточного доходу у вигляді відсотків або дивідендів і додаткового доходу у вигляді різниці між ціною придбання і реалізації активу (курсової різниці). Як уже зазначалося, у розвинених країнах вирішальну роль в інвестиційному процесі відіграють заощадження населення. Так, у США населення володіє приблизно 70% фінансових активів, їхня частка майже у 5 разів перевищує частку держави. За оглядом NYSE приблизно чверть дорослого населення являються акціонерами.

В Україні існує значний нереалізований інвестиційний потенціал фізичних осіб. За різними розрахунками, у населення перебуває коштів у два-три рази більше, ніж мобілізовано банківською системою України в депозити і цінні папери населення. Низька інвестиційна активність населення передусім зумовлена із втратою довіри до українських цінних паперів, неможливістю вкладень в іноземні цінні папери, слабкістю фінансових інструментів, нерозвиненістю фондових і консультаційних агенцій.

Найважливішими світовими авторитетними системами оцінювання інвестиційного клімату країн є такі рейтингові агенції, як

Institutional Investor, Euromoney та Business Environment Risk Index (BERI).

З метою визначення загальних пріоритетів інвестування здійснюють також галузевий (індустріальний) аналіз, безпосередньо пов'язаний із власно макроекономічним аналізом.

Концепції фінансових ризиків складні й суперечливі. Підходи до вимірювання їх супроводжуються, навіть на думку дослідників, значними суперечностями. Ризик фінансового активу можна розглядати по-різному. По-перше, ризик, притаманний окремому активу, тлумачать як окремий ризик. По-друге, розглядають ризик одного фінансового активу у сукупності фінансових активів, які формують портфель.

Відтак, окремий ризик виникає у випадку, коли інвестовано один вид активів. Утім, такі випадки поодинокі, переважно фінансові вкладання спрямовуються в інвестиційний портфель. Зауважимо, що ризик окремого активу і ризик активу в портфелі принципово відрізняються. Суто ризиковані активи як частина портфеля втрачають значну частину ризикованості.

Взаємозв'язок дохідності й ризику зумовлює те, що вкладання коштів у цінні папери відбувається за умови, коли очікувана ставка доходу буде прийнятною для інвестора, щоб компенсувати його ризик. Чим вище можливість виникнення несподівано низького доходу чи збитків, тим вищим є ризик інвестування.

Якщо інвестор вкладає кошти в акції, він очікує від емітента сплати дивідендів і приросту капіталу через зростання ринкової ціни акції. Чим вищий ризик акції, який означає ймовірність того, що емітент не зможе виплатити очікувані дивіденди, або ринкова ціна акції впаде, тим вищою має бути очікувана дохідність. Тільки за цих умов може відбутися інвестування. Очікувана дохідність R – це ставка доходу, яку інвестор прагне отримати на свої інвестиції.

Найпоширенішим у портфельному інвестуванні є припущення, що за наявності альтернатив у разі прийняття рішень для інвестора важливі два показники – очікувана ставка доходу (повна дохідність) і рівень ризику.

Дохід (повний дохід), що забезпечується будь-яким активом, складається з двох елементів: доходу від зміни вартості активу (зростання капіталу) й доходу як отримання дивідендів. Повний дохід, обчислений у відсотках до первинної вартості активу, нази-

вають дохідністю цього активу або ставкою доходу.

Ризик є ймовірною оцінкою, його кількісне вимірювання не може бути однозначним і чітко передбачуваним. Залежно від того, яку з методик обчислення реалізовано, рівень ризику може суттєво змінюватися.

Перші рейтинги цінних паперів опублікував в 1909 році Джон Муді, який займався аналізом інвестицій в цінні папери залізничних компаній. Він заснував одну із двох домінуючих нині рейтингових агенцій, яка отримала назву «Moody's Investors Servises, Inc». Наступними були компанія «Poor's Publishing Company», котра почала присвоювати рейтинги в 1916 році, і компанія «Standard Statistics Compane», яка опублікувала свої перші рейтинги в 1922 році. Згодом ці агенції створили спільний концерн «Standard & Poor's Corporation».

Наступною компанією, яка почала займатися рейтингами, стала «Fitch Publishing Company» («Fitch») із Нью-Йорка, створена в 1942 році. До недавнього часу вона займала третє місце серед рейтингових компаній, аж поки її не витіснила компанія «Duff & Phelps» з Чикаго.

Компанія «Moody's» (Moody's Investor Servise) присвоює рейтинг більш ніж 5000 випускам облігацій корпорацій. Ці рейтинги представляють собою довгострокові оцінки, які показують надійність облігацій в найнижчій точці економічного циклу, і не змінюються у зв'язку із змінами економічної ситуації. Рейтинги підлягають коректуванню лише за фундаментальних чинників, на основі яких будувався рейтинг (погіршення фінансового стану компанії відносно інших емітентів, чи його загальна сума боргу суттєво зростає чи зменшується).

Рейтингова організація звичайним шляхом проводить аналіз звітів про прибутки та збитки, а також балансів позичальників, але не встановлює яких-небудь стандартів оцінки. Рейтинги Moody's не є оцінками отриманими звичайним статистичним способом, оскільки компанія вважає, що оцінки отримані на основі формул не завжди є правильними. Враховуються додаткові чинники.

Компанія «Standard & Poor's» встановлює свої рейтинги облігацій на основі статистичної інформації із врахуванням економічних та ринкових тенденцій. Курси облігацій не відіграють ніякої ролі, але їх не забувають, бо вони підказують, коли потрібно провести нове дослідження. В своїй роботі по присвоєнню рейтингу

організація використовує всю доступну інформацію про позичальника і галузь, в якій він оперує.

Наприклад, для визначення рейтингу облігацій підприємства промисловості враховуються такі фактори: доходи емітента (спеціалісти аналізують коротко- та довгострокові перспективи прибутковості організації, її поточні доходи, доходи минулих періодів, репутацію продукції компанії, характер галузі), якість управління компанією, дивідендна політика, амортизаційна практика, забезпеченість облігацій основним капіталом, чистими ліквідними активами тощо.

Набір факторів, що враховуються, при визначені рейтингу компанією «Duff & Phelps» та компанією Fitch загалом є аналогічним двом вище названим компаніям, але компанія «Fitch», наприклад додатково враховує перспективи швидкого погашення облігаційного випуску при настанні строку, можливості рефінансування боргу, зв'язки емітента з банками, його фінансові плани на майбутнє. Для цієї компанії характерним є використання відносних показників у ході аналізу, таких як співвідношення залученого та власного капіталу, відношення поточних активів до поточних пасивів.

Рейтингові символи, присвоюються акціям лише невеликим числом фірм, серед них домінують «Value Line», «Standard & Poor's Corporation».

Багато хто є переконаним, що рейтингові оцінки акцій є недосконалими, оскільки, акції не мають всіх характеристик, котрі асоціюються з надійними інвестиціями. Акції є нестійкими в ціні, дохід по акціям є негарантованим, розмір дивідендів не є фіксованим тощо.

Компанія «Standard & Poor's Corporation» визнає, що на відміну від її системи визначення рейтингу облігацій, при визначенні рейтингу акцій вона використовує спеціальну формулу. Першою складовою цієї формули є показники чистого прибутку в розрахунку на одну акцію, та в розмірі дивідендів. Крім того розвиток кампанії порівнюється з розвитком галузі та економіки в цілому. Другим складовим елементом формули є дивідендна стабільність. Вона визначається на основі розміру дивідендів за останні 20 років, при чому вага показників по мірі наближення до теперішнього часу зростає. В кінцевому результаті ці два фактори втілюються в єдиний числовий показник — рейтинг акції.

Таблиця 1

Найбільш розвинені біржові фондові ринки

Країни	Міста розташування бірж
США	Нью-Йорк (2 біржі), Бостон. Чикаго, Сан-Франциско, Цінціннаті, Філадельфія, Вашингтон (NASDAQ)
Японія	Токіо, Осака, Нагоя, Кіото, Хіросіма, Фукуока, Ніігата, Саппоро
Велика Британія	Лондон, Глазго, Манчестер, Ліде, Белфаст, Бірмінгем
Німеччина	Франкфурт-на-Майні, Дюссельдорф, Мюнхен, Гамбург, Берлін, Штутгарт, Ганновер, Бремен
Франція	Париж, Бордо, Лілль, Ліон, Марсель, Нансі, Нант
Канада	Монреаль, Торонто, Оттава, Ванкувер, Калгарі, Вінніпег
Швейцарія	Цюріх, Женева, Базель
Італія	Мілан. Рим, Турін, Генуя, Болонья, Флоренція. Неаполь., Палермо, Трієст, Венеція
Австралія	Сідней, Мельбурн

У Франції головною є Паризька фондова біржа. Проте функціонують шість регіональних бірж.

Вважається, що Німеччині властива поліцентрична біржова система, коли поряд з головною біржею у різних фінансових центрах функціонує ще декілька великих (рівноправних) бірж. Система фондових бірж включає у себе вісім великих бірж, що діють у Франкфурті-на-Майні, Дюссельдорфі, Гамбурзі, Мюнхені, Штутгарті, Бремені, Ганновері, Берліні. Проте роль біржі у Франкфурті-на-Майні посилюється і вона поступово займає провідне місце.

Висновки. Ринкові перетворення й економічне зростання країни неможливі без створення сприятливого середовища для вітчизняних та іноземних інвесторів. З цією метою в Україні необхідно здійснити захист прав інвесторів, упровадження ефективного корпоративного управління, підвищення ролі інституційних інвесторів, поліпшення діяльності іноземних інвесторів на ринку цінних паперів.

Література:

1. Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Пособие Эрнст Энд Янг. Привлечение капитала / Пер. с англ. – М.: Джон Уайли Энд Санз, 2012.
2. Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. — М.: Дело, 2010.
3. Коваленко Ю. М. Депозитарні розписки як альтернативний механізм залучення інвестицій (зарубіжний досвід і вітчизняна практика) // Теорії мікромакроекономіки: Зб. наук. праць Академії муніципального управління. — К.: АМУ, 2001.
4. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. — К.: Лібра, 2002.
5. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок: Пер. с англ. — 6-е изд. — М.: ИНФРА-М, 2000.
6. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. — М.:ИНФРА-М, 2010. — (Университетский учебник).
7. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2014.