

*Ярошевська О.В.,**к.е.н., доцент,**доцент кафедри економіки,**Класичний приватний університет (м. Запоріжжя)*

## РЕЙТИНГОВІ ОЦІНКИ ЕМІТЕНТІВ ТА ЦІННИХ ПАПЕРІВ У СИСТЕМІ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ

**Анотація.** У статті узагальнено методики рейтингової оцінки емітентів та цінних паперів відповідно до національної шкали. Формалізовано організацію процесу рейтингування. Проведено порівняльну оцінку рейтингових шкал міжнародних рейтингових агентств. Проаналізовано відповідність їм національної рейтингової шкали. Розроблено пропозиції щодо вдосконалення рейтингових оцінок емітентів та цінних паперів у системі розвитку фондового ринку.

**Ключові слова:** рейтингові оцінки, емітенти, цінні папери, фондовий ринок, система, розвиток, міжнародні агентства, національна шкала.

**Постановка проблеми.** На сучасному етапі розвитку національної економіки велике значення має діяльність суб'єктів фондового ринку України. Прийняття рішень ними пов'язане з високим ступенем ризику внаслідок невизначеності майбутньої вартості та ліквідності цінних паперів [1, с. 9]. Одним із методів отримання додаткової інформації для прийняття рішень агентами фондового ринку є побудова рейтингів. У розвинених країнах світу отримання кредитного рейтингу набуло широкого розповсюдження і використовується під час випуску державних, муніципальних і корпоративних цінних паперів [2, с. 72]. Розрахунок їх рейтингів потребує створення відповідної інфраструктури та методик обгрунтованого вибору індивідуальних показників та процедур їх згорання в інтегральний показник, що використовується для рейтингування.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням розвитку фондового ринку присвячено праці багатьох учених, серед яких – Л. Миронова [1], В. Телятников [2], І.С. Віктор, С.В. Ліпич [3]. Ними досліджуються індекси та рейтинги на фондовому ринку України, питання моделювання рейтингової оцінювання цінних паперів за результатами діяльності ПФТС, у тому числі муніципальних цінних паперів.

Високо оцінюючи науковий доробок указаних учених, слід визнати недостатню увагу до діяльності суб'єктів, які надають рейтинги, та використовуваних ними методик.

**Мета статті** полягає в узагальненні методик рейтингової оцінки емітентів та цінних паперів відповідно до національної шкали та індивідуальних шкал міжнародних рейтингових агентств.

**Вклад основного матеріалу дослідження.** Рейтингові агентства мають позитивний вплив на сучасний стан і перспективи розвитку фінансової системи України, позначеної негативними ознаками: хронічним від'ємним сальдо платіжного балансу; підвищеним спекулятивним попитом на готівковому та безготівковому валютних ринках; порівняно низьким рівнем офіційних валютних резервів НБУ; високими переддефолтними рівнями внутрішньої та зовнішньої заборгованості [4, с. 174]. Усе означене негативно позначається на суверен-

ному кредитному рейтингу України від відомих міжнародних рейтингових агентств, що призводить до зниження кредитного рейтингу вітчизняних суб'єктів фінансового ринку.

Кредитний рейтинг – це умовний вираз кредитоспроможності об'єкта рейтингування у цілому та/або його окремого боргового зобов'язання за національною шкалою кредитних рейтингів. Визначення кредитного рейтингу (рейтингування) – це діяльність із надання професійних послуг на ринку цінних паперів, спрямована на визначення кредитоспроможності об'єкта рейтингування, яка може бути проведена рейтинговим агентством. Вона проводиться відповідно національної рейтингової шкали. Це шкала, яка поділена на визначені групи рівнів та рівні, кожен з яких характеризує здатність позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки й основну суму за своїми борговими зобов'язаннями, а також його платоспроможність. Національна шкала використовується для оцінки кредитного ризику позичальника – органа місцевого самоврядування, суб'єкта господарювання та окремих боргових інструментів: облігацій, іпотечних цінних паперів, позик. Вона має дві групи рівнів – інвестиційний та спекулятивний – і затверджується Кабінетом Міністрів України [5] (табл. 1).

Шкала передбачає використання знаків «-» або «+» для позначення проміжних категорій рейтингу відносно основних категорій (рівнів).

Розглянемо методику визначення рейтингової оцінки на прикладі Національного рейтингового агентства «Рюрік» [6]. Рейтингування здійснюється на основі прямих договірних відносин із клієнтом, що підвищує об'єктивність рейтингової оцінки за рахунок надання емітентом достатньо повної інформації (навіть тієї, що не є публічною) про власну діяльність.

Для кожного об'єкта рейтингування формується робоча група виходячи з принципу максимального врахування специфіки діяльності клієнта, призначається відповідальний аналітик, який несе відповідальність за взаємодію з клієнтом, строки та повноту проведеного аналізу. Також узгоджується список контактних осіб, що відповідають за своєчасність та достовірність надання інформації з боку клієнта, з розподілом їх повноважень та сфери компетенції.

Для проведення рейтингування використовується інформація, надана клієнтом, а також отримана з інших джерел, які Агентство вважає надійними. Процедура рейтингування гарантує збереження конфіденційності наданої клієнтом комерційної інформації. Агентство формує та надає клієнту інформаційний запит, який містить вимоги щодо переліку та змісту інформації, необхідної для проведення рейтингового дослідження. Залежно від складності об'єкта рейтингування агентством можуть бути висунуті уточнюючі інформаційні запити, що містять додаткові інформаційні вимоги.

Для визначення кредитного рейтингу агентство здійснює всебічний комплексний кредитний аналіз, що передбачає

## Довгострокові рейтинги позичальника або окремого боргового інструменту інвестиційного рівня

Рівень рейтингу	Критерії його визначення
Інвестиційний рівень	
<b>uaAAA</b>	найвища кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
<b>uaAA</b>	дуже висока кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами
<b>uaA</b>	висока кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності чутливий до несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<b>uaBBB</b>	достатня кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Рівень кредитоспроможності залежить від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
Спекулятивний рівень	
<b>uaBB</b>	кредитоспроможність нижча за достатню порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<b>uaB</b>	низька кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Дуже висока залежність рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов
<b>uaCCC</b>	дуже низька кредитоспроможність порівняно з іншими українськими позичальниками або борговими інструментами. Потенційна вірогідність дефолту
<b>uaCC</b>	висока вірогідність дефолту
<b>uaC</b>	очікується дефолт за борговими зобов'язаннями позичальника
<b>uaD</b>	дефолт – виплати відсотків та основної суми за борговими зобов'язаннями позичальника припинені без досягнення згоди кредиторів щодо реструктуризації заборгованості до настання строку платежу

Джерело: побудовано за даними [5]

дослідження цілої системи якісних та кількісних характеристик об'єкту рейтингування. Його результатом є формування та передача клієнту драфта (англ. *draft* – проект) рейтингового звіту, який містить попередні результати дослідження агентством об'єкту рейтингування в контексті його кредитоспроможності. Після проведення взаємних консультацій та узгодження з клієнтом складається офіційний рейтинговий звіт, який містить оброблену та систематизовану інформацію стосовно об'єкта рейтингування в контексті його кредитоспроможності.

Для визначення рівня рейтингу агентство, згідно зі своїми внутрішніми процедурами, скликає засідання рейтингового комітету, на якому відповідальний аналітик із робочої групи презентує результати проведеного дослідження. На основі рейтингового звіту, презентаційних та інших допоміжних матеріалів рейтинговий комітет приймає колегіальне рішення щодо рейтингової оцінки об'єкта рейтингування. Формалізована, чітко прописана процедура прийняття рішення щодо рівня рейтингу та його колегіальність спрямовані на підвищення об'єктивності та неупередженості присвоєних рейтингових оцінок. Причому персональний склад та результати голосування на засіданні рейтингового комітету є конфіденційною інформацією рейтингового агентства. На цьому етапі рейтинговим комітетом приймається рейтингове рішення, що містить наданий рівень рейтингу за національною шкалою та його прогноз, яке разом із рейтинговим звітом передається клієнту. Якщо останній не згодний із наданою рейтинговою оцінкою, він протягом 10 робочих днів має право подати апеляцію, що містять нові фактичні дані та документи, які ще не розглядалися на засіданні рейтингового комітету. За наявності такої інформації відбувається повторне засідання рейтингового комітету, на якому приймається остаточне рейтингове рішення, що не підлягає оскарженню.

Агентство за згодою клієнта публікує інформацію щодо наданого кредитного рейтингу, користуючись засобами розповсюдження інформації, які є у його розпорядженні. Щоби привернути увагу широкого кола потенційних інвесторів та ділових партнерів, агентство може проводити повномасштабні PR-акції з приводу присвоєння кредитного рейтингу як початку публічної кредитної історії. У подальшому агентство проводить постійний моніторинг всіх наданих кредитних рейтингів, відслідковуючи важливі фактори, що можуть вплинути на їх рівень. Планове оновлення рейтингу згідно процедури рейтингування відбувається раз у квартал, за наявності суттєвих підстав у будь-який момент часу агентство може змінити рівень або прогноз кредитного рейтингу.

Рейтинги емітентів і цінних паперів в Україні надають три міжнародні рейтингові агентства: *Fitch Ratings*, *Moody's* і *Standard & Poor's*. Визначення рейтингової оцінки міжнародним рейтинговим агентством здійснюється за шкалою, яка прийнята таким агентством (табл. 3). Питання про переваги і недоліки діяльності міжнародних агентств є досить спірним, оскільки використовуються різні технології присвоєння рейтингу і принципи віднесення об'єкта оцінки до того чи іншого класу.

Порівняно з іншими воно має у своєму розпорядженні більш широкий інструментарій рейтингової оцінки, складаючи не тільки кредитні, а й некредитні рейтинги: довгострокових облігацій і привілейованих акцій; емітентів; банківських депозитів; фінансової стійкості банків; фінансової стійкості страхових компаній; внутрішньокраїнові рейтинги; фондів з управління активами; фондів по операціях із нерухомістю тощо [7, с. 137].

Для ранжирування інвестиційних (обмежених) рейтингів агентство *Moody's* застосовує літери від А до С із можливістю

використання додаткових градацій, які характеризують відповідну думку агентства. *Moody's* використовує додаткові індекси 1, 2 і 3 (із пониженням рівня оцінки) в усіх загальних категоріях від *Aaa* до *Ca*. Аналогічно додаткові градації вводяться іншими агентствами із застосуванням знаків (плюс, без знаку, мінус) [8, с. 69].

Кредитний аналіз банку за методикою *Standard&Poor's* містить широкий спектр кількісних і не кількісних факторів, агентство використовує такі інновації, як оцінка акредитивів та якості корпоративного управління.

Значення, що надається тому чи іншому фактору під час аналізу конкретного інституту агентством *Standard&Poor's*, залежить від стану економіки, законів і звичаїв країни, в якій здійснює діяльність інститут, принципів бухгалтерського обліку, конкуренції, практики регулювання. Рейтинги *Fitch Ratings*, на думку аналітиків [9, с. 81], зазвичай випереджають рейтинги *Standard&Poor's* і *Moody's*. При цьому агентство педантично ставиться до визначення рейтингу не лише країни, а й емітентів, свідомо не підтягуючи їх до верхнього значення суверенного рейтингу, як це робить, наприклад, *Moody's*. Рейтингова шкала, використовувана агентством *Fitch Ratings*, подібна до шкали *Standard&Poor's*, виняток становить лише більш структурована

частина для розділу D – дефолт, що має три градації. Шкала короткострокових рейтингів *Fitch Ratings* має класифікацію в їх спекулятивній частині. Для інвестиційної частини виокремлюють рейтинги *F1*, *F2* і *F3*, що характеризують найвищу, хорошу і середню кредитну якість об'єкта рейтингування.

Окрім того, передбачені рейтинги B – для спекулятивного рівня, C – рейтинг високих ризиків дефолта, D – дефолтовий рейтинг, який означає наявний або такий, що насувається, дефолт. Загалом, рейтингові шкали *Fitch* та *Standard & Poor's* дуже схожі.

**Висновки.** У статті визначено підходи по побудови національної рейтингової шкали, яка передбачає градації, що позначаються літерами A, B, C, D і має два рівня – інвестиційний і спекулятивний.

1. Формалізовано основні етапи визначення рейтингової оцінки емітентів та цінних паперів – установлення прямих договірних відносин із клієнтом; формування робочої групи; складання інформаційного запиту; проведення комплексного аналізу; обґрунтування проекту рейтингового звіту; затвердження офіційної рейтингової оцінки рейтинговим комітетом; надання можливостей апеляції клієнтові; моніторинг встановленого рейтингу.

Таблиця 2

Рейтингові шкали провідних міжнародних рейтингових агентств

S&P		Fitch		Moody's		Узагальнене значення	Тип
Д	К	Д	К	Д	К		
AAA	A-1+	AAA	F1	Aaa	P-1	Емітент володіє винятково високими можливостями з виплати відсотків за борговими зобов'язаннями та самих боргів.	Інвестиційні рейтинги (обмежені ризики)
AA+		AA+	F2	Aa1		Емітент володіє надзвичайно високими можливостями з виплати відсотків за борговими зобов'язаннями та самих боргів.	
AA		AA		Aa2			
AA-	A-1	AA-	F3	Aa3	P-2	Можливості емітента з виплати відсотків та боргів оцінюються високо, однак залежать від економічної ситуації.	
A+		A+		A1			
A		A		A2			
A-	A-2	A-	F3	A3	P-2	Платоспроможність емітента вважається задовільною.	
BBB+		BBB+		Vaa1			
BBB	A-3	BBB	F3	Vaa2	P-3	Платоспроможність емітента вважається задовільною.	
BBB-		BBB-		Vaa3			
BB+	B	BB+	B	Va1	NP	Емітент платоспроможний, але несприятливі економічні умови можуть негативно вплинути на можливості виплат.	Спекулятивні рейтинги (існують ризики)
BB		BB		Va2			
BB-		BB-		Va3			
B+		B+		B1			
B		B		B2			
B-		B		B3			
CCC+	C	CCC+	C	Ca1	NP	Емітент зазнає труднощів із виплатами за борговими зобов'язаннями та його можливості залежать від сприятливих економічних умов.	Так зване «сміття» (високі ризики)
CCC		CCC		Ca2			
		CCC-		Ca3			
		CC		Ca			
CCC-		C		Ca			
CC	D	RD	D	Ca	NP	Зазвичай неплатоспроможні компанії	
C		D		Ca		Частковий дефолт	
SD		D		C		Дефолт, банкрутство	
D		D		C			

Д – довготерміновий рейтинг

К – короткотерміновий рейтинг

Джерело: побудовано за даними [10]

2. Узагальнено підходи до побудови рейтингових шкал міжнародних агентств *S&P*, *Fitch*, *Moody's*. Установлено, що в Україні найбільшою мірою орієнтуються на рейтинг агентства *Moody's*, проте за формою представлення національна рейтингова шкала більше схожа на шкали міжнародних рейтингових агентств *Fitch Ratings* і *Standard&Poor's*. Порівняльна оцінка вітчизняної та інших шкал дає змогу встановити занижений характер вимог, закладених у її основу. Для виправлення ситуації на краще пропонується привести рівні національної рейтингової шкали у відповідність до провідної світової практики шляхом виділення рівня, нижчого за спекулятивний рівень, із високими ризиками (для градацій від ССС до D).

Перспективою подальших досліджень є систематизація рейтингів вітчизняних емітентів та цінних паперів, які обертаються на фондовому ринку України.

### Література:

1. Миронова Л.Г. Модель рейтингового оцінювання цінних паперів за результатами діяльності ПФТС / Л.Г. Миронова // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Серія «Економіка і менеджмент». – 2013. – № 2. – С. 5–12.
2. Телятников В. Проблемні питання рейтингування муніципальних цінних паперів в Україні / В. Телятников // Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2009. – № 1–2. – С. 69–75.
3. Віктор І.С. Індекси та рейтинги на фондовому ринку України / І.С. Віктор, С.В. Ліпич // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2014. – № 1. – С. 42–49.
4. Ходос Л.В. Міжнародні та національні кредитні рейтингові агентства та їх роль в управлінні фінансовими ризиками в Україні / Л.В. Ходос // Інформація і право. – 2013. – № 1. – С. 170–177.
5. Про затвердження Національної рейтингової шкали : Постанова Кабінету Міністрів України від 26.04.2007 № 665 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/665-2007-%D0%BF>.
6. Методика визначення рейтингової оцінки Національного рейтингового агентства «Рюрік» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://rurik.com.ua/rating-principles/ranking-procedure-stages.html>.
7. Ошеревич И.Л. Рейтинговые агентства Standard & Poor's, fitch, moody's. Есть ли будущее у их деятельности? / И.Л. Ошеревич //

International scientific journal. – 2015. – № 9. – С. 136–140.

8. Бабкіна І. Адекватність оцінок провідних рейтингових агентств / І. Бабкіна // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2011. – № 4. – С. 61–71.
9. Ошеревич И.Л. Проблемы актуальности деятельности международных рейтинговых агентств Standard & Poor's, Moody's, Fitch в 2015 году / И.Л. Ошеревич // International scientific journal. – 2016. – № 1(2). – С. 79–82.
10. Fitch Ratings [Online]. – Retrieved from : [https://uk.wikipedia.org/wiki/Fitch\\_Ratings](https://uk.wikipedia.org/wiki/Fitch_Ratings).

### Ярошевская О.В. Рейтинговые оценки эмитентов и ценных бумаг в системе развития фондового рынка

**Аннотация.** В статье обобщены методики рейтинговой оценки эмитентов и ценных бумаг в соответствии с национальной шкалой. Формализована организация процесса рейтингования. Проведена сравнительная оценка рейтинговых шкал международных рейтинговых агентств. Проанализировано соответствие им национальной рейтинговой шкалы. Разработаны предложения по совершенствованию рейтинговых оценок эмитентов и ценных бумаг в системе развития фондового рынка.

**Ключевые слова:** рейтинговые оценки, эмитенты, ценные бумаги, фондовый рынок, система, развитие, международные агентства, национальная шкала.

### Yaroshevskia O.V. Rating evaluations of issuers and securities in the system of the stock market development

**Summary.** The methods of rating issuers and securities in accordance with the national scale are generalized. The organization of the ranking is formalized. The comparative assessment of rating scales of international rating agencies is given. Its compliance with their national rating scale is analysed. Suggestions for the improvement of rating issuers and securities in the system of development of the stock market are developed.

**Keywords:** rating evaluation, issuers, securities, stock market, system, development, international agencies, national scale.