

РЕЙТИНГОВІ АГЕНЦІЇ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

RATING AGENCIES ON THE UKRAINIAN SECURITIES MARKET

У статті на основі проведеного дослідження оцінено діяльність рейтингових агенцій на ринку цінних паперів України. Доведено, що діяльність рейтингових агентств зумовлює зменшення інформаційної асиметрії на ринках цінних паперів, забезпечуючи інвестора об'єктивною інформацією. Виділено три етапи розвитку вітчизняного ринку рейтингових послуг. Охарактеризовано види рейтингів, які надаються вітчизняними уповноваженими рейтинговими агентствами. Окреслено проблеми діяльності вітчизняних рейтингових агентств.

Ключові слова: рейтинг, агентство, оцінка, ринок цінних паперів.

В статье на основе проведенного исследования оценена деятельность рейтинговых агентств на рынке ценных бумаг Украины. Доказано, что деятельность рейтинговых агентств обуславливает уменьшение информационной асимметрии на рынках ценных бумаг, обеспечивая инвестора

объективной информацией. Выделены три этапа развития отечественного рынка рейтинговых услуг. Охарактеризованы виды рейтингов, предоставляемых отечественными уполномоченными рейтинговыми агентствами. Обозначены проблемы деятельности отечественных рейтинговых агентств.

Ключевые слова: рейтинг, агентство, оценка, рынок ценных бумаг.

On the basis of conducted analysis, the rating agencies activities on the Ukrainian securities market were evaluated. The rating agencies activities specify the reduction of information asymmetry on the securities market and provide the investor with objective information. Three periods of the domestic rating services market were highlighted. Different kinds of ratings, which are provided by rating agencies, were characterized. The problems of rating agencies activities were outlined.

Key words: rating, agency, valuation, securities market.

УДК 336.7

Мацук З.А.

к.е.н., доцент,

докторант кафедри фінансів

Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана

Постановка проблеми. Найважливішим чинником довіри до професійних учасників ринку цінних паперів є наявність інформації про їхню діяльність. Рівень інформаційного забезпечення характеризує прозорість їхнього бізнесу. Для пояснення прозорості використовують терміни «інформаційна відкритість» та «інформаційна прозорість». Інформаційна відкритість означає рівень розкриття учасниками ринку цінних паперів інформації про свою діяльність. Проте така інформація може бути складною для розуміння. У такому разі використовують термін «транспарентність», що означає зрозумілість, ясність процесів, які відбуваються [1]. Для нашої країни обмеженість доступу потенційних клієнтів до інформації про реальний фінансовий стан і політику фінансових посередників, а особливо емітентів цінних паперів, нездатність більшості приватних клієнтів адекватно оцінити доступну інформацію можна віднести до актуальних проблем розвитку ринку цінних паперів. Нині населення може отримати інформацію щодо емітентів цінних паперів та інституційних інвесторів з інформаційної бази, яка публікується у звітності та рейтингах компаній з управління активами (КУА) та інститутів спільного інвестування (ІСІ). Однак фінансова звітність є складною для інтерпретації клієнтами, особливо пересічними громадянами – потенційними інвесторами. У зв'язку із цим виникає потреба в результатах аналізу, проведеного компетентними фахівцями.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Дослідженню діяльності рейтингових агентств на фінансовому ринку присвячено праці таких учених, як А. Гапонюк [2], Д. Леонов [3], В. Опарін, В. Федо-

сов [4] та ін. Незважаючи на значну кількість досліджень у цій сфері, питання, пов'язані з діяльністю рейтингових агенцій на ринку цінних паперів, залишаються відкритими для дослідження.

Постановка завдання. Метою дослідження є аналіз та оцінка діяльності рейтингових агенцій на ринку цінних паперів України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Беззаперечно, рейтинг є важливим інструментом аналізу фінансових активів, оскільки дає змогу, з одного боку, інвесторам ефективніше приймати інвестиційні рішення на основі наявної на ринку цінних паперів незалежної інформації щодо кредитоспроможності емітентів, наданої групою професійних кваліфікованих аналітиків, економити час та ресурси на самостійний аналіз стану емітентів фінансових активів тощо. З іншого боку, емітентам рейтинговий аналіз дає змогу: (а) розширити доступ до позикових коштів та інших джерел капіталу, таким чином, підвищуючи його фінансову гнучкість; (б) збільшити коло інвесторів шляхом розміщення нових фінансових інструментів; (в) зменшити витрати в процесі залучення фінансових ресурсів, забезпечити наявність на ринку інформації щодо його кредитоспроможності тощо [5, с. 970]. Отже, емітенти з нижчим кредитним рейтингом мають можливість залучати фінансові ресурси на ринку капіталів під більш високі ставки, ніж емітенти з вищим кредитним рейтингом. Це зумовлюється премією за ризик, яка для першої категорії емітентів логічно повинна бути вищою.

Рейтингові агентства встановлюють рейтинги для наступної категорії емітентів: держава та органи місцевого самоврядування, корпорації,

фінансові компанії, інвестиційні фонди, об'єкти інфраструктури ринку цінних паперів тощо. Для іноземних інвесторів, які планують інвестування у фінансові інструменти іноземної держави, однією з найважливіших рейтингових оцінок є рейтинг країни-реципієнта, який характеризує рівень її платоспроможності та ризик невиконання нею власних зобов'язань. Зазвичай рейтингові агентства використовують власні методики для оцінювання кредитного рейтингу держави, враховуючи її політичні та економічні ризики. Кредитний рейтинг установи оцінюється на основі її фінансового стану. Кредитний рейтинг фінансових активів може розраховуватися як на довготривалий період (термін обігу яких більше одного року) та короткотривалий період (із терміном обігу до одного року). Рейтинг фінансових інструментів одного і того самого емітента може бути різним. Зазвичай кредитний рейтинг фінансового інструмента може бути як нижчим, так і вищим за рейтинг його емітента. На розвинених ринках цінних паперів інвестор зазвичай бере до уваги рейтинг емітента та інформацію, яка періодично публікується у спеціальних економічних виданнях та на сайтах рейтингових агентств і якої достатньо для прийняття інвестиційного рішення. Так, за даними рейтингового агентства Standard & Poor's (табл. 1), існує тісний зв'язок між рейтингами емітента (ймовірністю його банкрутства) та рейтингом його фінансових інструментів. Отже, можемо стверджувати про важливість на ринку цінних паперів рейтингового аналізу для забезпечення інвестора об'єктивною інформацією. Діяльність рейтингових агентств зумовлює зменшення інформаційної асиметрії на ринках цінних паперів. Накопичуючи інформацію про рейтинги емітентів цінних паперів та емітованими цінні папери, вони сприяють формуванню певної статистичної бази.

Сьогодні на ринку цінних паперів України мають право здійснювати діяльність щодо рейтингування п'ять уповноважених вітчизняних рейтингових агентств: «ІВІ-Рейтинг»,

«Рюрик», «Експерт-Рейтинг», «Кредит-Рейтинг», «Стандарт-Рейтинг» та три міжнародні рейтингові агентства: Fitch Ratings (штаб-квартира – Велика Британія (Лондон), Moody's Investors Service (США) і Standard & Poor's (США). Умовно в процесі розвитку вітчизняного ринку рейтингових послуг можна виділити такі етапи:

– I етап (2001 р.) – необґрунтовано висока вартість рейтингових послуг на тлі їхньої низької якості, монопольна діяльність одного уповноваженого рейтингового агентства – «Кредит-Рейтинг»;

– II етап (2010 р.) – оптимальна кількість рейтингових агентств (чотири рейтингові установи): «Кредит-Рейтинг», «Рюрик», IBI-Rating та «Експерт-Рейтинг» – позитивно позначилася на якості рейтингових послуг та зумовила зниження їхньої вартості до економічно обґрунтованого рівня;

– III етап (2012 р.) – утворення на ринку нових рейтингових агентств, зокрема: «Стандарт-Рейтинг» та «Українське кредитно-рейтингове агентство» (UCRA), що, на нашу думку, є необґрунтованим, оскільки сьогодні фактично 90% ринку рейтингових послуг поділено між чотирма уповноваженими рейтинговими установами (рис. 1).

Сьогодні ринок рейтингових послуг структурно можна поділити виходячи із сегментації клієнтів: «Експерт-Рейтинг» та «Стандарт-Рейтинг» працюють зі страховим сектором; «Рюрик» та «Українське кредитно-рейтингове агентство» працюють

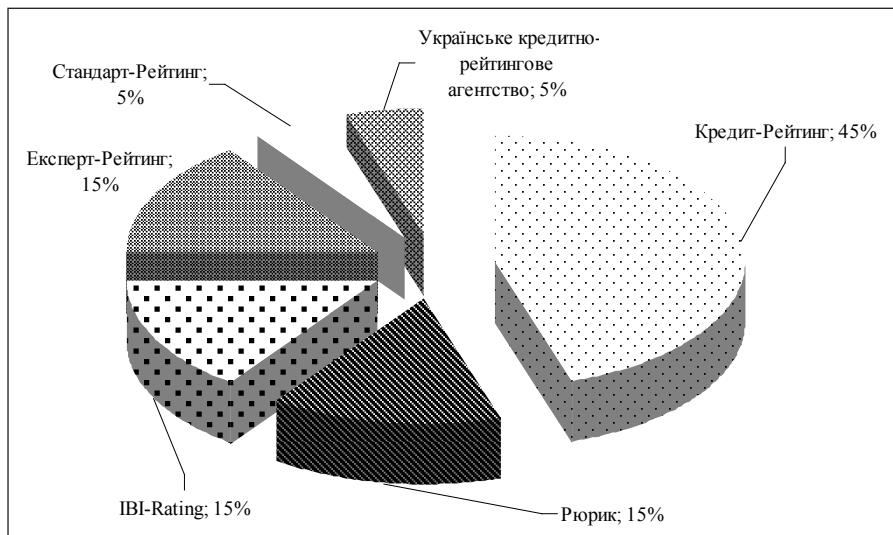


Рис. 1. Оцінка частки ринку вітчизняних рейтингових агентств

Джерело: складено автором за оцінками експертів

Таблиця 1

Середня ймовірність дефолту позичальника, % [6]

Клас рейтингу	Термін, років									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Інвестиційний	0,05	0,17	0,35	0,60	0,84	1,08	1,28	1,47	1,62	1,73
Спекулятивний	3,69	8,39	12,87	16,80	20,39	23,61	26,44	29,04	31,22	32,89

переважно з корпоративним сектором; «Кредит-Рейтинг» та IBI-Raiting є універсальними учасниками, оскільки обслуговують клієнтів із різних секторів економіки. Вітчизняними уповноваженими рейтинговими агентствами надаються такі види рейтингів: кредитний рейтинг, рейтинг надійності банківських вкладень, рейтинг фінансової стійкості страхової компанії, рейтинг інвестиційної привабливості та рейтинг корпоративного управління. Практично всі агентства пропонують інформаційно-аналітичні та консалтингові послуги. Крім вітчизняних рейтингових агентств, на ринку надають рейтингові послуги й міжнародні компанії зі статусом уповноважених рейтингових агентств.

Fitch Ratings, що входить до Fitch Group, є одним із передових рейтингових агентств світу. Крім рейтингового агентства, до складу Fitch Group входять Fitch Solutions (маркетинг продуктів та послуг) та Algorithmics (оцінювання ризиків компанії). Мережа представництв Fitch Ratings зосереджена у 50 країнах світу, тоді як безпосередньо рейтингове агентство проводить кредитне рейтингове оцінювання позичальників у більш як 150 країнах світу. Moody's Investors Service займає 40% світового ринку кредитних рейтингів. Компанія здійснює кредитний аналіз позичальників за стандартизованою шкалою та проводить дослідження й аналіз комерційних та державних установ. Standard & Poor's проводить аналітичні дослідження фінансового ринку та є автором і редактором американського фондового індексу S&P 500 та австралійського S&P 200. Сьогодні Moody's та Standard & Poor's контролюють 4/5 світового обсягу рейтингово-кредитних послуг, не мають у світі рівноцінних конкурентів, тому вважаються монополістами у цій сфері бізнесу. Зважаючи на сучасний стан розвитку рейтингових послуг у світі, можна констатувати багато проблем, пов'язаних із підходами до рейтингового оцінювання фінансових інструментів на ринках цінних паперів та структурою рейтингового бізнесу загалом. Сьогодні на ринку чітко виражена олігополія рейтингових агентств, на що вже звертали увагу і що зумовлюється значним впливом передових рейтингових агентств на ринку цінних паперів; проблема адекватності моделей рейтингового оцінювання особливостям функціонування ринків цінних паперів у різних країнах [5].

Окрім того, на вітчизняному ринку функціонують рейтингові установи, які, не маючи статусу уповноваженого рейтингового агентства, надають рейтингові послуги та формують власні рейтинги: РА «Ранг», Агентство фондового ринку, «Інвест-Рейтинг», «Консалтинг-Гамма», «Українське рейтингове агентство», «Українське агентство фінансового ринку» тощо.

З одного боку, наявна ситуація дає змогу формувати адекватну вартість рейтингової послуги, з іншого боку, намагання залучити клієнта зумовлює

зниження кредитної якості оцінки клієнта компаній та демпінгування рейтинговими агентствами щодо ціни на їхні послуги. Переважно це стосується молодих рейтингових агентств, діяльність яких напряму залежить від масштабності клієнтів. Для залучення клієнтської бази вони можуть присуджувати більш високий рівень рейтингу емітенту цінних паперів, нехтуючи при цьому його реальним фінансовим станом. Тому актуальними залишаються проблеми регулювання та незалежності рейтингових агентств. Yilmaz Bayar стверджує, що нові положення щодо регулювання рейтингових агентств зумовлять підвищення їх прозорості й підзвітності та зменшать залежність від них. Проте вони аж ніяк не усувають конфлікт інтересів та не сприяють підвищенню конкуренції на ринку рейтингових послуг у короткотерміновому періоді [7]. Dimitar Rafailov стверджує, що внаслідок неадекватного регулювання та відсутності механізмів, спрямованих на забезпечення об'єктивності рейтингових оцінок, у певний момент часу рейтингові системи стали критичним компонентом фінансової системи. Це зумовило виникнення конфлікту інтересів, що стимулювало учасників ринку, з одного боку, створювати, а з іншого – інвестувати у фінансові інструменти із завищеним рейтингом. Саме це призвело, на думку вченого, до виникнення фінансової кризи 2008–2009 рр. Тому, крім жорстких правил регулювання рейтингових агентств, слід знайти альтернативу кредитним рейтингам [8].

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів», органом державного регулювання рейтингових агентств є НКЦПФР, яка [9]:

- визначає перелік міжнародних рейтингових агентств, які мають право визначати обов'язкові за законом рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів;
- установлює порядок ведення та веде Державний реєстр уповноважених рейтингових агентств;
- установлює правила визначення уповноваженим рейтинговим агентством рейтингової оцінки за Національною шкалою;
- встановлює порядок подання Рейтинговим агентством інформації до Національної комісії із цінних паперів та фондового ринку;
- встановлює відповідність рівнів рейтингових оцінок за шкалою міжнародних рейтингових агентств рівням за Національною шкалою;
- узагальнює досвід та практику діяльності рейтингових агентств і забезпечує публічність визначених рейтингових оцінок.

Відповідно до законодавства України, обов'язкового рейтингового оцінювання потребують підприємства: (а) у статутних капіталах яких є державна частка; (б) стратегічно важливі для економічної безпеки держави; (в) монополісти на ринку. Також рейтинг розраховується для всіх видів

Відповідності рівнів рейтингових оцінок для довгострокових фінансових інструментів

Рейтингове агентство Moody's Investors Service	Рейтингове агентство Standard & Poor's	Рейтингове агентство Fitch Ratings	Національна рейтингова шкала
Aaa	AAA	AAA	uaAAA
Aa	AA	AA	uaAA
A	A	A	uaA
Baa	BBB	BBB	uaBBB
Ba	BB	BB	uaBB
B	B	B	uaB
Saa	CCC	CCC	uaCCC
Sa	CC	CC	uaCC
C	C	C	uaC
	D	D	uaD

Джерело: складено автором за даними рейтингових агентств

облігацій та іпотечних цінних паперів, що публічно розміщуються на фондовій біржі, за винятком державних цінних паперів та цінних паперів Державної іпотечної установи.

Процедура рейтингування передбачає сукупність дій у процесі співпраці рейтингового агентства та компанії-замовника, що забезпечує цілісність та достовірність рейтингових досліджень. Щоб рейтингова оцінка була корисною для споживача, вона повинна бути об'єктивною та обґрунтованою, доступною та періодично поновлюватися. У міжнародній практиці використовують два підходи до оцінки кредитоспроможності компанії-замовника: рейтинг на основі аналізу та рейтинг на основі моделі. У першому випадку аналітики одержують інформацію про фінансовий стан безпосередньо від замовника, шляхом застосування математичних методів проводять відповідні розрахунки і роблять висновок про фінансовий стан та ризики компанії. Другий підхід передбачає аналіз фінансових даних із використанням математичних моделей.

Для зменшення зловживань та можливості маніпулювання інформацією з боку рейтингових агентств останні повинні подавати до НКЦПФР щорічну та щомісячну інформацію. У річних звітах оприлюднюється інформація щодо пов'язаних осіб рейтингового агентства та їх відношення до учасників ринку фінансових послуг; інформація щодо володіння ними цінними паперами, а також перелік емітентів та цінних паперів, щодо яких проведено рейтингове оцінювання. У місячній інформації подаються дані щодо емітентів цільових облігацій, за якими у звітному місяці настають терміни погашення, та рівня кредитного рейтингу цих облігацій. У процесі рейтингового оцінювання вітчизняне уповноважене рейтингове агентство повинно застосовувати Національну шкалу, тоді як оцінювання міжнародним рейтинговим агентством здійснюється за шкалою відповідного агентства. Для уникнення складності в інтерпретації рейтингових оцінок НКЦПФР установила відповідності рівнів рейтингових оцінок Національ-

ної рейтингової шкали відповідно до шкали міжнародного рейтингового агентства Fitch Ratings та Standard & Poor's (табл. 2).

Як видно з таблиці, рейтинги варіюються від категорії AAA (найвищий рівень надійності) до категорії D (ненадійні, передбачають дефолт). За рівнем якості кредитні рейтинги поділяються на інвестиційні (AAA, AA, A та BBB) та спекулятивні (BB, B, CCC, CC та C) класи. Крім безпосередньо рейтингової оцінки, у звіті публікується прогноз щодо вектору руху рейтингу на майбутні два-три роки: «позитивний» – передбачається підвищення рейтингу; «негативний» – перспектива зниження рейтингу; «стабільний» – не передбачається зміна рейтингу та «такий, що розвивається» – можливе як підвищення, так і зниження рейтингу.

Висновки з проведеного дослідження. Таким чином, приймаючи інвестиційні рішення в процесі торгівлі фінансовими активами, інвестор може взяти до уваги рейтингову оцінку фінансового інструменту. Якщо з емітентами акцій та облігацій усе більш-менш зрозуміло, то як бути з інвестиційними сертифікатами? На практиці прийнятною є думка, що рейтингування інвестиційних фондів не має сенсу, оскільки кожен інвестор може самостійно визначити співвідношення між акціями й облігаціями у своєму інвестиційному портфелі і придбати інвестиційні сертифікати відповідних фондів. Уважаємо, що це твердження не є вірним, тоді як проблема з рейтингуванням інвестиційних фондів є актуальною та потребує ґрунтовнішого дослідження. Отже, що відбувається на практиці у сфері рейтингування ІСІ в Україні, стане наступним кроком авторського дослідження.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Мацук З.А. Фінансові послуги на ринку цінних паперів України: теорія та практика: монографія. Київ: КНЕУ, 2018. 367 с.
2. Гапонюк М.А. Інфраструктура фондового ринку України: проблемні питання та перспективи розвитку. Збірник праць Національного університету державної податкової служби України. 2010. № 2. С. 36–44.

3. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: монографія / Д.А. Леонов, С.В. Львовичкін, С.Г. Хоружий; за наук. ред. В.М. Федосова. К.: УІРФР, 2008. 848 с.

4. Інновації у фінансовій сфері: монографія / В.М. Опарін, Т.В. Паєнтко, В.М. Федосов та ін.; за заг. ред. В.М. Опаріна. К.: КНЕУ, 2013. 444 с.

5. Цінні папери: підручник / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін.; за ред. В.Д. Базилевича. К.: Знання, 2011. 1094 с.

6. An Introduction to Credit Risk Modeling / С. Bluhm, L. Overbeck, С. Wagner. – Chapman&HallCRC, 2003. 297 p.

7. Bayar Y. Recent Financial Crises and Regulations on the Credit Rating Agencies. Research in World Economy. 2014. Vol. 5. № 1. С. 49–58.

8. Rafailov D. The Failures of Credit Rating Agencies during the Global Financial Crisis – Causes and Possible Solutions. Economic Alternatives. 2011. № 1. P. 34–45.

9. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР1. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80?test=XX7MfyrCSgkyEqplZiriz27FHI4Iss80msh8le6>.