

Економіка України

ПОЛІТИКО-ЕКОНОМІЧНИЙ ЖУРНАЛ
МІНІСТЕРСТВА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ,
МІНІСТЕРСТВА ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
ТА НАЦІОНАЛЬНОЇ АКАДЕМІЇ НАУК УКРАЇНИ

10 (551)

ЖОВТЕНЬ

2007

Видається
з вересня
1958 р.

Виходить щомісяця

З М І С Т

	Стор.
ЮРЧИШИН В. – Формування і системна розбудова новітньої державної аграрної політики	4
ЄРМІЛОВ С. – Формування конкурентних енергоринків в Україні	15
УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІКОЮ: ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА	
ВОРОНІН О. – Визначення показників економічної ефективності виробництва на основі модифікації ресурсного підходу	29
ВНУКОВА Н., ПРИТУЛА Н. – Про вдосконалення методичного забезпечення рейтингової оцінки емітентів	38
ОЛІЙНИК Д. – Нові підходи щодо цінового регулювання телекомунікаційних послуг	43
ПРОБЛЕМИ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ	
РОЗЕНФЕЛЬД О. – Тези до загальної теорії корисності й економічної поведінки	52
ПИТАННЯ РОЗВИТКУ АПК	
КРИКАВСЬКИЙ Є., ВЕРБИЦЬКИЙ П., ГАВРИЛЮК О. – Основи концепції економічного розвитку галузі ветеринарної фармації України	59
ДІЄСПЕРОВ В. – Визначення ефективності в сільськогосподарському підприємстві	70

ВИДАВНИЦТВО «ПРЕСА УКРАЇНИ»
КИЇВ

ПРО ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РЕЙТИНГОВОЇ ОЦІНКИ ЕМІТЕНТІВ

Н. ВНУКОВА,
професор, доктор економічних наук,
Н. ПРИГУЛА
(Харків)

Відсутність якісної інформації про кредитоспроможність емітентів є однією з найважливіших причин нерозвинутості фінансового ринку в Україні. Ключовим фактором, який перешкоджає успішному розвитку процесу залучення коштів підприємствами-емітентами, виступає їх недостатня транспарентність. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні"¹ (де вказано, що емітенти потребують визначення рейтингової оцінки) спрямований на вирішення цього питання, оскільки кредитний рейтинг дає реальну оцінку кредитоспроможності емітента, свідчить про його готовність до роботи відкрито та прозоро.

За оцінками зарубіжних експертів, близько 80% світових потоків позикового капіталу контролюється рейтингами². На їх основі емітенти інформують ринок про характеристики своїх боргових зобов'язань, а потенціальні інвестори можуть оцінити привабливість емітентів.

У ході визначення кредитного рейтингу можливі два підходи: перший передбачає оцінку відносної кредитоспроможності, що дозволяє провести порівняння різних емітентів між собою; другий – оцінку ризику невиконання власних зобов'язань з присвоєнням відповідної рейтингової оцінки кожному підприємству-емітенту, що рейтингується.

Першому підходу присвячено праці А. Шеремета, Є. Негашова, К. Ізмайлової³, де пропонується алгоритм порівняльної рейтингової оцінки, який передбачає проведення ранжирування об'єктів рейтингування. Інші автори⁴ пропонують на основі методу коефіцієнтів застосовувати для визначення рейтингу запропонований інтегральний показник. Хоча метою науковців було визначення інвестиційної привабливості підприємства незалежно від показників інших підприємств, але порівняння з максимальним значенням показників відбувається серед групи розглядуваних підприємств, а отже, має місце ранжирування.

При другому підході⁵ рейтингова оцінка базується на визначенні інтегрального показника, рівень якого залежить від величини коефіцієнтів як критеріїв оцінки і від міри їх відповідності нормативному (оптимальному), кількісно вираженому рівню. Значення інтегрального показника за всіма коефіцієнтами дає підставу віднести підприємство до того чи іншого класу. Отже, різні методики передбачають різну

¹ Див.: Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30 жовтня 1996 р. <http://www.rada.gov.ua>.

² Див.: Фе щ е н к о В. Рейтингування на фінансовому ринку України: реалії життя та проблеми становлення. "Фінансовий ринок України" № 2 (28), 2006, с. 32–33.

³ Див.: Ш е р е м е т А. Д., Н е г а ш е в Е. В. Методика фінансового аналізу діяльності комерційних організацій. М., "ИНФРА-М", 2003, 237 с.; І з м а й л о в а К. В. Фінансовий аналіз. Навчальний посібник. К., МАУП, 2001, 152 с.

⁴ Див.: К р а п і в н и ц ь к а С. М., М е ш к о в А. В. Рейтингова оцінка акціонерних товариств. Труды Донецкого государственного технического университета. Серия Экономическая, вып. 19, 2000, с. 103–112.

⁵ Див.: Економічний аналіз. Навчальний посібник для студентів вищих навчальних закладів (За ред. Ф. Бугинця). Житомир, ПП "Рута", 2003, 680 с.

кількість класів кредитоспроможності підприємств (наприклад: три класи ⁶, чотири ⁷, п'ять ⁸ тощо).

Окремо необхідно виділити методики рейтингових агентств, які передбачають визначення кредитного рейтингу за рейтинговою шкалою. Існують рейтингові агентства, уповноважені визначати кредитні рейтинги за Національною рейтинговою шкалою, наприклад, "Кредит-Рейтинг" ⁹ (з 2001 р.), "Standard & Poor's" ¹⁰ (з 2005 р.), "Moody's Investors Service" ¹¹ (з травня 2006 р.) і "Fitch Ratings" ¹² (з червня 2006 р.).

Національна рейтингова шкала ¹³ складається з 10 класів, представлених літерами від позначки "uaAAA" (найвища кредитоспроможність) до позначки "uaD" (дефолт). Прогноз кредитного рейтингу (позитивний, стабільний чи негативний) є коментарем переважних тенденцій, які впливають на кредитний рейтинг з точки зору його можливої (але не обов'язкової) зміни в подальшому. Кожне з рейтингових агентств користується своєю "закритою" методикою визначення кредитних рейтингів, тому виникає методична проблема, пов'язана з відсутністю відкритого та адаптованого до вітчизняного середовища методичного підходу, який би давав можливість самим емітентам проводити моніторинг їх кредитного рейтингу.

Для визначення кредитного рейтингу пропонується застосовувати метод нечітких множин ¹⁴, який дозволяє перейти від кількісного опису явища до якісної оцінки. При цьому підприємство-емітент характеризується переліком N кількісних та якісних показників (P_1, \dots, P_N). Повну множину станів підприємств, відповідно до Національної рейтингової шкали, розбито на десять (у загальному випадку середніх) нечітких підмножин. Іншими словами, "кредитоспроможність емітента" складається з десяти компонентів. Кожній з підмножин від "uaD" до "uaAAA" відповідають свої функції належності μ_1, \dots, μ_{10} з визначеною оцінкою у вигляді рейтингового бала від 0,0 до 1,0.

Шкалу відповідності рівня належності рейтингової оцінки значенням Національної рейтингової шкали наведено на рисунку 1.

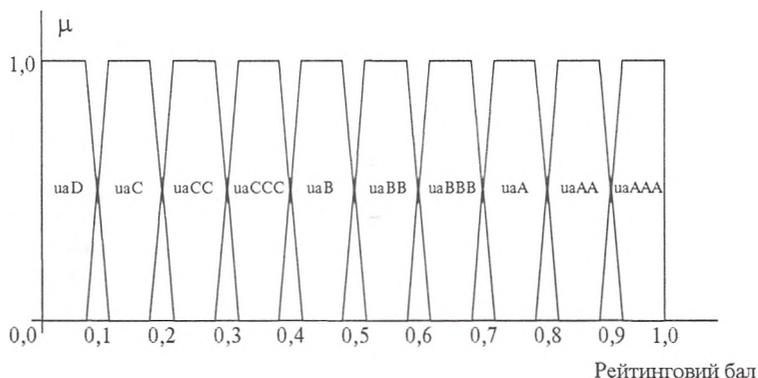


Рис. 1. Шкала відповідності рівня належності рейтингової оцінки значенням Національної рейтингової шкали

⁶ Див.: Чангли Д. Ф. Об определении рейтинга предприятия малого бизнеса. "Деньги и кредит" № 2, 1998, с. 66–71.

⁷ Див.: Игнатова Е. А., Прокофьева Л. Я. Рейтинговая оценка надежности партнера. "Деньги и кредит" № 2, 1992, с. 44–47.

⁸ Див.: Литвин М. И. О критериях платежеспособности предприятия. "Финансы" № 10, 1993, с. 19–23.

⁹ Див.: <http://www.credit-rating.com.ua/ru>.

¹⁰ Див.: <http://www.standardandpoors.ru/>.

¹¹ Див.: <http://rating.interfax.ru/rating>.

¹² Див.: <http://www.fitchratings.ru/>.

¹³ Див.: Про затвердження Національної рейтингової шкали: Постанова Кабінету Міністрів України № 665 від 26 квітня 2007 р. <http://www.rada.gov.ua>.

Графік цієї функції має форму трапеції, верхня основа якої відповідає рівню безумовної належності значень показника до інтервалу шкали (функція належності дорівнює одиниці), а нижня – підмножині значень показника, які визнані припустимими і можуть бути віднесені до даного інтервалу шкали.

Визначення рейтингової оцінки базується на аналізі кількісних показників діяльності підприємства (коефіцієнтів фінансового стану) та якісних показників, вибір яких здійснюється (а кількість встановлюється) самостійно кожним суб'єктом рейтингування. Склад і питома вага цих показників у рейтингових методиках є різними і викликають дискусію. Наприклад, Всесвітній економічний форум¹⁵ будує рейтинг країн за показниками, де лише одна третина – статистичні показники, а дві третини – експертні оцінки, одержані шляхом опитувань. Рейтингування Міжнародного інституту розвитку менеджменту¹⁶ проводиться на основі зворотного співвідношення: дві третини – статистика й одна третина – експертні оцінки. Дослідження Центру по інноваціях компанії "Ernst & Young" показали: рішення, яке приймається інвесторами щодо купівлі або продажу конкретного цінного паперу, на 30% базується на аналізі нефінансових якісних показників¹⁷.

Проведені авторами дослідження на основі кореляційно-регресійного та факторного аналізу сформували систему кількісних фінансових показників¹⁸. Для характеристики фінансового стану емітентів у ході проведення рейтингової оцінки доцільно використовувати коефіцієнти покриття, абсолютної ліквідності та оборотності кредиторської заборгованості (див. таблицю). Це забезпечує відкритість, простоту та оперативність проведення рейтингової оцінки емітентів.

Перелік кількісних показників удосконаленого методичного забезпечення

Показник	Алгоритм розрахунку	Економічна інтерпретація
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$\frac{\text{Абсолютно ліквідні активи}}{\text{Поточні пасиви}}$	Характеризує миттєву платоспроможність підприємства
Коефіцієнт поточної ліквідності (покриття)	$\frac{\text{Поточні активи}}{\text{Поточні пасиви}}$	Визначає платоспроможність підприємства у середньостроковому періоді
Коефіцієнт покриття оборотності кредиторської заборгованості	$\frac{\text{Виручка від реалізації продукції}}{\text{Середня кредиторська заборгованість}}$	Показує швидкість обороту кредиторської заборгованості підприємства за аналізований період, розширення або зниження кредиту, що надається підприємству

У ході визначення кредитного рейтингу для якісного оцінювання доведено можливість використання таких показників діяльності емітентів¹⁹, як тривалість ділової активності; кількість структурних підрозділів; кількість видів діяльності; частка акцій, які належать юридичним особам, від їх загальної кількості; частка володіння посадовими особами акцій емітента.

¹⁴ Див.: Недосекин А. О. Применение теории нечетких множеств к задачам управления финансами. www.optim.ru/cd.asp.

¹⁵ Див.: Загоруйко Ю. Рейтинг конкурентоспособности: двигатель прогресса или ярмарка тщеславия? "Зеркало недели" № 45 (573), 2005, с. 13.

¹⁶ Див.: там же.

¹⁷ Див.: Лобанова Е. Н., Лимитовский М. А. Финансовый Менеджер. М., ООО «Издательско-Консалтинговая Компания "Дека"», 2001, 416 с.

¹⁸ Див.: Внукова Н. М., Зінченко Н. І. Формування системи кількісних показників для проведення кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів. "Фінанси України" № 12, 2006, с. 112–120.

¹⁹ Див.: Внукова Н. М., Зінченко Н. І. Вибір якісних показників кредитно-рейтингової оцінки підприємств-емітентів. "Економіка розвитку" № 3, 2006, с. 101–105.

Для перевірки достатності та інформативності відібраних показників рейтингової оцінки до системи було введено коефіцієнт фінансового левериджу, який, за результатами регресійного аналізу, має найбільший вплив на результативний показник у регресійній моделі²⁰. Перевірка проводилася на групі з 40 емітентів різних галузей економіки. Кредитний рейтинг визначався двічі: перший раз – на основі дев'яти запропонованих показників; другий – на основі десяти показників (з коефіцієнтом фінансового левериджу). Результати показали, що лише у 15% емітентів спостерігалось різне значення кредитного рейтингу при різних показниках, покладених в основу розрахунків. Це характерно для емітентів, кількість балів яких була граничною при визначенні рейтингу за Національною рейтинговою шкалою, що є показником незначної розбіжності в одержаних результатах. Отже, введення до системи додаткового показника істотно не вплинуло на результат визначення кредитного рейтингу, і можна стверджувати, що обрана система показників для рейтингової оцінки емітентів є вірогідною та інформативною і характеризує кредитоспроможність емітентів за принципом "якість – витрати на оцінку".

Таким чином, співвідношення кількісних та якісних показників для рейтингової оцінки становить 1:2, що збігається із співвідношенням показників Всесвітнього економічного форуму²¹ при рейтингуванні країн.

Визначення кредитного рейтингу емітентів проводиться на основі технології застосування теорії нечітких множин у фінансовому аналізі діяльності підприємств²² за такими етапами:

- 1) формування бази даних оцінювання на основі публічної фінансової звітності емітентів;
- 2) визначення емітента для розрахунку рейтингової оцінки;
- 3) розрахунок кількісних та якісних показників рейтингової оцінки;
- 4) розрахунок значень інтервалів шкал показників для оцінки відповідності значень якісних і кількісних показників Національній рейтинговій шкалі способом шкалювання;
- 5) побудова та розрахунок значень функції належності для кожного показника;
- 6) встановлення рейтингового бала, який одержує кожне підприємство за результатами рейтингової оцінки;
- 7) надання емітенту класу Національної рейтингової шкали, відповідно до значення рейтингового бала (згідно з рисунком 1);
- 8) висновки про рівень кредитоспроможності емітента.

Методичне забезпечення визначення рейтингової оцінки емітентів, що пропонується авторами, має певні переваги порівняно з іншими методиками рейтингової оцінки.

1. Методичне забезпечення базується на публічних (відкритих) даних звітності емітентів з урахуванням відкритості даних фінансової звітності та їх скороченого переліку.

2. Комплексне оцінювання кредитоспроможності підприємств (на основі кількісних та якісних показників) є простим у використанні. Саме відкритість, простота та комплексність методик рейтингового оцінювання є найбільш значущими параметрами за результатами проведеного експертного дослідження²³.

3. Застосування методу нечітких множин дає можливість перейти від кількісного значення рейтингової оцінки у вигляді рейтингового бала до якісного оцінювання емітентів за Національною рейтинговою шкалою. Це дозволяє порівнювати кредитоспроможність емітентів серед групи підприємств, що рейтиннуються, як на основі рейтингового бала, так і окремо за Національною рейтинговою шкалою.

²⁰ Див.: Про порядок інформування громадськості акціонерними товариствами та емітентами облігацій. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 3 червня 2003 р. <http://www.rada.gov.ua>.

²¹ Див.: Загоруйко Ю. Знач. праця.

²² Див.: Свободин Ю. Н., Штыркова М. В., Штырков В. Н. Технология применения теории нечетких множеств в финансовом анализе деятельности предприятий. "Экономика и управление" № 4, 2006, с. 119–123.

²³ Див.: Зиченко Н. І. Експертна оцінка рейтингових методик визначення фінансового стану підприємств. Матеріали IV Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих учених "Сучасні проблеми соціально-економічного розвитку України", том 6. Дніпропетровськ, "Наука і освіта", 2006, с. 28–30.

