

Розділ 1. Економічна теорія та історія економічної думки

УДК 336.763

DOI: 10.31732/2663-2209-2021-64-9-20

ІСТОРИЧНІ АСПЕКТИ СТАНОВЛЕННЯ РЕТИНГОВОЇ ОЦІНКИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

Мігус І.П.

*д.е.н., професор, професор кафедри управління фінансово-економічною безпекою, ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», м. Київ, Україна, e-mail: irynamihus@gmail.com,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6939-9097>*

HISTORICAL ASPECTS OF THE FORMATION OF SECURITIES RATING IN UKRAINE

Mihus Iryna

*Doctor of Sciences (Economics), professor, professor of the management of financial and economic security department, «KROK» University, Kyiv, Ukraine; e-mail: irynamihus@gmail.com;
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6939-9097>*

Анотація. Одним із показників розвитку кожної країни є стан її фондового ринку, який відображає стан усіх галузей економіки. Основним інструментом оцінювання фондового ринку є рейтинги. Метою статті є вивчення основних етапів становлення рейтингової оцінки цінних паперів в Україні. Під час дослідження використано методи порівняльного аналізу, методи коефіцієнтів, методи аналізу та синтезу, а також узагальнення для формування основних результатів та висновків. Основні результати дослідження полягають у вивченні сутності потіння «рейтинг» на основі закордонних та вітчизняних джерел. Досліджено основні методичні підходи до розрахунку основних міжнародних рейтингів, таких як: Standard & Poor's, Moody's та IBCA. Систематизовано основні історичні етапи формування рейтингів фондового ринку в Україні від ПФТС, Української Асоціації інвестиційного бізнесу, Агентством з питань запобігання банкрутству та інших. Перші українські методики складання рейтингів цінних паперів та методики оцінки платоспроможності підприємств є недосконалими, оскільки або не включають в себе всі аспекти аналізу підприємства, або набір їх показників змінюється в залежності від об'єкту та предмету аналізу, що впливає на порівняння отриманих результатів. Встановлено, що методики провідних світових агентств щодо складання кредитних рейтингів, на відміну від українських рейтингів та методик оцінки платоспроможності підприємств, ґрунтуються на багатосторонньому та детальному аналізі діяльності підприємств-емітентів боргових зобов'язань. Вважаємо за доцільне розробити методику розрахунку рейтингу, яка б дозволила ефективно оцінити стан всіх учасників фондового ринку.

Ключові слова: рейтинг; цінні папери; емітент; держава; кредитний рейтинг.

Формули: 10; рис.: 0; табл.: 4; бібл.: 19

Annotation. One of the indicators of the development of each country is the state of its stock market, which reflects the state of all sectors of the economy. The main tool for evaluating the stock market are ratings. The purpose of the article is to study the main stages of formation of securities rating in Ukraine. During the research the methods of comparative analysis, methods of coefficients, methods of analysis and synthesis, as well as generalizations were used to form the main results and conclusions. The main results of the study are to study the essence of sweating "rating" based on foreign and domestic sources. The main methodological approaches to the calculation of major international ratings, such as Standard & Poor's, Fashion's and IBCA, are studied. The main historical stages of the formation of stock market ratings in Ukraine from PFTS, the Ukrainian Investment Business Association, the Bankruptcy Prevention Agency and others are systematized. The first Ukrainian methods of rating securities and methods of assessing the solvency of enterprises are imperfect, as either do not include all aspects of enterprise analysis, or the set of their indicators varies depending on the object and subject of analysis, which affects the comparison of results. It is established that the methods of leading world agencies in compiling credit ratings, in contrast to Ukrainian ratings and methods of assessing the solvency of enterprises, are based on a multifaceted and detailed analysis of the activities of enterprises issuing debt. We

consider it expedient to develop a methodology for calculating the rating, which would effectively assess the state of all stock market participants.

Key words: rating; securities; issuer; state; credit rating.

Formulas: 10; fig.: 0; tabl.: 4; bibl.: 19

Постановка проблеми. За останні декілька десятиліть світова фінансова система зазнала значних змін. Якщо історично банки були основними посередниками між власниками вільних коштів, залучаючи останні в якості депозитів, та позичальниками, то з середини ХХ століття інтенсивний розвиток ринку боргових зобов'язань уряду, державних підприємств та корпорацій став серйозним викликом банкам як основним інститутам кредитування. Розвитку цього процесу сприяла поява великої кількості інституційних інвесторів, таких як, наприклад, пенсійні та взаємні фонди.

Кінець 80-х – початок 90-х років ХХ століття поклали початок стрімкому процесу глобалізації ринку капіталу. Глобалізація розширила спектр можливостей як інвесторів, так і користувачів капіталів, але разом з тим різко виріс і фактор ризику невиконання боргових зобов'язань. При виході на зарубіжні ринки оцінка кредитоспроможності позичальника ускладнюється відмінностями національних економік, систем фінансової звітності, мовними та культурними бар'єрами [1].

В цих умовах одним із головних факторів, що визначає розвиток цього процесу, є попит на надійну фінансову інформацію про емітентів боргових зобов'язань. Розвитку ринку цінних паперів сприяє підвищення його інформаційної прозорості та відкритості. В останній час крім реклами стають доступними і більш надійні джерела інформації. Так, в пресі з'являються більш детальні дані та звіти про діяльність фінансових установ, виходять видання повністю присвячені фондовому ринку. При здійсненні операцій з цінними паперами важливо знати динаміку курсів їх конкретних видів, правильно оцінити вплив всіх факторів на цю динаміку.

Не тільки більшість інвесторів, а й багато фінансових посередників не в змозі порівняти цінні папери, що пропонуються на фондовому ринку, по ступеню доходності, ризику, оцінити фінансову стійкість того чи іншого емітенту. Допомогти в цьому може система рейтингів фінансового ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В економічно розвинутих країнах рейтинги використовуються досить широко [1-2].

Існують різні підходи до трактування поняття «рейтинг».

Так, Longman Business English Dictionary визначає рейтинг з трьох позицій: «1) рівень чи шкала, що відображає, наскільки хорошим, популярним чи важливим є досліджуваний об'єкт; 2) оцінювання майбутньої прибутковості інвестицій у визначену компанію; 3) визначення рівня ризику, пов'язаного із наданням кредиту певній компанії, що обчислюється спеціалізованою незалежною організацією (рейтинговим агентством)» [3].

У Oxford Business English Dictionary вказано, що «рейтинг – визначена в процесі оцінювання фінансова чи кредитна позиція підприємства або індивідуума» [4].

У Великому тлумачному словнику української мови зазначено дуальний підхід до трактування поняття рейтинг як: «1. Показник оцінки діяльності, популярності, авторитету якоїсь особи, організації, групи, програм у певний час, що визначається соціологічним опитуванням, голосуванням та ін. і визначається місцем, яке вони посідають серед собі подібних. 2. Відносний показник надійності ділового партнера, банку, страхової компанії тощо» [5].

У Термінологічному словнику ринкової економіки розгляд досліджуваного поняття здійснюється із точки зору маркетингу та фінансів. У першому випадку рейтингом вважається комплексна оцінка, що забезпечує приналежність об'єкта

рейтингування до визначеної класифікаційної ознаки чи категорії. З погляду фінансів, рейтинг – це відносний показник, що відображає рівень надійності ділового партнера, кредитоспроможності позичальника, надійності цінних паперів [6].

Окрема група науковців визначають рейтинг як «кількісно-якісну оцінку компанії, а також випущених нею цінних паперів» [7]. У словнику Баррона кредитний рейтинг визначено як «оцінка інвестування у цінні папери та пов'язаного із цим кредитного ризику, що запроваджується рейтинговими службами» [8].

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначає поняття «рейтингування» як ««діяльність із надання професійних послуг на ринку цінних паперів, спрямовану на визначення кредитоспроможності об'єкта рейтингування, що може бути проведена рейтинговим агентством» [9].

Відповідно до Розпорядження Кабінету Міністрів України «Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання» основною ціллю здійснення рейтингування в Україні є «визначення кредитного ризику в розрізі регіонів, галузей економіки та суб'єктів господарювання з метою надання можливості інвесторам визначити інвестиційну привабливість об'єктів оцінки» [10].

Відповідно до Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про схвалення Методичних рекомендацій Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо створення та розвитку незалежних інформаційних та рейтингових агентств, що спеціалізуються на наданні інформаційних послуг на фондовому ринку України» вказано, що рейтинги визначаються як з використанням відкритої та публічної інформації, так і масиву даних, який є комерційною таємницею та знаходиться у користування рейтингового агентства лише для

визначення рейтингової оцінки. Дане Рішення також визначає ключові принципи здійснення рейтингової оцінки, до яких відносяться: конфіденційність, чесність, відповідальність, неухильне дотримання закону, об'єктивність та неупередженість, незалежність, легальність, повага до колег з професійної діяльності, справедливість, прагнення до постійної підтримки своєї професійної компетентності, сумлінність, підвищення професійного рівня та пріоритетність інтересів інвесторів [11].

Таким чином, рейтинг визначається у якості відносної оцінки, що присвоюється суб'єкту рейтингування у певний момент часу, та яка відображає позиціонування такого суб'єкта за обраними критеріями серед інших подібних за основними параметрами суб'єктів господарювання. До ключових завдань розробки рейтингів відносяться [12]:

- здійснення об'єктивної оцінки діяльності емітентів цінних паперів, фінансових інструментів, а також професійних учасників фондового ринку;
- забезпечення прозорості діяльності фондового ринку та легкості доступу до неї всіх учасників;
- забезпечення контролю учасників, що входять на ринок (для запобігання входу несумлінних) та впровадження заходів щодо дефолтів та криз;
- стимулювання входження на ринок іноземних та вітчизняних інвесторів.

Формулювання цілей статті. Метою статті є вивчення історичних аспектів становлення рейтингової оцінки цінних паперів в Україні.

Викладення основного матеріалу дослідження. Існуючі в Україні рейтинги базуються на передовому світовому досвіді, тому доцільним буде їх порівняння з методиками складання рейтингів цінних паперів провідних світових рейтингових агентств.

Рейтинг “Standard & Poor’s” – “S&P” є одним із найбільш розповсюджених видів рейтингових оцінок боргових цінних паперів (переважно облігацій) і визначає показники кредитоспроможності позичальника чи рівень кредитного або

позикового ризиків по його облігаціях у вигляді комбінації букв чи цифр (табл. 1).

Наприклад, рейтинг AAA (так назване «потрійне А») є найвищим рейтингом, що встановлюється для облігацій і привілейованих акцій одним із провідних рейтингових агентств “Standard & Poor’s” (для цінних паперів із гранично високим ступенем надійності, зокрема, у відношенні виплати відсотків). Своєрідними рейтингами акцій є фондові індекси.

Standard&Poog`s є також одним із всесвітньо відомих і провідних рейтингових агентств, що визначає

рейтинги для більш, ніж 2500 страхових компаній у США і більш, ніж 800 компаній з інших країн [13].

Рейтингові шкали агентства Moody's Investors Service, дочірньої компанії найбільшої інформаційної корпорації Dun&Bradstreet, є світовим авторитетом серед рейтингових агентств [14]. Компанія була утворена в 1900 році і з тих пір з невеликого рейтингового агентства перетворилася на міжнародну компанію з офісами в найбільших фінансових центрах світу.

Таблиця 1

Ранжування боргових цінних паперів провідними світовими рейтинговими агентствами

Клас якості	Standard&Poor`s		Moody`s		IBCA	
	Довг. зобов.	Кортк зобов.	Довг. зобов.	Кортк зобов.	Довг. зобов.	Кортк зобов.
Найвища якість	AAA	A+	Aaa	Prime-1	AAA	A1+
Дуже добра якість	AA	A	Aa	-	AA	A1
Добра якість	A	A-	A	Prime-2	A	A2
Середній клас	BBB	B+	Baa	-	BBB	B1
Клас нижче середнього	BB	B	Ba	-	BB-B	B2
Низька якість	B	B-	B-Caa	Prime-3	CCC	C1
Спекулятивні	CCC-CC	C	Ca	-	CC	-
Найнижча якість	C, ДДД-Д	Д	C	-	C	Д1
Без класу	NR	-	-	Not Prime	-	-

Джерело: складено автором на основі [13-15]

Сьогодні Moody's складає рейтинги більш, ніж 4000 корпорацій - емітентів боргових зобов'язань.

В основу рейтингу агентства Moody's [14] покладена шкала якісних оцінок боргового цінного паперу за такими ознаками, як «вища якість», «гарна якість», «вище за середній рівень якості» тощо. Кожен рівень якості має позначення літерами. Чим далі просування за алфавітом, тим нижчий рейтинг цінного паперу (табл. 1).

Процес складання рейтингу компанії, як правило, проходить шість послідовних стадій. Стадія “аналізу” починається з ретельного вивчення культурного, економічного і політичного середовища в країні перебування емітента. Використовуючи ці дані як контекст для аналізу, далі Moody's досліджує галузь, що представляє компанію-емітент. Маючи

уявлення про економічну ситуацію в даний момент, аналітикам Moody's важливо прорахувати здатність компанії реагувати на її зміни в майбутньому. Ключовими факторами, що впливають на цю здатність, є: частка ринку і положення серед конкурентів; структура витрат і капіталоінтенсивність; фінансова гнучкість; якість менеджменту; стратегічне управління.

Хоча кількісний аналіз важливий для розуміння динаміки компанії, рейтинг Moody's не заснований на визначеному наборі розрахунків, коефіцієнтів і формул. На думку аналітиків агентства, у принципі не існує стандартного набору показників, що дають адекватну оцінку і можуть бути застосовані до різних галузей. Замість цього агентство надає можливість керівництву компаній самим надавати свої розрахунки і дані, для використання в роботі. На їх підставі фахівці Moody's

роблять висновки про методи і здібності менеджерів оцінювати й аналізувати роботу своєї компанії. Для довгострокового прогнозування оцінка стратегії керівництва компанії, на думку Moody's, відіграє роль більшу, ніж аналіз фінансових показників та історичної динаміки [14].

За формою рейтинг Moody's являє собою символ, що містить від одної до трьох літер. Для довгострокових боргових зобов'язань агентство використовує дев'ять рейтингів — від Аaa (потрійне А) до С.

Поряд з рейтингами облігацій популярністю користуються оцінки «першокласних» комерційних паперів (векселів провідних корпорацій США), а також рейтинг інвестиційного ризику, що присвоюється агентством Moody's короткостроковим муніципальним цінним паперам.

Існують три рейтинги для короткострокових боргових зобов'язань (наприклад, комерційних паперів), що характеризують відносно високу здатність емітента боргового зобов'язання оплатити свої борги. Це три інвестиційні категорії: Prime - 1, Prime - 2 і Prime – 3 [14].

Емітенти, що не потрапили до жодної з цих категорій, класифікуються як некатегорійні (не першокласні) і як такі, що мають підвищений кредитний ризик.

Рейтинги агентства Moody's за рівнем ризику підрозділяються на інвестиційні та спекулятивні. Уряди деяких країн використовують цю градацію рейтингів у

процесі регулювання фінансового ринку. Зокрема, у США підприємствам, що залучають кошти приватних осіб, заборонене інвестування в цінні папери спекулятивного розряду.

Крім рейтингів Moody's публікує велику кількість довідкових і періодичних видань, що містять повну і різнобічну інформацію про корпорації, державні підприємства, державні боргові зобов'язання і аналіз різних галузей.

Рейтингові шкали агентства International Bank Credit Analysis (IBCA) розроблені для того, щоб допомогти користувачам банківських послуг зробити висновок про те, чи одержить банк підтримку у випадку фінансових ускладнень (правовий рейтинг), або для того, щоб оцінити поточну діяльність банку (індивідуальний рейтинг). В основу рейтингових оцінок агентства з Великобританії також була покладена шкала якісних оцінок типу «вища якість», «гарна якість», «вище за середній рівень якості» і тощо. Кожен рівень якості має літерне позначення. Чим далі просування за алфавітом, тим нижчий рейтинг цінного паперу [15].

Агентство IBCA також складає рейтинги для довгострокових і короткострокових боргових зобов'язань (табл. 1).

Проведене дослідження методик провідних світових агентств щодо складання кредитних рейтингів, дозволяє виявити їх спільні та відмінні властивості, подані нами у табл. 2.

Таблиця 2

Порівняння методик складання рейтингів цінних паперів провідних світових рейтингових агентств

Показники	Standard&Poor`s	Moody`s	IBCA
Якісні показники	+	+	+
Кількісні показники	+	+	+
Постійність показників для всіх учасників	+	-	+
Використання для векселів	-	+	+

Джерело: складено автором на основі [13-15]

Як свідчить табл. 2, методики провідних світових рейтингових агентств, ґрунтуються на багатосторонньому та детальному аналізі діяльності підприємств-емітентів боргових зобов'язань.

На протязі 1998-2003 рр. на ринку цінних паперів України складались і складаються такі рейтинги, як рейтинги Першої фондової торговельної системи (ПФТС), інформаційно-аналітичного центру “ДАР” та SlavRating.

Рейтинги Першої фондової торгівельної системи (ПФТС) складаються щомісячно і мають на меті відобразити привабливість цінних паперів, які котируються в системі, та активність торговців ними [2, с. 202]. На перший погляд, здавалося б природнім, що найбільш важливим показником рейтингу цінного паперу повинен стати обсяг укладених операторами системи угод по ньому. Однак, угоди, що фіксуються в системі, неповно відображають стан фондового ринку. Крім того, у торговців є цілий ряд причин, через які їм вигідно показувати чи не показувати укладені в системі угоди щодо купівлі-продажу цінних паперів. Тобто, лише обсяг на даний момент не може адекватно відобразити привабливість того чи іншого цінного паперу.

Існуюча методика складання рейтингу цінних паперів враховує обсяги угод як основний показник їх популярності, але поруч з цим враховуються також інші фактори, а саме: кількість угод, укладених по певному цінному паперу, різниця між котировками купівлі-продажу паперів та кількість цих котировок, виставлених торговцями в системі [16].

Таким чином, даний рейтинг складається з врахуванням декількох рейтингів, які підраховані на основі різних показників і взяті з різними коефіцієнтами.

Перший рейтинг складається на основі обсягу угод, які укладались на протязі місяця по даному цінному паперу, - за кожні 5000 грн. обороту цінний папір отримує 10 балів. Загальна сума балів враховується в загальному рейтингу з коефіцієнтом 0,5.

Другий рейтинг враховує кількість угод, зафіксованих в ПФТС по даному цінному паперу. За кожну угоду, укладену в системі, цінний папір отримує 10 балів, які враховуються в загальному рейтингу з коефіцієнтом 0,3.

Третій рейтинг цінного паперу складається у відповідності з розмірами маржі між котировками його купівлі-продажу. Маржа в 0% дорівнює 20 балів, а потім для кожного періоду в 10% від 20 балів віднімається 1 бал. Так, наприклад,

маржа 10% - це 19 балів, 30% - 17 балів, 46% - 15 балів. Для цінного паперу, котировка продажу якого перевищує котировку купівлі більш ніж в 2 рази, бали будуть від'ємні. Питома вага цього рейтингу складає 0,25.

І, нарешті, четвертий рейтинг враховує кількість котировок, які були виставлені в системі. Двостороння котировка "коштує" 10 балів, котировка купівлі – 7 балів, а продажу – 5 балів. Загальний показник розраховується як середнє арифметичне суми балів за виставлені котировки по даному цінному паперу, який визначається в кінці кожного робочого дня місяця. Ці бали враховуються з коефіцієнтом 0,1.

Виходячи із розглянутої схеми складання рейтингу цінних паперів, яку використовує ПФТС, нами була розроблена модель визначення загального рейтингу цінних паперів за такою формулою:

$$K = K_1 \times P_1 + K_2 \times P_2 + K_3 \times P_3 + K_4 \times P_4 \quad (1)$$

де K_i – кількість набраних балів у відповідному рейтингу;

P_i – питома вага кожного рейтингу в загальному рейтингу.

На основі даного показника визначається загальна кількість набраних балів і здійснюється ранжування цінних паперів по спадній.

Рейтинги торговців цінними паперами складають аналогічно рейтингам цінних паперів. В цьому випадку враховуються не 4, а 3 рейтинги: по обсягу та кількості угод, укладених в системі певним торговцем, а також по кількості котировок, виставлених певним торговцем. Кожні 5000 грн. загального обсягу угод, зафіксованих в системі даним торговцем, приносять йому по 10 балів.

При складанні загального рейтингу ці бали враховуються з коефіцієнтом 0,5. Кількість укладених в системі ПФТС угод приносить свій внесок до загального результату даного торговця – двостороння угода оцінюється в 10 балів, клієнтська – 5 балів. Питома вага даного рейтингу – 0,4. Певну кількість балів торговці також

отримують під час підрахунку кількості виставлених ними котировок двостороння котировка оцінюється в 5 балів, котировка купівлі – 3 бали, продажу – 2 бали. Отримані бали враховуються з коефіцієнтом 0,1.

Отже, модель визначення загального рейтингу торговців цінними паперами, на наш погляд, буде мати наступний вигляд:

$$T = T_1 \times \Pi_1 + T_2 \times \Pi_2 + T_3 \times \Pi_3 \quad (2)$$

де T_i – кількість набраних балів у відповідному рейтингу; Π_i – питома вага кожного рейтингу в загальному рейтингу.

На основі даного показника визначається загальна кількість набраних балів і здійснюється ранжування торговців цінними паперами по спадній.

Рейтинги інформаційно-аналітичного центру “ДАР”. Інформаційно-аналітичний центр “ДАР” (Дослідження. Аналіз. Рейтинги) при технічній підтримці Української Асоціації інвестиційного бізнесу здійснює щоквартальні експертні опитування інвестиційних компаній та банків – активних операторів фондового ринку України з метою формування рейтингів трьох категорій професійних учасників цього ринку:

- емітентів цінних паперів – підприємств;
- операторів фондового ринку;
- компаній, що професійно здійснюють реєстраторську діяльність.

Експертний листок – опитувальник містить перелік шести критеріїв, два з яких стосуються емітентів, три – операторів, а один – реєстраторів [1].

Критеріями для оцінки є:

- операторів є надійність операторів у ділових відносинах, компетентність і професіоналізм спеціалістів, ступінь ринкової стабільності.

- емітентів цінних паперів є інформаційна відкритість емітента та привабливість цінних паперів для потенційного інвестора.

- реєстраторів цінних паперів є зручність перереєстрації власників акцій.

При оцінці експертами операторів фондового ринку за першим та другим критеріями додаткові роз’яснення не надаються. Останній критерій відображає оцінку ризику, пов’язаного зі структурою інвестиційних ресурсів та джерел фінансування операторів фондового ринку. З його допомогою можна спробувати оцінити напрямки інвестиційної політики.

Методика побудови даних рейтингів полягає в тому, що експерту пропонувалось на його погляд розташувати суб’єктів фондового ринку на місця з першого по п’яте в залежності від відповідності тому чи іншому критерію. При обробці результатів суб’єкти отримують такі бали: за 1-ше місце – 25 балів, за 2-ге – 20, за 3-тє – 15, за 4-те – 10, за 5-те – 5. Загальний результат, який і встановлює ранг кожного суб’єкта, визначається як сума всіх таких оцінок, отриманих за даними критеріями. При цьому самооцінки учасників опитування та оцінки афішованих компаній не враховувались.

На наш погляд, застосування даних рейтингів щодо векселів, як лише спекулятивних цінних паперів, є не досить вдалим. Оскільки, по-перше, при рейтингу ПФТС не враховується така особливість як здатність підприємства платити по векселю, тому оцінка котировок векселів не в змозі відобразити рейтинг векселів того чи іншого підприємства. По-друге, рейтинг “ДАР” є відносно умовним і не дозволяє точно оцінити фінансовий стан підприємства-векселедавця.

Останнім часом все більшого розповсюдження в Україні набувають кредитні рейтинги компаній. Особливої популярності серед кредитних рейтингів набував SlavRating [1-2], що спирається на якісні та кількісні показники для оцінки оперативних і фінансових ризиків підприємств. Цей рейтинг є оцінкою здатності емітента сплатити вчасно свої зобов’язання перед кредиторами, що робить його універсальним для різних галузей економіки.

При розрахунку рейтингу до уваги беруться всі фактори, які впливають на діяльність підприємства (табл. 3).

Відносні середні значення деяких фінансових показників діяльності підприємств-емітентів згідно категорії рейтингу

Рівень рейтингу	Борг / Власний капітал	Кошти від поточної діяльності / борг	Прибутковість основної діяльності
A	1,00	1,00	1,00
BBB	1,47	0,42	1,18
BB	2,24	0,22	0,10
B	3,53	0,06	-0,14

Джерело: складено автором на основі [1-2, 16]

Як правило, аналізуються щонайменше два роки роботи підприємства і його фінансова звітність за цей період, а також прогнози щодо майбутнього розвитку підприємства. Діяльність підприємства також порівнюється з результатами роботи підприємств у відповідній галузі. Особлива увага надається здатності підприємства отримувати грошові кошти.

Аналіз кожного підприємства починається з аналізу стану справ у його галузі. При цьому галузь вважається більш ризиковою, коли в ній спостерігається скорочення попиту споживачів і обсягів виробництва, коли конкуренція занадто жорстка, коли для утримання позицій підприємство на ринку потребує все більше і більше коштів тощо.

Не менш важливим фактором при встановленні рейтингу є аналіз ризиків і можливостей розвитку підприємства у середовищі, в якому воно працює. Це можуть бути законодавчі, юридичні, демографічні, географічні та інші фактори.

SlavRating не враховує, на жаль, суб'єктивних факторів, що впливають на діяльність підприємства, наприклад, рівень професіоналізму керівництва. Натомість для оцінки дій управлінського апарату використовуються більш об'єктивні показники, як, наприклад, показники фінансової діяльності, стабільність роботи підприємства, зміцнення позицій на ринку тощо. Чисельні показники діяльності підприємства використовуються також для оцінки поточної діяльності, обсягу зобов'язань, використання активів тощо. Проте місце в SlavRating безпосередньо не залежить від певного рівня того чи іншого фінансового показника, а представляє собою інтегрований показник [1-2].

Поява кредитних рейтингів на ринку цінних паперів України свідчить не лише про виконання на ньому різного виду спекулятивних операцій, а й про розвиток цілісної системи небанківського кредитування, що допоможе більш швидкому становленню ринкових відносин в нашій країні.

Існуючі в Україні методики оцінки платоспроможності підприємств, які використовують банківські та небанківські установи при оцінці позичальника, ґрунтуються лише на кількісних показниках, результати аналізу яких використовуються для складання рейтингів.

Шеремет А.Д. та Сайфулін Р.С. пропонують методику [17], за допомогою якої можна одержати об'єктивну, науково обґрунтовану узагальнюючу оцінку фінансового стану підприємства, з метою подальшого складання рейтингу.

Послідовність її застосування така:

1. Для кожного i -го показника фіксується його найкраще значення $a_{ij}^{нк}$ серед значень, отриманих різними підприємствами. Обмежень щодо кількості аналізованих показників і підприємств немає.

2. Обчислюється ступінь відхилення показника конкретного підприємства від найкращого значення для групи підприємств:

3. Визначається рейтингова оцінка R , для кожного підприємства. При цьому можна використовувати різні формули, спільне в яких — поняття середньоквадратичного відхилення:

$$R^1_j = \sqrt{(1-x_{1j})^2 + (1-x_{2j})^2 + \dots + (1-x_{nj})^2} \quad (3)$$

$$R^2_j = \sqrt{k_1(1-x_{1j})^2 + k_2(1-x_{2j})^2 + \dots + k_n(1-x_{nj})^2} \quad (4)$$

де, k_1, k_2, \dots, k_n — вагові коефіцієнти і-го показника, які задає експерт;

$$R^3_j = \sqrt{a^2_{1j} + a^2_{2j} + \dots + a^2_{nj}} \quad (5)$$

$$R^2_j = \sqrt{k_1 a^2_{1j} + k_2 a^2_{2j} + \dots + k_n a^2_{nj}} \quad (6)$$

4. Підприємства ранжують відповідно до рейтингової оцінки.

При визначенні рейтингової оцінки за показниками R^1_j та R^2_j ранжування відбувається в порядку від меншої оцінки до більшої; якщо ж оцінка визначається за показниками R^3_j та R^4_j , підприємства ранжуються у порядку від більшої рейтингової оцінки до меншої.

В Україні широко використовується Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, розроблена Агентством з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій, яка дає змогу поєднати в одному показнику багато різних за назвою, одиницями виміру, вагомістю та іншими характеристиками чинників [18]. Це спрощує процедуру оцінки конкретної інвестиційної пропозиції, а інколи є єдино можливим варіантом проведення і надання об'єктивних остаточних висновків.

Для інтегральної оцінки використовують 6 груп показників. Усім групам показників оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, а також показникам, розміщеним у цих групах, присвоюються, залежно від їх вагомості, відповідні числові значення. Як і граничні значення показників, вагомість може коригуватись. Вказана вагомість є похідною від часу, конкретної політичної, соціальної ситуації, інших факторів, а тому ця характеристика має вірогідне походження [1].

Для визначення інтегрального значення показника інвестиційної привабливості, який по своїй суті і є рейтингом, (10) розраховується наступна група показників:

B_{ij} — вагомість j-го показника у і-ій групі з урахуванням групової вагомості:

$$B_{ij} = \frac{B_{ij} \Gamma_i}{100} \quad (7)$$

де B_{ij} - значення вагомості j-го показника у і-ій групі; Γ_i — значення групової вагомості

Δ_{ij} - частка варіаційного розмаху для j-го показника у і-ій групі на прийнятну кількість одиниць (\tilde{n}_{ij}) у множині:

$$\Delta_{ij} = \frac{P_{ij \max} - P_{ij \min}}{\tilde{n}_{ij}} \quad (8)$$

$R^{(t)}_{ij}$ — ранжоване значення j-го показника з і-ої групи:

$$R^{(t)}_{ij} = \frac{|\Phi_{ij} - P_{ij \min}^{(t)}|}{\Delta_{ij}} \quad (9)$$

де Φ_{ij} — фактичне значення показника відповідно до прийнятих множин j-их показників у і-их групах,

$P^{(t)}_{ij \min} (\max)$ — значення екстремальних показників, які задаються залежно від напрямку оптимізації; при $t=1$ приймається мінімальне значення ($P^{(1)}_{ij \min}$). при $t=2$ — максимальне ($P^{(2)}_{ij \max}$).

При $t=1$ значення ($R^{(t)}_{ij}$) максимізується, при $t=2$ — мінімізується.

I — інтегральне значення показника інвестиційної привабливості (інвестиційний рейтинг) розраховується за формулою:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n R^{(t)}_{ij} B_{ij}}{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n B_{ij}} \quad (10)$$

де m — число груп; n — кількість показників.

Усі наведені в групах показники є достатніми для визначення загального інтегрального показника інвестиційної привабливості підприємства, який визначається в автоматичному режимі

після внесення даних бухгалтерської та статистичної звітності, а також оперативної та ринкової інформації до комп'ютеру. Умовно-постійні вхідні дані (групові показники і їх вагомість, показники у групах і їх вагомість, мінімальне та

максимальне значення показника, напрямок оптимізації), а також фактичні значення параметру розраховуються із застосуванням алгоритму, передбаченого цим методом, і заносяться до таблиці (табл. 4).

Таблиця 4

Основні параметри для визначення інтегрального показника інвестиційної привабливості підприємств і організацій

Групові показники і їх вагомість, Γ_j , %	Показники у групах і їх вагомість, V_{ij} , %	Мінімальне значення показника, $P_{ij\ min}$	Максимальне значення показника, $P_{ij\ max}$	Фактичне значення показника, Φ_{ij}	Напрямок оптимізації min (max)
1	2	3	4	5	6

У практичному використанні метод інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств сприяє збільшенню кількості потенційних інвесторів в Україні і відповідно швидшій відбудові виробничої сфери держави. Зазначений метод у простому і наочному поданні забезпечує достатньо об'єктивне бачення фінансової ситуації на підприємстві, в яке передбачається вкласти інвестиції.

На основі показників зазначеної методики в Україні побудовані інші методики, що дозволяють оцінити підприємство з різних точок зору (платоспроможність, прибутковість тощо), проте основним недоліком і цієї методики та й інших є те, що вони не враховують якісні показники, на основі яких також можна оцінювати діяльність підприємств (позиція на ринку, професіоналізм керівництва, ефективність управління та ін.).

Отже, перші українські методики складання рейтингів цінних паперів та методики оцінки платоспроможності підприємств є недосконалими, оскільки або не включають в себе всі аспекти аналізу підприємства, або набір їх показників змінюється в залежності від об'єкту та предмету аналізу, що впливає на порівняння отриманих результатів.

Першим уповноваженим рейтинговим агентством у 2001 році стало агентство «КредитРейтинг» [19], яке до 2010 займало монополічне становище та контролювало понад 95% ринку. Потім у 2004 році

розпочало свою роботу рейтингове агентство «Рюрик», у 2005 році – рейтингове агентство «IBIRating», а у 2007 році було створене агентство «Експерт-Рейтинг».

Монополізація ринку надання рейтингових послуг була пов'язана із наявністю високого вхідного бар'єру до галузі (високі вимоги до визнання рейтингового агентства уповноваженим). Для підтримання конкуренції у 26 галузі було знижено вимоги до рейтингових агентств.

Висновки. В усьому світі для отримання необхідної інформації звертаються до рейтингових агентств, які складають рейтинги емітентів боргових цінних паперів, що дозволяють отримати уявлення про платоспроможність та фінансову стійкість відповідного емітента.

На сучасному етапі розвитку фондового ринку як вітчизняного, так і світового, використовують різні методики при складанні рейтингів. В усьому світі велике значення мають кредитні рейтинги, отримання яких дозволяє підприємству залучати не лише банківські кредити, а й комерційні за меншими відсотковими ставками для збільшення своїх фінансових ресурсів. Методики провідних світових агентств щодо складання кредитних рейтингів, на відміну від українських рейтингів та методик оцінки платоспроможності підприємств, ґрунтуються на багатосторонньому та детальному аналізі діяльності підприємств-емітентів боргових зобов'язань.

Тому, на нашу думку, доцільною є побудова нової, адаптованої до українських умов господарювання та чинного законодавства, методики, яка б дозволила ефективно оцінити стан всіх учасників фондового ринку.

Література:

1. Мігус І. П. Риннок фінансових послуг: рейтингування суб'єктів господарювання : навчальний посібник. Київ : Європ. ун-т, 2005. 118 с.
2. Ляшенко В. И. Фондовые индексы и рейтинги. Д.: Сталкер, 1998. 320 с.
3. Duckett B. (2008), "Longman Business English Dictionary (new edition)", *Reference Reviews*, Vol. 22 No. 2, pp. 26-27. DOI : <https://doi.org/10.1108/09504120810854931>.
4. Oxford business English dictionary for learners of English Dilys Parkinson; Joseph Noble. 2005.
5. Великий тлумачний словник сучасної української мови / уклад. і голов. ред. В.Т. Бусол. Київ : Ірпінь.
6. Термінологічний словник ринкової економіки: глобалізація, маркетинг, статистика, страхування, фінанси (Термінологічний словник ринкової економіки: глобалізація). URL : https://library.nlu.edu.ua/poln_text/knigi/kondor/ekonomics_sl_2006.pdf.
7. Пешко А. В. Формирование портфеля ценных бумаг: перспективы и методики. Практика применения в Украине. *Финансовые риски*. 1998. № 4. С. 125–130.
8. Downes J., Goodman J.E. Barron's Finance and Investment Handbook. Goodman. Woodbury и N.Y., 1986. 994 p.
9. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 р. №448/96-ВР.
10. Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання : Розпорядження Кабінету Міністрів України. URL : <https://ips.ligazakon.net/document/KR040208>.
11. Про схвалення Методичних рекомендацій Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо створення та розвитку незалежних інформаційних та рейтингових агентств, що спеціалізуються на наданні інформаційних послуг на фондовому ринку України : Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 31.08.2004 р. №370.
12. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку : Рейтингові агентства. URL : <https://www.nssmc.gov.ua/rating-agencies/>.
13. Міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's. URL : <http://www.standardpoors.com>.
14. Міжнародне рейтингове агентство Moodys. URL : <https://www.moodys.com>.

15. Міжнародне рейтингове агентство Fitch Ratings: Credit Ratings & Analysis For Financial Markets. URL : <https://www.fitchratings.com>.

16. Перша фондова торгівельна система (ПФТС). URL : <https://pfts.ua/stock-exchange-pfts/historypfts>.

17. Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С. Финансы предприятий. Москва : ИНФРА-М, 1998. 344 с.

18. Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, затверджено Наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій, від 23.02.98 №22. *Українська інвестиційна газета*. 1998. С. 29-32.

19. Рейтингове агентство «Кредит-Рейтинг». URL : <http://www.credit-rating.com.ua>.

References:

1. Mihus, I. P. (2005), *Rynok finansovykh posluh: reitnyhuvannia subiektiv hospodariuvannia* [Financial services market: ranking of business entities], Yevropeyskyi universytet, Kyiv, Ukraine, 118 p.
2. Liashenko, V. Y. (1998), *Fondovyye indeksy i reytingy* [Stock Indices and Ratings], Stalker, Ukraine, 320 p.
3. Duckett, B. (2008), "Longman Business English Dictionary (new edition)", *Reference Reviews*, Vol. 22 No. 2, pp. 26-27. DOI : <https://doi.org/10.1108/09504120810854931>.
4. Oxford business English dictionary for learners of English Dilys Parkinson; Joseph Noble. 2005.
5. *Velykyi tлумachnyi slovnyk suchasnoi ukrainskoi movy* (2021), Large explanatory dictionary of the modern Ukrainian language, Kyiv, Ukraine.
6. *Terminolohichnyi slovnyk rynkovoї ekonomiky: hlobalizatsiia, marketynh, statystyka, strakhuvannia, finansy* (*Terminolohichnyi slovnyk rynkovoї ekonomiky: hlobalizatsiia*) [Glossary of market economy: globalization, marketing, statistics, insurance, finance (Glossary of market economy: globalization)], retrieved from : https://library.nlu.edu.ua/poln_text/knigi/kondor/ekonomics_sl_2006.pdf.
7. Peshko, A. V. (1998), "Formation of a portfolio of securities: prospects and methods. Application practice in Ukraine", *Finansovyye risky*, № 4, pp. 125–130.
8. Downes, J. and Goodman, J. E. (1986), Barron's Finance and Investment Handbook. Goodman. Woodbury и N.Y., 994 p.
9. The Verkhovna Rada of Ukraine (1996), The Law of Ukraine "On state regulation of the securities market in Ukraine" from 30.10.1996, №448/96-ВР.
10. Cabinet of Ministers of Ukraine (2021), "About approval of the Concept of creation of system of a rating estimation of regions, branches of national economy, subjects of managing", retrieved from : <https://ips.ligazakon.net/document/KR040208>.
11. Decisions of the State Commission on Securities and Stock Market (2004), "On approval of the Methodological recommendations of the State Commission on Securities and Stock Market on the

establishment and development of independent information and rating agencies specializing in the provision of information services on the stock market of Ukraine”, from : 31.08.2004, №370.

12. The official site of National Commission on Securities and Stock Market: Rating Agencies (2021), retrieved from : <https://www.nssmc.gov.ua/rating-agencies/>.

13. The official site of International rating agency Standard & Poor's (2021), retrieved from : <http://www.standardpoors.com>.

14. The official site of International rating agency Moodys (2021), retrieved from : <https://www.moodys.com>.

15. The official site of International rating agency Fitch Ratings: Credit Ratings & Analysis For Financial Markets (2021), retrieved from : <https://www.fitchratings.com>.

16. The first stock trading system (PFTS), retrieved from : <https://pfts.ua/stock-exchange-pfts/historypfts>.

17. Sheremet, A. D., Sayfulin, R. S. (1998), *Finansyi predpriyatiy* [Enterprise Finance], YNFRA-M, Moscow, Russia, 344 p.

18. Order of the Agency for Prevention of Bankruptcy of Enterprises and Organizations (2021), “Methods of integrated assessment of investment attractiveness of enterprises and organizations”, *Ukrainska investytsiina hazeta*, pp. 29-32.

19. The official site of Credit-Rating Agency (2021), retrieved from : <http://www.credit-rating.com.ua>.

Стаття надійшла до редакції 09.11.2021 р.