

## Վարկանշավորման գործակալությունները և նրանց ներկայացվող արդի պահանջները

Վարկանշավորման գործակալությունները ստեղծվել են XX դարի սկզբին՝ որպես անկախ առևտրային կազմակերպություններ, որոնք զբաղվում են թողարկողների վճարունակության, պարտքային պարտավորությունների, կորպորատիվ կառավարման որակի ու ակտիվների կառավարման գնահատմամբ: 1980-ական թվականների սկզբից վարկանշավորման գործակալությունների դերը սկսեց աճել. ինչպես թողարկողների, այնպես էլ ներդրողների համար գործակալությունների կողմից տրված գնահատականների պահանջարկն էլ ավելի մեծացավ, քանի որ դրանք.

- ազդում են կազմակերպությունների ֆինանսավորման պայմանների վրա. ինչքան բարձր է կազմակերպության վարկանիշը, այնքան նա արագ և էժան կարող է ստանալ ֆինանսավորման համար միջոցներ բանկային վարկերի ձևով կամ ֆինանսական շուկայում արժեթղթերի տեղաբաշխման ճանապարհով,
- օգտագործվում են ինստիտուցիոնալ ներդրողների կողմից՝ ներդրումներ իրականացնելիս,
- օգտագործվում են կարգավորման մարմինների կողմից (Բազել 2-ի պահանջների շրջանակներում)՝ բանկերում խելամիտ հսկողություն սահմանելիս:

Այսօր աշխարհում գործում է վարկանշավորման 150 գործակալություն: Առավել հայտնի և հեղինակավոր միջազգային վարկանշավորման գործակալությունների թվին են դասվում երեք ամերիկյան՝ Standard & Poor's (S&P), Moody's և Fitch Ratings Ltd գործակալությունները, որոնք ունեն Ազգայնորեն ճանաչված վիճակագրական վարկանշավորման հաստատության (NRSRO–Nationally Recognized Statistical Rating Organization) կարգավիճակ՝ գրանցված ԱՄՆ-ի արժեթղթերի և բորսաների Յանձնաժողովի կողմից (SEC): «Մեծ եռյակին» բաժին է ընկնում շուկայի վարկանշային գնահատականների 95%-ը: Վերջերս NRSRO-ի (ԱՄՆ-ում միայն նրանք իրավունք ունեն որոշել վարկանիշները) կարգավիճակ ձեռք բերեցին ևս 4 գործակալություններ՝ A.M. Best, Dominion Bond Rating Service, Japan Credit Rating և Rating & Investment: Ամերիկյան շուկայում վարկային վարկանիշների NRSRO-ի յոթնյակի բաժինը կազմում է 98%-ը:

Վարկանշավորման գործակալությունների պրոդուկտներից առավել հայտնի վճարունակության գնահատումը՝ վարկային վարկանիշը, արտացոլում է պարտքային պարտավորությունը չվճարելու ռիսկը և ազդում է տոկոսադրույթի մեծության, պարտքային պարտավորությունների արժեքի և եկամտաբերության վրա: Անկախ ֆինանսական տեղեկատվության տրամադրման և ռիսկերի գնահատման ծառայությունների ոլորտում S&P և Moody's գործակալությունները հանդիսանում են համաշխարհային առաջատար վարկանշավորման կազմակերպություններ, որոնք ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին ապահովում են տեղեկատու-վերլուծական նյութերով և էլեկտրոնային տվյալների շտեմարանով, իրականացնում ռիսկերի վերլուծություն, գնահատում կապիտալի և արժույթի շուկայի վիճակը: Վարկային վարկանիշներ կարող են տրվել տարբեր թողարկողներին (կառավարություններին և տեղական մարմիններին, կորպորացիաներին, ֆինանսական կառույցներին, հիմնադրամներին և այլն) կամ առանձին պարտքային պարտավորություններին: Յարկ է նշել, որ այս կամ այն արժեթղթերը գնելու, վաճառելու կամ պահելու համար վարկային վարկանիշը չի հանդիսանում ուղղակի հանձնարարագիր ներդրողների համար: Այդուհանդերձ, ներդրումային որոշումներ կայացնելու համար այն հանդիսանում է շատ կարևոր ցուցանիշներից մեկը:

Թողարկողների վարկային վարկանիշը, ըստ S&P և Moody's համաշխարհային սանդղակի, արտահայտում է ընթացիկ կարծիք պարտքային պարտավորություններ թողարկողների ընդհանուր վարկունակության, պարտքային պարտավորությունները

Ժամանակին և լրիվ կատարելու նրանց ունակության և մտադրության մասին: Երկարաժամկետ վարկային վարկանիշը գնահատում է թողարկողների ունակությունը կատարելու պարտավորությունը մեկ տարուց ավելի ժամկետով, իսկ կարճաժամկետը՝ մինչև մեկ տարի ժամկետով:

Վարկանիշի վերագրման հետ մեկտեղ S&P-ն ցույց է տալիս նաև վարկանիշի փոփոխությունների կանխատեսումը մոտակա 2-3 տարիների համար.

- դրական կանխատեսում՝ հնարավոր է վարկանիշի բարձրացում,
- բացասական կանխատեսում. հնարավոր է վարկանիշի իջեցում,
- կայուն կանխատեսում՝ վարկանիշը ամենայն հավանականությամբ կմնա անփոփոխ,
- զարգացող կանխատեսում՝ հնարավոր է վարկանիշի ինչպես բարձրացում, այնպես էլ իջեցում:

Կարճաժամկետ և երկարաժամկետ վարկային վարկանիշներից բացի S&P հաշվարկում է հատուկ վարկանիշներ արտոնյալ բաժնետոմսերի, դրամային շուկաների հիմնադրամների, բաժնետիրական հիմնադրամների, ապահովագրական ընկերությունների և ածանցյալ ֆինանսական գործիքների հետ աշխատող ընկերությունների համար: Բացի դրանից, հաշվարկվում են նաև կորպորատիվ կառավարման վարկանիշներ (ԿԿՎ), որոնք արտացոլում են ընկերության կողմից համընդհանուր ճանաչում գտած կորպորատիվ կառավարման լավագույն սկզբունքների կիրառման մակարդակը, և որոնք կոչված են ծառայելու շահագրգիռ անձանց շահերին՝ առաջին հերթին բաժնետերերին: Ընդհանուր ԿԿՎ-ն կազմավորվում է վերլուծության հետևյալ հիմնական բաղադրիչներին վերագրվող բալերից՝ 1-10 բալանոց սանդղակի հիման վրա՝

- բաժնետերերի իրավունքները և հարաբերությունները ֆինանսապես շահագրգռված անձանց հետ,
- ֆինանսական թափանցիկություն, տեղեկատվության բացահայտում և աուդիտ,
- տնօրենների խորհրդի կառուցվածքն ու արդյունավետությունը:

S&P-ն վարկանիշներ է վերագրում պարտքային պարտավորությունների որոշ տեսակներին, բանկային վարկերին, ներդրումային նախագծերին և արժեթղթերի մասնավոր տեղաբաշխումներին՝ օգտագործելով այլ պարտքային գործիքների գնահատման նույն սանդղակը: Մասնավոր տեղաբաշխումների վարկանիշները ներառում են երաշխիքային և գրավային պարտավորությունների գնահատականը, որն անհրաժեշտ է պարտավորությունը չկատարելու դեպքում կորուստների ռիսկը նվազեցնելու համար:

Վերակառուցված գործիքների վարկային վարկանիշները ներառում են ակտիվների արժեթղթավորման որակի, վճարումների կառուցվածքի և գործարքների իրավաբանական հստակության գնահատականը: Վերակառուցված գործիքների օգտագործումը թույլ է տալիս թողարկողի հաշվեկշռից արժեթղթավորման ակտիվների դուրս բերման ճանապարհով իջեցնել վարկային ռիսկերը:

S&P-ի ինդեքսների ընտանիքը, որոնք հանդիսանում են ֆոնդային շուկաների վիճակի ինդիկատորներ, ողջ աշխարհում ակտիվորեն օգտագործվում են ներդրողների կողմից՝ ներդրումների արդյունավետությունը գնահատելու համար: S&P 500 ինդեքսը ներառում է ամերիկյան տնտեսության առաջատար ոլորտների 500 առաջատար կազմակերպություններ, որոնք ընդգրկում են ամերիկյան ընկերությունների բաժնետոմսերի 80%-ից ավելին: S&P Global 1200 ինդեքսն ընդգրկում է կապիտալի համաշխարհային շուկաների մոտավորապես 70%-ը՝ իր մեջ ներառելով առավել տարածված յոթ ինդեքսները: S&P-ի ինդեքսները ստեղծվում են որպես ներդրումային պորտֆելային ինդեքսներ, որոնք ներդրողների համար ունեն գործնական մեծ նշանակություն:

Եվրոպայում վարկանշավորման գործակալությունները գնահատում են կազմակերպությունների ֆինանսական վիճակն՝ ըստ նրանց պատվերի, որն էլ թույլ է տալիս գործակալություններին ստանալ մուտքի թույլտվություն ձեռնարկությունների արտոնյալ տեղեկություններին և կառավարմանը: Հազվադեպ են վարկանշավորման այնպիսի գնահատականները, որոնք տրվում են առանց ձեռնարկությունների հետ

համագործակցության: Այդ գնահատականները կախված են ձեռնարկության մասին շուկայում առկա տեղեկատվության որակից:

Moody's գործակալությունը, որին բաժին է ընկնում վարկերի որակի գնահատման տիրույթում համաշխարհային շուկայի 40%-ը, դեռ 2007 թ-ի սկզբներին բախվել էր գնահատման խնդիրների հետ, սակայն փորձել է վերջիններս լուծել՝ առանց աղմուկ բարձրացնելու: Մյուս առաջատար կազմակերպությունները՝ S&P-ն և Fitch-ը, նույնիսկ տարվել էին նրանով, որ շատ ռիսկային բաժնետոմսերին սահմանել էին բարձր վարկանիշներ: Moody's գործակալությունը հայտարարեց իր գործընթացների, պրոդուկտների և հաճախորդների լիովին վերանայման մասին՝ հատուկ ուշադրություն դարձնելով բարդ ֆինանսական գործիքների գնահատման վրա:

Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառներից մեկն էլ հանդիսացել է վարկանշավորման գործակալությունների կողմից բարձր ռիսկային հիփոթեքային վարկերի և ֆինանսական գործիքների (տրվել են չափից ավելի բարձր գնահատականներ) մասին անարժանահավատ տեղեկատվության տարածումը: Առկա ճգնաժամը թույլ տվեց բացահայտել վարկանշավորման գործակալությունների գործունեության հետ կապված մի շարք խնդիրներ: Նրանց թվում են վարկանշավորման գնահատականների ֆինանսավորումը՝ գնահատվող անձանց կողմից և գնահատման ընթացքում թափանցիկության բացակայությունը: Այսօր ֆինանսական շուկայում գործելու համար կարևոր նշանակություն ունեն տեղեկատվության թափանցիկությունն ու հուսալիությունը, այդ թվում՝ վարկանշավորման գործակալությունների կողմից ստացված տեղեկատվությունը, որը, որոշ փորձագետների կարծիքով, կապիտալի բավարարության մասին Բազելյան երկրորդ համաձայնագրի պահանջների հետ միասին կատարում է շուկայի կարգավորիչ դեր:

Ֆինանսական շուկաների գլխավոր գործառույթը հանդիսանում է տեղեկատվության հավաքագրումն ու մշակումը, որը թույլ է տալիս գնահատել տարբեր ակտիվների եկամտաբերությունն ու ռիսկերը, որից էլ կախված է այդ ակտիվների գների ձևավորումը, ինչպես նաև ֆինանսավորման ու ներդրումների համար որոշումների ընդունումը: Ոչ բոլոր տնտեսական սուբյեկտներն ունեն տեղեկատվության մուտքի միանման թույլտվություն և հավասար ունակություն նրա մշակման և վերլուծության համար: Արդյունքում, շուկաներում նկատվում է տեղեկատվության անհամաչափություն, որն էլ հանդիսանում է ոչ կատարյալ շուկաների աղբյուր և ներդրողների կողմից չափից ավելի ռիսկերի ընդունման պատճառ: Սակայն տեղեկատվության հավաքագրումն ու վերլուծությունը շատ թանկ արժեն, ուստի ներդրողները հակված չեն իրենց վրա վերցնելու նման ծախսեր՝ մտածելով, որ դրանք կտրամադրեն ուրիշները, և ինքնին կապահովվի շուկայի արդյունավետությունը:

Վարկանշավորման գնահատման ոլորտում գործունեությունը զարգանում է արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը զուգահեռ: Բոլոր խոշոր թողարկողներն այսօր ստանում են վարկանշավորման գնահատական մեկ կամ մի քանի գործակալությունների կողմից: Այդպիսի թողարկողների համար վարկանիշի առկայությունը հանդիսանում է ներդրումային բազայի ընդլայնման անհրաժեշտ պայման: Վարկանիշներն ուղեկցում են խոշոր միջազգային և իրացվելի շուկաների զարգացումը՝ հանդիսանալով դրանց աջակցման և արդյունավետ գործելու պայման: Միջազգային և ազգային մասշտաբներով արժեթղթավորումը, ինչպես նաև վերակառուցված պրոդուկտների թողարկումն անհնար է առանց վարկանիշների: Այսօր նրանք գրեթե վերածվել են արժեթղթավորման կարգավորիչների:

Ֆրանսիայի բանկի կառավարիչ Կ. Նուայեն փաստում է, որ հենց վերակառուցված գործիքների վարկանիշներն են ընկած որոշ ներդրողների և վարկանշավորման գործակալությունների միջև հարաբերություններում եղած խոշոր թյուրիմացությունների հիմքում, որոնք ունեն երկու աղբյուր:

Առաջին՝ առավել հաճախ հիշատակվող աղբյուրը կապված է վարկանիշի բովանդակության հետ: Վարկանշավորման գործակալություններն իրենց վրա են վերցնում միայն վարկային ռիսկի գնահատականի պատասխանատվությունը, մինչդեռ շատ կազմակերպությունների ղեկավարներ ցանկանում են վարկանիշներում տեսնել

ընդհանրական գնահատական, որը կծածկի իրենց գործարքների հետ կապված բոլոր ռիսկերը:

Երկրորդ աղբյուրը հանդիսանում է վերակառուցված գործիքների վարկանշավորման համար օգտագործվող մետրական համակարգերը: Դրանք, իրենց էությանը նույնն են, ինչ և կիրառվում է դասական արժեթղթերի համար: Վերակառուցված պրոդուկտին AAA վարկանիշի շնորհումը չունի այն հետևանքները, ինչ վերջինիս շնորհումը կորպորատիվ արժեթղթերին, քանի որ նրանք ունեն ռիսկի տարբեր կտրվածքներ:

Ըստ Կ. Նուայեի՝ այսօր հնարավոր է վարկանշավորման գործակալությունների գործունեության լավացման երեք ուղի.

- վարկանիշների հաշվարկման մեթոդների թափանցիկության ուժեղացումը և արժեթղթավորման գործընթացում գործակալությունների դերի բարձրացումը,
- վերակառուցված ֆինանսական գործիքների և դասական արժեթղթերի չափման համակարգերի (մետրական համակարգ) տարբերակումը: Այս դեպքում հնարավոր է կամ վերակառուցված գործիքների համար նոր սանդղակների օգտագործումը, կամ վարկային գնահատականների լրացնելը նոր ցուցանիշով,
- լիկվիդայնության ռիսկի հատուկ վարկանշավորման գնահատականի ներմուծումը:

Վերջին ժամանակներում գործակալությունների գործունեությունն ավելի մեծ ուշադրություն է գրավում կառավարական մարմինների և միջազգային կառույցների կողմից: 2007 թ. սեպտեմբերի 10-ին Ֆրանսիայի նախագահ Ն. Սարկոզին և Գերմանիայի կանցլեր Ա. Մերկելը ստորագրեցին վարկանշավորման գործակալությունների գործունեության մասին համատեղ հռչակագիր, որտեղ նշվում է վարկանշավորման գործակալությունների գործունեության լավացման երեք ուղիները.

1. Պետք է վերանայել արժեթղթերի հանձնաժողովների միջազգային կազմակերպության (IOSCO) գործելակերպի Միջազգային օրենսգիրքը, և վարկանշավորման գործակալությունների նկատմամբ խստացվեն շահերի բախումը կարգավորող կանոնները, ինչպես նաև պարտադրվեն ավելի խիստ ստանդարտներ:
2. ԵՄ երկրների կարգավորման մարմինները պետք է ուժեղացնեն հսկողությունը վարկանշավորման գործակալությունների գործունեության նկատմամբ:
3. Վարկանշավորման գործակալությունները պետք է գնահատեն արժեթղթավորմամբ զբաղվող կազմակերպությունների լիկվիդայնությունը:

2007 թ. հոկտեմբերին «Յոթի խումբը» (G7) հանձնարարել էր ֆինանսական կայունության Ֆորումին պատրաստել զեկույց ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի պատճառների վերլուծության և դրա լուծման ուղիների վերաբերյալ: Ջեկույցում ձևակերպվել էին հանձնարարականներ ֆինանսական շուկայի բոլոր օպերատորների գործունեություններին վերաբերվող, այդ թվում՝ վարկանշավորման գործակալությունների: Ջեկույցի հեղինակները վարկանշավորման գործակալություններին առաջարկեցին վերակառուցված գործիքների համար մշակել տարբերակված գնահատականների սանդղակ, որը թույլ կտա ուժեղացնել շուկայական կարգապահությունը և կորդի ներդրողներին իրականացնել սեփական վերլուծություն:

Մյուս կողմից վարկային վարկանիշների օգտագործման և դրանց դերի փոփոխման նպատակով վարկանշավորման գործակալությունները պետք է.

1. կիրառեն վարկանշավորման գործակալությունների համար վերանայված վարկելակերպի IOSCO օրենսգիրքը, որպեսզի կարողանան կանխել շահերի բախումը և բարձրացնեն գնահատականների որակը,
2. տարբերակեն վերակառուցված վարկային գործիքների վարկանշավորման գնահատականներն արժեթղթերի գնահատականներից, բարելավեն վերակառուցված գործիքների հետ կապված ռիսկերի կառուցվածքի մասին տեղեկատվության պարունակությունը:

Սակայն այս և մյուս նախաձեռնությունները հանդիպում են դիմադրության վարկանշային ծառայությունների շուկայում գերիշխող դիրքեր զբաղեցնող ԱՄՆ-ի

գործակալությունների կողմից: Միաժամանակ ԱՄՆ-ում ձեռնարկվում են միջոցներ վարկանշավորման գործակալությունների գրանցման պայմանների մեղմացման (NRSRO կարգավիճակի շնորհում) և այսօր քննարկվող SEC-ի նոր պահանջները ներմուծելու ուղղությամբ, որոնք կապված են շահերի բախումը կանխելու ու գործակալությունների գործունեության թափանցիկությունը ուժեղացնելու հետ:

Ստորև աղյուսակի տեսքով ներկայացվում է S&P և MOODY'S գործակալությունների վարկային վարկանիշները և դրանց նշանակությունը՝

### S&P և MOODY'S գործակալությունների վարկային վարկանիշները

Moody's-ի վարկանիշ	Standard & Poor's-ի վարկանիշ	Նշանակությունը	Օրինակներ
<b>Երկարաժամկետ վարկային վարկանիշ</b>			
<i>Ներդրումային դասի վարկանիշներ</i>			
Aaa	AAA	Բարձրագույն որակ, նվազագույն ռիսկ	Ֆրանսիա, General Electric
Aa	AA	Բարձր որակ, պարտավորություն-ների զծով վճարները մարելու ունակություն	Dexia, p. Siemens
A	A	Միջին որակի արժեթղթերի բարձրագույն կարգ; պարտավորությունները մարելու վարկառուի բարձր ունակություն	Xerox, Credit Lyonnais, Rothmans
Baa	BBB	Միջին որակ; պարտավորություն-ները մարելու բավարար ունակություն	Pioneer, Vivendi, Արգենտինա
<i>Սպեկուլյատիվ դասի վարկանիշներ</i>			
Ba	BB	սպեկուլյատիվ բնույթ՝ պարտավորություն-ները մարելու վարկառուի անորոշ ունակությունը	Levi Strauss
B	B	պարտավորությունները մարելու վարկառուի ցածր ունակությունը	US Airways, Վենեսուելա, Ինդոնեզիա
Caa	CCC	ցածր որակ, տոկոսագումարների վճարման և պարտքի հիմնական գումարի մարման վտանգ	
Ca	CC	սպեկուլյատիվ վարկանիշ, սնանկացմանը մոտ	
	D	պարտքային պարտավորությունների դեֆոլթ	Iridium, Daewoo
<b>Կարճաժամկետ վարկային վարկանիշ</b>			
Prime 1	A-1	պարտավորությունները կատարելու բարձր ունակություն	BNP Paribas, France Telecom, BMW
Prime 2	A-2	պարտավորությունները մարելու լավ ունակություն	Credit Lyonnais, Fiat, Renault
Prime 3	A-3	պարտավորությունները կատարելու ընդունելի ունակություն	Banca Nazionale del Lavoro Nissan
Note Prime	B	սպեկուլյատիվ վարկանիշ	
	C	խոցելի վարկանիշ	
	D	պարտքային պարտավորությունների դեֆոլթ	