

РЕЙТИНГ КАК ИНСТРУМЕНТ ИНФОРМАЦИОННОЙ ПРОЗРАЧНОСТИ

Главное назначение рейтинга — повышение информационной прозрачности общества, содействие расстановке субъектов в сфере деятельности по ключевым факторам успешности. Однако идеальный вариант уязвим, поскольку требует полной информации по множеству аспектов деятельности, чего в реальной жизни не бывает. Основная сложность работы с рейтингом состоит в том, что нужно обеспечить информационную прозрачность того или иного направления в жизни общества в условиях, когда часть необходимой информации недоступна.

Рассмотрим основные понятия рейтинга как процесса, продукта и бизнеса.

ЭВОЛЮЦИЯ ПРЕДСТАВЛЕНИЙ О РЕЙТИНГЕ

ЧТО ТАКОЕ УСПЕХ И УСПЕШНОСТЬ

Один из двигателей прогресса (помимо лени) — конкуренция. Основы борьбы за выживание еще в 1859 г. закрепил Чарльз Дарвин в книге «Происхождение видов путем естественного отбора, или Выживание благоприятствуемых пород в борьбе за жизнь». Развитие социума лишь усилило эти тенденции.

Капиталистическая модель бизнеса основана на конкуренции между компаниями — участниками рынка. Пирамида успешности определяется результатами деятельности, в конечном счете стоимостью бизнеса, его перспективами развития на средне- и долгосрочную перспективу. Лишь малая часть компаний, начавших свой бизнес, доживает до расцвета. Поэтому вопрос о том, кто является успешным в бизнесе (с точки зрения роста стоимости и возможности взаимодействия с партнером в силу его устойчивости), вполне актуален. Недаром повышенное внимание вызывают списки лучших журналов *Forbs* (самые богатые) и *The Banker* (крупнейшие банки).

Спорт и физкультура, как говорят в Одессе, две большие разницы. Если, занимаясь физкультурой, вы думаете прежде всего о себе любимом, своем здоровье, а конкуренция актуальна только в части восприятия вас противоположным полом, то спорт не только лечит, но и калечит. Это жесткая конкуренция, в которой до финиша, всеобщего признания доходят единицы. Но те, кто доходят, становятся идолами, объектами зависти и подражания. Поэтому рейтинг-листы в различных видах спорта, в первую очередь наиболее популярных в конкретной стране, — основа пристального внимания не только болельщиков, но и бизнеса, замешанного на спорте (реклама, букмекерские компании, спортивная атрибутика).

Социальная сфера и уровень жизни являются публичными целями любого государства, региональных органов власти, бизнеса. Недаром в последнее время много внимания уделяют вопросам социальной направленности бизнеса. В отличие от спорта, да и бизнеса, где имеются измеримые результаты деятельности, в социологии упор делается на мнение социума, прежде всего через опросы. В данной сфере в наибольшей степени опираются на точку зрения экспертов, клиентов, потребителей товаров и услуг, будь то услуги компаний или органов власти. Это не может не сказываться на измерениях в социальной сфере (уровень жизни, здравоохранения, образования, демографическая политика и др.), их большей размытости и неопределенности.

В каждой из перечисленных сфер деятельности важны успех и его измерение. Под успехом мы будем понимать достижение каких-либо поставленных целей. Результатом считается соответствие достигнутым целям, общественное признание достижения. Успешным признается человек (организация), достигший высокого положения в социальных и (или) бизнес-структурах, деловой или спортивной конкуренции. Любая победа является успехом независимо от рода занятий. Успех в определенной мере и удача, доведение дела до конца с «положительным счетом».

Для успеха не обязательно внешнее и постороннее признание. Успех можно оценивать и по внутренней шкале ценностей, он может быть индивидуальным и внутренним понятием. Успешным может быть и бизнесмен с миллионным доходом, и мать здоровых детей, и спортсмен, завоевавший золото на соревнованиях, и инвалид, пересиливший себя и вставший на ноги. Персональная успешность скорее измеряется тем, насколько человек удовлетворен результатом своей деятельности. Это субъективная оценка того, какие результаты и с какой скоростью достигнуты исходя из намеченных целей.

По мнению бизнес-гуру Питера Друкера, успешные люди достаточно разнообразны. И все-таки можно выделить факторы, которые, как правило, присущи успешным людям. Это уверенность в себе, способность преодолевать экстремальные трудности, ориентация на достижение результатов, способность к профессиональному риску, полное погружение в свое дело, высокий уровень самооценки и умение не переоценивать свои возможности.

Если говорить об общественном успехе, то вполне естественно задаться вопросом об общепризнанной мере успеха. Успешность может меняться и измеряться в зависимости от цели исследования. С позиций общественной успешности можно говорить о ее измерении с позиций социума. Для этого используются меры, обеспечивающие оценку, значимую для потенциальных пользователей, для повышения уровня информационной прозрачности в некотором секторе деятельности.

КАК ИЗМЕРИТЬ УСПЕХ

Меры успеха, успешности определяются целями исследования и группой субъектов, входящих в выборку для сравнения. Конечно, эти меры существенно различаются. Обычно группа субъектов социума, которые должны подвергнуться сравнению, имеет сложную структуру. Система ценностей также достаточно разнообразна.

Проще сравнить субъекты по какому-либо одному признаку, будь то прибыль предприятий, рост баскетболистов или популярность футбольных клубов. Но, как правило, требуется оценить множество субъектов (или один из них как элемент группы) по комплексным кри-

териям, которые сравнительно легко формулируются и сложно формализовываются. Чем сложнее система взаимодействий, тем сложнее такая формализация.

Основная проблема заключается в том, что во многих случаях без экспертного знания, способного формировать комплексную оценку, не выстроить иерархию субъектов и целей и не определить формальные методы оценивания. Несколько проще ситуация в спорте. Практически во всех видах спорта налицо явная конкуренция, турнирная мотивация и возможность количественно оценить результаты. При этом практически не влияют внешние факторы, такие как страна пребывания (гражданство), спортивное общество или налоговые нагрузки.

Можно формализованно оценить отдельные стороны спортсмена (команды) и затем получить обобщенную оценку деятельности, представляющую собой меру качества (эффективности, успешности) субъекта. В некоторых видах спорта все еще значимы субъективные оценки, что в целом снижает уровень формализации оценивания.

Сложнее с оцениванием в бизнесе и экономике в целом, еще выше уровень неопределенности в социальной сфере. Тем не менее такие оценки проводятся. Выходом из создавшегося положения служат эксперты. Причем их возможности используются в различных вариациях.

Экспертиза достаточно дорогой инструмент. Он основан на высококвалифицированном труде аналитиков и лиц, принимающих решение. Они должны не только хорошо разбираться в исследуемой отрасли (секторе), но и обладать способностью консолидировать разнообразную информацию, накопленную в ходе исследования.

Таким образом, возникла потребность при проведении экспертизы использовать некоторые потоковые методы. Один из них — рейтинги. Они представляют комплексную оценку широкого круга сравнительно однородных субъектов по сопоставимой шкале ценностей, проведенную по единой технологии. Методы и инструментарий могут носить разнонаправленный характер. Применяются дистанционные методы, а также массовые опросы и целенаправленные встречи с группами специалистов каждой из оцениваемых компаний с подробным анализом текущей и перспективной ситуаций.

Экспертную деятельность выполняют либо специализированные организации (например, рейтинговые агентства), либо отдельные аналитики, ориентированные на исследование определенной ниши деятельности (в частности, специалисты управляющей или инвестиционной компании). Результатом их деятельности является оценка успешности деятельности субъекта оценивания по совокупности критериев, выраженная в виде отчета или электронной публикации.

Для сравнения субъектов важно сформировать единые меры сопоставления. Такие меры предоставляют рейтинги и рейтинговые шкалы. Существуют и другие меры (например, спреды для акций на фондовом рынке, динамика индексов), позволяющие сравнивать субъекты одной группы. Они менее распространены в повседневной жизни, поэтому останавливаться на них не будем.

ПЕРВЫЕ ШАГИ РЕЙТИНГОВ: ИСТОРИЧЕСКИЙ ЭКСКУРС

Первые рейтинговые классификации были построены за счет построения шкал сравнений и выработки механизма сопоставления субъектов общественно значимой деятельности. Общая задача создания, производства, обновления и предоставления рейтингов состоит в разделении субъектов на группы по ряду формальных и неформальных признаков.

Направления создания и развития систем рейтингов охватывают основные компоненты деятельности (бизнес-процессов, соревнований, выборов товаров, услуг, партнеров), включая воспроизводство, финансирование, результативность.

При создании системы рейтингов проводится мониторинг, обрабатывается разнообразная доступная информация. Результаты анализа деятельности субъектов выражаются как результат оценивания в рейтинговой шкале (например, в виде числовой оценки, комбинации символов, характеризующих успешность субъекта как текущую, так и на перспективу).

Особую популярность приобрели рейтинги финансовых услуг, насчитывающих более 700 разновидностей. Особенность финансовых услуг — их нематериальность (реализация только при получении), в силу чего для потребителя становится крайне актуальным оценивание возможной разницы между ожидаемыми и реально полученными выгодами. Для оценки возможных выгод или потерь клиента и был разработан такой вид услуг, как рейтинг.

Повсюду в мире рейтинги разрабатывают и присваивают специальные рейтинговые агентства. История их деятельности начинается с XIX в. Первые рейтинговые агентства появились в США. Это такие ныне всемирно известные имена (бренды), как Moody's Investors Service (сокращенно — Moody's) и Standard & Poor's (S&P). Одной из особенностей деятельности мировых рейтинговых агентств является то, что они специализируются на присвоении рейтингов, в том числе странам, крупным городам и регионам, ведущим банкам и компаниям, ценным бумагам.

Вслед за США система национальных рейтинговых агентств была создана в Канаде, Европе, Австрии, Австралии, Латинской Америке. Рейтинговые агентства России только начинают движение к достижению того уровня авторитета, которым давно обладают международные и зарубежные рейтинговые агентства.

Агентство Moody's разработало буквенную рейтинговую шкалу, принципы формирования которой для кредитных рейтингов сохранились до сих пор и используются другими агентствами. В развитых странах рейтинговые агентства формируют и поддерживают систему рейтингов экономических субъектов в соответствии с запросами рынка. Аналитические центры мирового уровня способны не только адекватно оценивать деятельность объектов рейтинга, но и формировать деловой климат в тех странах, регионах, отраслях, где есть соответствующие интересы. Это превращает рейтинговые агентства в инструмент отражения и компактного представления оценки результатов деятельности, а также до определенной степени в инструмент влияния, который при конкретных условиях способствует проведению той или иной экономической или социальной политики.

В спорте связь понятия «рейтинг» с предсказанием победы в большой степени обусловлена популярностью рейтинга Эло. На основании рейтинга Эло в шахматах (а в последние десятилетия и в других видах спорта) делаются прогнозы. Сам же рейтинг Эло основан на статистике прошлых результатов. В спортивной литературе термин «рейтинг» часто ассоциируется с системой Эло. И дальше — с силой и прогнозом будущих результатов. Этот рейтинг представляет собой некоторый индекс, рассчитываемый на основании предыдущих результатов спортсмена (команды) и определяемый алгоритмически. В этом одно из основных отличий спортивного рейтинга от ранее упоминавшихся рейтингов в бизнесе, которые имеют явно выраженную экспертную составляющую.

Таким образом, популярность рейтингов как в экономике, так и в спорте имеет историю в несколько десятилетий, чем и вызвана их все возрастающая популярность, несмотря на постоянную критику тех или иных рейтингов. В то же время критика небезосновательна. В

частности, можно указать на бытующую подмену понятия «рейтинг» понятием «ренкинг».

РЕНКИНГИ НЕ РЕЙТИНГИ

Термин «рейтинг» (англ. rating) переводится как «оценка, определение стоимости» или как «отнесение к классу, разряду, категории». В Советском энциклопедическом словаре 1990 г. выпуска рейтинг понимается узко — как индивидуальный числовой показатель оценки спортивных достижений шахматиста (шашкиста) в классификационном списке (рейтинг-листе).

Сейчас понимание расширилось. Например, кредитный рейтинг (credit rating) представляет собой оценку кредитоспособности. В самом определении рейтинга речь идет об оценке состояния субъекта рейтингования, а не о построении группы субъектов по некоторому ранжиру. Вместе с тем оценка состояния субъекта может предполагать сопоставление как с аналогичными субъектами, так и с состоянием абстрактного субъекта данного типа, которое принимается как эталонное.

Под рейтингом можно также понимать величину, характеризующую субъект и позволяющую при сопоставлении с другим таким же субъектом оценить вероятность превосходства в конкурентной среде (предстоящем поединке) либо превосходство в прошедшие определенные периоды времени. В качестве русскоязычного эквивалента термину «рейтинг» вполне подходит слово «сила». Мы можем сопоставлять по силе не только шахматистов, но и политиков, исполнителей, компании и не иметь при этом в виду физическую силу. Говоря о человеке (или команде), что он (она) сильная, мы имеем в виду, что вероятность превосходства (победы) для данного субъекта (участника) выше по сравнению с его оппонентами.

Явления, в отношении которых сегодня составляются рейтинги, относятся к самым разным сферам деятельности — экономике, финансам, политике, культурной жизни, спорту и т.д. Рейтинги часто публикуются в специализированных и в общественно-политических изданиях. Популярность таких рейтингов объясняется тем, что аудитория СМИ хочет знать приоритеты, существующие на данный момент в важной для них сфере. Избирателям, например, необходимо знать, какой политический деятель лидирует, а какой является аутсайдером политической жизни. Вкладчикам важна информация о том, какие банки наиболее надежны, а какие могут рухнуть.

Существуют примеры применения рейтингов в обыденной жизни. Наиболее соответствуют понятию рейтингов, применяемых в экономике, системы спортивной классификации маршрутов в альпинизме, скалолазании, спелеологии, в горном, водном туризме и т.д. В этих классификаторах применяются как системы объективных показателей (протяженность, крутизна участков), так и экспертные оценки трудности их преодоления. Результатом является отнесение маршрута к одному из классов трудности. Это важно для обеспечения безопасности при выборе маршрута в соответствии с квалификацией спортсменов.

Рейтинг подразумевает отнесение хозяйствующего субъекта к классу или категории. Субъекты с одинаковым рейтингом вовсе не обязательно ранжированы по какому-либо признаку. Просто их положение одинаково. Рейтинг — это комплексная оценка состояния субъекта, в которой используется совокупность многих показателей, не всегда формализуемых. При публикации рейтинга субъекта результаты анализа используют комбинацию символов.

Список субъектов, упорядоченных (ранжированных) по величине какого-либо показателя деятельности, называется ренкинг. Он позволяет выстроить субъекты экономики по ранжиру, то есть по какому-то одному показателю. Популярны также списки нескольких

показателей для субъектов, ранжированных по одному показателю. К таким показателям нередко относят характеристики масштаба субъекта (капитал, капитализацию, активы, обороты хозяйственной деятельности) и оценки эффективности (прибыль, рентабельность, доходность).

Ренкинги составляют информационные агентства, как правило, на основе балансовых показателей субъектов. Результаты публикуют без согласования. За рубежом публикации списка ренкинга банков часто присваивают название «рейтинг». Например, британский журнал *The Banker* публикует ежегодный рейтинг крупнейших банков мира, который по сути является списком, ренкингом. Среди российских банков лидером по объему капитала признается Сбербанк России и ВТБ, входящие в первую сотню банков мира.

Тем не менее подобных оценок недостаточно для определения, например, уровня деловой надежности партнеров по бизнесу. Потребитель рейтингов использует их во многом для того, чтобы определить способность действующего или потенциального партнера выполнять свои обязательства на весь период предполагаемого сотрудничества, обычно на длительную перспективу. Это касается и объектов потенциального инвестирования.

РЕЙТИНГИ И ИНДЕКСЫ

В чем разница между рейтингом и индексом? Индекс опирается на косвенные параметры деятельности, рейтинг — на конфликтующий параметр деятельности. Рейтинг отличается от индекса наличием противостоящих сторон. Для рейтинга нужны объективные данные. В экономике это товар на рынке. Индексы в определенной мере проецируются на рейтинг, оценивая интегральное состояние в некоторой сфере деятельности.

Индекс (лат. *index* — список, реестр, указатель) — число (а иногда символ или набор символов), указатель места элемента в совокупности или показатель активности, производительности, развития или изменения чего-либо. Биржевой (фондовый) индекс — составной показатель изменения цен определенной группы активов. Индекс цитирования научных статей — показатель, отражающий значимость конкретной статьи и определяемый на основе последующих ссылок на эту работу.

Как правило, абсолютные значения индексов не имеют значения. Важны изменения индекса с течением времени, поскольку они позволяют судить об общем направлении движения рынка. В зависимости от выборки показателей индекс может отражать поведение какой-то группы активов или субъектов оценивания в целом по группе.

В мире насчитывается более 2000 биржевых индексов. Первый биржевой индекс был разработан в 1884 г. журналистом газеты *Wall Street Journal*, известным финансистом, основателем компании *Dow Jones & Company* Чарльзом Доу. Индекс *Dow Jones Transportation Average* рассчитывался по 11 крупнейшим транспортным компаниям США. На сегодняшний день в него входит 20 компаний грузоперевозчиков.

В начале 1990-х гг. группа экспертов Программы развития ООН разработала новую концепцию развития человеческого потенциала. Она возникла в противовес традиционному пониманию развития как количественного роста материальных благ и услуг. В концепции во главу угла ставится не способность к производительному труду (то есть экономическая ценность индивида), а саморазвитие человека через расширение возможностей выбора благодаря росту продолжительности жизни, образования и дохода. Человеческое развитие рассматривается как цель и критерий общественного прогресса, а не средство для эконо-

мического роста. Преимущество концепции — в выделении базовых критериев социального развития (долголетие, образование, доход), пригодных для количественных сопоставлений.

Индекс развития человеческого потенциала (ИРЧП) разработан для сравнения стран и публикуется в ежегодных докладах Программы развития ООН с 1990 г. Содержательный смысл показателя таков: чем индекс ближе к единице, тем выше возможности для реализации человеческого потенциала благодаря росту образования, долголетия и дохода. В российских докладах о развитии человеческого потенциала индексы для субъектов РФ рассчитываются с 1997 г.

Можно не сомневаться в перспективах ИРЧП. Он станет своего рода конкурсом среди правящих элит государств и постепенно достроится другими параметрами с меньшим удельным весом — критериями свободы, коррупции и др. Логическим продолжением станет трансляция этих параметров на уровень городов, областей с выявлением более эффективных управленцев. ИРЧП — это не что иное, как попытка задать вершину иерархии приоритетов, от которой должны будут в дальнейшем строиться другие, более частные рейтинги нашей жизни.

Понятно, что индексы в ряде случаев могут генерировать рейтинги, если упорядочивать субъекты согласно уровню соответствующим им индексам. В то же время не каждый индекс охватывает весь спектр факторов, оцениваемых рейтингом. Так, индекс коррупции, оцениваемый Transparency International, только один из факторов, учитываемых при оценивании кредитоспособности компаний. Таким образом, индексы остаются факторами, учитываемыми при формировании рейтинга. Вместе с тем в ряде случаев они могут генерировать рейтинг. Оба случая будут рассмотрены более подробно на примерах далее.

КТО ВЫ, ГОСПОДИН ЭКСПЕРТ: РЕЙТИНГИ И ЭКСПЕРТНЫЕ ОЦЕНКИ

Понятие «рейтинг» тесно связано с понятиями «экспертная система», «эксперт». При необходимости выбора лица, принимающего решение (руководитель, орган управления, гражданин и т.д.), вправе обратиться к мнению группы экспертов и получить заключение по конкретному вопросу. В качестве экспертов нередко выступают специалисты в той области, в которой принимается решение. Это может быть группа лиц, организация, в том числе рейтинговое агентство.

Степень соответствия реальности рейтинговых и экспертных оценок — актуальная проблема, в последние годы достигшая международного уровня. Низкое качество таких оценок, которое может быть основано на личной заинтересованности оценщиков, способно нанести существенный финансовый ущерб пользователям. Например, в США в конце прошлого столетия формирование делового образа не всегда соответствовало реальному состоянию субъекта. Зависимые от доходов анализируемых компаний эксперты давали клиентам рекомендации «покупать» по ценным бумагам, когда реальное положение эмитентов диктовало другое — «воздержаться» или даже «продавать». Создание атмосферы радужных ожиданий получения фантастических доходов в перспективе, особенно для компаний «новой экономики», способствовало привлечению огромных средств со всего мира на фондовый рынок США в 1990-х гг. Это позволило создать огромный финансовый ресурс для достижения технологического превосходства в развитии информационных и других перспективных технологий.

Падение фондового рынка США, особенно компаний «новой экономики», в 2000 и 2001 гг. привело к потерям инвесторов (частных лиц и нерезидентов). Дошло до публич-

ных скандалов с обвинениями экспертов, что подмочило деловую репутацию сообщества аналитиков. Крах компании Enron стал верхушкой этого айсберга в США. В 2001 и 2002 гг. из-за финансовых скандалов, связанных с искажением отчетности, потеряли работу сотни управленцев высшего звена крупных компаний. В 2003 г. эта волна дошла и до Европы, где сокрытие реального финансового состояния довело до банкротства крупнейшую компанию Parmalat. Скандал создал угрозу стабильности всей экономики Италии.

В 2004 г. Европарламент проголосовал за создание Европейской службы по наблюдению за работой мировых рейтинговых агентств. В принятом решении отмечено, что рейтинговые агентства дают независимую оценку финансовой надежности компаний и государств, их рейтинги определяют условия предоставления им кредитов, выпуска ими акций и облигаций. Депутаты считают, что рейтинговые агентства не смогли вовремя заметить опасность финансовых трудностей и определить размах злоупотреблений в ряде крупнейших компаний. В результате инвесторы были введены в заблуждение о положении дел в данных корпорациях.

Ситуация повторилась в 2007 и 2008 гг. в отношении ипотечных ценных бумаг, когда низшие транши этих бумаг агентства оценили недопустимо высоко. Это стало одной из причин (по крайней мере спусковым крючком) нового глобального финансового кризиса. Опять встал вопрос о регулировании рейтингового процесса с позиций бизнеса, стимулирования прогнозных возможностей и достоверности результатов.

Проблема адекватности оценок актуальна не только в экономике. Так как вопрос заключен и в экспертной, и в методической составляющей, точность оценивания значима и в спорте, и в социологии, в других сферах деятельности. Крайне важно финансовое стимулирование рейтингового процесса. Совсем не безразлично, кто платит за производимую информацию, кто стимулирует информационную прозрачность соответствующей деятельности и каков уровень заинтересованности в достоверном результате. Доступ к рейтинговым заключениям обеспечивается как на безвозмездной, так и на платной основе.

Таким образом, рейтинги — важнейшая составляющая в области деловой информации. Они предназначены для поддержания уровня делового доверия и создания инвестиционного потенциала. Хотя альтернативные оценки не всегда сопоставимы и представляют собой набор мнений, в совокупности с собственными оценками лица, принимающего решение, они могут быть использованы при принятии управленческих решений.

ЭКСПЕРТИЗА ИЛИ ВЫЧИСЛИМОСТЬ

Рейтинги как инструмент информационной прозрачности деятельности прочно заняли свое место, несмотря на постоянную критику, которую можно скорее рассматривать как естественный процесс совершенствования не только методологии, но и организации бизнес-процессов рейтингования. В то же время для многих рейтингов велика роль экспертной компоненты. Поэтому вполне закономерен вопрос: можно ли исключить экспертизу за счет более широкого использования вычислений, в частности построения и поддержания системы моделей?

Анализ показывает, что сегодня это частично может быть реализовано. Причем полностью отказаться от экспертной составляющей пока вряд ли удастся. Причины — в сложности описания многих комплексных систем, включающих человеческий фактор в контуре принятия решения.

Главное назначение рейтинга — информационная прозрачность общества, расстановка сил в той или иной сфере по ключевым параметрам деятельности. О качестве модели рейтинга мы судим по сходимости ожидаемых и фактических результатов. Именно сходимость модели предопределяет итеративный процесс совершенствования рейтинга. В этом процессе понятие рейтинга и алгоритм его работы проходят ряд фаз, этапов совершенствования. Авторы посчитали своей задачей не просто отразить эти этапы в эволюционной последовательности, но и попытаться сформировать вариант рейтингового подхода в более общем виде, основные положения которого были бы приемлемы для всех направлений деятельности (бизнес, спорт, общественная жизнь).

Алгоритм решения проблемы, оценки уровня достижений постепенно становятся более адекватными. Это значит, что там, где возможно, экспертные оценки постепенно уступают место модельным представлениям. В прошлом проблема ресурсов стран часто решалась военным столкновением. Сейчас войны с участием армии уступили место войнам экономическим. Для таких войн необходимо не просто мнение эксперта, а алгоритм решения проблемы, который учел бы все ее аспекты. Подобные алгоритмы делают общество информационно прозрачным.

Именно на такие алгоритмы сегодня спрос высок как никогда. И именно они оттесняют эксперта с его оценкой. Современный человек уже не несет деньги в первый попавшийся банк. Он изучает его рейтинг надежности. Современный студент сначала оценивает вузы по их рейтингу и только потом подает в один из них документы. Рейтинг становится прогнозом успешности инвестиций, базой для которых является информационная прозрачность, повышаемая рейтингами.

При решении ряда массовых задач предлагается более широко использовать модели рейтингов. К таким задачам относятся системы раннего предупреждения, системы спортивной классификации, рейтинги качества продуктов и услуг. Модели могут иметь функциональную, статистическую и эконометрическую основу, а также использовать статистические методы обработки результатов опросов аудитории.

Решению проблемы может способствовать использование подходящих математических методов и алгоритмов. Интерес представляют сравнительно простые модели, имеющие хорошую интерпретируемость и высокую степень сходимости. В частности, применительно к спорту это те, которые легче, чем в других сферах деятельности, поддаются алгоритмизации. Предпринята попытка сформировать универсальную модель рейтинга, которая обладает высокой сходимостью ожидаемых и фактических результатов и может быть интегрирована в механизм управленческих решений.

РЕЙТИНГ КАК ОСОБЫЙ ВИД ЭКСПЕРТИЗЫ

ИНФОРМАЦИОННАЯ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ И ПРОБЛЕМА ВЫБОРА

Рейтинги играют важную роль для снижения информационной неопределенности при взаимодействии между субъектом рейтингования и его партнерами и клиентами. Суть информационной неопределенности рассмотрим на примере финансовых рынков.

Финансовые рынки выполняют важную экономическую функцию по преобразованию капиталов от тех, кто имеет временный излишек средств (имеет возможность занять), к тем, кто нуждается в дополнительных средствах (имеет потребность занять). Тем самым они вносят вклад в повышение производительности и эффективности экономики в целом. Посредническая функция реализуется напрямую или косвенно.

Причина существования денежного, в том числе кредитного, рынка заключается в том, что в выигрыше от кредитной сделки может оказаться и заемщик, и заимодатель, поскольку в результате реализуется возможность установления рыночной ставки за кредит. Вопрос в том, что не всегда кредитор доверяет заемщику. Проблема информационного голода для принятия решения частично решается за счет использования рейтингов, предоставляющих существенную дополнительную информацию рынку, что определяет интерес к этому типу массового оценивания.

Проблема асимметрии информации у кредитора и заемщика влечет две глобальные проблемы:

— ложный (неблагоприятный) выбор (adverse selection) до реализации сделки из-за возможности потери предоставляемых в долг средств;

— моральные риски (moral hazard) после реализации сделки, связанные с нецелевым и неоговоренным использованием средств заемщиком.

Таким образом, кредитор вынужден осуществлять мониторинг заемщика, собирать информацию о нем, прогнозировать его финансовую стабильность и оценивать риски невозврата предоставленного кредита. Рейтинги оказывают содействие ему в этом вопросе.

Рейтинги в спорте и социологии также позволяют устранить аналогичные риски, связанные с асимметрией информации. Именно рейтинги, снижая информационную неопределенность, упрощают оценивание и принятие решений тех, кто так или иначе взаимодействует с субъектами рейтингования. Это могут быть спонсорские пакеты или рекламные контракты в спорте, выработка предпочтений по отношению к определенным видам продуктов и услуг, в том числе в образовании и здравоохранении.

ДИСТАНЦИОННЫЕ И ИНСАЙДЕРСКИЕ РЕЙТИНГИ: ЧТО ЗА НИМИ

Существуют дистанционные методы формирования рейтингов, основанные на публичной информации и бухгалтерской отчетности, и инсайдерские (очные), предполагающие доступ к исследованию внутренней деятельности субъекта. Применительно к хозяйствующим субъектам классификация представлена на рис. 2.1.

Формирование системы рейтингов предполагает разработку и публикацию методологических и технологических особенностей рейтинговых подходов. Прежде всего должны быть определены и сформулированы целевая направленность конкретного рейтинга, совокупность его субъектов, а также методологические основы построения: используемые процедуры исследования и показатели, структурированные по региональным и предметно-отраслевым признакам, предположения и ограничения, форма представления и правила распространения, коммерческие основы.

При анализе состояния внешней среды (ВС) особое внимание уделяется пространству деятельности (рынку), уровню конкуренции и технологий. Анализ работы конкурентов строится по той же схеме, что и анализ работы оцениваемого субъекта с учетом того, что информация является аутсайдерской в отличие от инсайдерской в первом случае.

На практике используют разные виды анализа и их комбинации. Различают анализ, проводимый исключительно на базе прошлой фактической информации (анализ фактов), информации, ориентированной в прошлое и будущее (анализ событий и отклонений), будущей информации (анализ планируемых показателей). Анализ отклонений является частью процессов контроллинга. Анализ планируемых показателей служит для оценки составленных планов и выбора плановых альтернатив. Анализ проводится как в форме чистого рассмотрения фактов, так и в форме причинно-следственного анализа, чаще всего при изучении отклонений.

Прогноз состояния ВС, необходимый для планирования, образует базу оценки альтернатив поведения субъекта оценивания под воздействием среды. Методы прогнозирования состояния ВС применяются и для оценки последствий прогнозов. В основе прогноза — определенные существующие и будущие условия, а также по возможности вероятности наступления ожидаемых событий.

Объектами прогноза состояния ВС могут быть экономические, социально-культурные, технологические, политико-правовые и экологические сферы, развитие видов спорта или их специфические сегменты в соответствующих регионах. Для выбранных регионов различают

общие и специальные прогнозы состояния ВС. По характеру измерения переменных прогнозы подразделяются на качественные и количественные. Они также различаются по методам сбора и обработки информации. Применяемые для прогнозирования математические модели основываются на оценке измеряемых значений прошедшего периода.

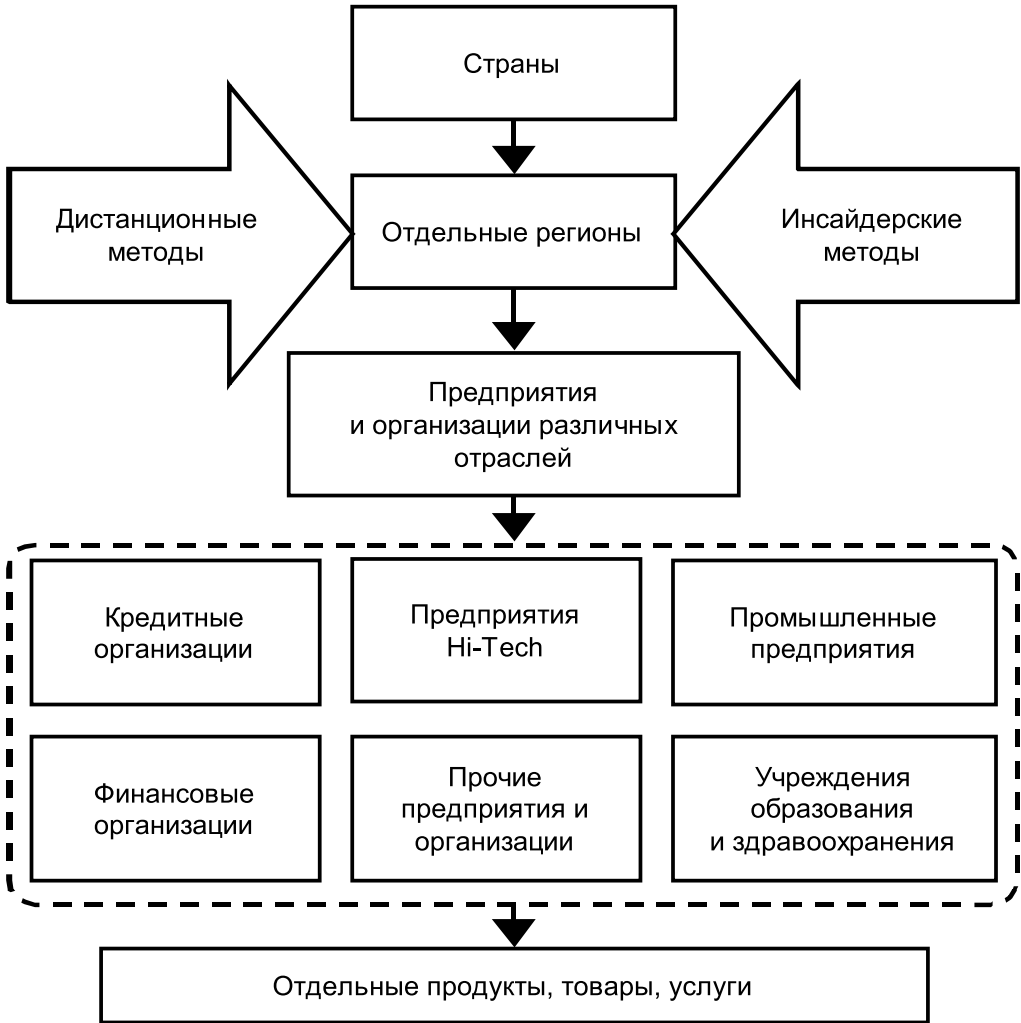


Рис. 2.1. Методы формирования рейтингов и классификация субъектов рейтингования

Дистанционные методы приобретают все большее значение. Диагностика по слабым сигналам позволяет на основе ранних и неточных признаков — слабых сигналов — определить предкризисную ситуацию и своевременно отреагировать на нее. В условиях нестабильности сведения о возникающей угрозе возрастают постепенно: вначале появляются первые признаки изменений во внешней среде, затем определяется возможный источник этих изменений и угроза конкретизируется. В дальнейшем появляется возможность более или менее

точно определить последствия возникшей угрозы для предприятия и меры противодействия.

Таким образом, чтобы своевременно реагировать на сигналы, поступающие как извне, так и из внутренней среды, целесообразно организовать наблюдение за большим количеством параметров, характеризующих условия хозяйственной деятельности предприятия. Можно организовать мониторинг — непрерывное и систематическое наблюдение за параметрами внешней и внутренней сред предприятия, сбор и анализ поступающей информации.

Существует два варианта ответа на внешние обстоятельства: реагирование на основе регулярно осуществляемого планирования и реакция на чрезвычайную ситуацию. Выбор метода реагирования зависит от скорости развития конкретной ситуации и от имеющейся информации — уровня осведомленности предприятия. Можно сформировать также систему раннего предупреждения. Это особая информационная система, благодаря которой руководство или контролирующий орган получает сведения о потенциальных опасностях, грозящих из внешней среды, чтобы своевременно и целенаправленно реагировать на «угрозы» соответствующими мероприятиями.

В роли элементов систем раннего предупреждения выступают люди, машины и их комбинация — человеко-машинные системы, которые воспринимают, обрабатывают и передают информацию именно как информацию раннего предупреждения. Различают периферийные и центральные элементы системы раннего предупреждения с соответствующими специфическими информационными процессами.

Инсайдерские методы, несмотря на свою высокую стоимость, не утратили значения. Они также играют существенную роль для более точного оценивания ситуации. Особенно такие методы важны в кризисных условиях в силу нестационарности и высокой скорости изменений в этот период и повышения вероятности быстрых изменений оценок субъектов.

ВЫБОР КЛЮЧЕВЫХ ПАРАМЕТРОВ ДЛЯ КЛАССИФИКАЦИИ

В основе методологии проведения рейтингового исследования лежат классификация существенных факторов и определение количественных оценок факторов риска, присущих рассматриваемому эмитенту или конкретному субъекту оценивания.

Применительно к бизнесу агрегированная структура рисков унифицирована. В нее входят суверенные, или страновые, риски, а также отраслевые, деловые и финансовые риски. Анализ финансовых и деловых рисков специфичен для предприятий различных отраслей, но результаты имеют общую шкалу, что дает возможность их относительного сопоставления.

Многомерные списки и комплексные оценки считаются переходным продуктом между ренкингами и рейтингами. Примером комплексной оценки служит система CAMELS, широко использовавшаяся органами банковского надзора США, а также в модифицированной форме центральными банками других стран. Для нее показатели банков структурируются по шести позициям:

- достаточность собственного капитала и резервов (C — capital);
- качество и истинная стоимость активов (A — assets);
- качество управления (M — management);
- эффективность работы компании и качество доходов (E — earnings);
- обеспечение ликвидности и уменьшение зависимости от изменения процентных ставок (L — liquidity);

- чувствительность к рыночным изменениям (S — sensitivity).

Рейтинг не может основываться на сильно коррелированных параметрах. В этом случае можно выбрать ведущий параметр из множества доступных. Поэтому вопрос отбора первичных параметров актуален до сих пор. Оценивание всех доступных параметров таит в себе риск отсутствия внятной интерпретируемости результатов. Если деятельность носит многопрофильный характер, то в каждом значимом оцениваемом компоненте она должна быть представлена наиболее весомыми показателями. Вопрос выбора таковых крайне важен. Выделение первичного параметра позволяет поместить все последующие составные в единое информационное поле.

Проиллюстрируем приведенные соображения рейтингом сотрудника вуза. Как правило, такой рейтинг состоит из научных аспектов. Это число опубликованных статей, защитившихся соискателей, вышедших книг, участия в конференциях, выигранных грантов и т.п. Рейтинг сотрудника складывается из его рейтингов по отдельным направлениям, в каждом из которых предусмотрен конкурс. Хотя в этом случае есть первичный параметр — индекс цитируемости в научной литературе. Однако он не всегда доступен, хотя далеко не во всех областях его учитывают или не считают нужным это делать. Тогда эмпирически определяют вторичные параметры, которые имеют корреляцию с цитируемостью, и обеспечивают их свертку.

В качестве основного требования к общей структуре рейтинга можно выдвинуть максимальную простоту, интерпретируемость и доступность при условии хорошей сходимости ожидаемых и фактических результатов. Хорошая интерпретируемость рейтингов создает основу для более широкого использования рейтингов в повседневной жизни.

ЧТО ТАКОЕ УПОРЯДОЧЕННАЯ ШКАЛА

Международные агентства используют схожие буквенные обозначения своих рейтингов, однако их подходы к анализу не во всем совпадают. Традиционно Standard & Poor's в оценке риска и присвоении рейтинга проявляет гораздо большую консервативность и осторожность, чем Fitch Ratings (их подход к оценке рисков довольно либерален) и Moody's.

Международные агентства применяют собственные шкалы оценки, которые несколько отличаются друг от друга (табл. 2.1). При этом выделяются три категории кредитных рейтингов: инвестиционные, спекулятивные и аутсайдерские.

В отличие от других агентств Moody's придает большое значение возможности поддержки эмитента со стороны материнской компании или государства. Агентство Standard & Poor's традиционно считает российскую банковскую систему рискованной, а банковский надзор — слабым, ссылаясь на меньшую прозрачность и большую волатильность развивающихся рынков.

Приведенные в таблице градации классов рейтингов, а также используемые агентами расширения градаций (числовые (1, 2, 3) или знаковые (+, -)) модификации формируют упорядоченную шкалу, которая в принципе может быть отображена в ограниченное числовое множество, что создает условия для ее моделирования. Именно использование упорядоченных шкал позволяет унифицировать рейтинги вне зависимости от начальной шкалы, используемой при построении системы рейтингов. По сути возможны отображения одной рейтинговой системы в другой, что позволяет сопоставлять системы и переносить закономерности.

Таблица 2.1. Сопоставление классов рейтингов

Классы рейтинга Moody's	Описание классов рейтингов Moody's	Классы рейтингов-аналогов	
		Standard & Poor's	Fitch Ratings
Aaa	Компании с исключительной кредитоспособностью и минимальным уровнем риска. Изменение кредитоспособности этих компаний маловероятно	AAA	AAA
Aa	Компании с отличной кредитоспособностью, но более восприимчивые к долгосрочным рискам, чем компании из первой группы	AA	AA
A	Хорошая кредитоспособность, однако восприимчивость к рискам может привести к ухудшению положения компании	A	A
Baa	Адекватная кредитоспособность.		
Не достает некоторых элементов защиты, либо они ненадежны в долгосрочной перспективе	BBB	BBB	
Ba	Сомнительная кредитоспособность. Часто возможности компании по своевременному выполнению обязательств могут быть сомнительными, то есть они недостаточно надежны	BB	BB
B	Низкая кредитоспособность. Вероятность своевременного выполнения обязательств по прошествии длительного периода низка	B	B
Saa	Чрезвычайно низкая кредитоспособность. Такие компании могут быть признаны банкротами, либо существует значительная угроза их финансовому состоянию	CCC	CCC
Ca	Компании, объявившие дефолт по своим обязательствам	CC	CC
C	Компании, объявившие дефолт по своим обязательствам, улучшение маловероятно	C, D	C, D

РЕЙТИНГ КАК РЕЗУЛЬТАТ УЧАСТНИКА ТОТАЛЬНОГО МАКРОТУРНИРА

В какой-то мере идеей фикс является поиск единого подхода, способного объединить рейтинги методологически. Такой идеей исходя из опыта спортивных рейтингов и условий формирования рейтингов как фактора положения субъекта в конкурентной среде признается идея построения тотального макротурнира как фактора глобального сравнения в рамках данной совокупности субъектов рейтингования.

Результат такого макротурнира мог бы отразить рейтинг и как силу субъекта, и как его признание, и т.д. В то же время использование слова «макротурнир» позволяет использовать имеющиеся знания на основе локальных турниров. Поле для дальнейшего творчества

остается широким — макротурнир можно представлять по-разному. Однако поле поиска возможных вариантов ответа значительно сужается.

Предлагается считать рейтингом результат участника в глобальном годичном гипотетическом макротурнире по выделенному приоритету. В этом случае успешность деятельности будет зависеть от уровня результатов участника в таком макротурнире, а своеобразными экспертами выступают реальные оппоненты, конкурирующие участники.

В этом смысле рейтингом можно считать только очный результат конкуренции, а не заочное (дистанционное) начисление бонуса за те или иные преимущества. Например, в сфере высшего образования рейтинги вузов определяют «остепененность» преподавателей, площади учебных аудиторий и т.п., что априори вторично. Реальной основой для рейтинга можно считать предпочтения, которые отдадут работодатели выпускникам одного вуза по сравнению с другим. Такой рейтинг проверяется по сходимости ожидаемых и фактических результатов.

Рейтинг должен определяться по результатам глобального макротурнира, стать предметом конкурса среди всех участников гонки, а не только элитной ее части. Главным критерием качества рейтинга является сходимость ожидаемых и фактических результатов, конечной целью процесса рейтинга — степень информационной прозрачности общества.

Как правило, рейтинги эволюционируют логистически. Поэтому средний рейтинг макротурнира возрастает по логистическому типу зависимости. Это значит, что рейтинги нужны на стадии, когда оцениваемые ими факторы дают наиболее высокий прирост для развития общества в целом. Затем они могут быть заменены другими (или модифицированными) рейтингами.

Интегративный рейтинг выполняет функцию некоего собирательного образа и представляет собой имеющую цель последовательность из нескольких направлений деятельности. Здесь есть место для личных приоритетов на фоне приоритетов общества. Поэтому такому рейтингу придется очень долго самоутверждаться. Лучше навести порядок в рейтингах направлений.

РАСШИРЕНИЕ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ РЕЙТИНГОВ

В настоящее время рейтинги занимают важную информационную нишу, но считаются лишь косвенной оценкой. Если ее использовать напрямую, то рейтинг рухнет. Проблемный момент рейтингов — в его экспертной составляющей. Если мнение эксперта лежит в основе рейтинга, то он слабо применим для распределения средств просто в силу коррупционных возможностей эксперта.

Возникла объективная необходимость заменить эксперта рядом объективных параметров. В то же время алгоритмизировать большинство рейтингов вряд ли удастся из-за сложности оценок. Поэтому рейтинг останется косвенной информацией и не будет лежать в основе принятия решений (по крайней мере не будет использоваться автономно) до тех пор, пока в оценке не удастся снизить роль эксперта за счет повышения уровня алгоритмизации.

В этой связи рассмотрение рейтинга как результата конкурентного противостояния, выявление конфликтующих сторон и их информационного содержания способны расширить возможности по использованию рейтингов. Не исключено, что он окажется фактором регулирования материальных и денежных потоков. В том, чтобы сделать рейтинг публич-

ным, устойчивым за счет выявления конфликтующих сторон, параметров, и состоит миссия рейтинговых агентств.

Важной составляющей иерархической структуры рейтингов являются единообразные оценки для региональных срезов.

Рейтинг экспоненциально уменьшается от роста нагрузки. Если в спорте игрока заставить играть более интенсивно, с большим числом единоборств, то его способность выигрывать такие единоборства снизится. И вместе с ней рейтинг. Если компания переросла региональный уровень, то ее выход за эти пределы неизбежно снижает рейтинг за счет роста масштаба деятельности. Успешный политик в своем регионе не получит той же поддержки на уровне страны.

Средний рейтинг всех участников эволюционирует по логистическому типу зависимости и в перспективе выходит на насыщение результатов. Рейтинг нового участника, как правило, эволюционирует через логику восхождения и логику деградации, которые соприкасаются между собой в точке наивысшего уровня достижений. Например, в игровых видах спорта игрок бурно прогрессирует до 25 лет (девушки — до 22 лет), после чего его возможности плавно уменьшаются.

ОСНОВНЫЕ ЗАКОНОМЕРНОСТИ ПОСТРОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ

Проведенный предварительный анализ показал, что рейтинги в самых разных областях применения имеют общие принципы построения, схожие тенденции и требования к их содержанию, а также к целевой аудитории. Все это позволяет делать осторожные выводы о существовании ряда общих закономерностей и тенденций развития процессов построения рейтингов.

ТРЕБОВАНИЯ И ЦЕЛЕВАЯ АУДИТОРИЯ РЕЙТИНГОВ

Нарастание информационной прозрачности требует более пристального внимания и качественных рейтинговых продуктов. Условие успешности инвестиций — информационная прозрачность общества. В условиях кризиса качественно изменились как востребованность и назначение рейтингов, так и потребность в сбалансированности требований к продуктам такого рода. Необходимость не только рыночных, но и административных механизмов регулирования является сложившимся стереотипом. Механизмы лицензирования передаются из Европы в Россию.

Развитие методологии рейтингования продолжается. Требуется уточнения и некоторой стандартизации само понятие рейтинга, четкое разграничение его от ренкингов и индексов. Общество по-прежнему находится в поиске информационных критериев самоорганизации. Одним из направлений считается выработка правил отбора, по сути дела критериев

для рейтинга, позволяющего поднять на новый уровень принятие решения в сферах человеческой деятельности, в том числе за счет рейтингов и построения иерархии критериев, лежащих в их основе.

Рейтинг как стимул развития. Общественная значимость рейтингов отражается в эмоциональности реакции на их изменения. Снижение рейтинга зачастую воспринимается как свидетельство несостоятельности и требует решительных мер по исправлению ситуации.

Естественное желание человека и компаний к самоутверждению является постоянным атрибутом развития. Рейтинги могут выступать в качестве практически значимого ориентира, раздражителя, эмоционального стимула. Последовательная дифференциация рейтингов по уровням бизнес-иерархии (на уровне страны, отрасли, компании и ее подразделений) призвана дать новый импульс развитию общества.

Конкурентная среда реальной деятельности — движущий фактор бизнеса, спорта, социума. Именно в ней осуществляется соизмерение результатов. Поэтому понимание рейтинга как интегральной характеристики результатов деятельности субъекта в конкурентной среде в сопоставлении с другими субъектами (его сравнительной силы) представляется продуктивным. В спорте это вероятность превосходства в предстоящем поединке, в бизнесе — устойчивость и эффективность компании, в социологии — сравнительные достижения в выбранной сфере.

Применительно к спорту рейтинг может характеризовать результаты участника тотального макротурнира. Это и сила игры, и признание, и состав сборной, занимаемое место и т.д. В то же время использование слова «макротурнир» дает возможность применить имеющиеся знания на основе локальных турниров. При этом поле поиска вариантов модели рейтинга значительно сужается. Далее обосновывается целесообразность считать рейтингом результат участника в глобальном годовом гипотетическом макротурнире по выделенному приоритету.

Процесс подготовки рейтинга должен быть отделен от его использования. Повышение уровня прозрачности рейтинговых процедур, транспарентность деятельности компаний, занимающихся составлением рейтингов, повышают уровень доверия к ним, создают почву для использования рейтингов в бизнес-процессах, имеющих материальную основу. Это важно при реализации решений в экономике (выдача кредитов, допуск к аукционам и тендерам), в социальной сфере (фондирование государственных организаций, зарплата и стимулирование сотрудников), в спорте (формирование сборных команд, ранжирование тренеров) и т.п.

Формирование иерархии рейтингов по организационной структуре общества. Проблема состоит в построении иерархии в соответствии с приоритетами общества, а не решающих локальную задачу исследователей. Исходной точкой мог бы стать международный уровень (рейтинг ООН), а доминирующей сферой — общественная жизнь. Можно предположить, что помимо рейтинга в социальной сфере будет существовать и комплексный рейтинг, охватывающий основные направления деятельности государств, регионов, муниципалитетов, компаний и групп граждан.

В качестве базового можно рассматривать индекс развития человеческого потенциала ООН, созданный в начале 1990-х гг. группой экспертов Программы развития ООН на основе концепции развития человеческого потенциала. Во главу угла ставится саморазвитие человека через расширение возможностей выбора благодаря росту продолжительности жизни, образования и дохода.

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННЫХ РЕЙТИНГОВ

Тенденция к сокращению доли экспертных оценок. Рейтинг возник и долгое время основывался на экспертном оценивании. Субъективность, присущая таким оценкам, стала более значимой при усилении роли экономических стимулов рейтингового процесса. Распределение ресурсов, завязанное на рейтинги, стоимость активов, определяемая платой за риск, повысили значение методической и алгоритмической прозрачности методологии.

Экспертная оценка нужна тогда, когда алгоритм задачи неясен, есть варианты построения рейтинговой оценки, преимущества их друг перед другом неочевидны. При этом известны лишь фрагменты информации, и для разных объектов она разная. Однако по мере роста адекватности моделей доля экспертной компоненты постепенно снижается. Наличие моделей делает общество информационно прозрачным. Именно на такие алгоритмы сегодня высок спрос. И именно они оттесняют эксперта с его оценкой.

Качество рейтинга определяется сходимостью ожидаемых и фактических результатов. Не имеет значения математическая начинка системы рейтинга. Главное требование к общей структуре рейтинга — максимальная простота и доступность при условии наибольшей сходимости ожидаемых и фактических результатов. Ключевым параметром считается сходимость. Если банку предсказывают стабильность, а он рухнул или в спорте систематически выигрывают те, кто должен был проиграть, то это признаки плохой сходимости рейтинга к фактическим результатам.

Важным методическим фактором является сравнительно низкая корреляция объясняющих факторов модели рейтинга. Использование избыточных и взаимно связанных факторов снижает устойчивость модели рейтинга. Именно выбор первичных параметров — важная компонента построения модели рейтинга. Это особенно актуально при построении иерархии рейтингов.

Разложение процесса на фазы при декомпозиции рейтинга. Построение рейтинга должно быть рассчитано на его «трансляцию в глубину» задачи — рейтинг предприятия — рейтинг предприятия по выделенному направлению — рейтинг персонала. Общий критерий (критерии) может быть разложен по частным составляющим (условно за счет «трансляции в глубину», декомпозиции), что позволяет теоретически определить любой срез в рейтинге и выявить наиболее важные направления для его повышения. В экономике декомпозиция реализуется за счет связи рейтингов страны с частными рейтингами регионов, субъектов федераций или компаний.

Формирование иерархии рейтингов в государственном срезе позволяет построить информационную пирамиду в соответствии с приоритетами общества, обеспечить декомпозицию и установить взаимосвязи.

Временная миграция и ее компенсация. Средний рейтинг субъектов эволюционирует во времени. Однако, как показывает практика, такая эволюция больше связана с эволюцией всей оцениваемой совокупности и определяется динамикой развития сообщества. Статистически упорядочивание субъектов, определяемое рейтингом, изменяется незначительно.

В частности, для спортивных рейтингов в ряде случаев среднее значение изменяется по логистической зависимости, связанной с жизненными циклами развития сложных систем: медленный рост, бурный рост и очень медленное прогрессирующее. Следовательно, наибольшую ценность представляют те рейтинги, которые имеют наибольшую эволюционную перспективу. Не исключено, что после достижения насыщения само направление рейтингования изменится.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ КАК МЕРА ФИНАНСОВОГО РИСКА

Включение России в мировую экономику — неизбежный исторический процесс, требующий прозрачности хозяйственной деятельности организаций и предприятий в рамках сформировавшихся стандартов предоставления и распространения экономической информации. Независимые оценки финансового и производственного состояния, а также изменения состояния предприятий, банков, страховых и инвестиционных и пенсионных фондов, других компаний важны для повышения уровня доверия к ним партнеров и клиентов, оценки возможностей инвестиций внутри страны и за рубежом.

5.1. КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ В РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ

В современной экономической системе кредитные рейтинги стран, регионов, организаций и предприятий стали важным информационным средством, инструментом установления и поддержания деловых отношений в рамках хозяйственной деятельности, регулирования делового общения. Возникновение рейтингов вызвано многообразием институтов мирового и регионального хозяйства, ростом не только количества компаний и финансовых инструментов, но и связей между ними, необходимостью развивать экономические отношения между странами, регионами, отраслями, секторами бизнеса.

Многообразие субъектов и отношений между ними потребовало создания простой, понятной и общепризнанной шкалы, позволяющей оценить финансовое состояние и тенденции развития субъектов. Различные подходы к решению такой задачи породили разнообразные методики рейтинговых оценок, которые представляют на рынок рейтинговые агентства. В современном понимании рейтинг — комплексная оценка состояния субъекта,

которая позволяет отнести его к некоторому классу или категории. С этой точки зрения рейтинг выполняет функцию преобразования большого объема информации в публичное мнение относительно классификационной группы, к которой относится субъект.

Назначение кредитных рейтингов

В деловом сообществе система рейтингов играет ключевую роль при оценке уровня финансовой надежности партнеров. Рейтинги в компактной форме дают оценку состояния и тенденций изменения кредитоспособности хозяйствующих субъектов, играя роль индикаторов для принятия решений, установления и поддержания деловых отношений. Текущий уровень рейтинга и динамика его изменения служат сигналами для сохранения, расширения или свертывания взаимосвязей.

Рыночная экономика дала хозяйствующим субъектам самостоятельность и возможность выбора, но при этом возросла цена ошибок управленческих решений. Для принятия решения в новых условиях при дефиците объективной информации необходима независимая оценка, полезно мнение независимого эксперта. Эту роль выполняют рейтинговые агентства, публикуя рейтинги экономических субъектов. Формируется система рейтингов, структурированная по региональному и предметно-отраслевому признакам.

Несмотря на то что рейтинги являются только мнением рейтингового агентства, они могут использоваться как один из срезов информации при принятии решений о масштабах и сроках кредитования субъектов, установлении соответствующих процентных ставок по предоставляемым кредитам, определении масштабов и характера инвестиций в развитие и поддержание производства и уровня риска финансовых вложений, вообще при оценке перспективности деловых отношений. Рейтинг не единственный, но достаточно значимый источник относительно оцениваемой компании.

Общая задача создания, формирования, обновления и представления рейтингов включает разделение субъектов хозяйствования на группы по ряду формальных и неформальных признаков. Направления создания и развития систем рейтингов охватывают основные составляющие процесса воспроизводства и товарно-денежных потоков в экономической системе:

- производство (добывающие, промышленные, транспортные предприятия, связь и другие отрасли);
- финансовую сферу (потоки денежных средств, проходящие через банки, страховые организации, фондовые рынки и др.);
- товарные рынки, на которых потоки товаров и услуг замыкаются на потребителе и должны обеспечиваться платежеспособным спросом.

Для создания системы рейтингов проводятся мониторинг и обработка значительных массивов экономической информации. Результаты анализа деятельности субъектов экономики или групп выражаются комбинацией символов, характеризующих состояние хозяйствующего субъекта и ожидания на перспективу, как цвет и мигание светофора ориентируют водителя на дороге.

Особую популярность приобрели рейтинги различных финансовых услуг. Согласно данным Института мировой экономики Адама Смита, первенство по прибыльности в ряду легализованных видов бизнеса на мировом рынке принадлежит именно сфере финансовых услуг. В экономически развитых странах их более 700 разновидностей.

Важной особенностью финансовых услуг можно назвать их нематериальность. Финансовая услуга не осуществляется до ее получения, поэтому основной проблемой для потребителя становится разница между ожидаемым и реально полученным результатом. Поэтому сразу нельзя оценить или сравнить качество оказанных финансовых услуг. Сравнить можно только ожидаемые и полученные выгоды. Для оценки возможных выгод или потерь клиента и предназначен такой вид услуг, как рейтинг. Он помогает клиенту оценить уровень риска покупки при потреблении услуги.

История деятельности рейтинговых агентств начинается с XIX в. Шкалы, которые используют рейтинговые агентства, практически совпадают [10]. Первые кредитные рейтинги были опубликованы агентством Moody's (основатель — John Moody, 1868—1958) в 1909 г. применительно к облигациям американских железных дорог. Рейтинг представлял собой независимую оценку, помогающую инвесторам в принятии решений с учетом рисков. Агентство использовало упорядоченную символьную шкалу (от Aaa до C). Ее применял ряд фирм для оценки кредитов в конце 1800-х гг. В настоящее время она служит стандартом для обозначения рейтингов. Агентство в 1900 г. опубликовало руководство по вложениям в ценные бумаги на основе статистической информации.

Рейтинговое агентство Standard & Poor's (далее — S&P) было основано в 1941 г. в результате слияния двух корпораций: Standard Statistics и Poor's Publishing Company (в 1966 г. Standard & Poor's приобрела корпорация McGraw-Hill, Inc.). В 1916 г. Standard Statistics стала присваивать кредитные рейтинги корпоративным облигациям, а вскоре и рейтинги суверенных долговых обязательств. Начало бизнеса агентства относят к 1860 г., когда Генри Варнум Пур (Henry Varnum Poor) начал публиковать сборник финансовой информации, в которой остро нуждались европейские инвесторы в проекты по созданию инфраструктуры в Америке.

Рейтинговое агентство Fitch Ratings (далее — Fitch) берет начало от Fitch Publishing Company, основанной John Knowles Fitch в 1913 г., которая публиковала рейтинги в дискретной шкале (от AAA до D) с 1924 г. После серии слияний (IBCA Limited, 1997; Duff & Phelps, 2000; рейтинговый бизнес компании Thomson BankWatch, 2000) Fitch стало одним из трех ведущих международных рейтинговых агентств.

Одна из особенностей деятельности мировых рейтинговых агентств состоит в том, что они специализируются на присвоении рейтингов, в том числе странам, крупным городам и регионам, ведущим банкам и компаниям. Вслед за США система национальных рейтинговых агентств была создана в Канаде, Европе, Австрии, Австралии, Латинской Америке.

В развитых странах рейтинговые агентства формируют и поддерживают систему рейтингов экономических субъектов исходя из запросов рынка, оказывают влияние на деловой климат заинтересованных стран, регионов, отраслей. Это превращает рейтинговые агентства в инструмент влияния, который при определенных условиях способствует проведению той или иной экономической политики.

Особое место отводят рейтингам в развивающихся странах. Для развития экономики, привлечения ресурсов в реальный сектор необходимо повышение информационной прозрачности рынка финансовых услуг, реального сектора экономики. В этой связи рейтинги играют важную роль в информационном обслуживании хозяйствующих субъектов.

Для крупных предприятий и организаций такие оценки в совокупности с оценками собственных аналитических подразделений вполне могут использоваться для принятия управленческих решений. Роль рейтингов в информационном обслуживании предприниматель-

ской деятельности становится все более значимой для предприятий среднего и малого бизнеса, поскольку масштабы их деятельности не всегда позволяют проводить самостоятельное оценивание контрагентов.

Рейтинговые агентства России только начинают движение к достижению того уровня авторитета, которым давно обладают зарубежные рейтинговые агентства. От попыток создать и внедрить методики до завоевания международного признания потребует долгая практика. Вместе с тем адекватное представление состояния отечественных хозяйствующих субъектов как для страны, так и для мирового сообщества формирует деловой образ не только конкретных предприятий финансового и реального сектора, но и России в целом.

Умение создать независимый деловой образ России в мировом сообществе влияет на нашу конкурентоспособность, является составляющей информационной и экономической безопасности государства. Экономически невыгодно отдавать полностью создание и поддержание собственного делового образа в чужие руки. Вместе с тем целесообразно использовать зарубежный опыт и сложившиеся, проверенные практикой методики. Поэтому отечественные рейтинговые агентства, применяя зарубежный опыт, устанавливая партнерские отношения с ведущими международными агентствами, могут рассчитывать на региональный успех.

Таким образом, рейтинги выполняют информативную функцию, помогают выработать долгосрочную стратегию. И, что не менее важно, рейтинги учат работать открыто и прозрачно. Кроме того, получение рейтингов более высокого уровня просто выгодно. Повышение уровня рейтинга позволяет получать более дешевые заемные средства, то есть по меньшей процентной ставке.

Существует статистическая зависимость между уровнем рейтинга и стоимостью ресурсов. Значения спреда, то есть разницы между фактическим уровнем процента для заемщика данного уровня рейтинга и процентом для первоклассного заемщика, составляют для верхнего инвестиционного уровня десятые доли процента, для верхнего спекулятивного уровня — единицы процентов, а для нижнего спекулятивного уровня — 10–20% и выше. Следовательно, имеется прямой экономический интерес получать рейтинг, повышать его и поддерживать полученный уровень. Это позволяет снизить стоимость ресурсов, необходимых для развития.

Другим фактором, тесно статистически связанным с рейтингом, является вероятность дефолта. Определяя класс (группу), к которому можно отнести компанию или финансовый инструмент, рейтинг косвенно формирует оценку вероятности невыполнения этим субъектом своих обязательств. На рис. 5.1 представлена статистика дефолтов за 1983–2002 гг. по необеспеченным пятилетним облигационным займам для различных рейтинговых классов Moody's, что позволяет по статистическим данным для каждого рейтингового класса определить соответствующую оценку вероятности дефолта [24].

Потребители рейтингов

Потребителями рейтингов стран и регионов признаются отечественные и иностранные инвесторы (например, пенсионные и инвестиционные фонды). Для них важны оценки инвестиционной привлекательности, финансовые и кредитные рейтинги страны и отдельных проектов, оценка кредитных рисков государственных и региональных долговых обязательств.

Юридическим лицам нужны рейтинги кредитоспособности предприятий, ценных бумаг.

Регионы, предприятия нуждаются в рейтинговых оценках кредитных рисков государственных и региональных долговых обязательств, устойчивости банков, других финансовых институтов, кредитных рейтингах предприятий, рейтингах ценных бумаг и инвестиционных проектов, отдельных товаров и услуг.

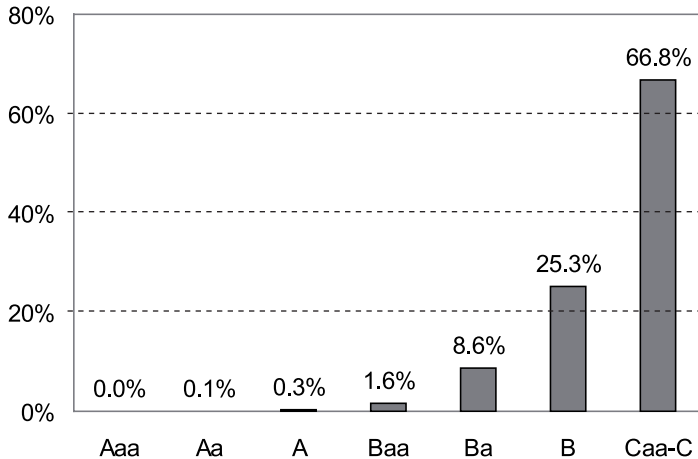


Рис. 5.1. Статистика дефолтов для пятилетних ценных бумаг в зависимости от класса рейтингов по данным агентства Moody's (1983—2002 гг.)

Физические лица интересуются оценкой ценных бумаг предприятий, оценкой надежности банков, страховых организаций, других финансовых институтов, рейтингами образовательных учреждений, организаций здравоохранения и др. Вклады населения, например, считаются важным инвестиционным ресурсом банка. И именно прозрачность банковского сектора укрепляет авторитет банков, способствует росту внутренних инвестиций.

Естественно, виды и назначение рейтингов во многом зависят от хозяйствующих субъектов и от потенциальных пользователей. Классификация рейтингов по группам потенциальных потребителей, субъектам хозяйствования и соответствующим рейтинговым продуктам представлена в табл. 5.1 [11].

Экспертная составляющая рейтинговых оценок

При необходимости выбора лицо, принимающее решение (руководитель, орган управления, гражданин и т.д.), зачастую обращается к мнению группы экспертов для получения заключения по рассматриваемому вопросу. Это может быть группа лиц, организация, в том числе рейтинговое агентство. Многие типы рейтингов, включая классический кредитный, предполагают значительный уровень экспертной составляющей, участие эксперта и (или) экспертного сообщества в выработке рейтинговой оценки.

По-прежнему актуальным является оценивание степени соответствия реальности рейтинговых и экспертных оценок. Эта проблема в последние годы достигла международного уровня. Низкое качество таких оценок, которое может быть основано на личной заинтересо-

ванности оценщиков, способно нанести существенный финансовый ущерб потенциальным потребителям.

Таблица 5.1. Потенциальные потребители рейтингов

Группы потребителей рейтингового продукта	Субъекты хозяйственного оборота	Рейтинговый продукт
Иностранные институциональные инвесторы (пенсионные фонды, инвестиционные фонды и др.)	Страны, отдельные регионы, предприятия и организации инвестиционного уровня	<ul style="list-style-type: none"> • Оценка инвестиционной привлекательности в целом и привлекательности отдельных проектов, включая анализ природных ресурсов, качества рабочей силы; финансовые и кредитные рейтинги стран и регионов в целом • Оценка кредитных рисков отдельных выпусков государственных и региональных долговых обязательств • Рейтинги кредитоспособности, структурированные по срокам и видам заимствований • Различные ренкинги и рейтинги выпускаемых ценных бумаг (акции, векселя, облигации и др.)
Российские юридические лица	Отдельные, регионы, предприятия и организации различных отраслей	<ul style="list-style-type: none"> • Оценка кредитных рисков отдельных выпусков государственных и региональных долговых обязательств • Рейтинги надежности и финансовой устойчивости банков и других финансовых институтов • Кредитные рейтинги предприятий • Различные ренкинги и рейтинги выпускаемых ценных бумаг (акции, векселя, облигации и др.) • Рейтинги отдельных инвестиционных проектов • Ренкинги по отдельным показателям, включая долю на рынке, оценка перспектив • Рейтинги отдельных товаров, продуктов, услуг
Граждане	Предприятия и организации различных отраслей	<ul style="list-style-type: none"> • Различные ренкинги и рейтинги выпускаемых ценных бумаг (акции, векселя, облигации и др.) • Рейтинги надежности банков и других финансовых институтов • Рейтинги образовательных учреждений, организаций здравоохранения, предприятий службы быта, магазинов и др. • Рейтинги отдельных товаров, продуктов, услуг

Благодаря атмосфере радужных ожиданий получения фантастических доходов, особенно для компаний «новой экономики», на фондовый рынок США в 1990-х гг. были привлечены значительные средства со всего мира. Это позволило сформировать огромный финансовый ресурс для достижения технологического превосходства в создании информационных и других перспективных технологий.

Падение фондового рынка США, особенно компаний «новой экономики», в 2000 и 2001 гг. привело к потерям инвесторов (частных лиц и нерезидентов). Публичные скандалы с обвинениями экспертов подмочили деловую репутацию сообщества аналитиков.

В феврале 2004 г. Европарламент проголосовал за создание Европейской службы по наблюдению за работой мировых рейтинговых агентств. В принятом решении отмечено, что рейтинговые агентства дают независимую оценку финансовой надежности компаний и государств, их рейтинги определяют условия предоставления им кредитов, выпуска ими акций и облигаций.

Инициаторами создания новой службы контроля стали депутаты Европарламента, которые считают, что рейтинговые агентства не смогли вовремя определить опасность финансовых трудностей и размах злоупотреблений в таких крупнейших компаниях, как Enron, WorldCom, Parmalat. В результате многочисленные инвесторы были фактически введены в заблуждение относительно положения дел в данных корпорациях. При этом отмечено, что контроль американского капитала над рейтинговыми агентствами может потенциально обеспечить определенные преимущества на рынке компаниям США из-за более благосклонного отношения к ним рейтинговых агентств.

Перечисленные проблемы в еще большей мере касаются развивающихся рынков, поскольку рынок еще недостаточно развит. Капитализация компаний недооценена по сравнению с их зарубежными аналогами. Однако требования к независимости экспертов от оцениваемых субъектов, заинтересованных в привлечении средств, дали стимул к получению объективных оценок.

Рейтинговый процесс как бизнес

Формирование рейтингов — особый вид деятельности, достаточно востребованный в рыночной экономике. Не случайно рентабельность этой деятельности высока и находится на уровне 30–40% для мировых лидеров. Положения Базель II [23] усилили интерес к рейтингам, их моделям, внутренним системам рейтингов, поскольку Базельский комитет предлагает банкам устанавливать нормы резервирования под возможные потери по ссудам в зависимости от рейтинга заемщика.

Вместе с тем рейтинговые агентства не несут юридической ответственности за свои выводы, а регулирующим элементом их деятельности является репутационный капитал. В то же время различные органы надзора устанавливают правила, регулирующие финансовую деятельность в зависимости от рейтингов. То есть рейтинги помимо инвестиционных оценок имеют функцию своеобразного лицензирования (порог допустимости к определенным операциям и ресурсам, консалтингу и т.п.), что предопределяет особый интерес к ним со стороны не только инвесторов, но и государственных органов.

Международные рейтинговые агентства в качестве основных принципов оказания рейтинговых услуг указывают независимость оценок, публичность, доступность, коллегиальность, интерактивность, конфиденциальность информации, использование рейтинговых шкал, обеспечивающих сравнение эмитентов. Рейтинговый подход требует учета и анализа внутренней информации о рейтингуемой организации. В основу методологии проведения рейтингового исследования положены классификация существенных факторов и определение количественных оценок факторов риска, присущих оцениваемым эмитенту или выпуску долговых обязательств.

На развивающихся рынках сам факт заказа компанией рейтинга косвенно свидетельствует о ее транспарентности. Наличие пусть не слишком хорошего рейтинга воспринимается рынком лучше, чем отсутствие рейтинга, так как неопределенность — негативный фак-

тор [10].

В 1975 г. Комиссия по ценным бумагам США (SEC) стала назначать некоторые рейтинговые агентства как «национально признанные статистические рейтинговые организации» (NRSRO). Первыми в список были включены три крупнейших рейтинговых агентства. Существование этого списка является одним из объяснений того, что количество рейтинговых агентств невелико, несмотря на высокую рентабельность этого бизнеса. Другой важный фактор: рынок предпочитает стандартизованные рейтинги и агентства с устоявшейся репутацией.

Различные органы надзора устанавливают правила, регулирующие финансовую деятельность в зависимости от рейтингов. Например, в 1931 г. Федеральная резервная система США запретила банкам вкладывать деньги в облигации с рейтингом ниже инвестиционного уровня. Инвестиционные компании и фонды имеют право использовать финансовые инструменты с оговоренным в инвестиционной декларации минимальным рейтингом, который для многих из них находится на инвестиционном уровне BBB по шкале S&P. Базельский комитет предлагает банкам устанавливать нормы резервирования в зависимости от рейтинга заемщика.

До начала 1970-х гг. большинство рейтинговых агентств зарабатывали, продавая свои рейтинги потенциальным держателям облигаций (инвесторам). Однако с 1970 г. Moody's и Fitch стали брать деньги с эмитентов за выставление рейтинга выпуску облигаций. Через несколько лет их примеру последовало S&P.

В настоящее время Moody's и S&P присваивают и публикуют рейтинги всем выпускам корпоративных облигаций, зарегистрированным Комиссией по ценным бумагам США (SEC), на основе только публично доступной информации (рейтинги без запроса). В то же время по запросу эмитента после оплаты услуг агентства проводят более детальный анализ состояния эмитента с учетом конфиденциальной информации (рейтинг по запросу).

Так как за получение рейтингов платят компании, получающие его, рейтинговые агентства подвергаются критике из-за возможного конфликта интересов. Рейтинговые агентства объясняют эффект более низких рейтингов без запроса консервативным подходом к выставлению рейтинга, основанного на неполной информации о компании. Широко известны случаи, когда рейтинговые агентства не смогли вовремя предвидеть события, имевшие серьезные экономические последствия: крупнейший финансовый кризис в Азиатском регионе, России и ряде других развивающихся стран (1997–1998 гг.), банкротства компаний Enron, WorldCom, Parmalat, Arthur Andersen, дефолты по низкокачественным ипотечным ценным бумагам (2007–2008 гг.).

В середине 2008 г. три ведущих мировых агентства, рейтинговые облигации, — Moody's, Fitch и S&P сделали первый шаг к фундаментальному изменению бизнеса рейтингования. В рамках соглашения с генеральным прокурором штата Нью-Йорк эти агентства будут взаимно проверять методы взимания комиссии за рейтинги по непервоклассным ипотечным облигациям, что должно помочь инвесторам в обнаружении случаев неадекватных оценок.

Важным фактором, частично объясняющим возникающие у рейтинговых агентств проблемы для своевременного предсказания дефолтных случаев, является следование методологии *through-the-cycle*, ориентированной не на сиюминутное состояние компании, а на ее среднесрочную перспективу. Это соответствует и потребностям инвесторов: слишком частое изменение рейтингов вынуждало бы их часто пересматривать инвестиционный портфель,

что в свою очередь приводило бы к дополнительным издержкам и неуверенности рынка.

Основным фактором, гарантирующим объективность рейтинговой оценки, является рыночная репутация самого агентства и уровень доверия к нему, что потенциально стимулирует агентства к объективности. Рейтинговые агентства принимают меры для повышения уровня доверия к ним: юридические отношения заказчика с рейтинговым агентством и взаимодействие с его аналитиками организационно разделены, финансовые отношения унифицированы и не зависят от результатов рейтингования.

Рейтинговые агентства стремятся также вызвать доверие клиентов за счет подробного представления своего рейтингового процесса, публикуют в последнее время детальные методики составления рейтингов. В методиках указано, какие факторы и с какими весами учитывает агентство в выставлении рейтинга. Однако по каждому из факторов оценку выставляют эксперты агентства. Поэтому, несмотря на открытость методики, ее невозможно воспроизвести. Это связано как с факторами конкуренции между агентствами, так и с использованием конфиденциальной информации клиентов при формировании рейтингового заключения.

Обеспечение доступности к рейтинговым заключениям может осуществляться как на безвозмездной, так и на платной основе. В то же время целые группы отечественных потенциальных потребителей рейтинговых продуктов сегодня испытывают острый дефицит в информации. Происходит это, с одной стороны, из-за медленного развития самого рейтингового пространства России, а с другой — в силу недоступности рейтинговых ресурсов для пользователей, их недостаточной информированности. Кроме того, ряд рейтингов имеет слишком большие интервалы актуализации, что не всегда практически приемлемо в силу высокого уровня изменчивости условий деятельности. Прогнозные модели пока используются мало.

Таким образом, рейтинги являются важнейшей составляющей в области деловой информации, они нужны для поддержания уровня доверия в бизнесе, а также в качестве индикатора перспективных направлений размещения финансовых ресурсов, вложения инвестиционных потенциалов. Хотя их оценки далеко не всегда сопоставимы и представляют собой набор мнений, в совокупности с собственными оценками компаний они могут быть использованы для принятия управленческих решений.

Методы формирования рейтингов

Объекты рейтингования относятся к самым разным сферам деятельности. Система показателей включает как объективные показатели, так и экспертные оценки. На практике под рейтингом и сейчас часто понимают именно определение положения субъекта относительно других субъектов, то есть ранжирование по лексикографическому признаку. Цель определения и публикации такого рейтинга, а по сути ренкинга, заключается в том, чтобы осуществить определенную ранжировку сходных явлений по какому-то конкретному признаку, порой с добавлением нескольких других важных показателей, иногда с представлением динамики их изменения по сравнению с другой датой (квартал, полугодие, год). По своей сути это «фотография» только части рассматриваемого субъекта на данный момент времени.

Рейтинг означает отнесение хозяйствующего субъекта к некоторому классу или категории. Причем несколько субъектов с одинаковым рейтингом вовсе не обязательно ранжированы по какому-либо признаку. Просто их положение признается одинаковым, равноправ-

ным. Рейтинг — это комплексная оценка состояния субъекта, в которой используется совокупность многих показателей, далеко не всегда формализуемых. Рейтинги хозяйствующих субъектов принято ограничивать рейтингом страны.

Как уже отмечалось, существуют дистанционные методы формирования рейтингов, основанные на публичной информации и бухгалтерской отчетности, и инсайдерские (очные), предполагающие доступ к исследованию внутренней деятельности субъекта. Классификация хозяйствующих субъектов представлена на рис 2.1.

Мониторинг и оценка состояния, тенденций и перспектив развития секторов экономики — производства товаров и услуг, финансовой системы, товарных рынков — позволяют анализировать деятельность субъектов экономики и групп субъектов с разбиением по регионам, отраслям, федеральным округам, стране в целом.

Результаты анализа при публикации рейтинга субъекта выражают комбинацией символов. В рейтинговых отчетах этим символам соответствуют подробные расчетные или экспертные обоснования для помещения в соответствующую группу, назначения стабильной, положительной или негативной тенденции на перспективу.

Международные агентства применяют собственные шкалы оценки, которые несколько отличаются друг от друга. При этом выделяются три категории кредитных рейтингов: аутсайдерские, спекулятивные и инвестиционные. В группе аутсайдеров Россия находилась после дефолта. Затем такой рейтинг получила Аргентина. По значениям этих рейтингов можно судить о том, что платежеспособность существенно зависит от благоприятности экономических условий.

Спекулятивные рейтинги показывают инвестору, что краткосрочная платежеспособность вне опасности, но существуют риски изменения внешних экономических условий. Инвестиционный рейтинг от BBB- (Вaa3 у Moody`s) и выше означает, что экономические изменения не отразятся на платежеспособности, то есть в субъекты с такими рейтингами можно вкладывать деньги, а в остальных случаях это рискованно или даже опасно. Российские рейтинговые агентства вынуждены применять собственные шкалы оценки, поскольку по международным представлениям рейтинги хозяйствующих субъектов-заемщиков принято ограничивать рейтингом страны.

Производство и публикация рейтингов

Комплексные рейтинги инвестиционной привлекательности стран публикуют журналы Euromoney, Fortune, Economist. Журнал Euromoney дважды в год оценивает инвестиционный риск и надежность стран мира по девяти группам показателей, которые определяют экспертным или расчетно-аналитическим путем. Методику модифицируют при изменении конъюнктуры мирового рынка.

Финансовые и кредитные рейтинги стран являются ориентирами для портфельных инвесторов. Такие рейтинги выпускают международные агентства Moody`s, Standard & Poor`s, Fitch Ratings. Оценка конкурентоспособности стран дают эксперты Мирового экономического форума и Мирового банка. В сложившейся международной практике оценки инвестиционной привлекательности регионов и городов ограничены страновым рейтингом.

Экономический рост, успешное развитие экономики России после кризиса 1998 г. находят международное признание, которое отражается, в частности, в повышении ее рейтинговых оценок. Это выразилось в повышении рейтинга с аутсайдерского уровня после кри-

зиса до инвестиционного уровня к началу 2004 г. Следует отметить, что создание рейтинга субъекта, например банка, представляет собой весьма трудоемкий и дорогостоящий процесс, который осуществляется, как правило, по заказу самого субъекта, заинтересованного в предъявлении авторитетной независимой оценки своей деятельности.

Ренкинги по одному — трем показателям позволяют обратить внимание читателя на волнующую всех проблему и не углубляться в существо проблемы стабильности и надежности субъектов. В итоге создается не рейтинговый продукт, а принудительно навязанная услуга, чтобы вызвать повышенный интерес к данному органу печати. Примерами таких ренкингов служат публикации в журналах «Компания», «Деньги», «Профиль».

Особняком стоят списки, участие в которых для банка добровольно. Распространяются они по подписке, в специализированных изданиях и ориентированы на профессионалов. Это исследования Информационного центра «Рейтинг» и агентства «Интерфакс» (по МСФО), публикация «Экспертом РА» крупнейших компаний России. Сюда же можно отнести публикуемый лондонским журналом The Banker список Top-1000 крупнейших банков мира.

5.2. РЕЙТИНГОВАЯ ШКАЛА ДЛЯ ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ

Возникновение такого рыночного продукта, как рейтинг, вызвано потребностью оценки и контроля надежности партнеров в процессе ведения бизнеса. Объем информации, собранной в отчетности, столь велик, что для установления и поддержания должного уровня делового доверия, оценки финансовой стабильности, платежеспособности партнеров и конкурентов необходима сжатая и удобная для восприятия оценка результатов их деятельности и ожидаемых перспектив.

Технологические основы формирования рейтинга

Рейтинг по своей сути выполняет функцию преобразования больших объемов информации в мнения и рекомендации, которые могут использоваться при принятии решения. Создание, поддержание и предоставление рейтингов обеспечиваются определенной технологией преобразования больших объемов информации в компактную форму рейтинговых оценок — рекомендации деловым партнерам.

Формирование рейтинга предполагает создание модели хозяйствующего субъекта. В этой модели должны быть представлены основные денежные и материальные потоки субъекта (сбалансированные на входе и выходе системы), характеристики масштабов его деятельности. Также должны быть отражены все отношения субъекта с окружающей средой, которые в той или иной степени влияют на состояние субъекта. На основе такой модели выбираются показатели, отражающие подлежащие контролю свойства субъекта в соответствии с уровнем их важности, степенью влияния на динамику состояния, уровнем безопасности хозяйственной деятельности. Далее определяются источники информации, мониторинг которых позволит получать необходимые показатели на регулярной основе и обеспечивать полноту и достоверность анализа состояния субъекта и тенденций его развития. Классификация состояний по уровню финансовой устойчивости, кредитоспособности — основа шкалы рейтинга.

Технология формирования рейтинга включает несколько компонентов.

1. Создание модели состояния и поведения хозяйствующего субъекта. Она должна отра-

жать основные потоки денежных и материальных средств, а также связи между ними, влияющие на финансовую устойчивость субъекта.

2. Формирование на основе модели показателей финансовой устойчивости:

- обеспечение необходимых и достаточных индикаторов финансовой устойчивости и функциональной надежности деятельности субъекта;

- определение пороговых значений индикаторов, характеризующих допустимый уровень показателей;

- разделение области значений показателей на классы, характеризующие уровни финансовой устойчивости субъекта, формирование на этой основе рейтинговой шкалы.

3. Установление источников информации, обеспечивающих получение необходимых показателей с заданной периодичностью:

- получение необходимых информационных материалов на регулярной основе, включая доступную финансовую отчетность, проведение мониторинга других источников существенной финансовой информации;

- создание баз данных, обеспечивающих хранение, накопление, поддержание и обновление информации, расчет необходимых показателей, например, путем группировки однородных счетов бухгалтерской отчетности.

4. Определение уровня финансовой устойчивости и кредитоспособности субъекта на основе анализа полученных показателей с привлечением других источников информации, экспертных оценок.

5. Отображение оценки состояния субъекта на рейтинговую шкалу, где каждая рейтинговая градация соотнесена с рекомендациями по ведению деловой политики.

6. Присвоение субъекту рейтинга (кредитоспособности, инвестиционной привлекательности, финансовой стабильности и т.д.) с учетом тенденций и ожидаемых перспектив повышения или понижения рейтинговых оценок связанных сторон.

7. Распространение рейтинга как информационного продукта в форме:

- предоставления заказчику рейтинга соответствующего отчета и заключения для предъявления, например, потенциальным инвесторам;

- публикации в печатных и электронных средствах массовой информации.

Модель описания хозяйствующего субъекта

Для математического и аналитического обеспечения поддержки формирования рейтинга требуется создать модель описания потоков всех величин, которые представляют работу рассматриваемого субъекта, критически влияют на его поведение. Такие модели предназначены, в частности, для определения состава показателей, характеризующих поведение субъекта, обладающих свойствами необходимости и достаточности. Необходимость означает, что выбранные показатели обеспечивают контроль всех важных понятий и величин, отражающих существо деятельности субъекта и влияющих на его финансовую устойчивость. Достаточность означает, что каждый из выбранных показателей описывает свою часть, сторону деятельности субъекта, которую не описывают другие показатели. Это требуется для определения и исключения избыточных показателей, включение которых в модель не приводит к существенному изменению оценки его состояния и рейтинговой оценки.

Как отмечалось выше, в определении рейтинга речь идет об оценке состояния субъекта, а не об упорядочении группы субъектов по некоторому ранжиру. Оценка состояния всегда

предполагает сравнение с некоторой точкой отсчета. При этом могут использоваться два подхода к анализу:

- сопоставление с аналогичными субъектами данного типа, которые действуют в аналогичных обстоятельствах (текущее состояние системы, все субъекты которой действуют, например, в условиях роста или дефолта);
- сопоставление с абстрактным субъектом данного типа, состояние которого принимается как эталонное (при этом требуется определить, что считать эталонным состоянием субъекта).

При сопоставлении с аналогичными субъектами предполагается, что существует некоторое среднее состояние субъекта, которое соответствует безопасной и эффективной деятельности при сложившихся условиях в экономике. При сопоставлении с идеальным субъектом предполагается, что существует абстрактная (возможно, формализованная математическая) модель, которая задает требования к деятельности субъекта, обеспечивающие стабильность (безопасность в смысле выполнения обязательств) и эффективность (необходимое условие получения прибыли от вложенных средств).

Выбор показателей

Состояние хозяйствующего субъекта выражает совокупность показателей, охватывающих и представляющих все стороны субъекта в динамике их развития. Объективно существуют реальные измеримые величины, отражающие направления и масштабы деятельности хозяйствующих субъектов, а также отношения между субъектами. Все эти показатели меняются в процессе хозяйственной деятельности.

Показатели, сформированные на основе бухгалтерской отчетности, могут являться средством отображения направлений, масштабов деятельности субъектов, связей между ними.

Значения средств различного типа в позициях плана счетов бухгалтерского учета для хозяйствующих субъектов (планы счетов отличаются для предприятий, банков, страховых организаций и т.д.) на данную отчетную дату (за данный период) определяют положение субъекта на его траектории движения в пространстве экономических состояний.

Основной единицей измерения считается денежная единица, выраженная валютой той страны, в которой расположен хозяйствующий субъект. В России — российский рубль, в транснациональных компаниях или для бизнеса, ориентированного преимущественно на внешний рынок, — как правило, доллар США. Показатели, выраженные в иностранной валюте, в финансовой отчетности пересчитываются в национальную валюту на каждую дату по соответствующему курсу. Неудобство валюты в качестве единицы измерения состоит в значительных изменениях реальной стоимости валют (относительно друг друга и их энергетического эквивалента) в течение периода анализа состояния субъекта.

Регулярной основой для контроля надежности собственного предприятия (организации) и партнеров являются постоянный мониторинг и анализ отчетности, которая играет роль системы координат в пространстве деловой информации. Необходимо сравнивать изменение сформированных показателей (индикаторов) с их заданными предельными значениями — критериями экономической безопасности — и принимать соответствующие решения при выходе значений тех или иных критериев за безопасные пределы. Такими решениями могут быть снижение лимитов на уровни доверия к партнеру (например, лимитов по межбанковским кредитам для банков-контрагентов), поиск новых партнеров в целях диверси-

фикации контактов, отказ от сотрудничества (переход на обслуживание в другой банк, другую страховую организацию, выбор других поставщиков) и т.д.

Факторы влияния на надежность хозяйствующего субъекта

Финансовая отчетность является важнейшим, но не единственным источником информации. Анализ отчетности, естественно, может дополняться другими источниками, включая сведения, полученные при непосредственном обследовании субъекта рейтингования. Надежность хозяйствующего субъекта зависит от множества различных факторов. Условно их можно разделить на внешние и внутренние (экзогенные и эндогенные).

К внешним относятся факторы, обусловленные воздействием внешней среды на субъект (состояние финансового рынка, национальной и мировой экономики, политический климат в стране, а также форс-мажорные обстоятельства). Важнейший фактор — состояние конъюнктуры, определяющее динамику спроса и предложения на производимые субъектом товары и услуги, включая финансовые услуги. Если действие внешней среды относительно стабильно, то состояние субъекта определяется внутренним (эндогенным) положением.

К внутренним относятся факторы, обусловленные состоянием финансов субъекта, его производственных мощностей, профессиональным уровнем персонала.

Вероятность неблагоприятного влияния конкретных факторов или их комбинаций на надежность хозяйствующего субъекта, например банка, характеризуется рисками. Под риском понимается угроза потери части своих ресурсов, недополучение доходов или производство дополнительных расходов в результате внедрения новых технологий, проведения финансовых операций (размер возможных потерь определяет уровень рискованности этих операций). Риски появляются вследствие несоответствия прогнозов реальным событиям. Далее рассмотрим финансовые риски, опуская технологические, производственные, экологические и ряд других.

Риски сложно классифицировать по факторам, их вызывающим, поскольку проявлению рисков способствует воздействие совокупности как внешних, так и внутренних факторов. Например, причиной роста риска ликвидности может быть не только невозможность оперативного привлечения денежных ресурсов, но и ошибки в планировании, некомпетентность персонала, низкое качество кредитного портфеля (угроза невозврата большой доли выданных кредитов). Наиболее важными группами финансовых рисков являются:

- риск ликвидности;
- кредитный риск (включая процентный, страновой, валютный);
- рыночный риск (включая страновой, валютный, изменения конъюнктуры рынка);
- операционный риск.

Риск ликвидности связан с потерей возможности быстро превращать свои активы в денежную форму или привлекать дополнительные ресурсы в достаточном объеме для оплаты предъявляемых обязательств.

Кредитный риск обусловлен возможностью невыполнения заемщиком своих финансовых обязательств (невозврат долга).

Процентный риск связан с колебаниями процентных ставок на рынке. Если, например, на рынке произошло падение ставок, размещение производится под более низкий процент, а ставки по привлеченным средствам не изменились (вероятно, в силу того, что они гарантированы на весь срок действия договора), то заемщик понесет убытки (либо недополучит прибыль). Причина в том, что он будет вынужден выплачивать договорные проценты по при-

влеченным средствам в условиях более низкого процентного дохода.

Страновой риск зависит от политико-экономической стабильности стран-клиентов или стран — контрагентов, импортеров или экспортеров, работающих с данным банком. Политический риск определяют стабильность и предсказуемость политического климата в стране, уровень противостояния отдельных политических сил, возможность резкого изменения приоритетов и направления развития страны, отношения со странами-контрагентами по внешнеэкономической деятельности клиентов российских банков. Валютный риск возникает при проведении валютных операций банком и связан с возможностью денежных потерь в результате непредсказуемого колебания валютных курсов. Последние могут оказывать влияние на смежные рынки, вызывая на них приливы и отливы ресурсов.

Рыночный риск обусловлен возможным обесценением ценных бумаг. Он может возникнуть в результате колебания нормы ссудного процента, изменения прибыльности и финансового благополучия компаний-эмитентов, а также инфляционного обесценения денег.

Риск изменения конъюнктуры рынка возникает при резких и неблагоприятных изменениях на отдельных сегментах финансового рынка. Если банк имеет узкую специализацию и работает только на данном рынке, такая ситуация существенно подрывает надежность банка. Для универсальных банков потеря отдельных рынков менее болезненна, но тоже может стать причиной сбоев в их работе.

Риск форс-мажорных обстоятельств зависит от наступления событий непреодолимой силы, возникающих в результате чрезвычайных и непредотвратимых обстоятельств (например, стихийное бедствие, война, эмбарго, введение валютных ограничений, забастовки и т.д.). Частично его можно определить по таблице «Интегральная и частные балльные оценки стран мира по степени риска инвестирования и надежности деловых связей», опубликованной в журнале *Euromoney*. Одной из частных оценок является показатель вероятности возникновения форс-мажорных обстоятельств (там же приводятся показатели эффективности экономики и политического риска).

Операционные риски — риски прямых или косвенных потерь, вызванных неадекватными или ошибочными процессами, действиями персонала или информационных систем, а также внешними факторами.

Общие принципы построения шкал рейтингов

Множество значений совокупности выбранных показателей характеризует множество состояний, в которых может находиться рассматриваемый субъект. Не всегда легко установить, какие состояния можно признать финансово устойчивыми и в какой степени они устойчивы. С помощью методики формирования рейтингов из множества состояний субъекта выделяются классы достаточно близких друг к другу состояний, при которых отношения между субъектом и его партнерами допускают определенный уровень доверия. В эти классы включаются также оценка тенденций ожидаемого изменения состояния субъекта и оценка влияния предстоящих изменений на отношения субъекта с партнерами. Выделенные классы (кластеры) состояния субъекта являются основой для создания шкалы рейтинга. Шкала, по которой дается оценка состояния субъекта, является конечным продуктом преобразования исходной информации в рейтинговую оценку.

Таким образом, рейтинговая шкала представляет собой упорядоченное перечисление возможных групп оценок финансовых и производственных состояний субъекта. Каждое из

этих состояний зависит от ряда показателей его собственной деятельности, состояния отношений с партнерами и конкурентами, окружающей экономической среды в данной стране и в мировом хозяйстве.

На состояние рассматриваемого субъекта влияют также трудно формализуемые параметры, например качество управленческого персонала, уровень его подготовки, ориентация на достижение результата, выполнение миссии предприятия (если сама миссия вообще сформулирована) и т.д.

Рейтинговая шкала, как правило, ограничивается не очень большим удобным для пользователя количеством состояний (классов), в которых проводится детализация по более мелким уровням, а также указываются ожидаемые тенденции изменения тех или иных сторон деятельности рейтингуемого субъекта на перспективу.

Типовым для международных рейтингов, да и для многих национальных, считается построение иерархических шкал, предусматривающих несколько уровней детализации оценки. Обычно выделяется три-четыре уровня, причем детализация добавляет некоторые атрибуты к классификации предыдущего уровня. Конкретные примеры будут приведены ниже. Здесь же рассмотрим возможную классификацию групп первого уровня. Для этого вводится нотация для групп в виде букв латинского алфавита, упорядоченная лексикографически по убыванию стабильности (надежности). Сопоставление классов рейтингов международных агентств и их описание приведено в табл. 2.1.

Кредитные рейтинги имеют статистическую связь с оценками рисков через одну из основных рисковых характеристик — вероятность дефолта. Поддержание в актуальном состоянии статистических данных о вероятности дефолта в зависимости от рейтингового класса — одна из задач рейтингового агентства. В частности, международные рейтинговые агентства накопили не только значительный опыт, но и обширный статистический материал по дефолтам, который наглядно свидетельствует об отличиях реальных кредитных потерь по обязательствам, имеющим инвестиционные и спекулятивные рейтинги.

5.3. КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ В РОССИИ

В России рынок рейтинговых услуг все еще находится в стадии формирования. В то же время развитие фондового рынка, выход на него все большего числа промышленных предприятий, страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов рождает спрос на рейтинговую продукцию.

Имиджевый сегмент данного рынка, который не имеет явно выраженного финансового рыночного характера, — это страновые рейтинги. Их производство и публикация работают на авторитет агентства, демонстрируют его уровень, особенно когда выставленные значения рейтингов подтверждает жизненная практика. Это привлекает заказчиков из числа хозяйствующих субъектов, которые готовы платить за такие услуги для получения потенциально более дешевых заемных средств на международных рынках капитала.

В коммерческом сегменте в настоящее время наиболее развитым сектором использования рейтинговых продуктов в России считаются банки. Этот сектор обеспечен платежеспособным спросом крупнейших банков, заинтересованных в расширении международной составляющей своего бизнеса.

Рейтинги банков представлены рейтингами международных рейтинговых агентств и рядом рейтинговых продуктов, созданных отечественными агентствами за последние годы.

Рейтинги международных агентств к началу кризиса имели около 150 российских банков. Традиционная рейтинговая процедура предусматривает обследование и анализ внутренней банковской информации. Следует отметить, что при снижении странового рейтинга автоматически снижаются и максимально возможные рейтинги банков, даже наиболее успешно развивающихся.

В отличие от банковских рейтингов рейтинги других финансовых институтов, включая страховые компании, инвестиционные, паевые, пенсионные фонды, сегодня на рынке представлены меньше.

На внутреннем рынке рейтинги и ренкинги компаний топливно-энергетического комплекса, банков, других предприятий, ценные бумаги которых представлены на фондовом рынке, регулярно публикуются в средствах массовой информации. Цель таких публикаций — скорее привлечение читателей в условиях жесткой конкуренции, а не создание рейтинговых продуктов. Данный вывод косвенно подтверждается тем, что каждое издание публикует результаты как свое собственное исследование без упоминаний о конкурентах. Если пять — семь лет тому назад рейтинги хозяйствующих субъектов не были достаточно распространены, то к 2007—2008 гг. в этом направлении наметился бум.

Можно отметить несколько волн роста интереса к рейтингам в России. На начальном этапе становления рыночных отношений рейтинги были данью мировой моде. Преобладали ренкинги и их модификации. Основными объектами рейтингования были банки в силу их большего регламентирования. Определенным стимулом стал приход международных рейтинговых агентств и рейтингование ими России начиная с 1996 г. Эти возможности, по сути в тестовом режиме, были востребованы вплоть до 1998 г., когда в результате финансового кризиса обанкротился ряд банков, имевших международные рейтинги и входивших в российский Топ-20.

В связи с активизацией деятельности международных агентств роль российских рейтинговых агентств в середине десятилетия несколько снизилась. Вместе с тем в ряде случаев отечественные агентства по-прежнему играют значимую роль. В частности, это агентства «Эксперт РА», «Рус-Рейтинг», НРА, а также АК&М, ИЦ «Рейтинг», ИА «Мобиле».

Отечественные рейтинговые агентства ориентируются преимущественно на компании со средним объемом продаж, поскольку при меньшем объеме отсутствует потребность в рейтинге, а крупные компании попадают в зону интересов международных агентств. Кроме того, международные рейтинговые агентства в России пока еще не работают с некоторыми типами финансовых компаний (например, негосударственными пенсионными фондами и депозитариями). Постепенно увеличивается количество рейтингов международных агентств по российской шкале (количество рейтингов агентства Moody's Interfax за последнее время превысило 100).

Россия оказалась в группе аутсайдеров после дефолта 1998 г. С 2000 г. страновые рейтинги находились на спекулятивном уровне, а с конца 2004 г. — на инвестиционном (сначала — по версии агентства Moody's, в настоящее время — по версии трех основных международных агентств).

В последние годы вместе с позитивным развитием экономики страны повышаются рейтинговые оценки российских компаний. Стимулом для развития стали возможности зарубежных заимствований, в том числе для промышленных предприятий, и получение инвестиционного рейтинга Россией. Одним из определяющих факторов повышения рейтингов России и российских компаний является практически полное завершение в 2006 г. выплаты

государственного долга бывшего СССР Парижскому клубу. Состояние рейтингов на начало глобального финансового кризиса и даты повышений суверенных рейтингов приведены в табл. 5.2. Динамика изменения потолка рейтинга для российских банков (рис. 5.2) свидетельствует о положительной в целом тенденции в оценке России рейтинговыми агентствами.

Таблица 5.2. Потолок российских рейтингов (июнь 2008 г.)

Агентство	Дата присвоения рейтинга	Рейтинг	
		в иностранной валюте	в национальной валюте
Standard & Poor's	Сентябрь 2006 г.	BBB+	A-
Fitch Ratings	Август 2006 г.	BBB+	A-
		Банков – Baa1.	
Moody's Investors Service	Май 2006 г.	Заимствований – A2	A2

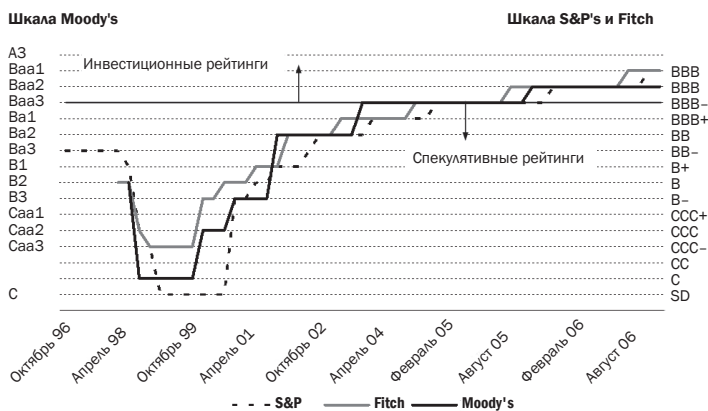


Рис. 5.2. Изменения потолка рейтингов российских банков (до 2008 г.)

Международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service объясняет повышение рейтингов до инвестиционного уровня активным экономическим ростом РФ в течение нескольких лет, улучшением макроэкономических показателей, существенным положительным сальдо платежного баланса, серьезным улучшением положения с бюджетом. Отмечается также стабильность в политической сфере, предсказуемость политики и структурных преобразований. В качестве отрицательных факторов Moody's отметило низкие результаты реализации структурных реформ, риски, связанные с предстоящими президентскими выборами 2008 г., уровнем бюджетных расходов, объемом стабилизационного фонда и ценами на нефть.

Standard & Poor's полагает, что успехи, достигнутые в повышении эффективности аппарата государственной и судебной систем, пока невелики. Агентство особое внимание уделяет политическим рискам. Оно считает, что уровень кредитных рисков в российской банковской системе остается одним из наиболее высоких в мире. Средний рейтинг российских банков не поднялся выше класса BB. Потенциальное повышение рейтингов агентство связывает с частными банками, развитием традиционной банковской культуры, особенно в

сфере привлечения вкладов, потребительского кредитования, андеррайтинга ценных бумаг и торговых операций с ними.

Присвоение России рейтинга на ступень выше минимального инвестиционного уровня позволяет выйти на российский фондовый рынок ряду иностранных инвесторов, которые имеют ограничения на операции инвестирования в ценные бумаги. Некоторые выпуски еврооблигаций российских эмитентов, в том числе банков, имеют рейтинги инвестиционного уровня, превышающие рейтинги государственных евробондов (агентство Moody's).

Определенные коррективы внес финансовый кризис. Рейтинги многих развивающихся стран, в том числе России, были пересмотрены в сторону понижения практически всеми рейтинговыми агентствами. Именно агентства Standard & Poor's и Fitch Ratings снизили в конце 2008 г. рейтинги России с уровня BBB+ до уровня BBB с негативным прогнозом, то есть на одну градацию. Эти действия агентства объясняли проблемами в банковском секторе, спадом в экономике, снижением потоков платежей по экспортным поставкам, а также использованием золотовалютного фонда (снижением на треть) при проведении мягкой девальвации рубля в конце 2008 г. — начале 2009 г., резервного фонда на покрытие разрывов в федеральном бюджете для смягчения воздействия финансового кризиса.

Число российских компаний, имеющих международные рейтинги, перед кризисом быстро росло. Количество субъектов, получивших рейтинги одного из трех международных рейтинговых агентств, увеличилось за 2003–2008 гг. в три раза (рис. 5.3).

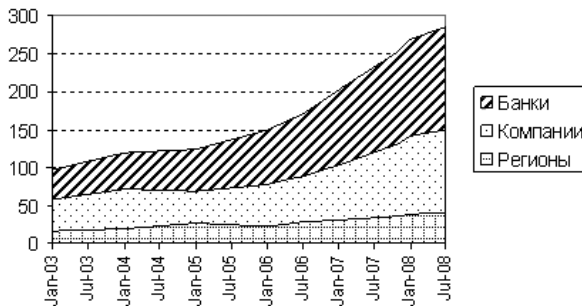


Рис. 5.3. Количество рейтингов российских хозяйствующих субъектов

Возрастает количество рейтингов у каждого из трех основных агентств (рис. 5.4). Наибольший рост наблюдается у агентства Moody's. Количество российских компаний, имеющих рейтинги Moody's, увеличилось с 2003 г. в четыре раза. Многие из этих компаний — финансовые, прежде всего банки. Их число достигло 100, что составляет около 60% присвоенных агентством рейтингов. Кроме того, из 135 российских банков и финансовых компаний, имеющих рейтинги одного из трех международных агентств, около 75% — клиенты этого агентства. У ряда компаний не один, а несколько международных рейтингов, причем на середину 2008 г. число компаний, банков и регионов, у которых имелись рейтинги всех трех основных агентств, превысило 30.

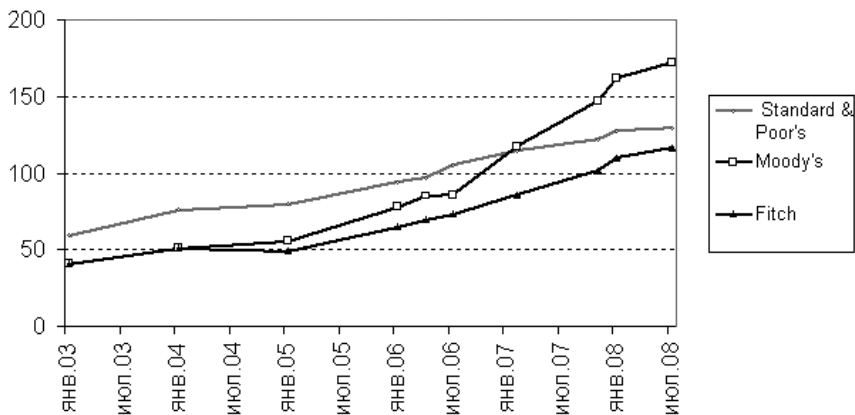


Рис. 5.4. Рост числа рейтингов, присвоенных рейтинговыми агентствами в России

Статистические данные о деятельности международных рейтинговых агентств в России (табл. 5.3) характеризуют их возросшую активность на постсоветском пространстве.

Таблица 5.3. Статистические данные по рейтинговым агентствам

№ п/п	Характеристика	Рейтинговое агентство		
		Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings
1	Количество шкал инвестиционного уровня	10	10	10
2	Текущий суверенный рейтинг России	Baa1	BBB	BBB
3	Количество градаций рейтинга России выше минимального инвестиционного уровня	2	1	1
4	Наивысший рейтинг российского банка	Baa1	BBB	BBB
5	Наивысший рейтинг выпуска ценных бумаг компаний и регионов России	A3	BBB	BBB
6	Количество российских банков, имеющих рейтинг агентства в середине 2005 г.	50	28	37
7	Количество российских банков, имеющих рейтинг агентства в 2009 г.			

Уровень рейтингов российских банков (распределение рейтингов депозитов агентства Moody's во времени (рис. 5.5) и предприятий (рис. 5.6; в единой шкале для трех ведущих агентств) сравнительно невысок.

Только четверть компаний, получивших рейтинги агентств S&P и Moody's, имеют рейтинги инвестиционного уровня. Средний уровень рейтингов предприятий находится в интервале между ВВ- и ВВ для всех трех агентств. Отечественные агентства также играют значимую роль, но в своей нише. Следует отметить снижение рейтингов российских банков и компаний в условиях кризиса на одну градацию и более.

Системы рейтингов промышленных предприятий и тем более рейтингов отдельных видов

продукции, очевидно, будут развиваться параллельно с насыщением товарных рынков, реструктуризацией и повышением конкурентоспособности отечественного производства.

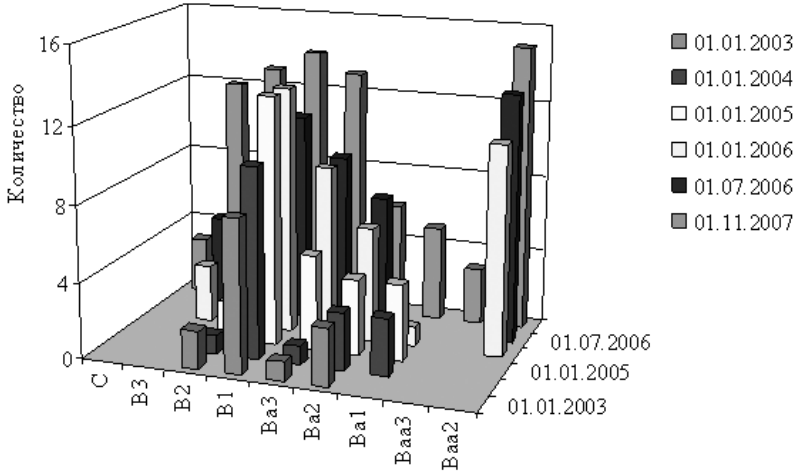


Рис. 5.5. Распределение рейтингов агентства Moody's для российских банков по градациям и во времени

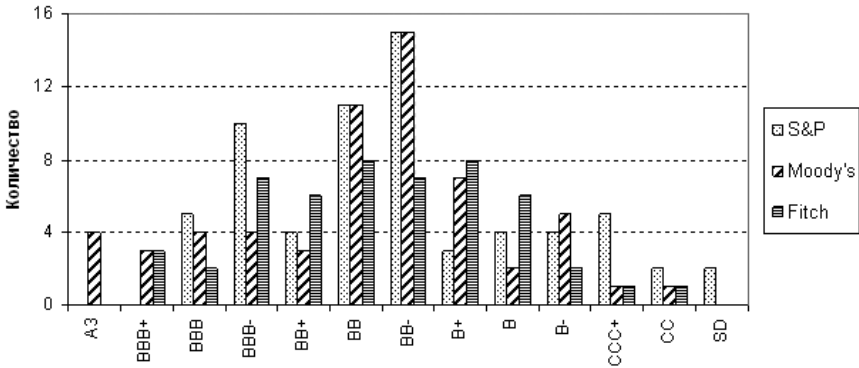


Рис. 5.6. Распределение рейтингов российских компаний по группам (январь 2009 г.)

Развитие фондового рынка также рождает спрос на рейтинговую продукцию. Такая ситуация складывалась при экономическом росте и повышении международных рейтингов России. Экономические успехи приводят к увеличению рейтингов, рост рейтингов позволяет привлекать более дешевые средства для обновления производства. Рост конкурентной способности производства способствует увеличению темпов экономического развития. А это ведет к дальнейшему повышению рейтингов. Такой взаимно поддерживаемый процесс

служит катализатором успехов на стадии роста и экономического развития. Ситуация существенно изменилась в условиях кризиса.

Использование рейтингов ограничивается тем, что далеко не все экономические субъекты имеют рейтинги (особенно в странах с развивающейся экономикой, в частности в России). Кроме того, у рейтингов слишком большие интервалы актуализации, что не всегда приемлемо из-за высокого уровня изменчивости условий хозяйственной деятельности. В этих случаях могут применяться прогнозные модели, использующие дистанционный анализ.

5.4. МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА И ОСОБЕННОСТИ ИХ МЕТОДОЛОГИИ

С 2003 г. международные рейтинговые агентства испытывают повышенную нагрузку не только в России, но и в других развивающихся странах. Рейтинговые услуги пользуются спросом как в развитых странах, так и странах с переходной экономикой. Все больше экзотических государств включаются в рейтинговый процесс. Основные рейтинговые агентства, по данным газеты The Financial Times, присваивают рейтинг примерно половине стран мира.

Определение и назначение кредитных рейтингов

В странах с развитой рыночной экономикой сложился, применяется и совершенствуется ряд методик оценки хозяйствующих субъектов, в том числе в целях их использования для присвоения рейтингов. Портфельные инвесторы при принятии решений ориентируются на кредитные рейтинги международных агентств Moody's Investors Service, Standard & Poor's и Fitch Ratings, включая страновые рейтинги и рейтинги регионов.

В формировании кредитных рейтингов есть свои особенности, конкретизирующие и дополняющие рассмотренные ранее технологии. Кредитный рейтинг — это мнение рейтингового агентства относительно общей кредитоспособности заемщика или кредитоспособности заемщика в отношении конкретных долговых обязательств, основанное на оценке факторов риска. Кредитный рейтинг представляет собой лишь информацию, которую инвесторы могут использовать при осуществлении операций с финансовыми инструментами и ценными бумагами. Он не является ни конкретной рекомендацией покупать, продавать или держать долговые обязательства данного эмитента, ни мнением о рыночной цене обязательств и инвестиционной привлекательности заемщика.

Корпоративный кредитный рейтинг не эквивалентен рейтингу конкретных долговых обязательств заемщика, поскольку не учитывает природу и обеспечение конкретного обязательства, а также его статус в случае банкротства или ликвидации эмитента, защищенность прав кредиторов по нему, кредитоспособность гарантов или поручителей, ряд других факторов.

Присваивая рейтинг, агентство относит эмитента или долговые обязательства по степени надежности к конкретному классу. При этом доверие к рейтингам обеспечивают:

- репутация агентства;
- наличие у агентства общепризнанной и доступной методики составления отчетов;
- полная независимость от государства и финансово-промышленных групп;
- различия в подходах к анализу субъектов рейтингования.

Кредитный рейтинг несет в себе ряд преимуществ как для инвесторов, так и для заемщика и финансовых посредников. Инвесторам рейтинги нужны для упрощения и удешевления процедуры анализа ценных бумаг. Рейтинг основывается не только на публичной информации, он может дать дополнительные сведения даже тем инвесторам, которые самостоятельно отслеживают бумаги. Это очень важно в российских условиях, где информационная прозрачность компаний оставляет желать лучшего. Кроме того, рейтинг позволяет сравнивать совершенно разные бумаги различных эмитентов, поскольку приводит оценку риска долговых обязательств к единому базису.

Эмитенту рейтинг позволяет обратиться к широкому кругу инвесторов, увеличивая ликвидность облигаций заемщика, а следовательно, снизить стоимость заимствований, ведь воспринимаемый инвестором риск снижается. Надо также отметить, что кредитный рейтинг дает возможность компании доказать свою кредитоспособность без раскрытия конфиденциальной информации о своей финансовой структуре.

Для финансового посредника наличие у эмитента кредитного рейтинга упрощает процесс андеррайтинга и помогает продвигать клиента на рынок.

Характеристики кредитных рейтингов

Корпоративные кредитные рейтинги (общей кредитоспособности эмитентов) и рейтинги эмитируемых ими долговых обязательств тесно взаимосвязаны. Тем не менее новым выпускам долговых обязательств, как правило, присваиваются более низкие кредитные рейтинги, чтобы отразить более высокий уровень неопределенности выполнения обязательств (чем более отдален срок исполнения обязательств, тем выше неопределенность). Напротив, долговые обязательства с сильным обеспечением (гарантии, страхование и т.п.) могут иметь более высокий рейтинг, чем рейтинг общей кредитоспособности эмитента.

Важная характеристика рейтингов — их глобальность, то есть использование как внутри отдельно взятой страны, так и на международном уровне. В связи с этим различают национальные и международные рейтинги. Основное отличие состоит в учете для международных рейтингов рисков, связанных с неплатежеспособностью суверенного государства, то есть учете прямого или опосредованного влияния этого фактора на уровень платежеспособности компании.

Кроме того, существенное значение имеют период действия рейтингов (различают кратко- и долгосрочные), а также детальность и полнота аналитических процедур и информации, лежащих в основе назначаемых рейтингов.

Поскольку значительная часть информации, предоставляемой рейтинговому агентству при подготовке рейтингов, конфиденциальна и передается исключительно в целях подготовки рейтингов, между эмитентом и агентством заключается договор, устанавливающий в том числе ограничения, обусловленные конфиденциальностью предоставляемой информации. Присваиваемый рейтинг и соответствующие аналитические комментарии публикуются первоначально только с согласия эмитента.

Основы методологии

В основе методологии проведения рейтингового исследования лежит классификация существенности и определение количественных оценок факторов риска, присущих рас-

смаатриваемому эмитенту или конкретному выпуску долговых обязательств. Агрегированная структура рисков унифицирована. Это суверенные, или страновые, риски; отраслевые, деловые и финансовые риски. При рейтинговании конкретных долговых обязательств рассматриваются риски, присущие именно этому обязательству. Анализ финансовых и деловых рисков имеет существенную специфику для предприятий различных отраслей.

В процесс рейтингового анализа, как правило, включаются следующие составляющие.

При анализе и оценке суверенных рисков рассматриваются: текущая и прогнозируемая кредитоспособность государства, прямое и опосредованное влияние неплатежеспособности государства на способность компаний выполнять свои внешние и внутренние обязательства, макроэкономическая нестабильность, сырьевая зависимость, инфляционные риски, риски обменного курса, фискальная и правовая системы, социальные вопросы, инфраструктурные проблемы, внешнеэкономическая политика, коррупция, локальные стандарты бухгалтерского учета, ценовое регулирование и др.

Отраслевой анализ предусматривает оценку текущего состояния и прогноз развития общей ситуации в отрасли, анализ государственного регулирования, определение основных характеристик отрасли (конкуренция, концентрация, диверсификация, масштабы деятельности, ценообразование, колебания спроса, зависимость от общеэкономической ситуации и состояния других отраслей, давление со стороны поставщиков и потребителей), ключевые факторы успеха и др.

При оценке деловых рисков (конкурентных позиций компании) осуществляются сравнительный анализ предприятий отрасли по ключевым факторам успеха (масштабы и диверсификация деятельности, технология, качество, себестоимость и полные затраты на производство и реализацию продукции и услуг, эффективность маркетинговой и сбытовой деятельности, ценовая и кредитная политика, доступ к потребляемым сырью, материалам и комплектующим, уровень информационных и управленческих технологий, имидж и репутация фирмы, доступ на финансовые рынки, взаимоотношения с федеральными и региональными властями), определение и ранжирование операционных факторов риска, существенных для оцениваемой компании.

Типовыми блоками методики определения рейтинга хозяйствующих объектов являются:

- диагностика корпоративной структуры;
- юридическая экспертиза;
- оценка положения компании на рынке, маркетинговая и сбытовая деятельность;
- анализ производственных мощностей и инвестиционной политики компании;
- диагностика затрат предприятия;
- анализ системы корпоративного планирования, эффективности управления и организационных проблем компании;
- диагностика системы финансового управления и учета, внутренний финансовый анализ, включающий элементы аудита и оценки бизнеса.

Основные вопросы, исследуемые в процессе оценки финансовых рисков, включают в себя финансовую политику, финансовые потоки, общую структуру активов и пассивов, основные средства, оборотные средства, финансовые результаты и рентабельность, финансовую устойчивость.

Уровень суверенного кредитного риска является одним из ведущих факторов оценки кредитоспособности отдельных банков и корпораций. Это происходит потому, что широкие полномочия и уникальные ресурсы, находящиеся в распоряжении любого национального

правительства, самым непосредственным образом влияют на состояние финансовой и деловой среды, в которой действуют экономические субъекты.

С учетом этого кредитные рейтинги компаний чаще всего находятся на уровне, не превышающем суверенный рейтинг соответствующего правительства. В тех случаях, когда эмитент получает рейтинг, превышающий суверенный, это обычно служит отражением его индивидуальных особенностей и ряда других факторов, нейтрализующих суверенные кредитные риски.

Ограничения рейтингов субъектов суверенным в сочетании с большими промежутками времени между обновлениями приводят к определенной инерционности оценок в условиях динамично меняющейся экономики. Наиболее наглядно инерционность международных рейтингов проявляется в странах с развивающейся экономикой. Банк не может получить рейтинг кредитоспособности выше, чем рейтинг страны, в которой он зарегистрирован. При падении рейтинга страны до очень низкой отметки (так, например, произошло с Россией после кризиса) дифференциация банков внутри допустимого интервала была практически невозможна. В такое время российский банк, даже использующий самые передовые банковские технологии, имеющий отлаженный менеджмент, устойчивую клиентскую базу и деловые связи, может претендовать лишь на звание «лучший среди худших». Причем только если агентство решит ввести в шкалу оценок для «худших» дальнейшие градации. Агентство присваивает рейтинги, как правило, на год. Их досрочное изменение имеет место только при наступлении особых условий (например, страновой кризис или изменение странового рейтинга). Достаточно консервативный подход характерен для всех международных рейтинговых агентств.

При анализе суверенных рисков рассматриваются как системные факторы, которые, согласно данным прошлого опыта, воздействуют на сроки и масштабы суверенных дефолтов, так и фундаментальные факторы, влияющие на кредитоспособность каждого конкретного национального правительства. Исследуются и политические, и экономические риски. Экономические риски определяют наличие у правительства возможности своевременно погашать свои долговые обязательства. Политические риски отражают степень готовности правительства платить по своим долгам.

Все эти факторы в совокупности дают наиболее общее представление о состоянии внешних расчетов страны. В частности, качественная оценка величины государственного долга может быть получена при его сравнении с годовым объемом экспорта товаров и услуг.

При анализе отраслевого риска рассматриваются такие факторы:

- стадия жизненного цикла отрасли и перспективы ее развития;
- модель цикла деловой активности и анализ состояния и перспектив отрасли;
- факторы конкурентоспособности, влияющие на отрасль, и исследование динамики каждой из конкурентных сил;
- зависимость от внешнего регулирования и вмешательств, их влияние на кредитоспособность;
- зависимость от технологических и социальных изменений.

Среди финансовых и общеэкономических факторов при определении отраслевых рисков следует выделить:

- влияние инфляции в стране;
- уровень процентных ставок;
- международное сотрудничество и проекты;

- потребительский спрос на продукты и услуги.

Применительно к банковской сфере такой анализ ориентирован на анализ стратегии развития и ее реализации, а также статистических данных о результатах деятельности сектора в целом. Особое значение имеет анализ конкуренции на рынке финансовых продуктов и услуг, в том числе в связи с приходом на российский рынок зарубежных финансовых институтов.

При анализе результатов и перспектив развития банков рассматриваются показатели деятельности в виде отчетности банка по МСФО, такие факторы, как позиция на рынке, структура собственности, стратегия и менеджмент, а также финансовые факторы. При анализе стратегии развития кредитного института проводится анализ конкурентных преимуществ, сильных и слабых сторон с учетом тенденций развития финансового сектора.

Риски конкретных обязательств компании анализируют исключительно риск, связанный с конкретными обязательствами компании. При оценке этого риска изучаются следующие факторы:

- природа и характеристика долговых обязательств;
- относительная вероятность выполнения данных долговых обязательств;
- статус данных долговых обязательств относительно других долговых обязательств в случае банкротства, реорганизации или иного подобного события.

Для определения кредитного рейтинга каждое агентство анализирует перечисленные риски, хотя подходы различных агентств к оценке того или иного риска, а также его относительной важности могут различаться. В связи с этим, как уже упоминалось, сравнивать между собой по присвоенному рейтингу можно лишь те компании, которые получили рейтинг от одного и того же агентства.

Состав рейтингов, предлагаемых конкретными агентствами, вообще говоря, различен. Характеристика типовых групп предлагаемых рейтингов по международным шкалам приведена в табл. 5.4.

Таблица 5.4. Типовые группы рейтингов по международным шкалам

Рейтинг	Рейтинговое агентство		
	Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's
Долгосрочный кредитный (депозитов)	+	+	+
Краткосрочный	+	+	+
Финансовой устойчивости	+	+	
Облигационных займов	+	+	+
Корпоративного управления	+		+
Поддержки		+	

В то же время следует иметь в виду, что разные группы рейтингов имеют специфику не только для различных агентств, но и в зависимости от групповой принадлежности эмитента и особенностей юридической структуры долговых обязательств.

При формировании кредитных рейтингов большое значение имеют такие факторы, как суверенные, отраслевые, деловые и финансовые риски. При присвоении рейтинга конкретным долговым обязательствам рассматриваются риски, присущие именно этому обязательству.

Важным ограничивающим фактором является суверенный рейтинг, а также уровень развития банковской системы в целом, прежде всего стратегия ее развития, интегральные показатели, анализ конкуренции на рынке финансовых продуктов и услуг.

Анализ показателей финансовых результатов деятельности банка представляет ключевой компонент процесса определения рейтинга. Базой анализа служит отчетность банка по МСФО (балансовые отчеты, отчеты о прибылях и убытках, движение денежных средств). Особое внимание обращается на такие бизнес-факторы, как позиция на рынке, структура собственности, стратегия и менеджмент, а также на финансовые факторы (качество активов, прибыльность, фондирование и управление ликвидностью, капитал). При структурном и индексном анализе рассматриваются:

- различные группы коэффициентов, позволяющие оценить финансово-экономическое состояние эмитента (ликвидности, деловой активности, рентабельности, финансовой устойчивости и др.);
- коэффициенты, нормативные и структурные показатели в динамике, в том числе для прогноза финансового состояния в будущем;
- оценка деловой репутации и кредитной истории.

Существенное внимание в анализе уделяется реализуемой и перспективной стратегии развития кредитного института, в том числе в сопоставлении с конкурентами и тенденциями развития продуктового ряда и технологического развития банковского сектора в целом и ближайших конкурентов в частности.

Процедуры присвоения рейтингов

Используемые международными рейтинговыми агентствами процедуры достаточно схожи и включают экспертный (очный) этап, предусматривающий встречу экспертов с руководством рейтингуемой компании (банка). Этапы типовой процедуры присвоения рейтинга приведены ниже.

1. Запрос на присвоение рейтинга.
2. Формирование аналитической группы рейтинговым агентством.
3. Запрос у эмитента базового комплекта документов и информации.
4. Представление эмитентом базового комплекта документов (рейтинговой книги).
5. Проведение предварительного исследования эмитента.
6. Подготовка встречи с руководством эмитента. Дополнительный перечень тем для обсуждения.
7. Встреча аналитической группы с руководством эмитента.
8. Подготовка отчета аналитической группы для рейтингового комитета.
9. Рассмотрение результатов анализа на рейтинговом комитете и присвоение рейтинга.
10. Уведомление эмитента о рейтинге, согласование и определение статуса рейтинга.
11. Публикация рейтинга или инициализация процедуры апелляции.
12. Наблюдение за рейтингом. Организация и проведение ежегодной встречи с эмитентом.

При получении от эмитента запроса на присвоение рейтинга рейтинговое агентство формирует аналитическую группу, состоящую из аналитиков, обладающих знаниями в соответствующих областях бизнеса. В этой группе назначается ведущий аналитик, который руководит процессом и служит главным контактным лицом для эмитента.

Перед очной официальной встречей группа анализирует финансовую отчетность за предшествующие периоды, прогнозы финансовых показателей и денежных потоков, документацию по сделкам, юридические заключения и прочие данные, относящиеся к предмету. При этом рейтинговое агентство не проводит дополнительную аудиторскую проверку предоставляемой эмитентом информации.

Данные, запрашиваемые аналитической группой, охватывают:

- организационную структуру эмитента, включая отношения с дочерними компаниями;
- полномочия менеджеров и сотрудников в бизнес-процессах и принятии решений;
- информацию об опыте работы и стаже топ-менеджеров;
- финансовые отчеты за последние пять лет по МСФО (иногда при отсутствии таковых за более короткий срок) и решения, влияющие на оценку текущего финансового состояния компании и тенденций его развития;
- информацию о транзакциях с момента последних финансовых отчетов;
- планы и прогнозные данные на несколько ближайших лет;
- корпоративную стратегию развития и финансовую политику;
- данные о финансовых операциях, включая внебалансовую задолженность и залоговые обязательства;
- долю/позицию на рынке по сегментам и основных конкурентов;
- описание характера деятельности по основным направлениям и ключевым подразделениям.

Встреча аналитической группы с руководством эмитента проводится для того, чтобы обсудить основные факторы, влияющие на рейтинг, включая финансовые и производственные планы, стратегию развития. Эта встреча дает эмитентам возможность затронуть качественные вопросы, принципиальные для решения о присвоении рейтинга.

После изучения необходимой информации и встречи с руководством эмитента аналитики составляют аналитический отчет, представляемый рейтинговому комитету. Все факторы, касающиеся рейтинга, тщательно обсуждаются. Эмитента после принятия решения комитетом уведомляют о присвоенном рейтинге.

Апелляция предусмотрена в случае, когда предлагаемый рейтинг не отвечает ожиданиям эмитента и по данному вопросу имеется дополнительная информация, которая может быть рассмотрена комитетом. К тому же после того, как рейтинг присвоен и его значение сообщено эмитенту, он вправе сохранить рейтинг конфиденциальным. Правда, рейтинг будет отслеживаться и пересматриваться так же, как публичный рейтинг.

После присвоения рейтинга агентство постоянно контролирует все факторы, такие как финансовые результаты, изменения в структуре капитала, поглощение других компаний или иные крупные экономические события, которые могут повлиять на рейтинг. Обычно рейтинг официально пересматривается не реже одного раза в год, когда проводится встреча с руководством эмитента. В то же время рейтинговое агентство на договорной основе регламентирует предоставление ему информации о существенных финансовых и производственных событиях или изменениях, которые могли бы повлиять на рейтинг. Рейтинговое агентство оставляет за собой право изменять рейтинг в любое время в течение цикла наблюдения.

Рейтинги Moody's Investors Service

Агентство Moody's публикует широкий спектр рейтингов и исследований, охватывающих

как корпоративные, так и государственные обязательства внутренних и внешних эмитентов. За последнее время агентство расширило свою деятельность. Помимо традиционных рейтингов обязательств Moody's присваивает рейтинги эмитентам ценных бумаг, обязательствам страховых компаний, банковским займам, производным финансовым инструментам, банковским депозитам и т.д. Общая сумма задолженности, по которой агентство предоставляет кредитные рейтинги, составляла в 2004 г., по его данным, около 85 трлн долл., включая приблизительно 150 000 корпоративных и государственных ценных бумаг более чем в 100 странах мира, что составляет 95% долгосрочных международных долговых обязательств. Аналитики во многих странах мира обеспечивают подготовку и сопровождение рейтингов.

Рейтинги и исследования распространяются среди пользователей в печатном и электронном виде. Это, в частности, информационные системы в режиме реального времени, широко используемые участниками финансовых рынков. Основные рейтинговые продукты, сопровождаемые компанией Moody's, включают в себя следующие рейтинги:

- долгосрочных облигаций и привилегированных акций (Long Term Ratings: Bonds and Preferred Stock);

- эмитентов (Issuer Ratings);
- банковских депозитов (Bank Deposit Ratings);
- финансовой устойчивости банков (Bank Financial Strength Ratings);
- финансовой устойчивости страховых компаний (Insurance Financial Strength Ratings);
- внутристрановые рейтинги (National Scale Ratings);
- управляющих фондов (Managed Fund Ratings);
- фондов по операциям с недвижимостью (Real Estate Fund Ratings) и др.

В 2003 г. список рейтингов был дополнен рейтингом корпоративного управления. Большое внимание уделяется развитию рейтингов структурированных сделок и секьютеризации активов.

Рассмотрим некоторые из этих рейтингов более подробно.

Рейтинги банковских депозитов отражают способность банка выплачивать в срок причитающуюся по депозиту сумму в национальной или иностранной валюте. Рейтинги по депозитам в иностранной валюте зависят от устанавливаемого Moody's потолка для данной страны. Для России такой предельный долгосрочный рейтинг по состоянию на середину 2009 г. для банковских депозитов в иностранной валюте имеет значение Baa1.

Рейтинги банковских депозитов учитывают те аспекты кредитного риска, которые связаны с возможностями рассматриваемых банков выполнить свои обязательства по депозитам в иностранной и (или) национальной валюте. Учитываются такие факторы, как внутренние финансовые возможности, валютный риск (для вкладов в иностранной валюте), факторы внешней поддержки.

Рейтинг не учитывает выплат по страхованию депозитов, но принимаются во внимание возможности поддержки банков с помощью таких схем страхования. Этот рейтинг отражает оценку банка агентством как заемщика средств, будь то депозиты в банке или полученные межбанковские кредиты.

Классификация групп банковских рейтингов (долгосрочных рейтингов депозитов в иностранной валюте) агентства Moody's и аналогичных им групп кредитных банковских рейтингов других агентств приведена в табл. 2.1. Структура рейтинговых групп для небанковских организаций и для долговых обязательств схожа. Кроме того, Moody's использует дополнительные индексы 1, 2 и 3 (с понижением уровня оценки) во всех общих категориях от Aa

до Саа. Дополнительные градации вводятся другими агентствами с использованием знаков («плюс», без знака, «минус»).

Рейтинги краткосрочных банковских депозитов включают уровни отличной, высокой, приемлемой и низкой кредитоспособности (соответственно Prime-1, Prime-2, Prime-3 и Not Prime), характеризующие оценку агентством возможностей для своевременного выполнения обязательств по краткосрочным депозитам.

Рейтинги финансовой устойчивости банков отражают позицию агентства в отношении устойчивости и надежности банков, исключая таким образом определенные внешние кредитные риски и факторы внешней поддержки. Помимо коммерческих банков эти рейтинги могут применяться к другим типам финансовых учреждений, таким как международные банки развития, правительственные финансовые организации и национальные финансовые институты развития. Для ранжирования применяются буквы от А до Е с использованием подградаций «+» и «-», которые характеризуют соответствующее мнение агентства.

Пересмотр методологии, проведенный в 2007 г., повысил значимость этих рейтингов и увязал их с рейтингами банковских депозитов иерархически.

Рейтинги эмитентов рассматривают долговые обязательства эмитентов и имеют несколько направлений, используемых агентством Moody's. Рейтинги эмитентов, являющихся основными плательщиками по долгу без обеспечения, отражают способность организаций оплатить крупные необеспеченные финансовые обязательства и контракты в иностранной или национальной валюте. Рейтинги эмитентов обязательств в иностранной валюте ограничиваются страновым потолком (Moody's Foreign Currency Country Ceilings — предельные размеры обязательств в иностранной валюте).

Рейтинги контрагентов, присваиваемые компаниям, работающим с производными продуктами, и клиринговым палатам, характеризуют финансовые возможности лица, принявшего на себя обязательство оплатить свои крупные обязательства согласно финансовым контрактам. Рейтинги муниципальных эмитентов отражают оценку возможностей по выплатам по обслуживанию долга правительственной организации. Присваиваемые рейтинги эмитентов основаны на независимой оценке Moody's отдельных кредитных характеристик муниципалитета.

Градация, соответствующая рейтингу эмитентов, дает кредитору простую систему измерения способности организации обеспечивать свои основные финансовые обязательства. Спецификация рейтингов отражает оценку агентством уровня финансового обеспечения заимствований, обеспечиваемых эмитентом.

Внутристрановые рейтинги (National Scale Ratings, рейтинги национального масштаба) Moody's оценивают относительную кредитоспособность эмитентов и выпусков обязательств в отдельной стране. Внутристрановые рейтинги не рассматривают вероятность потерь вследствие глобальных системных событий, которые могут повлиять на всех эмитентов, даже на тех, которым присваиваются самые высокие рейтинги национального уровня. Тем не менее внутристрановые рейтинги Moody's классифицируют эмитентов и выпуски обязательств в соответствии с их относительной кредитоспособностью: ожидается, что те, кому присваиваются высшие рейтинги, менее всех подвержены возможности невыполнения своих обязательств, даже в экстренных ситуациях.

Внутристрановые рейтинги могут рассматриваться как сравнительная классификация кредитоспособности (включая сопутствующую внешнюю поддержку) внутри отдельной страны. Данные рейтинги не предназначены для того, чтобы их сравнивали между стра-

нами. Более того, они оценивают относительный кредитный риск внутри анализируемой страны. Инвестор может воспользоваться рейтингами национального масштаба для анализа только той доли инвестиционного портфеля, которая отражает внутренний рынок конкретной страны, учитывая разнообразные риски, вытекающие из использования в данной стране иностранной и национальной валюты.

Внутристрановые рейтинги учитывают внутреннюю финансовую устойчивость эмитента, принявшего на себя обязательство, включая такие общепринятые кредитные показатели, как качество управления, положение на рынке и диверсификация, финансовая гибкость, прозрачность, способность эмитента выполнять свои финансовые обязательства по очереди согласно внутренним циклам деловой активности. Сегменты эмитента, подверженные большому неблагоприятному переходному риску (то есть резкому снижению кредитоспособности), обычно ранжируются ниже, чем сегменты, в которых такой риск меньше. Могут быть учтены отдельные показатели внешней поддержки, включая специфические для данного обязательства гарантии и письменные соглашения об эмиссии облигаций, поддержку материнской компании или государства, если она есть.

Поскольку внутристрановые рейтинги в основном описывают внутренние валютные риски, они не учитывают относительную уязвимость хозяйствующих субъектов от политических нововведений и проводимой в стране монетарной и фискальной политики. Системы внутристрановых рейтингов нацелены на то, чтобы позволить разграничить качество кредитов внутри экономики страны, подверженной присущим ей «региональным рискам». Поэтому из внутристрановых рейтингов для правительств и банков может быть исключен риск дефолта вследствие обоснованной реструктуризации внутренних долгов правительства.

Для обозначения долгосрочных внутристрановых рейтингов агентство Moody's использует обозначения, приведенные ниже. Индекс «п» обозначает анализируемую страну, например Aaa.br — для Бразилии или Aaa.mx — для Мексики.

Рейтинги агентства Standard & Poor's

Одним из мировых лидеров в области предоставления независимых высококачественных рейтинговых услуг для международных финансовых рынков является также агентство Standard & Poor's (название обычно сокращают до S&P). Его услуги по оценке кредитных рисков, изданию аналитических и справочных материалов являются широко востребованными и стали неотъемлемой частью мировой финансовой системы. Этому способствуют системность, мощные аналитические ресурсы и следование принятым целевым установкам аналитиками агентства.

Деятельность S&P организована на базе не только центрального офиса в США, но и представительств почти в 20 странах мира (в том числе в России), а также во взаимодействии со своими стратегическими партнерами.

История S&P в России и других странах СНГ началась в октябре 1996 г. с присвоения России кредитного рейтинга на уровне ВВ-. Впоследствии рейтинги были присвоены Казахстану и Украине. В 1998 г. компания S&P открыла свое представительство в Москве и сформировала штат русскоговорящих аналитиков, в том числе за счет интеграции с российским агентством EA-Ratings, которое в конце 2001 г. по сути вошло в S&P. Штат и презентационные возможности компании в России постоянно возрастают. Компания имеет несо-

мненные достижения на рынке рейтинговых услуг в России и странах СНГ, что базируется на практическом знании российского рынка и рынков других постсоветских стран, а также на ведении и поддержке российской шкалы кредитного рейтинга.

Среди своих инноваций S&P выделяет рейтинги:

- секьюритизированных финансовых инструментов;
- аккредитивов;
- финансовой устойчивости страховых компаний;
- банковских холдингов;
- компаний, обеспеченных финансовыми гарантиями;
- корпоративного управления.

Основными принципами оказания рейтинговых услуг агентством Standard & Poor's являются:

- независимость оценок — кредитный рейтинг представляет собой независимое (от участников рынка, государственных и коммерческих организаций) мнение рейтинговой компании по поводу кредитоспособности эмитента;
- публичность и доступность аналитических критериев для участников рынка, в том числе через ресурсы Интернета на различных языках, включая русский;
- коллегиальность принятия рейтинговых решений за счет процедурных и регламентных особенностей, исключающих возможность манипуляции мнением аналитиков;
- интерактивность взаимодействия с эмитентом в процессе присвоения кредитного рейтинга и последующего наблюдения за ним, включая регулярные встречи с руководством эмитента и постоянный информационный контакт, позволяющий оперативно реагировать на происходящие изменения;
- конфиденциальность информации, позволяющая гарантировать эмитенту неразглашение переданной аналитикам конфиденциальной информации и предание огласке рейтинга только с согласия эмитента;
- использование рейтинговых шкал, обеспечивающих сравнение эмитентов разной экономической природы (корпорации, регионы, муниципалитеты, банки, страховые компании и др.) и их обязательств по величине кредитного риска вне узкоотраслевого контекста.

Естественно, рейтинговая деятельность базируется на безупречной репутации. Репутация для рейтингового агентства особенно важна, поскольку при всей отработанности методик рейтинговое заключение считается субъективным мнением.

Несмотря на то что различные агентства используют схожие буквенные обозначения своих рейтингов, их подходы к анализу далеко не во всем совпадают. Традиционно подход агентства Standard & Poor's к оценке риска и присвоению рейтинга более консервативный и осторожный, у Fitch Ratings — весьма либеральный, у Moody's оценки, как правило, находятся между оценками этих двух агентств. В то же время сравнивать между собой по присвоенному рейтингу можно лишь те компании, которые получили рейтинг от одного и того же агентства. Присвоенные же разными агентствами рейтинги сравнивать и сопоставлять нельзя.

Шкала кредитного рейтинга, используемая агентством Standard & Poor's, во многом аналогична приведенной выше шкале агентства Moody's (см. таблицу в главе 2 раздела I), но имеет несколько другие расшифровки.

Кроме того, агентство к буквенным обозначениям добавляет знаки «+» или «-», позволяющие дополнительно классифицировать субъекты, находящиеся в одной группе. Агентство также может публиковать прогноз рейтинга, который показывает направление движения

рейтинга в краткосрочной перспективе:

- позитивный — рейтинг может повыситься;
- негативный — рейтинг может понизиться;
- стабильный — изменение маловероятно;
- развивающийся — возможно повышение или понижение рейтинга.

Агентство также осуществляет большую работу по развитию методологии, совершенствованию методов, инструментов и предлагаемых клиентам продуктов. Следует отметить усилия агентства по систематизации методологии, презентации своих подходов и методов, работу непосредственно с клиентом. Большой объем работ проводится в связи с развитием инструментов фондового рынка, в том числе производных. Развитие методологии определяет потребность в развитии аналитической составляющей рейтингового бизнеса, чему агентство уделяет много внимания.

Значительные усилия в последнее время были сосредоточены на развитии новых направлений. Среди них нужно выделить рейтинги корпоративного управления, индексную службу агентства. Кризис также внес коррективы в деятельность S&P. Нужно отметить усилия по совершенствованию оценок сложно структурированных сделок, включая секьюритизацию активов, стресс-тестирование и др.

Разработанная Standard & Poor's совместно с агентством EA-Ratings российская шкала кредитного рейтинга дает возможность более тонкой дифференциации российских эмитентов по степени кредитоспособности. Российская шкала кредитного рейтинга Standard & Poor's создана для удовлетворения потребностей заемщиков, гарантов и поручителей, деловых партнеров, финансовых посредников и инвесторов, действующих на российском финансовом рынке, и является инструментом оценки кредитоспособности российских заемщиков и их долговых обязательств в российских условиях.

При формировании национальных шкал Standard & Poor's обращает особое внимание на согласованность национальных и международных рейтингов. Так, в основе формирования национальной шкалы лежат четыре ключевых принципа.

1. Проводится анализ репрезентативной выборки международных рейтингов существующих и потенциальных заемщиков той или иной страны.
2. Разрабатываются общие принципы соответствия рейтинговых категорий по национальной и международной шкалам Standard & Poor's.
3. Принципы соответствия корректируются, что позволяет обеспечить адекватные возможности дифференциации кредитного риска по национальной шкале.
4. Присвоение и мониторинг рейтингов на двух шкалах осуществляют объединенные группы аналитиков.

Таким образом, Standard & Poor's обеспечивает согласованность рейтингов на обеих шкалах, сохраняя при этом дифференциацию уровней кредитных рисков на национальной шкале.

Особенности рейтингов агентства Fitch Ratings

К крупнейшим международным рейтинговым агентствам относится также Fitch Ratings. Оно существенно выросло за последние годы и расширило свою деятельность, охватив рейтингами не только банки и их финансовые инструменты, что изначально было его спецификой, но и другие структуры. Есть представительство агентства и в России.

Агентство формирует мнение о хозяйствующем субъекте или выпуске ценных бумаг в части выполнения финансовых обязательств, среди которых могут быть выплата процентов, дивидендов по привилегированным акциям, выплата основного долга с учетом временного фактора. Среди субъектов, которым присваивается рейтинг, — суверенные государства, правительственные обязательства, структурированные финансовые заимствования, компании и их заимствования. В качестве оцениваемых инструментов можно отметить заимствования, привилегированные акции, банковские кредиты и др. Кроме того, агентство определяет рейтинги финансовой силы страховых компаний и гарантов.

Кредитные рейтинги отражают мнение о вероятности неисполнения финансовых обязательств. Агентство присваивает и поддерживает широкий спектр корпоративных, структурированных и государственных финансовых долговых обязательств. При этом существуют международные и национальные рейтинговые шкалы. Рейтинги различаются по срокам (долгосрочные и краткосрочные).

Поддерживается значительное число специальных рейтингов, среди которых рейтинги различных видов структурированных финансовых продуктов, включая необслуживаемые заимствования, а также заложные обязательства и облигационные фонды. Агентство занимается индивидуальными рейтингами банков и рейтингами поддержки. Выделяют рейтинги для банков и страховых компаний в силу их специфики и важности для поддержки и развития бизнеса. Схема рассмотрения, методические положения и рейтинговая шкала имеют много общего со схемой, положениями и шкалой, рассмотренными выше. В частности, рейтинговая шкала достаточно близка к шкале агентства Standard & Poor's, за исключением более структурированной части для раздела D — дефолт. Некоторая специфика имеется и у шкалы краткосрочных рейтингов.

Информационно-аналитические продукты рейтинговых агентств

Ведущие рейтинговые агентства помимо формирования рейтингов основных субъектов хозяйственной деятельности осуществляют аналитическую работу и обучение методологии рейтинговых исследований, анализу кредитных портфелей и управлению рисками, создают специализированные программные продукты, обеспечивающие анализ активных инструментов и управление рисками размещения средств.

Для этих целей рейтинговые агентства создают специальные подразделения или дочерние компании. В частности, такие компании существуют у ведущих агентств Moody's KMV и Standard & Poor's Risk Solutions. Получила развитие компания Ratings Direct, созданная Standard & Poor's.

Деятельность этих компаний направлена на продвижение рейтинговых продуктов за счет популяризации подходов материнской компании, а также на продвижение собственных продуктов, ориентированных на содействие клиентам в принятии кредитных решений и управлении своими портфелями.

Эти компании в существенной мере опираются на количественные подходы, которые обеспечивают дополнительные возможности не только рейтинговым аналитикам, но и кредитным и инвестиционным специалистам финансовых компаний и кредитных организаций. Предлагаемые методы базируются как на статистических моделях, включая эконометрические модели, так и на структурных моделях.

К основным продуктам относятся:

- статистические данные по результатам деятельности хозяйствующих субъектов и их анализ;
- статистические данные по дефолтам в зависимости от финансовых инструментов, их срочности и макроэкономической обстановки;
- модели оценки и прогнозирования показателей рисков, включая модели оценки вероятности дефолта (PD — Probability of Default) и потерь от дефолта (LGN — Loss Given Default);
- модели и методологию формирования внутренних систем рейтингов с учетом опыта и данных конкретных финансовых институтов и др.

Помимо аналитического существует и информационно-аналитический компонент деятельности таких компаний, организованный на платной основе и обеспечивающий продажу соответствующих продуктов клиентам. Современные способы доставки продуктов предусматривают использование интернет-ресурсов и CD-носителей.

Отдельно можно указать на наличие разветвленной системы обучающих семинаров, специализированной литературы, возможностей по дистанционному обучению. В ряде стран обучение ведется на национальном языке, так что не исключено появление соответствующих возможностей и в России в ближайшей перспективе. Тематика соответствующих специализированных семинаров касается анализа кредитных рисков различных финансовых инструментов и хозяйствующих субъектов, методологии рейтинговой деятельности и понимания рейтингов и рейтинговых заключений, а также программных продуктов для управления рисками.

Подобные курсы ориентированы на специалистов по управлению рисками, кредитными, инвестиционными и торговыми портфелями, внутренним рейтинговым и кредитным анализом, трейдеров, консультантов по этим направлениям.

5.5. РОССИЙСКИЕ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА

Роль российских рейтинговых агентств в середине текущего десятилетия снизилась в связи с активизацией международных РА. В то же время в ряде случаев отечественные агентства по-прежнему играют значимую роль, поскольку международные агентства в России пока еще не рейтингуют некоторый класс финансовых компаний (например, негосударственные пенсионные фонды). Кроме того, существуют компании, объем операций которых невелик и получение международного рейтинга для которых не представляет практического значения. В частности, отсутствуют международные рейтинги у негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Слабо представлены рейтинги депозитариев, инвестиционных компаний, инвестиционных услуг.

Из-за отличий в регулировании и гарантиях деятельности пенсионных фондов со стороны государства в России вопрос об их рейтинговании вполне актуален. В настоящее время рейтинговое агентство «Эксперт РА» разработало и внедрило методологию рейтингования НПФ, которая используется на российском рынке. Это же относится и к ряду типов финансовых институтов, например управляющих компаний, где российские рейтинговые агентства имеют определенные преимущества в силу знания рынка и наличия меньшей заинтересованности международных агентств.

За последнее десятилетие возросла роль агентства «Эксперт РА», в банковском секторе сохраняется влияние агентств «Рус-Рейтинг», ИЦ «Рейтинг», ИА «Мобиле». Российские рейтинговые агентства применяют собственные шкалы оценки, поскольку по международным

представлениям рейтинги хозяйствующих субъектов — заемщиков принято ограничивать рейтингом страны. Многомерные списки и комплексные оценки являются переходным продуктом между ренкингами и рейтингами. Примером комплексной оценки служит рейтинг динамической финансовой стабильности (РДФС), предложенный информационным центром «Мобиле» [11].

Рейтинговое агентство «Эксперт РА»

Рейтинговое агентство «Эксперт РА» можно отнести к числу удачных российских проектов развития рейтинговой деятельности. Созданное перед кризисом 1998 г. оно существенно расширило свое присутствие на российском рынке рейтинговых услуг за последнее десятилетие. Разработано несколько новых рейтинговых продуктов, существенно развились традиционные.

Деятельность агентства можно считать и более длительной, если учесть не только рейтинг финансовой устойчивости, созданный агентством «Эксперт РА» в 2001 г., но и рейтинг «Эффективность — прибыльность» его предшественника, разработанный журналом «Эксперт» задолго до кризиса 1998 г. Рейтинг финансовой устойчивости публикуется до сих пор, несмотря на некоторую ограниченность его возможностей. Он использует в качестве исходных данных балансы банков по счетам второго порядка, а также оборотно-сальдовые ведомости по этим счетам.

Классификация банков по группам финансовой устойчивости проводится на основе балльного взвешивания ряда показателей: достаточности капитала, ликвидности, качества активов, рентабельности деятельности и оценки менеджмента. При этом осуществляется ранжирование по финансовой устойчивости внутри более или менее однородных по размеру и характеру деятельности групп.

В семействе рейтингов «Эксперт РА» представлены классические кредитные рейтинги компаний всех сфер экономики, регионов и муниципальных образований, а также рейтинги, характеризующие различные аспекты социальной ответственности компаний: рейтинг корпоративного управления, рейтинг экологической ответственности компаний.

Агентство также регулярно публикует ранжированные списки крупнейших компаний России (проект «Эксперт-400») и лидеров в отдельных отраслях и секторах экономики. С 1996 г. «Эксперт РА» ежегодно готовит и публикует рейтинг инвестиционной привлекательности регионов России. Эта информация публикуется в журнале «Эксперт» — популярном источнике деловой информации в России.

Первые кредитные рейтинги агентство «Эксперт РА» присвоило в 2001 г. Основная цель кредитных рейтингов — предоставление всесторонней и независимой оценки кредитоспособности компаний и регионов. В настоящее время кредитные рейтинги «Эксперт РА» получили сотни компаний финансового и реального секторов экономики (включая банки, компании из стран СНГ), а также субъектов Российской Федерации.

С 2003 г. рейтинговое агентство «Эксперт РА» присваивает компаниям рейтинги экологической ответственности, позволяющие достоверно оценить эффективность природоохранной деятельности. Методика рейтинга получила одобрение Всемирного фонда дикой природы и других неправительственных экологических организаций. На данный момент рейтинги экологической ответственности присвоены более 30 компаниям.

В 2004 г. агентство в консорциуме с Российским институтом директоров (РИД) при-

ступило к выполнению проекта «Национальный рейтинг корпоративного управления». Цель этого проекта — создание представления у портфельных инвесторов о том, в каком состоянии и какого качества в российских акционерных обществах корпоративное управление.

Агентство оценивает инвестиционный потенциал и риски, присущие тому или иному субъекту хозяйственной деятельности, региону России. Рейтинги достаточно широко используются инвесторами, делающими вложения в разных субъектах России и анализирующими тенденции их экономического развития.

Среди новых продуктов «Эксперт РА» можно назвать рейтинг надежности и качества услуг фактора. Это мнение «Эксперта РА» о способности фактора своевременно и без перебоев предоставлять обусловленный договором факторинга объем финансирования по поставкам клиента, качественно исполнять функции по учету, комплексному управлению и страхованию дебиторской задолженности клиента, корректировать условия обслуживания под возможные потребности клиента. Рейтинговое агентство «Эксперт РА» присвоило первый такой рейтинг в мае 2008 г.

Кредитный рейтинг и рейтинг надежности «Эксперт РА» включают в себя следующие направления:

- кредитный рейтинг банков;
- кредитный рейтинг компаний;
- рейтинг надежности корпоративных облигаций;
- кредитный рейтинг регионов;
- рейтинг надежности страховых компаний;
- рейтинг надежности лизинговых компаний;
- рейтинг ПИФов;
- рейтинг делового потенциала оценочных компаний;
- рейтинг надежности НПФ;
- рейтинг качества систем риск-менеджмента и др.

Кредитный рейтинг банка — это мнение рейтингового агентства о способности и готовности банка своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. Мнение выражается в форме отнесения банка к одному из классов кредитоспособности по шкале агентства (А, В, С). Мнение агентства сопровождается рейтинговым отчетом, где представлен анализ деятельности банка, а также выделены основные позитивные и негативные факторы, влияющие на кредитоспособность.

Модель оценки кредитоспособности состоит из трех основных блоков: исследование платежеспособности, исследование факторов поддержки и стресс-тестирование. Изучение непосредственно платежеспособности включает в себя изучение рыночных позиций, финансовый анализ и анализ систем управления и риск-менеджмента. При построении рейтинга исследуются история и репутация банка, специализация, география деятельности, конкурентное положение, стратегическое обеспечение.

Всесторонний финансовый анализ банка предполагает изучение достаточности капитала, качества активов банка, эффективности его деятельности, прибыльности операций, ликвидности банка. Учитываются и забалансовые риски. Особое внимание уделяется менеджменту в банке — принципам корпоративного управления, организации бизнес-процессов, управлению рисками. Структура собственности, а также отношения с государственными органами и властями могут существенно влиять на рейтинг. Поэтому эта инфор-

мация тоже учитывается. В качестве стресс-факторов «Эксперт РА» принимает изменение законодательства, смену собственника, банковскую панику, политические риски.

В 2004 г. совместно с Национальной ассоциацией негосударственных пенсионных фондов (НАПФ) начато формирование рейтинга надежности негосударственных пенсионных фондов. Анализ ведется дистанционно и отражает мнение экспертов о качестве и доступности предоставляемых НПФ услуг, эффективности проводимой инвестиционной политики и управления рисками, способности фонда отвечать по своим обязательствам вовремя и в нужном объеме. При оценке используется как официальная документальная информация, так и информация, полученная непосредственно от представителей компаний.

Независимое рейтинговое агентство «Рус-Рейтинг»

Рейтинговое агентство «Рус-Рейтинг», созданное в январе 2001 г., в качестве своих целей провозгласило содействие информационной прозрачности российской банковской системы, укреплению доверия к надежным банкам и развитию в России цивилизованного финансового рынка. Агентство исследует банки и регулярно выпускает подробные отчеты о них с присвоением краткосрочных рейтингов кредитоспособности.

Агентство «Рус-Рейтинг» видит свою задачу в оценке кредитоспособности и присвоении рейтингов банкам в интересах их партнеров по рынку и клиентов, а не только в интересах рейтингуемых банков. Оно не ранжирует банки по формальным критериям, его задача — дать объективное, цельное и детальное представление о банке. Аналитики агентства исследуют особенности бизнеса и финансового состояния каждого банка и регулярно выпускают подробный информационно-финансовый отчет (портрет банка), включающий:

- общую характеристику банка, рейтинг и его обоснование;
- подробную информацию о банке, его владельцах, менеджменте, рыночных позициях, экономических и политических рисках;
- детальный финансовый анализ на основе балансовой отчетности.

Используется не только вся доступная информация из открытых источников. Любая другая информация банковского рынка также может учитываться и влиять на мнение аналитика. Данные из разрозненных источников с учетом их достоверности анализируются в совокупности и динамике.

Информационно-финансовый отчет о российском банке представляет собой результат анализа финансовой и нефинансовой информации и позволяет получить достаточно цельное и в то же время детальное представление о банке. По каждому банку ежегодно выпускаются подробный отчет и ежемесячные краткие сообщения, отражающие основные показатели финансового состояния и важные события, затрагивающие банк.

Процесс анализа, осуществляемого аналитиками компании «Рус-Рейтинг», схож с традиционным рейтинговым исследованием. Правда, есть и отличия. Во-первых, он является дистанционным, то есть не включает в себя непосредственные контакты с представителями банка. Во-вторых, инициатором исследования, как правило, выступает не анализируемый банк, а само рейтинговое агентство в интересах и по заказу инвесторов.

Кроме того, большое значение уделяется исследованию корпоративного управления банком. В частности, рассматриваются:

- информационная прозрачность и честность;

- кредитная история и репутация банка;
- взаимоотношения с заинтересованными лицами (акционерами, сотрудниками, клиентами, обществом, государственными структурами).

Важное место занимает оценка политических ресурсов и рисков. Финансовый анализ включает исследование основных компонентов, предусмотренных методологией CAMELS, в частности предусмотрены блоки, в которых рассматриваются:

- собственный капитал и его динамика, структура и достаточность капитала;
- структура и динамика обязательств, концентрация ресурсной базы, устойчивость привлеченных ресурсов;
- качество, структура и динамика активов, оценка кредитного портфеля и кредитной политики, портфеля ценных бумаг, оценка концентрации активов;
- прибыльность, эффективность активов и капитала, структура доходов и расходов, их соответствие структуре баланса, оценка качества и стабильности доходов;
- чувствительность к рыночным рискам, валютный, процентный, курсовой и прочие рыночные риски;
- ликвидность и динамика ее показателей, устойчивость источников поддержания ликвидности.

Агентство «Рус-Рейтинг» стремится поддерживать в отчетах баланс между информацией о банке и финансовым анализом, чтобы сделать отчеты наиболее полезными и интересными для различных категорий клиентов. По окончании дистанционного анализа каждому банку присваивается краткосрочный рейтинг кредитоспособности. Используемая компанией шкала (AAA, AA, A, ВВВ и т.д.) аналогична шкале ряда международных агентств, но ее определения адаптированы к российской действительности. Страновой риск учитывается как часть рейтинговой шкалы.

Информационный центр «Рейтинг»

Рейтинги надежности ИЦ «Рейтинг» являются долгожителем российского рынка рейтинговых услуг: второе десятилетие банковские специалисты пользуются услугами и информацией данного агентства.

Информационный центр «Рейтинг» — независимое частное предприятие, основанное в начале 1991 г., ориентированное на рейтинговую деятельность, анализ рынка ссудных капиталов и информационное обеспечение коммерческих банков и организаций, действующих на финансовых рынках России. В ежемесячном режиме выпускает собственные оригинальные продукты «Рейтинг надежности банков Москвы» и «Рейтинг надежности региональных банков».

Методика классификации надежности коммерческих банков использует конкурентные преимущества ИЦ «Рейтинг», определяемые его более чем десятилетним опытом деятельности в этой сфере и имеющимся авторитетом в банковском сообществе. Центр создал обширную информационную базу данных, разнообразный методологический аппарат, оригинальные подходы к пониманию и оценке реального состояния банков как в абсолютной, так и в сравнительной шкале. Рейтинги имеют собственную шкалу, разработанную агентством.

В отличие от других агентств, занимающихся рейтинговыми оценками банков и публикующих свои методики, ИЦ «Рейтинг» применяет методику, которая носит принципиально

закрытый характер. Для этого есть основания:

- в условиях несовершенства банковской отчетности формализованные подходы к оценке состояния кредитного института ограничены;
- ряд публикуемых методик включает такой инструмент, как корректировка вручную полученных результатов, что нивелирует заявления о прозрачности методики;
- крупнейшие западные рейтинговые агентства также не раскрывают все особенности своих подходов к оценке финансового состояния ранжируемых объектов;
- российский бухгалтерский учет имеет особенности.

Главные этапы анализа при составлении рейтинга надежности банков сводятся к следующему.

1. На основе сальдовых балансов по нескольким собственным методикам одновременно проводится первичная фильтрация информации, представленной банками, в целях выявления неточностей и искажений.

2. Балансы банков, прошедшие первичный фильтр, анализируются вручную на предмет разного рода содержательных несоответствий.

3. Рассматриваются динамика изменений, происходящих в балансе банка, и их корреляция с общей экономической ситуацией в России, с инфляцией, уровнем процентных ставок на разных финансовых рынках, а также диверсифицированность активов, пассивов, источников доходов.

4. Запрашиваются дополнительные данные и проводятся консультации и встречи с руководством и персоналом рейтингуемых банков, в ходе которых проясняются неоднозначные моменты в банковской отчетности.

5. Осуществляются экспертные оценки с привлечением независимых экспертов, работающих на финансовом рынке. Информация, полученная от экспертов, анализируется на объективность, сопоставляется с другими источниками информации, с балансами и динамикой развития банков.

Итоги подводит рейтинговый комитет с учетом всего многообразия полученных факторов и данных.

5.6. ОСОБЕННОСТИ РЕЙТИНГОВ РЕГИОНОВ, БАНКОВ И КОМПАНИЙ

Страновые рейтинги и рейтинги регионов

Суверенные кредитные рейтинги отражают мнение рейтинговых агентств относительно будущей способности и готовности суверенных правительств своевременно и в полном объеме выполнять свои долговые обязательства. Количество правительств, имеющих суверенные рейтинги, давно перевалило за 100. Только Standard & Poor's присвоило рейтинги более 120 странам.

Оценка кредитоспособности национального правительства, осуществляемая S&P, основывается на количественном и качественном анализе политических и экономических рисков. Количественные аспекты анализа охватывают ряд показателей экономической деятельности, в то время как анализ данных в их целостности является предметом качественной оценки. Качественный анализ применяется также для анализа значимости политических событий и выбранной социально-экономической стратегии политического курса, для получения представления о будущих возможностях данного правительства по обслужива-

нию и погашению своего долга, включая анализ целесообразности реализации комплексов мер экономической политики. В последнее время все большее значение придается изменениям в уровне общего государственного долга и рискам, связанным с инфляцией, учитывается вероятность возврата долга.

Анализ обязательств в национальной валюте включает экономическую стратегию правительства, особенно его денежно-кредитную политику, а также планы приватизации, другие реформы в сфере микроэкономики и дополнительные факторы, которые могут усиливать или ослаблять стимулы для своевременного обслуживания и погашения долга. При анализе риска суверенного дефолта по обязательствам в иностранной валюте внимание сосредоточено на состоянии платежного баланса и показателях внешней ликвидности, а также на величине и характеристиках внешнего долга.

К ключевым экономическим и политическим рискам, которые эксперты S&P принимают в расчет при определении рейтингов суверенного долга, относятся риски, связанные со следующими факторами [38]:

- институты и тенденции политического развития страны и их влияние на эффективность и прозрачность условий проведения экономической политики, а также общественная безопасность и геополитические проблемы;
- структурная организация экономики и перспективы роста;
- гибкость доходов расширенного правительства и факторы, оказывающие давление на расходы, дефицит расширенного правительства и размер долговой нагрузки, объем условных обязательств финансовой системы и государственного сектора;
- гибкость денежно-кредитной сферы;
- внешняя ликвидность и тенденции динамики обязательств государственного и частного сектора перед нерезидентами.

Методология присвоения суверенных рейтингов включает учет таких факторов, как политические риски, структура экономики, перспективы экономического роста, финансовая гибкость, долговое бремя расширенного правительства, гибкость денежно-кредитной политики, показатели внешней ликвидности, внешний долг и его обслуживание.

Международные рейтинговые агентства рассматривают рейтинги регионов как одно из направлений деятельности, поскольку региональные власти являются одним из важных заемщиков. Рейтинги трех крупнейших агентств имели 50 российских региональных и муниципальных органов власти.

Агентство S&P, в частности, присваивает рейтинги региональным и местным органам власти (РМОВ) из разных стран мира с 1975 г. Более 300 субъектов из 31 страны (не считая США) имеют рейтинги S&P (в том числе на начало 2009 г. 28 из России).

Сферой ответственности РМОВ являются предоставление общественных услуг и развитие инфраструктуры, для чего используются налоги и сборы, выплачиваемые местным населением, или субсидии органов власти других уровней. S&P присваивает кредитные рейтинги РМОВ на основании результатов качественного и количественного анализа финансовых, экономических и институциональных факторов, а также влияния вертикали власти, включая политические факторы и особенности экономического курса. Качественный анализ особенно важен при оценке среднесрочных тенденций, поскольку рейтинги отражают способность данного органа власти исполнять свои долговые обязательства в будущем.

Основными компонентами анализа кредитоспособности РМОВ выступают [36] экономика, стабильность и предсказуемость изменений системы государственных и муници-

пальных финансов, качество управления и институциональная закреплённость политики, финансовая гибкость, бюджетные показатели, ликвидность и управление долгом, долговая нагрузка, забалансовые обязательства. Перед тем как приступить к составлению рейтинга долговых обязательств или их эмитента, S&P определяет кредитоспособность суверенного правительства. Каждый раздел включает набор оцениваемых компонент и систему показателей для их оценивания.

В оценивание экономики входят такие направления, как население, структура экономики, благосостояние, перспективы роста. Муниципальные финансы характеризуются предсказуемостью, соотношением доходов и расходов, правовой базой, принципами бюджетной политики и наличием чрезвычайной финансовой поддержки со стороны органов власти других уровней.

Чтобы определить рейтинг региона (муниципалитета) по обязательствам в иностранной валюте, сначала определяется его рейтинг по обязательствам в национальной валюте, который отражает мнение S&P о готовности и способности данного эмитента обслуживать и погашать все свои обязательства. Учет ограничений конвертируемости валюты определяет рейтинг по обязательствам в иностранной валюте. Существуют и другие виды суверенного риска, способные ограничить уровень рейтингов РМОВ.

Рейтинги финансовых институтов

Особенности рейтинговой методологии применительно к банкам рассмотрим на примере рейтингового агентства Moody's Investors Service, рейтинги которого имеют около 70% банков с международными рейтингами.

Основными продуктами [31] являются долгосрочные и краткосрочные рейтинги банковских депозитов (РА) и эмитентов, долгосрочные рейтинги облигаций и привилегированных акций, а также рейтинги финансовой устойчивости (РФБУ) и корпоративного управления. Агентство в 2006 и 2007 г. пересмотрело методологию и ввело в действие анализ совместных дефолтов (JDA Approach). Этот подход отражает вероятность внешней поддержки компании со стороны государства, финансовой или промышленной группы и т.п. [30], что усилило значимость рейтингов финансовой устойчивости, оценивающих компанию без учета такой поддержки.

Для российских банков характерно наличие как рейтинга депозитов, так и рейтинга финансовой устойчивости. В России на середину 2008 г. рейтинги инвестиционного уровня имели 16 банков, обладающих поддержкой государства, крупных компаний с государственным участием или крупных иностранных банков. Инвестиционный уровень имел ряд российских государственных облигаций. Это открывает принципиальные возможности по привлечению инвестиций, имеющих долгосрочный характер, что крайне важно для экономического развития страны.

Рейтинг финансовой устойчивости банков (РФУБ) определяет базовую кредитную оценку банка как самостоятельную единицу (шкала РФУБ имеет категории от А (наивысший) до Е (самый низкий)). Для выделения банков в нижней или верхней части категорий используются модификаторы «+» и «-». Распределение РФУБ по категориям рейтингов по состоянию на начало 2007 г. представлено на рис. 5.7.

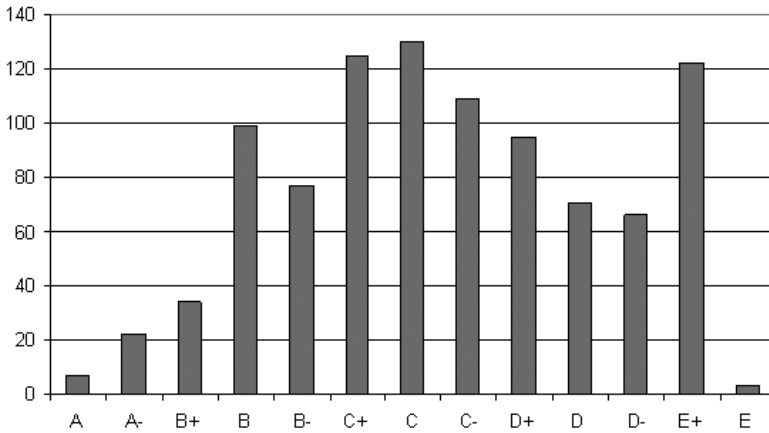


Рис. 5.7. Распределение РФУБ по категориям рейтингов для всех стран мира

Агентство Moody's разработало специальный подход к анализу совместных дефолтов, получивший название JDA Approach (Joint Default Analysis). Он включает оценку возможности одновременного дефолта нескольких субъектов, поддерживающих рейтингуемую компанию или инструмент [30]. Новый подход более явно оценивает внутреннюю финансовую устойчивость банка (именно РФУБ) наравне с учетом факторов его поддержки государством или партнером. Для большей последовательности в методологии используемые показатели по возможности формализуются. Назовем основные этапы определения РД по методологии JDA (рис. 5.8):

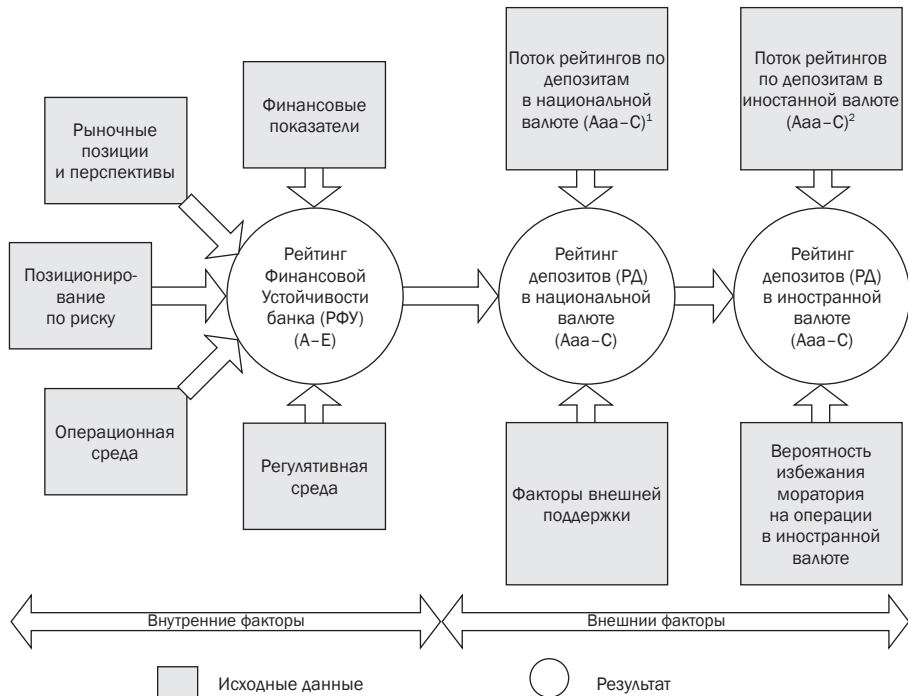
- базовой мерой риска банка (без поддержки, standalone) является рейтинг финансовой устойчивости;
- оценивается вероятность и размер внешней поддержки;
- оценивается вероятность того, что на обязательства банка не будет распространяться отсрочка по платежам.

Механизм определения рейтинга депозитов двухэтапный: сначала определяется РФУБ на основе объективных финансовых показателей банка и данных внешней среды (рынок, макроэкономическая ситуация и т.п.), затем рейтинг депозитов на основе РФУБ с учетом факторов внешней поддержки банка, а также валютных рисков.

Агентство разработало скоринговую карту в двух вариантах для развитых и развивающихся рынков, обеспечивающую большую формализацию и задающую составляющие рейтинговых оценок, которые могут уточняться рейтинговым комитетом с использованием неформальных соображений. Следует указать на более высокий вес качественных показателей для банков развивающихся стран. Это объясняется повышенной волатильностью развивающихся рынков, а также сравнительно слабым надзором в финансовой сфере.

Предусмотрено разделение рисков на общие и специфические. Общие риски характеризуют банковскую систему в целом. Наличие значительных угроз для национальной банковской системы может исключить присвоение высоких категорий РФУБ всем банкам этой

страны (в частности, это важно и для России).



1/Является показателем способности правительства оказать поддержку оказавшимся в затруднительном положении банкам, а так же риска замораживания депозитов в национальной валюте

2/Является показателем риска объявления моратория на депозиты в иностранной валюте

Рис. 5.8. Схема присвоения рейтингов агентством Moody's Investors Service

Методология предусматривает интегральную оценку на основе субфакторов по каждому из пяти ключевых факторов: рыночные позиции и перспективы, позиционирование по риску, регулятивная среда, операционная среда, финансовые показатели. По каждому из этих факторов имеются описания соответствия уровню РФУБ в пределах от А до Е. Для смягчения цикличности, как правило, используются данные, усредненные за три года.

В частности, финансовые факторы включают прибыльность, ликвидность, достаточность капитала, эффективность, качество активов. Оценка рыночной позиции и перспектив учитывает долю рынка и устойчивость положения, диверсификацию и стабильность доходов, уязвимость перед лицом неблагоприятных факторов. При оценке позиционирования по риску обращается внимание на корпоративное управление, механизмы контроля, прозрачность финансовой отчетности, концентрацию кредитных рисков, управление ликвидностью и готовность принимать рыночные риски.

Стоит остановиться на проблеме стабильности рейтинговых оценок. С одной стороны, инвесторы критикуют существующую систему присвоения рейтинга из-за ее недостаточной оперативности. Появление новой информации о рейтингуемом объекте не сразу отражается на его рейтинге, так что инвесторы вынуждены опираться на старые показатели. При этом качество самих показателей определяется по результатам аудита и не входит в компе-

тенцию рейтингового агентства.

С другой стороны, рейтинговые агентства должны всесторонне исследовать компанию для объективной оценки ее текущего состояния и перспектив развития, что требует изучения не только сегодняшнего состояния объекта, но и отслеживания общих тенденций в его развитии. В связи с этим рейтинговые агентства осторожно подходят к вопросу об изменении рейтинга, стремясь избегать их частых изменений и тем более отзыва выставленных рейтингов, используя так называемую *through-the-cycle* методологию [22].

Вновь введенная методология позволяет достичь большей стабильности рейтингов и активно используется агентством Moody's с 2007 г.

Рейтинги промышленных компаний и предприятий

Предприятия нефинансовой сферы имеют особенности не только в части финансовой отчетности, но и в части методологии рейтинговых оценок. Особенности методологии корпоративных кредитных рейтингов агентства Standard & Poor's состоят в следующем. Кредитный рейтинг компаний заемщиков складывается из двух основных компонентов: анализ бизнеса и анализ финансового профиля [35]. Процедура присвоения рейтинга помимо исследования финансовых показателей включает в себя исследование фундаментальных характеристик бизнеса, таких как страновые риски, структура отрасли и перспективы ее роста, конкурентные преимущества компании, система регулирования, менеджмент, стратегия. Многие из этих факторов носят качественный характер. Во многом именно от них зависят финансовые результаты в будущем, причем для спекулятивного уровня рейтингов значение качественных характеристик существенно возрастает.

Характеристики бизнеса включают оценку условий функционирования, прежде всего страновые и отраслевые риски, позиционирование компании в бизнесе по различным составляющим, а также оценку уровня менеджмента и выбранной стратегии развития компании. Финансовый профиль компании учитывает финансовую политику, прибыльность, денежные потоки, структуру капитала, ликвидность.

Каждый из компонентов предусматривает детальный анализ. В частности, при анализе страновых и отраслевых составляющих оцениваются динамичность, развитие и устойчивость экономики страны, транспарентность, эффективность законодательства и регулирования, наличие инфраструктуры, в том числе финансовой. Отраслевая специфика анализируется на уровне структуры и перспектив развития отрасли, остроты конкуренции, цикличности, особенности регулирования и выявляет ключевые факторы риска и успеха. Анализируются рыночные позиции компании, в том числе с точки зрения технологий, эффективности, регулирования, ее преимущества и недостатки по отношению к конкурентам.

Финансовый анализ проводится с учетом отраслевой специфики с учетом нестандартных операций. Анализируется финансовая политика компании, ее подход к управлению рисками. Основное внимание обращается на денежные потоки, коэффициенты покрытия долга и процентов денежными потоками или средствами от операций, а также на ликвидность. Показатели структуры капитала и прибыльности играют менее важную роль, так как существенно зависят от требований учета. Перечень основных финансовых индикаторов, используемых агентством S&P, приведен в табл. 5.5.

Агентство Moody's в своей методологии присвоения корпоративных рейтингов также помимо анализа страновых и отраслевых особенностей значимую роль отводит финансо-

вым индикаторам. Агентство в качестве ключевых финансовых индикаторов использует 11 показателей [31]. Некоторые из них сильно коррелированы.

Особую роль играет учет факторов поддержки, которые методологически закреплены Moody's для финансовых институтов [30]. Аналогичные шаги предпринимает в последнее время и агентство S&P, которое также учитывает факторы поддержки со стороны как государственных органов, так и материнских компаний.

Таблица 5.5. Ключевые финансовые индикаторы, используемые рейтинговыми агентствами

Показатель	Обозначение	Использование	
		Moody's	S&P
Рентабельность активов (по прибыли до вычетов и амортизации, далее — прибыль брутто)	EBITDA/Average Assets	+	
Отношение прибыли брутто к стоимости процентных заимствований	EBITDA/Interest Expense	+	+
прокси			
Отношение прибыли брутто к чистой выручке	EBITDA Margin	+	+
Инвестиционный доход к стоимости заимствований + 1	(FFO + Interest Expense)/ Interest Expense	+	
Инвестиционный доход к объему заимствований	FFO/Debt	+	+
Доход после выплаты дивидендов к объему заимствований	RCF/Debt	+	+
Объем заимствований к прибыли брутто	Debt/ EBITDA	+	
Объем заимствований к учетному капиталу	Debt/Book Capitalization	+	+
прокси			
Операционная маржа	Operational Margin	+	
Капитальные расходы/ амортизация	CAPEX/ Depreciation Expense	+	
Волатильность доходов (нормирован. СКО за 5лет)	Revenue Volatility	+	
Рентабельность капитала до налогообложения	EBIT/Debt		+

РЕЙТИНГИ ДЛЯ НАДЗОРНЫХ ОРГАНОВ

6.1. Контроль над финансовыми рынками и его особенность

В современном мире финансовые рынки играют роль своеобразных кровеносных сосудов экономики. Ускорение развития общества требует оперативного реагирования на инновации, соответствующего финансирования. Финансовые рынки выполняют очень важную экономическую функцию по обеспечению преобразования (связи) капиталов от тех, кто имеет временный излишек средств (имеет возможность занять) к тем, кто нуждается в дополнительных средствах (имеет потребность занять).

Финансовые рынки вносят вклад в повышение производительности и эффективности экономики в целом. Финансирование реализуется в прямой и косвенной форме (рис. 6.1). Кредиторами и заемщиками могут быть одни и те же субъекты. Важно, что в определенные периоды у них могут быть излишки финансовых средств (например, накопление для крупной покупки, обеспечения начальной стадии инвестиционного проекта или страховые и пенсионные накопления), а на других — потребность в дополнительных ресурсах для завершения проектов или привлечения софинансирования в их реализации.

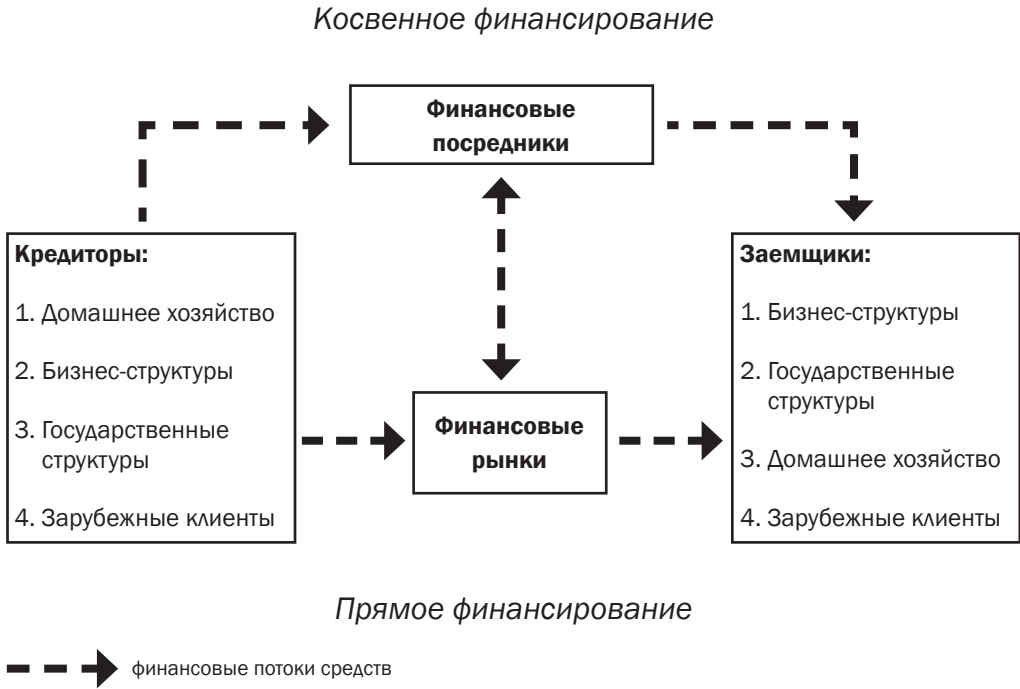


Рис. 6.1. Прямое и косвенное финансирование

Как непосредственно финансовые рынки, обеспечивающие привлечение оптовых финансовых средств для крупных проектов и компаний, так и более мелкое финансирование через посредников (банки, финансовые и страховые компании, инвестиционные, паевые и пенсионные фонды) требуют регулирования. Большое число участников финансового рынка определяют необходимость использования не только административных, но и рыночных механизмов.

Финансовые посредники — это финансовые учреждения, которые привлекают средства (принимают депозиты граждан или организаций), добровольно отказывающихся от использования их текущей покупательной способности в течение определенного промежутка времени. Затем эти финансовые посредники ссужают эти средства, в частности, компаниям (или покупают у них ценные бумаги) для покрытия их текущих или капитальных расходов. Таким образом, посредник использует заемные средства в инвестиционных целях.

Зачем же нужен посредник, если существуют прямые каналы получения средств? Проблема в том, что информационное обеспечение сделок асимметрично: кредитор не имеет абсолютно достоверной информации о заемщике, что требует значительных усилий и средств на получение и верификацию такой информации. В результате только крупные заемщики могут себе позволить вызванное этим удорожание средств, да и то на больших объемах заимствования.

Посредник, реализующий схему непрямого финансирования за счет посредничества между мелкими кредиторами и заемщиками, формирует канал взаимодействия между кредитором (сбережения) и заемщиком (инвестиции). Посредник специализируется на анализе как одних, так и других, он обеспечивает потоковое решение информационных, организа-

ционных и правовых вопросов. За счет этого обеспечивается преодоление основных проблем, включая:

- оптимизацию транзакционных издержек (экономия от масштаба);

- распределение рисков (диверсификация);

- урегулирование проблем асимметрии информации по отношению кредитора и заемщика в части ложного априорного выбора посредника при размещении средств нецелевого апостериорного использования заемных средств.

Кроме того, важно обеспечить отказ от массового изъятия первичными кредиторами своих средств из учреждений финансового посредничества и ссужение этих средств непосредственно первичным заемщикам.

Решить эти проблемы поможет разумное регулирование процессов, протекающих в финансовой системе. Регулирование финансовой системы направлено:

- на увеличение объема доступной инвестору информации;

- обеспечение прочности финансовой системы;

- совершенствование контроля над монетарной политикой.

Регулирование предусматривает:

- раскрытие публичной информации (транспарентность) заемщика и посредника;

- выполнение системы требований к финансовым посредникам, определяемых регулятором;

- ограничения на объемы операций посредника;

- включение в правила регулирования требований резервирования для страхования депозитов и формирования резервов на возможные потери по активным операциям;

- установление экономических нормативов на результаты деятельности посредника, в том числе на его капитал;

- возможное установление ограничений на проценты по депозитам и вкладам как регулятором, так и рынком.

Регулирование банковской деятельности направлено прежде всего на развитие конкурентной обстановки для повышения качества и снижение стоимости банковских услуг, а также на предупреждение опасности возникновения и развития финансовых кризисов.

Особое значение в современных условиях имеет интернационализация финансовых рынков. Формирование международного рынка облигаций (иностранные облигации, евробонды, евровалюта), развитие мирового фондового рынка за счет интернационализации биржевой и внебиржевой торговли, формирование мировой банковской системы потребовали выработки новых правил регулирования.

Мировая банковская система включает систему зарубежных филиалов и банков, проведение межграницных транзакций, требует международной системы регулирования. Ряд вопросов удалось решить за счет консолидации усилий центральных банков ряда ведущих финансовых центров и выработки нового Базельского соглашения (Базель II). Это соглашение отражает тенденцию усиления регуляторных внутринациональных полномочий центральных банков, а также усиливает значение соблюдения рыночной дисциплины.

6.2. Надзорные функции центральных банков

Центральные банки многих стран не только имеют достаточно выраженные функции по регулированию банковской системы, но и участвуют в контроле за деятельностью всей финансовой системы страны.

Как правило, центральные банки:

являются главным эмиссионным центром страны, организующим денежное обращение; осуществляют денежно-кредитное регулирование экономики;

осуществляют банковское регулирование и надзор за деятельностью коммерческих банков;

организуют функционирование расчетной системы;

являются обслуживающими банками для правительства.

Центральный банк как орган денежно-кредитного регулирования имеет широкий набор инструментов от установления процентных ставок по своим операциям и валютного регулирования до введения прямых количественных ограничений и рефинансирования банков в форме ломбардных кредитов и операций репо. Кроме того, возможно ограниченное использование рыночных инструментов. В частности, Банком России используется переучет векселей (кредитование под залог векселей устойчивых предприятий) и валютные свопы (комбинированная сделка покупки валюты с одновременным обязательством ее продажи на форвардных условиях).

Центральный банк как орган регулирования и надзора за деятельностью кредитных организаций преследует цель поддержания стабильности банковской системы и защиты интересов вкладчиков и кредиторов. В качестве инструментов такой политики могут использоваться:

выдача и отзыв лицензий на ведение банковской деятельности;

назначение и контроль за деятельностью временной администрацией в проблемных банках;

установление обязательных для КО правил ведения банковских операций;

определение правил ведения бухгалтерского учета, составления и представления бухгалтерской и статистической отчетности;

установление и контроль выполнения обязательных нормативов;

проведение инспекции на местах;

применение санкций к банкам вплоть до отзыва лицензии.

Российская банковская система (РБС) имеет трехуровневую структуру. На первом из них представлен Центральный банк и соподчиненные структуры типа Агентства по страхованию вкладов (АСВ) и в части функций, касающихся контроля над ценными бумагами КО, Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). На втором уровне — кредитные организации, деятельность которых регулируется федеральным законом, на третьем — компании банковской инфраструктуры. Характеристика функций каждого уровня в укрупненной форме приведена в табл. 6.1.

Трехуровневая система РБС требует модификации. Уровень универсальных банков выдерживают порядка 100–200 из действующих почти 1100 банков. На третьем уровне помимо специализированных сервисных организаций (процессинговых и клиринговых центров, депозитариев, рейтинговых агентств) могли бы успешно работать финансовые специализированные бизнес-единицы, подчиненные универсальному банку или специализированному союзу, обладающему банковской лицензией и в пруденциальном плане подконтрольные Банку России.

Мелкие банки могли бы:

1) объединиться для формирования устойчивой КО между собой либо присоединиться к более крупным организациям;

Таблица 6.1. Иерархия и функции российской банковской системы

Уровень и его представители	Основные функции
1-й уровень Центральный банк АСВ ФСФР	Установление и методическое обеспечение банковских операций; организация платежного оборота; выпуск наличных денег (эмиссия); лицензирование и надзор за деятельностью КО; регулирование банков посредством учетной ставки, резервной политики; установление для них обязательных экономических нормативов
2-й уровень Кредитные организации	Проведение банковских операций и осуществление обслуживания клиентов, субъектов экономических отношений: кредитование, ведение счетов, проведение расчетов; прием депозитов (вкладов) и пр.
3-й уровень Банковская инфраструктура и специализированные сервисные организации	независимые платежные системы (SWIFT, VISA и др); аудиторские консультационные и юридические компании; система страхования вкладов; поставщики информационно-технологических решений

2) стать специализированной КО с ограничениями по видам операций и (или) региону распространения услуг;

3) организоваться на базе специализированной кооперации.

6.3. Основные принципы Базельского соглашения

Финансовые потоки и их устойчивость базируются на надежной работе банковской системы как в национальном, так и в интернациональном масштабе. Поэтому национальные органы надзора являются тем барьером, который удерживает конкретные банки, национальную банковскую систему и денежно-кредитные системы отдельных стран на должном уровне надежности.

Современные финансовые системы определяют ряд новых факторов риска:

трансграничное предоставление финансовых услуг клиентам и интернационализация банковской деятельности;

открытие новых рынков капиталов, в том числе небанковских;

наличие и углубление технологических прорывов на базе передовых информационных технологий;

развитие системных банковских продуктов и услуг и др.

В связи с ускорением бизнес-процессов и ростом уровня неопределенности в принятии решений особую роль приобретают пруденциальный надзор, учет и анализ новых факторов риска, обеспечение должного уровня прозрачности банковской деятельности, а также реинжиниринг системы управления кредитными организациями за счет внедрения современных методов корпоративного управления.

Необходимость повышения устойчивости банковских систем в крупнейших странах мира и мировой банковской системы в целом привела к созданию центральными банками и надзорными органами ведущих индустриальных стран комитета, получившего название базельского и состоящего из представителей регулирующих органов этих стран. Члены

комитета встречаются на регулярной основе при поддержке Банка международных расчетов (Bank for International Settlements, BIS). Комитет совместно с BIS организует исследования и готовит практические обобщения для выработки общей регулирующей позиции для национальных пруденциальных органов.

Текущая редакция Базельского соглашения сформирована управляющими десяти центральных банков ведущих индустриальных стран мира в 1988 г. (1988 Basil Capital Accord или Базель I) и была обусловлена повышенными рисками банковской деятельности в случае недостаточной капитализации банка.

Соглашение 1988 г. (внедрено к концу 1992 г.) устанавливает требования к капиталу (не менее 8%) по отношению к активам, взвешенным с учетом рисков. Требования к капиталу устанавливаются на двух уровнях. К капиталу 1-го уровня (Tier 1 capital) относятся прежде всего уставный фонд и капитализированная прибыль. В капитал 2-го уровня (Tier 2 capital) входят также дополнительные внутренние и внешние ресурсы, доступные для банка на длительный срок. При этом хотя бы половина капитала должна быть сформирована из капитала 1-го уровня. Модификация осуществлена в 1996 г. и предусматривает введение и контроль открытых позиций по облигациям, акциям, валютам и товарным рынкам.

Второй консультационный этап или новое Базельское соглашение (New Basel Capital Accord), известное как Базель II, включало в себя подготовку трех редакций соглашения, окончательная редакция которого принята в середине 2004 г., а его внедрение первоначально было предусмотрено у основных его участников до 2007 г.

К базовым требованиям при разработке Базель II относятся адаптивность и чувствительность к рискам. Отличительные особенности существующего и нового соглашений представлены в табл. 6.2.

ТАБЛИЦА 6.2

Базель I	Базель II
Упор на одном показателе риска	Большее внимание к банковским внутренним методологиям, контролю и рыночной дисциплине
Единственный фактор фильтрации	Гибкость, выбор подхода, стимулирование улучшения управления рисками
Свободная структура отсева	Большая чувствительность к рискам

Базель II имеет три стержневых принципа, которые в совокупности должны обеспечить безопасность и прочность финансовой системы.

1. Формирование требований к минимально достаточному капиталу в зависимости от уровней кредитного и операционного рисков.

2. Обеспечение процесса контроля деятельности и потенциальных решений в случае несоблюдения требований.

3. Соблюдение требования к открытости информации о методологии внутреннего управления рисками в банке, в том числе для органов банковского надзора, в целях улучшения рыночной дисциплины.

В части формирования требований к достаточности капитала (первый стержневой принцип) предложена новая мера измерения риска [23], учитывающая не только кредитные, но и рыночные и операционные риски. Помимо стандартных подходов к измерению рисков предложены новые, более продвинутое подходы, которые кредитный инсти-

тут может использовать по согласованию с пруденциальными органами. В частности, для оценок кредитных рисков предложены подходы на основе внутренних рейтингов кредитной организации (Internal Rating Based, IRB), в том числе расширенный вариант такого подхода. Требования к капиталу по отношению к активам, взвешенным с учетом риска, не изменились — не менее 8%. Причем для холдинговых компаний риски рассматриваются на консолидированной основе. Стандартный подход во многом аналогичен существующему. Он предусматривает классификацию активов и забалансовых позиций по группам риска.

При введении внутренних рейтингов они соотносятся с вероятностью дефолта PD (Probability of Default) каждого типа заемщика. В предложенную Базельским комитетом формулу для определения минимального уровня капитала помимо PD (задается банком) входят ожидаемые потери при дефолте LGD (Loss Given Default) и принятые обязательства при дефолте EAD (Exposure At Default). В специализированном (advanced) варианте все три параметра определяются банком самостоятельно. Показатели вероятности дефолта PD должны представлять собой консервативную оценку долгосрочной вероятности дефолта для рейтинга, соответствующего типу заемщика. Они должны быть основаны на историческом опыте и эмпирических фактах. При специализированном подходе для определения внутреннего рейтинга, связанного с вероятностью дефолта, могут использоваться современные эконометрические методы. В этом случае реализуется более совершенная методология для корпоративных, суверенных и банковских заимствований, которая потенциально обладает большей чувствительностью к рискам и оперативностью по отношению к заемщикам.

Основные требования Базельского комитета к использованию внутренних рейтингов сводятся к тому, что такие рейтинги должны обеспечить [11]:

- системную дифференциацию кредитных рисков;
- полноту рейтинговой оценки;
- контроль над рейтинговыми системами и процессами;
- четко сформулированные используемые критерии рейтинговой системы;
- наличие оценки вероятности дефолта;
- использование информационной системы для сбора, систематизации и анализа данных;
- внутреннюю проверку используемых внутренних рейтингов;
- раскрытие информации о методологии риск-менеджмента.

Учитывая большое число новых финансовых инструментов (револьверные заимствования, ипотечные и имущественные кредиты, производные финансовые инструменты и др.), в версии Базель II особое внимание было уделено разработке соответствующих методик. Эти методологические аспекты зафиксированы в специальных дополнениях к основному документу.

На операционный риск выделяется квота (около 20%). Методы его определения постоянно совершенствуются и различаются степенью дифференциации учета рисков по видам деятельности. При оценке операционных рисков предусмотрен учет страхования банков от операционных потерь.

Вторым стержневым принципом Базель II являются требования к процессу надзора. Он предполагает регулярный анализ внутренних особенностей формирования капитала и контроля над рисками с точки зрения выполнения требований к минимальному капиталу. Соответствующие процедуры, предусматривающие периодичность, отчетность, последователь-

ность анализа и прочие особенности регламентации банковского надзора, определяются подходами конкретного национального органа. Внедрение Базель II предусматривает более регламентированное и детализированное взаимодействие между надзорными органами и банками.

Третий базовый принцип соглашения — требование к соблюдению рыночной дисциплины. Узловым компонентом признаются не только рекомендации, относящиеся к внутренним методологиям оценки рыночного риска и контроля над ними со стороны надзорных органов, но и рекомендации по технике снижения кредитных и рыночных рисков и защите активов. Одним из факторов реализации рыночной дисциплины является достижение транспарентности в банковской деятельности.

Анализ опыта внедрения Базель II в США, проведенный компанией Moody's в 2004 г., показал, что уровень требований к капиталу для американских банков, готовых к внедрению Базель II, может быть снижен примерно на 30%. Основой ожидаемого эффекта является введение измерения, контроля и управления рисками, а также рост рискованной культуры в банковском секторе в целом. Один из сдерживающих факторов внедрения Базель II в России — использование Международных принципов финансовой отчетности (МСФО).

6.4. Российская банковская система: развитие и тенденции

Роль банковской системы в развитии рыночной экономики весьма существенна и заключается в перераспределении ресурсов и регулировании финансовых потоков. Банковская система России (РБС) в своей новейшей истории насчитывает 20 лет. Опыт РБС царской России представляет скорее историческую ценность. В советские времена банки были малочисленны (к 1988 г. их было четыре), работали преимущественно на директивной основе в закрытой системе хозяйствования при ограниченном наборе экономических функций. Накопление не стимулировалось и было ориентировано на сберегательные кассы.

Этап становления РБС

Этап становления (1989—1999 гг.) характеризовался спонтанным развитием банков и созданием избыточного количества кредитных организаций (КО). Численное формирование банковской системы проходило ускоренными темпами. Количество банков уже к концу 1993 г. превысило 2000, в дальнейшем достигло 2500, но к концу 1997 г. уменьшилось до 1700 преимущественно за счет несостоятельности и консолидации ликвидированных КО.

Причинами ускоренного количественного роста банков стали острый недостаток предложения банковских услуг при значительном росте числа субъектов экономической деятельности, возможность получения банками значительных доходов в силу неурегулированности процентных ставок и высокой инфляционной составляющей. Но инфраструктурные и регуляторные возможности, а также законодательство явно отставали от потребностей практики.

Результатом стал валютный кризис 1994 г. («черный вторник», резкое изменение курса рубля), кризис рынка МБК (1995 г.), вызванный неадекватным управлением ликвидностью. Переломным явился системный кризис 1998 г., когда финансовая и валютная основы были дополнены набором чисто банковских проблем. Основными предпосылками стали усиление долгового кризиса, ухудшение ситуации на финансовых рынках, несбалансированность валютных позиций, пирамида государственного облигационного долга. Спусковым механизмом кризиса послужили девальвация рубля и последовавшая банковская паника со сто-

роны населения и предприятий. Как следствие — существенная декапитализация банков и банкротство или реструктуризация в сравнительно короткий период более чем 250 кредитных организаций.

В качестве основных последствий системного кризиса 1998 г. применительно к РБС выделяются [13, 15]:

- потребность в существенной реструктуризации системы;
- нарушение функционирования платежной системы;
- потеря ликвидности межбанковского рынка, отсутствие возможности государственных заимствований;
- необходимость возврата депозитов проблемными коммерческими банками, прежде всего населению;
- остановка рынка срочных сделок в результате неисполнения большинства из них.

Дефолт государства по внутреннему долгу был вызван неадекватной бюджетной и валютной политикой, огромными предстоящими расходами по выплате внешнего долга. Подрыв доверия инвесторов привел к прекращению кредитования государства и компаний, ухудшению баланса и банкротству ряда коммерческих банков, в том числе недавно позиционировавшихся как системообразующие (почти половины из первой двадцатки банков), оттоку иностранного капитала из России.

Этап ускоренного развития

Восстановление РБС. Непосредственно после кризиса 1998 г. на государственном уровне был предпринят ряд стабилизационных мер, включающий:

- разработку и реализацию механизма «расшивки» банковских неплатежей;
- гарантирование вкладов населения в коммерческих банках;
- существенное снижение и последующее регулирование нормативов отчисления в фонд обязательного резервирования (ФОР) в Банке России;
- стимулирование кредитования;
- развитие методов банковского надзора;
- частичную «расчистку» от несостоятельных банков.

Для организации санации и последующей реструктуризации банков было создано Агентство по реструктуризации кредитных организаций (АРКО). Для санации ряда крупных банков был использован механизм бридж-банков (Росбанк, Импэксбанк, Первое ОВК и др.), за счет чего были отделены и оставлены в старых банках токсичные активы.

В то же время государство не имело достаточных средств для полномасштабных решений в банковском секторе. Поэтому из трех сценариев реструктуризации (государственная поддержка, иностранный капитал, собственные силы) реализовывался последний. Поскольку промышленность из-за наличия большого объема свободных ресурсов (мощностей, рабочей силы) и рынков сбыта быстрее оправилась от кризиса, важную роль в наращивании капитала банков сыграли акционеры. Предприятия обеспечивали увеличение свободных остатков на счетах, востребовали банковские кредиты. Рост депозитов и других услуг населению был менее значительным.

К 2002 г. преимущественно за счет собственных усилий удалось обеспечить стабильность РБС. Несмотря на восстановление системы расчетов, банковский кризис не был преодолен полностью. Среди проблем, обусловленных кризисом и по-прежнему требовав-

ших решения, выделялись слабое доверие к банковской системе со стороны населения как потенциально стабильного ресурсного источника, неразвитость продуктового ряда и финансовых инструментов, сохранение высоких рисков банковского кредитования, низкий уровень капитализации. Следует отметить тенденцию к консолидации РБС, в том числе с 2003 г. за счет иностранных инвесторов.

Ускоренное развитие РБС. Сравнительно полноценная банковская система в России сформировалась только в начале XXI в. Поэтому в качестве базы для сравнения примем 2000 г., когда появились первые результаты восстановления РБС. К 2003 г. приобрели устойчивый характер темпы роста банковской системы. Рост активов и капитала был достаточно высок не только в номинальном, но и в реальном выражении, причем среднегодовые темпы роста (CAGR) за 2000—2008 гг. составили 36 и 44% соответственно.

Среднегодовые темпы реального роста по активам и капиталу достигли в первом десятилетии XXI в. 21 и 28% (за 2003—2007 гг. — 24 и 21% соответственно), что существенно выше темпов роста ВВП (рис. 6.2). Капитал в целом по банковской системе составлял 12—14% от активов, что при стабильном развитии вполне достаточно, но может вызывать определенные проблемы в условиях кризиса из-за наличия большого числа средних и малых банков, для которых требуется более высокий уровень капитализации.

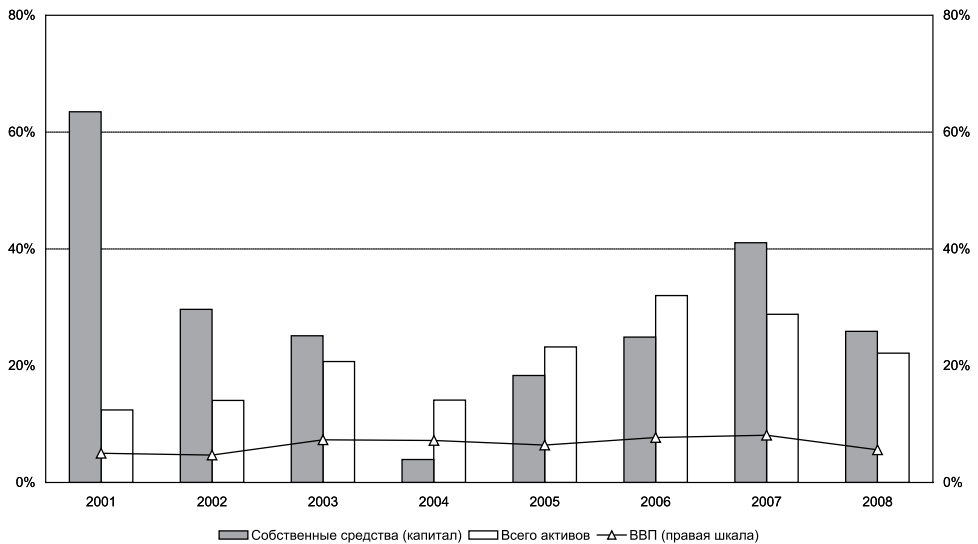


Рис. 6.2. Реальный прирост показателей банковской системы

Структура активов РБС за последние полтора года изменилась незначительно: небольшое перераспределение между кредитным портфелем и объемом ценных бумаг свидетельствует о возросшей аккуратности при работе с волатильными инструментами. Вместе с тем в пассивах произошли значительные изменения. Отток средств клиентов с 60 до 55% связан прежде всего с сокращением доли вкладов физических лиц с 26 до 23% пассивов.

Уменьшилась и доля собственных средств банков, поскольку фонды и прибыль сократились с 14 до 12%.

Предпринятые Правительством РФ и Банком России меры по вливанию средств в экономику частично компенсировали этот разрыв. Средства на середину 2009 г. составляли до 8% банковских пассивов, хотя на начало 2008 г. их доля не превышала 0,2%. Следует отметить рост доли прочих пассивов, где основной прирост приходится на сформированные резервы под возможные потери по ссудам (рост в 2,5 раза — до более 5% пассивов). Это наряду с ростом просроченной задолженности указывает на ухудшение качества кредитного портфеля РБС, что является одной из ключевых проблем второй половины 2009 г.

За последние годы произошла количественная стабилизация РБС, причем отмечается устойчивый отрицательный тренд. С 2003 г. зарегистрировано всего 50 новых КО, а количество действующих банков за тот же период сократилось почти на 230. Из более 3100 зарегистрированных КО на 1 сентября 2009 г., по данным Банка России, действовало 1078, в том числе 1028 банков (30 отозванных лицензий).

Существенные институциональные изменения произошли в части владения банками. Если число банков с участием государства в капитале сократилось, то доля их активов возросла и составила на середину 2009 г. более 50%. Существенно увеличилась доля банков с иностранным участием в капитале. Их количество возросло до 226, в том числе банков со 100-процентным иностранным участием — до 80 (в 2003 г. — 128 и 30 соответственно). Доля банков, контролируемых иностранным капиталом, достигла 18,6% в активах и 17,6% в капитале РБС (увеличилась по сравнению с 2007 г. почти на 2%).

Предпосылки «перегрева» РБС. Высокие темпы роста привели к существенному росту банковских показателей по отношению к ВВП (рис. 6.3). Если к началу 1998 г. активы составляли порядка 27%, а капитал — 2% от ВВП, то по итогам 2008 г. эти показатели выросли соответственно до 67 и 9%. Это выше значений, предусмотренных стратегией развития РБС, хотя по-прежнему ниже уровня большинства европейских стран.

Традиционные банковские услуги по привлечению и размещению средств хозяйствующих субъектов развивались устойчивыми темпами. Рост в три раза кредитов, предоставленных реальной экономике, — с 13 до 48% ВВП — отражает смещение в структуре активов в сторону кредитования (рис. 6.4). При этом на конец 2008 г. 66% кредитного портфеля приходится на предприятия и организации (13,5 трлн руб.), 18% — на кредиты физическим лицам (3,8 трлн руб.).

За первую половину 2009 г. объем активов практически не увеличился, а рост просроченной задолженности (по данным Банка России) с 1,5 до 3,6% (до 4,5% на 1 января 2009 г.) кредитного портфеля по российской отчетности является одной из болевых точек РБС. По многим банкам просрочка не была в достаточной мере обеспечена ростом собственных средств и резервов на возможные потери по ссудам. Можно констатировать, что в условиях текущего кризиса динамика развития традиционного банкинга практически приостановилась.

Динамика услуг физическим лицам носит разнонаправленный характер. Если кредитование, которое в 1998–2000 гг. практически отсутствовало, выросло до 9% ВВП, то привлечение средств населения в депозиты (наиболее стабильный источник фондирования в развитых странах), напротив, снизилось с 26 до 14% ВВП, что определяет одну из проблемных точек банковской системы России. В структуре вкладов физических лиц по срокам значительных трансформаций за последнее время не произошло. Доля вкладов на срок более одного года достаточно стабильно держится на уровне 65%, причем основную массу этих

вкладов составляют вклады на 1–1,5 года.

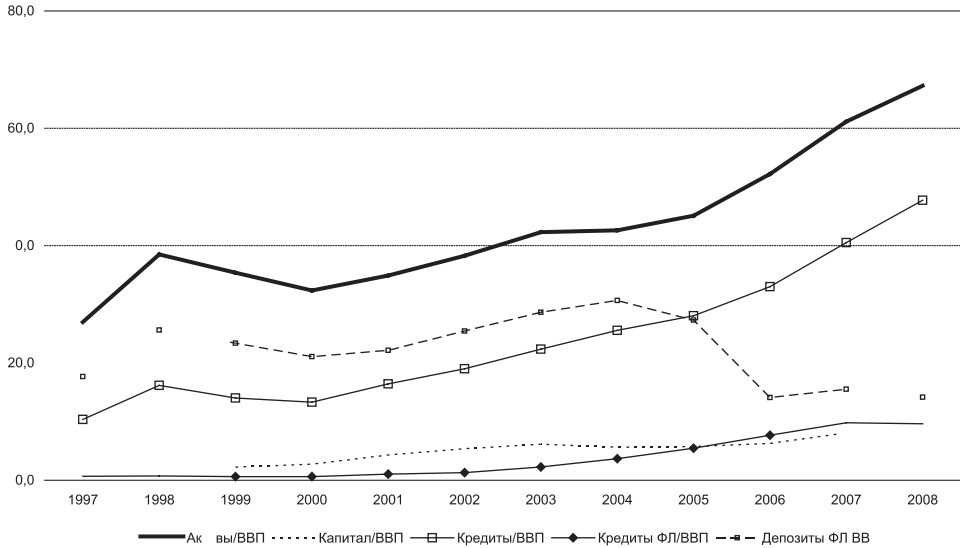


Рис. 6.3. Характеристики банковской системы России в сопоставлении с ВВП

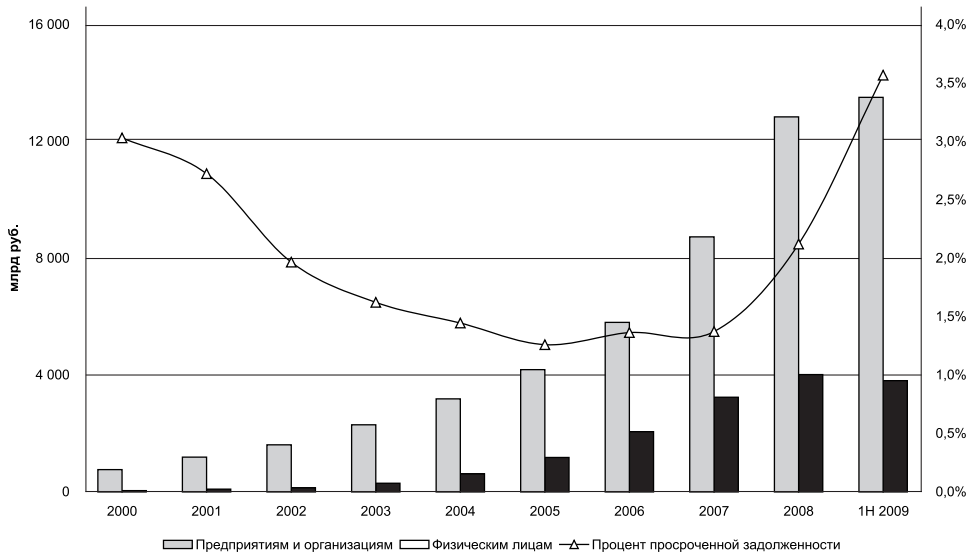


Рис. 6.4. Динамика роста объемов кредитования РБС

Уровень нормы накопления в России не только существенно ниже развитых и большинства развивающихся стран, но и имеет тенденцию относительного падения, что, несомненно, нарушает пропорции банковских услуг. Относительный отток вкладов можно объ-

яснить не столько снижением уровня доверия к банковской системе (система страхования вкладов и общий экономический фон пока не дают оснований для резких действий), сколько снижением уровня доходов населения. Рост доли валютных вкладов с 7% в 2008 г. до 21% в первой половине 2009 г. — следствие проведенной мягкой девальвации национальной валюты.

Доля средств предприятий и организаций на счетах в банках снизилась с 19 до 12% пассивов (3,5 трлн руб. на конец 2008 г.), а доля средств населения находилась на уровне 21—25%. К концу 2008 г. она снизилась до минимального значения в диапазоне (соответственно 6,3 трлн руб.). Еще одним ресурсным источником являются долговые обязательства на отечественном рынке, которые выросли с 0,2 до 1,2 трлн руб. и на конец 2008 г. составили 1 трлн руб., или около 4% пассивов. Собственные средства банков на конец 2008 г. составили порядка 14%, или 3,8 трлн руб.

Для развития реального сектора экономики, реализации инвестиционных проектов требуются «длинные» деньги. Важным источником фондирования для банков и предприятий за последние несколько лет стали зарубежные заимствования. Несмотря на сравнительную дешевизну этих ресурсов в докризисный период, связанные с ними валютные риски, риски ликвидности и неустойчивость данного источника фондирования проявились в последние два года. Структура долга и график его погашения показывают, что на банковский сектор на начало 2009 г. приходилось 34% всего внешнего долга (166 млрд долл. США) по сравнению с 7% долга, приходящегося на государственные органы. Если бы не вмешательство и помощь государства, по ряду позиций, вероятно, не удалось бы избежать дефолта.

Структура и концентрация РБС. Анализ концентрации российской банковской системы по активам (рис. 6.5) по группам банков, упорядоченным по величине активов, показывает, что к концу 2008 г. на пять крупнейших банков (Сбербанк РФ, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк и Банк Москвы) приходилась почти половина объема банковских услуг (46% активов, 49% размещенных средств, 49% банковского капитала, 40% средств предприятий и организаций, 57% привлеченных средств населения, 52% бюджетных средств). Почти 70% банковских услуг приходится на 20 крупнейших банков, а на 50 крупнейших банков приходится 80% банковских услуг (81% активов, 82% размещенных средств, 77% банковского капитала, 71% средств предприятий и организаций, 80% привлеченных средств населения, 68% бюджетных средств). Почти 95% банковских услуг обеспечивают 200 крупнейших банков России.

Таким образом, на более чем 800 мелких банков (более 80% общего количества банков) приходится лишь порядка 5% банковских услуг. Если учесть, что не менее половины этих банков находится в Москве, то вопрос о консолидации банковского сектора как по структурным, так и по экономическим показателям вполне назрел. Этот вывод подтверждается тем фактом, что за последний год отмечаются рост активов и капитала среди наиболее крупных банков и рецессия среди средних и мелких банков. Правительство в лице А. Кудрина также ожидает уменьшения в ближайшие два года числа банков приблизительно на 20%.

Сравнительный анализ с другими странами на основе публикаций Top-1000 журнала The Banker указывает на рост РБС в составе мировой элиты. По итогам 2008 г. 35 российских банков попали в мировую тысячу (в 2004 г. — менее 20), два из них (Сбербанк РФ и ВТБ) — в первую сотню. Активы российских банков соизмеримы с активами стран BRIC (порядка 0,5% мирового уровня), за исключением Китая, на который приходится более 5% активов мировых Top-1000 по данным журнала The Banker (рис. 6.6).

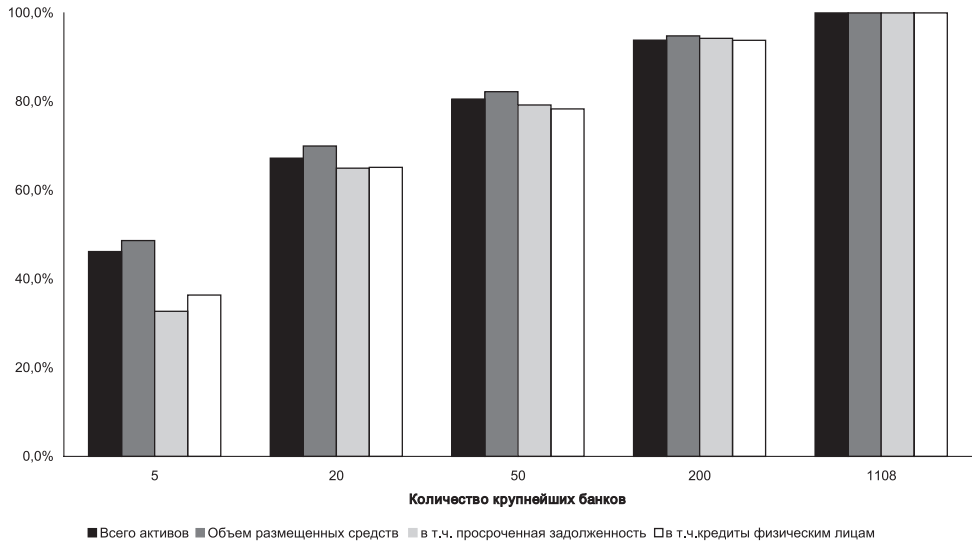


Рис. 6.5. Концентрация активов РБС (конец 2008 г.)

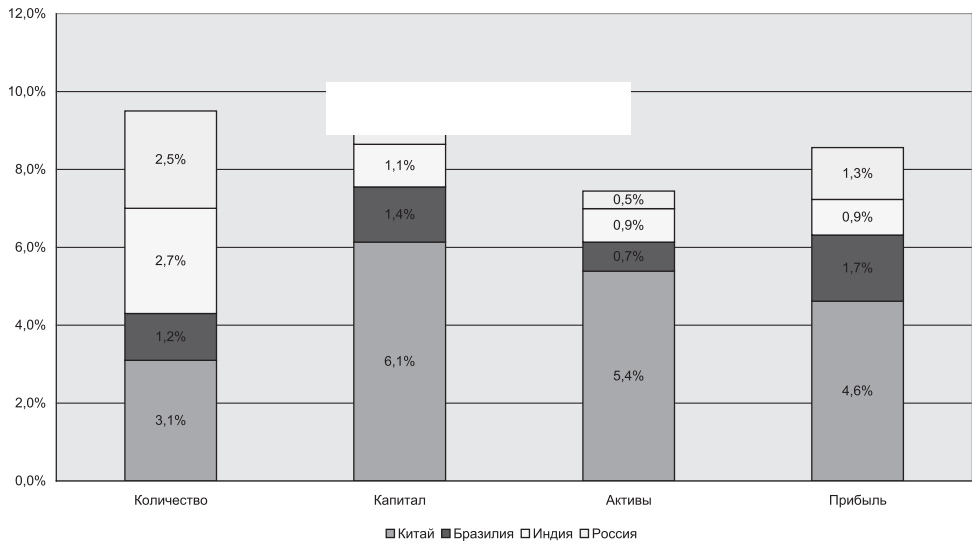


Рис. 6.6. Доля банков BRIC среди крупнейших банков мира (2007 г.)

Кризис и банковская система

В 2001–2007 гг. проблема устойчивости РБС не стояла слишком остро. Кризис вновь вернул эту проблему в число первоочередных. Анализ показывает, что даже уровни в 16,8%

достаточности капитала и 10,6% основного капитала по системе в целом на конец 2008 г. высоки, хотя последний показатель за 2008 г. снизился на 1%. При этом по состоянию на 1 апреля 2009 г. уровень ниже 14% имеют всего порядка 70 в основном наиболее крупных банков.

Доля проблемных и безнадежных ссуд за первую половину 2009 г. выросла в два раза — до 7,6%. При этом резервы под возможные потери по ссудам росли медленнее и их уровень 5,5% на 1 апреля 2009 г. и 6,9% на 1 июля 2009 г. не превышает уровня проблемных и безнадежных ссуд. Это создает дополнительную нагрузку на банковский капитал и является потенциальной (хотя и менее вероятной, чем в начале года) угрозой усиления банковского кризиса.

Отношение средств клиентов к совокупным выданным ссудам существенно снизилось — до 85% на начало и 89% на середину 2009 г. по сравнению со 100% двумя годами ранее. Основной причиной является снижение темпов роста клиентских средств при относительно высоком темпе роста кредитования. Это усугубило структурные проблемы РБС, вызванные «перегревом» расширения активных операций, прежде всего кредитования, что с учетом традиционных для России проблем с нормой сбережения усугубляет риски устойчивости ресурсной базы.

Усредненная эффективность банковского сектора за последний год существенно снизилась, прежде всего за счет резкого снижения прибыли (в 2,3 раза за первый квартал 2009 г. по сравнению с аналогичным периодом предшествующего года). При этом рентабельность активов и капитала также снизилась более чем в пять раз.

Банк России за последние пять лет усилил контроль над банками. За этот период у банков было отозвано порядка 250 лицензий. Распределение причин отзыва лицензий по видам нарушений в динамике с 2005 г. показано на рис. 6.7 (возможно несколько причин отзыва).

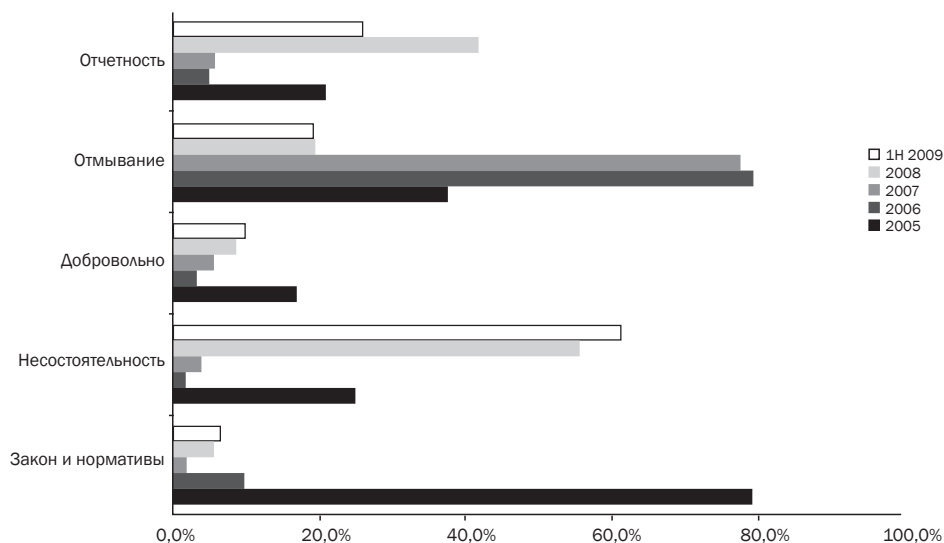


Рис. 6.7. Классификация причин отзыва лицензий за 2005–2009 гг.

Первая стадия кризиса преодолена РБС за счет своевременных мер, принятых Банком России. Меры, во многом аналогичные тем, которые были предприняты другими странами мирового сообщества (предоставление кредитов банкам, снижение ФОР и регуляторных требований, повышение уровня страховых покрытий), были дополнены мягкой девальвацией рубля. В то же время предоставление гарантии по кредитам предприятий государство практически не использовало, хотя и декларировало такую возможность. Это в определенной мере ограничивает кредитование, но, с другой стороны, снижает возможность долгового кризиса.

Банк России и ряд рейтинговых агентств провели стресс-тестирование банковской системы России. Стресс-тестирование может быть определено как оценка потенциального воздействия на финансовое состояние кредитной организации ряда заданных изменений в факторах риска, которые соответствуют исключительным, но вероятным событиям. Основную опасность, по мнению банков (результаты опроса Банка России [1]), представляют кредитный и рыночный риски. По мнению А. Улюкаева [18], формирование единого центра концентрации плохих активов нецелесообразно, а банки должны решать вопрос самостоятельно.

Для ряда этих банков уровень просрочки окажется чересчур большим, и им потребуется рекапитализация в той или иной форме. Она может происходить как за счет доведения средств акционерами или государством, так и в результате слияния с более сильными банками. Требуемые вливания в капитал скорее всего будут существенными (по оценкам, порядка 0,5 трлн руб.), однако ожидается, что процесс будет управляемым. Механизм рекапитализации задействован для стабилизации банковской системы не только в России, но и в США (вложения измеряются сотнями миллиардов долларов), в Великобритании, в странах Евросоюза.

Относительно ряда банков Агентством по страхованию вкладов осуществляются меры по предупреждению банкротства. Число таких организаций в первом полугодии 2009 г. составило 18–20, а их активы и капитал достигают до 3% банковского сектора. Среди этих банков три банка из числа Топ-30. Банкам «КИТ-Финанс», «Глобэкс», Связь-банку, которые рассматривались как системные дестабилизаторы РБС, под гарантии была оперативно предоставлена ликвидность, а затем они были выкуплены.

Проблемные вопросы устойчивого развития банковской системы

Проведенный анализ показал, что один из основных вопросов предстоящего этапа развития РБС — устойчивость. Поэтому следующий этап — этап устойчивого развития — будет строиться именно на этой основе. Устойчивое развитие, понимаемое в рамках концепции контроллинга [12] как стремление обеспечить успешное функционирование организационной системы (в том числе и банка) в долгосрочной перспективе, является узловой компонентой управления как отдельных банков, так и РБС в целом на среднесрочную перспективу. Без решения этих проблем обеспечение устойчивости и эффективности РБС будет труднореализуемой задачей.

Узловыми компонентами концепции контроллинга являются философия доходности (ориентация на эффективную работу организации и устойчивый рост ее стоимости в долгосрочной перспективе), разбиение задач контроллинга на циклы, создание информационной системы, адекватной задачам целевого управления с учетом рисков. Концепция стратегиче-

ской навигации предусматривает координацию, адаптивное стратегическое управление и планирование, сбалансированность интересов хозяйствующих субъектов и заинтересованных лиц, в том числе в рамках корпоративного управления.

В заключение систематизируем основные проблемы, которые, по нашему мнению, являются наиболее значимыми для успешного развития РБС на очередном этапе (начиная с 2010 г.). Можно выделить проблемы, требующие системного решения.

1. Устранение системной недоразвитости РБС в части:

консолидации (комплексное управление РБС, совершенствование требований к универсальным банкам, развитие специализированных КО (региональных, продуктовых));

законодательного регулирования (внедрение отчетности по МСФО, комплексирование систем риск-менеджмента, совершенствование пруденциального надзора, в том числе за финансовым рынком в целом);

технологического развития (модернизация платежных систем, развитие систем банковских и кредитных карт, внедрение новых продуктов и услуг, в том числе нетрадиционных).

2. Обеспечение пропорционального развития РБС в интересах кредитования реальной экономики и населения, в том числе модернизации. Решение ресурсной проблемы, в том числе за счет отечественных возможностей для смягчения зависимости от зарубежных заимствований. Стимулирование роста нормы сбережения.

3. Укрепление капитальной базы РБС. Формирование эффективных схем привлечения ресурсов в капитал банков, в том числе через механизмы публичных размещений. Регулирование доли иностранного капитала в РБС.

4. Решение проблемы эффективного регулирования финансовых институтов (включая банки и банковские холдинги) на национальном и наднациональном уровнях. Повышение информационной прозрачности для обеспечения устойчивого долговременного развития.

5. Развитие категории независимой оценки бизнеса в интересах принятия бизнес-решений и управления рисками, в том числе упорядочивание деятельности рейтинговых агентств.

6. Трансформация структуры продуктов и услуг, определяемых вызовами времени, прежде всего развитие дистанционных услуг в связи с направленностью современного бизнеса на ускорение расчетов и переход на менее затратные технологии обслуживания клиентов.

Отдельным вопросом, от которого во многом зависит не только устойчивость БС, но и устойчивость всей финансовой системы, является проблема координации регулирования фондовых и валютных операций как фактора системного риска. В то же время накопились вопросы, требующие оперативного решения в условиях кризиса. Если проблемы ликвидности РБС в настоящее время достаточно успешно решаются, то проблема «плохих» долгов остается актуальной и требует своего решения. Эта проблема тесно связана с вопросом докапитализации, который может стоять крайне остро, прежде всего для крупнейших банков.

6.5. НОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО НАДЗОРА: ЗАРАЖЕНИЕ И СИСТЕМНЫЕ РИСКИ

Особенности и классификация кризисов

Кризис 2008 г. начался преимущественно за рубежом. Но при этом его распростране-

ние практически по всему миру, прежде всего в развивающихся странах, включая Россию, обязано регуляторной сфере. Неуправляемый рост леверенджа (превышения заимствований над капиталом), слабо контролируемый рост производных финансовых инструментов, нерегулируемая секьютеризация привели к тому, что риски, принимаемые на себя банками, оказались трудно оцениваемыми. Этому же способствовало быстрое развитие надгосударственных финансовых институтов, глобализация банковской деятельности.

Вопрос о координации регулирования актуален как внутри страны, так и между государствами. Базель II не дает полного ответа на эти вопросы, хотя в странах Западной Европы, где его механизмы используются более широко, кризисные явления в финансовой сфере не столь остры. Рейтинговые агентства оказались также не в состоянии предсказать последствия распространения производных ценных бумаг низкого качества (саб-прайм заимствований), в первую очередь ипотечных.

Отмеченные проблемные моменты актуальны и для РБС с поправкой на необходимость устранения других проблем, связанных с отставанием в развитии и кредитным перегревом. Вообще для развивающихся стран имеются дополнительные факторы риска, вызванные специфическими проблемными вопросами таких государств:

- недоразвитая финансовая система, что влечет более низкий уровень экономического развития и роста;

- проблемы асимметрии информации о кредитных рисках за счет трудностей введения в договоры условий обеспечения и ограничительных положений;

- слабая судебная система, которая недостаточно защищает кредитора от недобросовестного заемщика;

- трудности в кредитовании и получении кредита, что ведет к снижению продуктивности и темпов роста экономики;

- сравнительная неразвитость механизмов кредитования в силу слабой правовой базы, неадекватных глобальным целям государственного регулирования и бухгалтерского учета, национализации банков;

- узловая позиция банков в формировании информационного поля эффективных инвестиций в экономику на развивающихся финансовых рынках.

Перечисленные особенности влияют на развитие кризисов в этих странах. Как правило, он переживается более тяжело, чем в развитых странах, проходит через фазу валютнообменного кризиса и связанную с ним девальвацию национальной валюты (рис. 6.8). Финансовый кризис — это процесс дезорганизации финансового рынка, при котором проблемы неблагоприятного выбора и морального риска приводят к прекращению выполнения рынками функций передачи финансовых ресурсов субъектам с наилучшими инвестиционными возможностями [28]. Выделяются следующие факторы нестабильности:

- рост процентных ставок, вызванный асимметрией информации;

- обвал фондового рынка;

- рост числа банкротств (поскольку обеспечение под кредит в значительной степени состоит из ценных бумаг);

- рост неопределенности на финансовом рынке, сокращение выдачи кредитов;

- банковская паника;

- сокращение инфляции в связи с потерями стоимости активов.

Циклический финансовый кризис — часть экономического. Источником может быть спад в циклическом развитии экономики. Фактор психологического риска также может стать при-

чиной для перетекания специфического финансового кризиса в циклический. Он сопровождается падением цен на финансовые активы, дефляцией, приводящей к банкротству субъектов рынка. Объектами циклического финансового кризиса выступают валюта, ценные бумаги, кредиты, депозиты, производные финансовые инструменты [17].

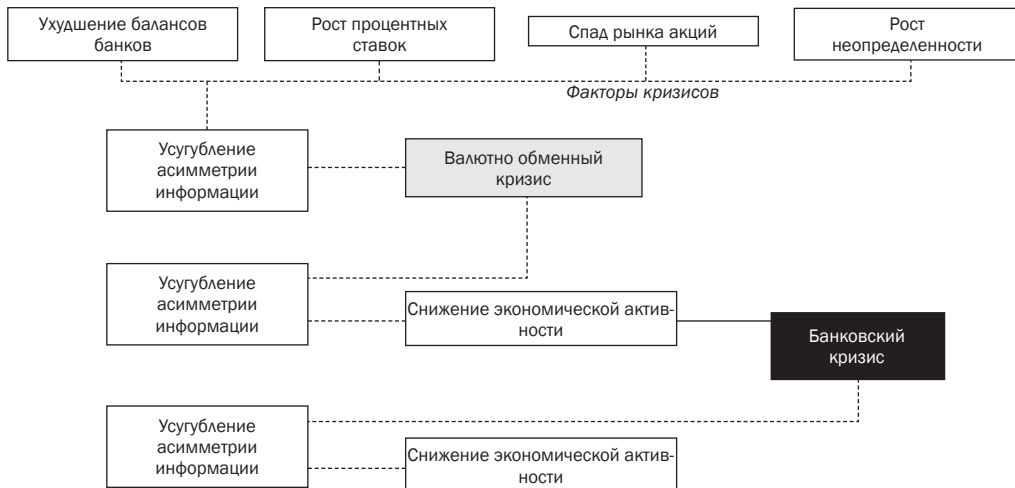


Рис. 6.8. Финансовые кризисы на развивающихся рынках

Можно также выделить следующие виды кризиса: бюджетный, банковский, денежного обращения, валютный и биржевой, а также двойной кризис (*twin crises*), когда одновременно происходят валютный и банковский кризисы. На практике банковские кризисы обычно заканчивались девальвацией национальной валюты, в то время как валютный кризис совсем не обязательно влечет за собой банковский кризис.

Приток иностранного капитала, несмотря на улучшение позиций платежного баланса, становится все более значимым фактором системного риска, особенно для развивающихся стран. В развивающихся странах связь и каналы заражения между различными финансовыми и экономическими институтами значительно менее защищены, что повышает вероятность системного заражения. Каналами распространения финансовых кризисов для развивающихся стран являются финансовые связи (асимметрия информации и стадное поведение, прямые финансовые связи, операции на финансовых рынках, проблемы ликвидности); торговые связи; общая чувствительность к отдельным шокам.

Финансовый кризис характеризуется непрогнозируемым поведением ряда макроэкономических показателей. При этом динамика изменения показателей не укладывается в обычные статистические характеристики некризисных периодов. Поиск индикаторов, позволяющих не только идентифицировать, но также спрогнозировать финансовый кризис, является достаточно важной задачей.

Экономический кризис и нестабильность могут проявиться в неустойчивости и непредсказуемой динамике показателей. Возможность кризиса может быть определена через превышение индикатором порогового значения, рассчитанного по историческому распределению значений. В качестве индикаторов используют темп роста, а не абсолютную вели-

чину показателя [25]. Индикаторы можно агрегировать, чтобы получить общий композитный индикатор кризиса.

Кризис ликвидности 2008 г.

Проблема ликвидности усугубляется при любом финансовом кризисе [29]. Суть ее в том, что (рис. 6.2) основным источником ликвидности в стабильных условиях является межбанковский рынок (рынок МБК), который обеспечивает оперативное перераспределение ресурсов, прежде всего краткосрочных, в банковской системе и основан на взаимном доверии между контрагентами. Рост кредитных рисков на рынке МБК порождает недоверие между банками, снижение или закрытие лимитов на необеспеченные сделки.

Поскольку банки, являясь финансовыми посредниками, трансформируют сроки и объемы ресурсной базы при формировании портфеля активов, в первую очередь кредитного, то существенно возрастают разрывы между активами и пассивами. Это приводит к сокращению объемов кредитования и снижению производственной активности, если отсутствует вмешательство кредитора последней инстанции в лице Банка России или государства через государственные банки.

Указанные явления можно было наблюдать на финансовых рынках сначала в США и ряде стран Западной Европы (с середины 2007 г.), затем за счет порожденного глобализацией механизма заражения и на рынках развивающихся стран (с лета 2008 г.). Спусковым механизмом стало банкротство одного из крупнейших в мире банков — Lehman Brothers и последующая трансформация в банковские холдинги со сменой системы регулирования крупнейших инвестиционных банков мира — Goldman Sachs и Morgan Stanley. Беспрецедентные вливания в банковскую систему для поддержания ликвидности и предотвращение банковской паники составили несколько триллионов долларов, а общий объем потерь от кризиса оценивается по разным источникам приблизительно в 12 трлн долл. США.

Причины кризиса ликвидности в сентябре 2008 г. в России были заложены как во внешних, так и во внутренних факторах. Резкое сокращение мировой ликвидности летом — осенью 2007 г., вызванное проблемами на ипотечном рынке США и других западных стран, привело к оттоку капитала из России и к проблемам с рефинансированием ранее полученных средств. В совокупности с неравномерностью исполнения бюджета (существенный рост нагрузки в осенние месяцы) это привело к миникризису ликвидности в октябре — ноябре 2007 г. Вопрос был урегулирован за счет снижения отчислений банков в Фонд обязательных резервов, а также за счет использования на межбанковском рынке средств от аукциона по ЮКОСу.

Принятые дополнительные меры по увеличению ликвидности включали: расширение ломбардного списка Банка России за счет снижения рейтинга отсечения до В+ по шкале международных агентств и дополнение списка тремя отечественными агентствами, бюджетное замещение ликвидности, использование средств Банка развития. Это позволило оттянуть реальный кризис в России до осени 2008 г., но не предотвратить его в силу внешних (расширение кризиса в развитых странах и резкое снижение спроса и цен на традиционные продукты экспорта) и внутренних (перегрев РБС и экономики) причин.

Резкое снижение цен на сырьевые ресурсы в сентябре 2008 г., прежде всего на нефть и металлы, массированные продажи нерезидентов и последующий обвал рынка ценных бумаг летом 2008 г. усугубили накопившиеся проблемы 2007 г. и привели к полномас-

штабному кризису ликвидности.

Кризис привел к резкому росту ставок на рынке МБК (до 40%), сильному давлению на национальную валюту и дальнейшему снижению уровня доверия, в том числе вызванного несостоятельностью банков из Топ-30 («КИТ-Финанс», «Связь-банк» и «Глобэкс»), которые имели значимую инвестиционную составляющую, а также перегрев РБС (в августе 2008 г. доля кредитов в активах банков достигла 77%) и фондового рынка.

В условиях дефицита ликвидности повышаются возможности для заражения. Для предотвращения системного кризиса недостаточно регулировать ликвидность отдельными банками. Необходимо вливание ресурсов кредитором последней инстанции (Банком России) для восстановления координации на рынке МБК.

Меры Банка России, предпринятые для сглаживания кризиса ликвидности, можно оценить как своевременные и сопоставимые по значимости с другими странами [18, 3]. Были предусмотрены поддержка системообразующих банков, санация наиболее крупных несостоятельных банков (всего в список АСВ по санации входило до 20 банков), расширение практики депозитных аукционов, рынка РЕПО, а также плавная девальвация национальной валюты. Банки разрабатывали антикризисные процедуры управления ликвидностью, хотя такие процедуры должны быть в инструментарии любого банка и поддерживаться в оперативной готовности.

6.6. ДИСТАНЦИОННЫЙ МОНИТОРИНГ КАК ПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ЗАДАЧА

Важной задачей является оценка контрагентов. Это могут быть партнеры или конкуренты по бизнесу, а также системы другого иерархического уровня, что характерно, например, для мониторинга банков со стороны Банка России или мониторинга предприятий внутри холдинга либо промышленно-финансовой группы.

Для этих целей используются мониторинг данных и публикаций о контрагенте, оценки независимых оценщиков, аналитические материалы о них или соответствующей отрасли, регионе, стране, рейтинговые отчеты и другие материалы. Отличительной особенностью перечисленного инструментария считается сравнительно высокая стоимость работ и услуг, а также относительно низкая оперативность.

В этой связи достаточно важными представляются инструменты дистанционного оценивания, дистанционного контроллинга внешней среды, которые основаны на текущих и исторических данных о субъекте оценивания и не предполагают очных встреч с исследуемым субъектом. Эти методы, как правило, менее затратные, не требуют экспертного мнения, но при этом велика вероятность ошибок оценивания и прогноза, поскольку соответствующие оценки могут не учитывать каких-либо факторов.

Потребность в развитии принципов и методов пруденциального банковского надзора и рейтингования определяется тем фактом, что для многих банковских систем все более актуальным становится вопрос о динамичности и массовости таких процедур. А это весьма затратно. Один из способов снижения стоимости и повышения оперативности банковского мониторинга в целях контроля деятельности со стороны надзорных органов — внедрение дистанционных методов. На этой основе могут быть построены системы раннего предупреждения, в том числе с использованием рейтинговых моделей, включая дистанционные.

К таким инструментам в первую очередь относятся рейтинги. Использование рейтингов для дистанционного мониторинга стало существенно более востребованным в последнее

время.

Рассмотрим два вопроса, которые крайне важны в плане пруденциального надзора: системы раннего предупреждения и систему банковского мониторинга CAMELS, послужившую прообразом многих более детальных или более насыщенных информационных моделей.

Системы раннего предупреждения

Основные признаки эффективной системы управления рисками предусматривают: последовательное использование и анализ подходов к системе рейтингов и показателя дефолта по всем типам активов; прозрачность методологии; четкий контроль и аудит методологии и результатов; логическую организацию процесса, включая выдачу санкций и разрешений; модульную архитектуру и централизованное хранение информации.

Принцип построения системы раннего предупреждения (СРП, Early Warning Systems, EWS) таков: зачастую дешевле предупредить явление, чем устранять его последствия. В частности, EWS предназначены для предупреждения о потенциальных проблемах, которые возникли или могут возникнуть в будущем на основе анализа существующего положения банка. Для этих целей [34]:

дается регулярная оценка компании (банка) по формализованной схеме как во время выездных проверок, так и на основании дистанционного мониторинга между такими проверками;

определяются проблемные компании и сферы взаимодействия между ними, где существуют или легко возникают сложные ситуации;

формируются приоритеты в системе надзора для оптимального распределения и планирования ресурсов надзорных органов;

осуществляется инициализация гарантий и своевременных действий со стороны контрольных органов.

СРП, используемые в банковской сфере, зависят от специфики национального регулирования банковской деятельности и включают распространенность, масштабы и частоту контроля на месте, механизм дистанционного мониторинга, систему и регулярность отчетности, пригодность дополнительных источников информации, включая исторические и статистические. Такие системы можно подразделить на четыре категории:

системы на основе анализа финансовых индикаторов и однородности;

комплексные системы оценки банковских рисков;

статистические модели;

надзорные банковские рейтинговые системы.

Системы на основе анализа финансовых индикаторов и однородности используют сравнение отдельных банков со средними значениями для группы в целом. Для сравнения применяются десятки индикаторов на основе квартальной или другой периодической отчетности. Одни показатели аналогичны показателям системы CAMELS. Другие характеризуют новые виды или направления деятельности. В чистом виде такого рода системы в последнее время практически не применяются. Вместе с тем при формировании комплексных показателей, а также при построении статистических моделей они нередко используются как базовые при отборе наиболее значимых представителей. Индикаторы строятся на основе

анализа большого статистического материала и выработки обязательных для группы банков требований, выполнение которых подвергается регулярному дистанционному контролю.

В связи с тем что такой подход основан на анализе большого числа индикаторов, представляющих отношения финансовых параметров деятельности банков, индикаторы могут быть использованы при агрегировании параметров для банковского сектора или группы банков в целом, а также для построения стресс-моделей.

Комплексные системы оценки банковских рисков основаны на представлении банка или банковской группы в виде отдельных бизнес-единиц и анализе каждой из них относительно всех бизнес-рисков с учетом их внутренней структуры, а также по множеству специфических критериев. По каждому из критериев подсчитываются баллы. Оценки агрегируются последовательно по уровням вплоть до получения комплексной оценки кредитного института или банковской группы. Такой подход используют надзорные органы Великобритании (система RATE, Risk Assessment Tools of supervision and Evaluation, 1998 г.) и Нидерландов (система RAST, Risk Analysis Support Tool, 1999 г.).

Система RATE предусматривает помимо факторов системы CAMEL для каждой из составляющей банковской группы учет бизнес-факторов делового и внешнего окружения, ряда неоцениваемых (включая операционные, юридические и репутационные) и качественных рисков. На основе вновь поступающей дистанционной информации и прогнозов рынка осуществляется дистанционный мониторинг банковского института.

Рассматриваемый класс моделей позволяет всесторонне оценить количественные и качественные факторы деятельности и рисков банковского института. Этот подход, в отличие от остальных, позволяет консолидировать и деконсолидировать оценки применительно к отдельным составляющим группы.

Статистические модели стали особенно популярны с середины 1990-х гг. Существенные отличия статистических моделей от трех других указанных выше подходов включают:

- ориентацию преимущественно на определение факторов, которые могут привести к дефолту;

- использование современных методов и алгоритмов для выявления причин экономических взаимосвязей между объясняющими переменными и зависимыми переменными, такими как неустойчивость, дефолт, банкротство или живучесть банка.

В качестве примера статистической модели, допускающей настройку в рабочем порядке, можно указать систему Default Filtertm. Она предназначена для проверки и формирования экспертного рейтингового заключения. В модели Default Filter, разработанной компанией Standard & Poor's, предусмотрены возможности определения базовых факторов, настройка модели на конкретного пользователя и ряд других. Эта модель может быть использована для оценки (построения) рейтинга средних и крупных корпораций и предприятий.

Система CAMELS

Типичным примером надзорной банковской рейтинговой системы является CAMEL. Подобные системы используется уже около двух десятилетий для экспертных (очных) проверок. В течение последних лет аналогичный подход был развит и доведен до использования в дистанционном режиме.

Банковские рейтинговые системы в интересах надзора применяют анализ многих параметров и их сравнение со значениями, которые оцениваются как базовые. Поскольку при

проведении экспертной оценки используется конфиденциальная информация, промежуточные результаты не являются публичными. Как правило, не признаются публичными и интегральные оценки.

В качестве типового примера более подробно рассмотрим систему CAMEL, получившую наибольшее распространение в России, а также ее модификации. Это актуально, поскольку базовые понятия данной системы в качестве прообраза используются и в других системах, в том числе описанных в следующих разделах.

Система CAMEL появилась в середине 1980-х гг. Она предназначена для очных оценок американских банков. В качестве базовых факторов оценки приняты Capital (достаточность капитала), Asset quality (качество активов), Management (управление банком), Earnings (доходы), Liquidity (ликвидность). В 1996 г. для придания ориентации на рыночные риски был добавлен еще один компонент — Sensitivity (чувствительность), в результате чего система превратилась в CAMELS. Рассматриваемую систему используют все три контрольных института США.

Каждый фактор оценивается по обратной пятибалльной шкале, при которой лучшей является оценка 1, а худшей — 5. Рейтинг считается агрегированной оценкой текущего состояния банка (табл. 3). В оценку каждого фактора входит несколько составляющих, для которых также используется принцип агрегирования результата. По каждому показателю существуют базовые значения, с которыми проводится сравнение. Эти значения во времени могут меняться.

Таблица 6.3. Интерпретация комплексного рейтинга CAMELS

Рейтинговая шкала	Ранг	Результаты анализа	Интерпретация результатов анализа
1	1,0–1,4	Сильный	Надежность во всех аспектах, не требуется никакой реакции контролирующих органов
2	1,6–2,4	Удовлетворительный	Основательная надежность с некоторыми корректируемыми слабостями, реакция контролирующих органов ограниченная
3	2,6–3,4	Достаточный (требует наблюдения)	Наличие слабостей, требующих своевременной помощи. Необходим повышенный контроль
4	3,6–4,4	Предельно допустимый (имеется риск банкротства)	Повышенная чувствительность, если не будут предприняты усилия по повышению будущей жизнедеятельности банка. Нуждается в плотном контроле
5	4,6–5,0	Неудовлетворительный (высокая степень банкротства)	Высокий риск банкротства в ближайшее время. Требуется постоянный контроль и приостановка действия разрешений

В группе «достаточность капитала» для рейтинга CAMELS основными являются следующие факторы:

- размер банка;
- объем проблемных активов;
- опыт развития банка и перспективные планы;
- качество капитала;
- нераспределенная прибыль;

доступ на рынок капитала;
забалансовые активы.

Для группы «качество активов» выделяют следующие факторы:

структура активов;
соотношения и тенденции по группам кредитов;
объем, изменение и сравнение необслуживаемых и пролонгированных кредитов;
концентрация кредитов;
объемы и характер операций с инсайдерами.

Группа «факторы управления» характеризует:

компетентность и уровень управления среднего и высшего руководства;
соответствие банковским законам и регулированию;
адекватность и согласованность с внутренней политикой;
направленность на самостоятельность;
способность планировать и реакцию на изменения условий;
готовность быть полезным для достижения разумных потребностей коллектива;
компетентность управленца;
наличие и уровень квалификации персонала и программ.

«Доходы» банка отражают следующие факторы:

доходность активов в сравнении со средними по группе и собственной тенденцией;
доходы и расходы в сравнении со средними по группе и собственной тенденцией;
достаточность резервов на потери по кредитам;
качество доходов;

дивидендные платежи в отношении к достаточному банковскому капиталу.

Показатели ликвидности характеризуют:

достаточность ликвидных ресурсов в сравнении с текущими и будущими потребностями;
достаточность высоколиквидных активов, без потерь конвертируемых в денежные средства;

доступ к денежным рынкам;

уровень диверсификации фондируемых ресурсов;

долю краткосрочных волатильных привлеченных ресурсов;

тенденцию и изменчивость депозитов;

способность защиты и продажи части активов;

способность менеджмента определять, измерять, отслеживать и контролировать ликвидную позицию.

Чувствительность к рыночным рискам оценивают следующие факторы:

чувствительность чистых доходов и экономического значения капитала финансовых институтов к изменению ставок в зависимости от различных сценариев и граничных состояний окружения;

объем, структура и изменчивость к курсам иностранных валют или другим торговым позициям;

текущие или потенциальные изменения доходов или капитала в зависимости от изменений рыночной оценки торгового портфеля или финансовых инструментов;

способность менеджмента определять, измерять, отслеживать и контролировать процентные риски, а также ценовые и обменные валютные риски (при наличии возможности).

Оценки на экспертной основе проводились для американских банков обычно ежегодно.

В дополнение могут быть использованы дистанционные системы, в том числе СРП. К преимуществам такого подхода относится простота использования даже в странах с развивающейся экономикой, к недостаткам — экспертные оценки и большие затраты на проведение инспекторских проверок на месте.

МОДЕЛИ РЕЙТИНГОВ И ИХ ПРИМЕНЕНИЕ

7.1. НАЗНАЧЕНИЕ И СПЕЦИФИКАЦИЯ ЭКОНОМЕТРИЧЕСКИХ МОДЕЛЕЙ РЕЙТИНГОВ

Внедрение нового Базельского соглашения имеет отношение не только к группе стран — участников соглашения. Влияние Базеля II на поведение мирового сообщества предсказуемо. Усиливается внимание к построению внутренних рейтинговых систем в банках и крупных корпорациях. Создание эконометрических моделей (ЭМ) позволяет аккумулировать предшествующий опыт, дает возможность статистического прогнозирования рейтингов, в том числе компаний, не прошедших рейтингование. Они могут применяться:

- в системах раннего предупреждения для надзора и мониторинга;

- при IRB-подходе в системе внутренних рейтингов согласно Базелю II;

- для построения моделей вероятности дефолта и скоринговых моделей в розничном бизнесе.

В качестве основы для построения эконометрических моделей могут использоваться рейтинги, публикуемые рейтинговыми агентствами (РА), результаты экспертных опросов, исторические данные о дефолтах, внутренние данные о заимствованиях и погашении заимствований.

Методология построения моделей имеет несколько составляющих (рис. 7.1), среди которых следует выделить проблемы формирования системы данных, сопровождения моделей, а также оценки их качества, которым не всегда уделяется должное внимание. Далее систематизируются существующие в настоящее время методы построения ЭМ применительно к российским банкам и компаниям.

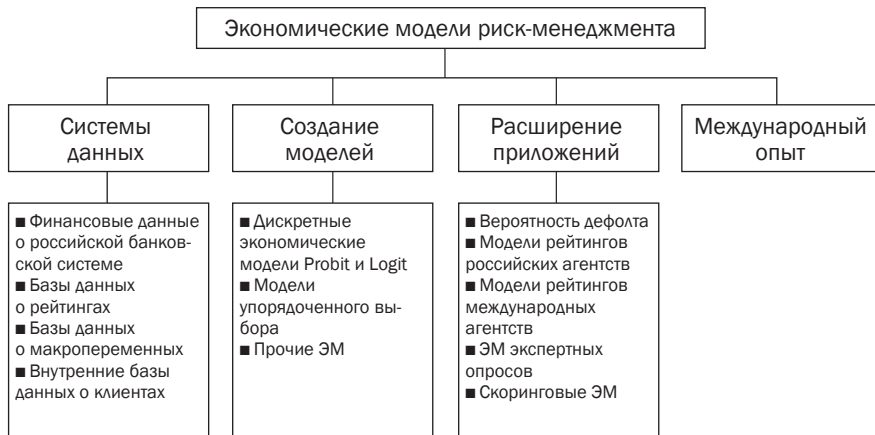


Рис. 7.1. Классификация задач построения и поддержки ЭМ

Рейтинг является качественной порядковой переменной. Поэтому естественно использовать модели множественного выбора (order probit models) [14]. При этом осуществляется преобразование буквенной нотации рейтингов в упорядоченную числовую шкалу, при которой наименьшее значение указывает на компанию, занимающую наивысшую позицию в рейтинге.

Для k упорядоченных альтернатив (в рассматриваемом случае – рейтингов, отображенных в наборе упорядоченных целых чисел) вероятности того, что субъект (банк, компания) номер j , имеющий набор объясняющих переменных (финансовые индикаторы и макроэкономические показатели), будет отнесен к одному из классов (рейтингов) с номером от 1 до k , равны соответственно:

$$\left\{ \begin{array}{l} P(y_t = 1) = F(c_1 - x_t' \beta), \\ P(y_t = 2) = F(c_2 - x_t' \beta) - F(c_1 - x_t' \beta), \\ \dots\dots\dots \\ P(y_t = k-1) = F(c_{k-1} - x_t' \beta) - F(c_{k-2} - x_t' \beta), \\ P(y_t = k) = 1 - F(c_{k-1} - x_t' \beta). \end{array} \right. \quad (7.1)$$

Функция F является функцией распределения стандартной нормальной случайной величины (для моделей типа Probit) или логистической функцией (для моделей типа Logit). Параметрами модели, которые оцениваются по выборке, являются вектор коэффициентов β и вектор пороговых значений $C=(C_1, C_2, \dots, C_{k-1})$. Параметры модели оцениваются согласно методу максимального правдоподобия со стандартными ошибками в форме Уайта – Хубера с использованием, например, эконометрического пакета EViews.

После того как получены оценки искомых параметров $\hat{\beta}$ и \hat{c} можно по формулам (1) рассчитать прогнозные значения вероятностей \hat{P}_j отнесения объекта с набором значений параметров x_t к каждому из классов $j=1, \dots, k$. Далее будет естественным отнесение объекта к классу j , для которого значение \hat{P}_j наибольшее.

При наличии указанных выше оценок коэффициентов модели $\hat{\beta}$ можно оценить прогнозный рейтинг j конкретного субъекта t , если присутствуют все индикаторы из набора x_t^j . Именно скалярное произведение $x_t^j \hat{\beta}$ определяет упорядочение субъектов, причем большему значению скалярного произведения соответствует более высокий уровень рейтинга (в силу монотонности отображения на рейтинговую шкалу), то есть меньшее значение при отображении в числовую шкалу.

Как статистическую меру качества приближения модели к фактическим данным будем использовать критерий Pseudo- R^2 , являющийся модификацией широко применяемого в статистике критерия R^2 . Кроме того, в качестве меры адекватности эконометрических моделей в работе задействованы выборочные вероятности точности прогнозирования рейтингов. В качестве меры отклонения используем разность модельного $R_{\text{мод}}$ и фактического $R_{\text{факт}}$ рейтингов:

$$\Delta = R_{\text{мод}} - R_{\text{факт}} \quad (7.2)$$

В качестве статистических мер будем рассматривать вероятности совпадения $P(|\Delta| = 0)$ и отклонения не более чем на одно значение $P(|\Delta| \leq 1)$ указанных рейтингов. При этом для проверки качества модели могут применяться данные, не вошедшие в набор (out of sample).

Крайне важно иметь хорошо сформированную систему данных. К интегрированным базам данных (единому информационному пространству) разработаны общие требования [8]. Применительно к задачам риск-менеджмента (включая построение моделей рейтингов и дефолтов) в качестве дополнительных требований к базам данных можно выделить ориентацию на задачи риск-менеджмента, пригодность системы данных для статистической обработки, структурированность и адаптивность для построения ЭМ, поддержку моделей в течение всего жизненного цикла.

В моделях рейтингов преимущественно используются относительные индикаторы, в знаменателе которых находятся показатели, характеризующие размер субъекта (капитал, активы). Объясняющие переменные, характеризующие размер, включаются в модели, как правило, в логарифмическом масштабе (например, логарифм активов).

Возможно разбиение выборки на обучающую, по которой строится модель, и контрольную, предназначенную для тестирования качества полученных моделей. При построении моделей могут быть исключены из рассмотрения компании, имеющие те или иные институциональные особенности (например, высокую вероятность вмешательства государства).

7.2. МОДЕЛИРОВАНИЕ ВЕРОЯТНОСТИ ДЕФОЛТА ПРОБЛЕМНЫЕ ВОПРОСЫ МОДЕЛИРОВАНИЯ ВЕРОЯТНОСТИ ДЕФОЛТА

В 1998–2000 гг. потерпели крах многие российские хозяйствующие субъекты, в том числе банки, которые при поверхностном анализе казались вполне благополучными. Это породило интерес к разработке эконометрических моделей, которые содействовали бы диагностике критического состояния хозяйствующих субъектов [11].

Пруденциальным органам необходима система, которая с определенной вероятностью отбирала бы субъекты, требующие повышенного внимания и более жесткого контроля, то есть диагностировала бы критическое состояние субъекта в рамках системы раннего предупре-

ждения о возможном банкротстве. На входе подобной системы обычно задается набор основных характеристик деятельности компании, а на выходе получается агрегированная оценка (номер группы стабильности (рейтинг) или вероятность банкротства). Подобные модели позволяют формировать первичные рекомендации, поскольку окончательное суждение выносится после тщательного анализа отдельных потенциально проблемных субъектов.

Результаты анализа и оценок последствий финансового кризиса в августе 1998 г. на основе таких моделей, а также отработка методологии их построения — хорошая основа для практического использования полученных результатов в странах с переходной экономикой. Учет макроэкономического окружения обеспечивает большую адаптацию моделей к изменчивости среды.

В бинарной Probit-модели регрессоры сформированы из основных финансовых индикаторов деятельности банков (компаний) и макроэкономических показателей [11]. В качестве зависимой переменной используется переменная LIVE, которая принимает значение 0, если у банка была отозвана лицензия в течение двух лет с момента фиксации данных, и 1, если банк продолжал функционировать в течение этого времени. Таким образом, имея набор основных показателей деятельности, на выходе модели получим показатель, который можно интерпретировать как вероятность того, что субъект будет успешно функционировать в ближайшем будущем. Разработаны способы построения моделей дефолта без использования макропеременных [11].

При формировании набора данных использовалась база данных по российским банкам за период с 1996 по 2002 г., предоставленная ИА «Мобиле». Факт банкротства характеризовался бинарной переменной, принимающей значение 0 в случае банкротства банка и 1 — в противном случае. Банкротство банков определялось по факту отзыва у него лицензии или перехода под внешнее управление АРКО (Агентство по реструктуризации кредитных организаций).

Далее под эпизодом понимается набор параметров субъекта и значения макропеременных на некоторый момент времени (квартал) и значение переменной LIVE через два года (использовался двухгодичный лаг). Набор данных состоит из эпизодов, отбор которых проводился так.

1. Рассмотрим какой-либо обанкротившийся субъект. Пусть он обанкротился в момент времени t .

2. Определяем финансовые показатели субъекта в момент $(t - 2 \text{ года})$. В набор параметров, характеризующих событие, включаем макроэкономические показатели за предшествующий моменту $(t - 2 \text{ года})$ квартал. Приводим в соответствие этим данным зависимую переменную $LIVE = 0$ (обанкротился в момент t).

3. Рассмотрим этот же субъект в момент $(t - 2 \text{ года})$, когда он функционировал. Для этого случая повторим п. 2, приписав соответствующему событию зависимую переменную $LIVE = 1$ (функционировал в момент $t - 2 \text{ года}$). Таким образом, мы предполагаем, что положение субъекта в момент $(t - 2 \text{ года})$ определялось его показателями и макроэкономическими показателями в момент $(t - 4 \text{ года})$ и т.п. Продолжаем отступать по времени с шагом в два года до завершения набора данных по показателям (для нашей базы данных — 1996 г.).

4. Для субъектов, функционирующих вплоть до момента начала исследования (осень 2002 г.), алгоритм во многом повторяет описанный выше п. 3. Для них в качестве отправной точки берется дата в последний год, за который еще есть сведения (в нашем исследовании — 2002 г.). Для получения статистически представительного набора данных для каждого

субъекта эта точка выбиралась рандомизированным образом в конечном году (в рассматриваемом случае — 2002 г.).

5. Начиная с выбранного момента времени реализуется итеративная процедура, описанная в п. 3. Зависимая переменная LIVE = 1.

По экспертным оценкам двух лет было достаточно, чтобы завершить процедуру банкротства. В то же время следует отметить, что сейчас этот интервал сократился. Вполне адекватным можно считать лаг в 1–1,5 года.

Перечень индикаторов был сформирован на основе предварительного эконометрического анализа по расширенному набору показателей для российских банков, а также имеющихся публикаций по эмпирическому анализу дефолтов [11]. Значимые по результатам предварительного анализа показатели представлены в табл. 7.1.

Таблица 7.1. Перечень значимых показателей для модели вероятности дефолта

№	Наименование показателя	Обозначение
1	Балансовая прибыль	BP
2	Кредиты экономике	KE
3	Кредиты, выданные другим банкам	KDB
4	Негосударственные долговые обязательства	NDO
5	Прочие неработающие активы	PNA
6	Валюта баланса, сумма пассивных счетов	VB
7	Собственный капитал	SK

В качестве переменной, характеризующей размер банка, принята валюта баланса VB. В число переменных регрессии включены отношения показателей деятельности к VB. Они характеризуют деятельность субъекта и структуру его баланса. Кроме того, добавлены переменные, представляющие отношение валюты баланса к дефлятору *defl* (приведение к уровню I квартала 1996 г.) в логарифмическом масштабе $\ln(VB/defl)$ и $\ln(VB/defl)^2$, чтобы учесть влияние размера банка на его устойчивость.

Модели [см. в 11] основаны на выборке содержащей данные о более чем 3000 эпизодах, что существенно превышает общее число банков, задействованных в исследовании (статистические характеристики набора данных приведены в [11]). Процентное распределение дефолтов по годам представлено на рис. 7.2.

Макроэкономические переменные использованы в соответствии с данными ЦБ РФ и ГУ-ВШЭ. Уровень корреляции между макропеременными достаточно высок. Это означает, что включение двух или более макропеременных в уравнение регрессии может привести к проблеме мультиколлинеарности.

Построение эконометрических моделей дефолта с учетом макропеременных

Эконометрические модели, полученные в результате отбора объясняющих переменных по статистическим критериям (Pseudo-R², Акаике и др.), приведены в виде набора коэффициентов при переменных в табл. 7.2.

Базовая модель, которая не содержит макропеременных, включает только значимые переменные. Все переменные, кроме KDB/VB, значимы на 5%-ном уровне. Знаки в модели в основном согласуются с экономическими ожиданиями.

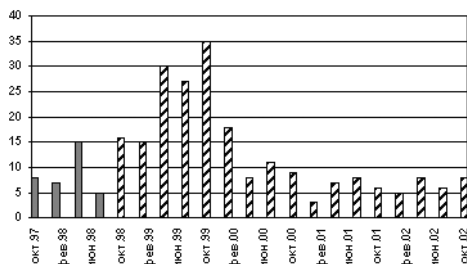


Рис. 7.2. Распределение отзывов банковских лицензий во времени

Таблица 7.2. Модели вероятности дефолта

Variable	Базовая модель		Макромодель 1		Макромодель 2	
	Coeff.	Std. Error	Coeff.	Std. Error	Coeff.	Std. Error
C	0,150	0,576	-0,847	0,604	-0,331	0,595
BP/VB	1,226	0,622	1,541	0,617	1,663	0,612
KE/VB	-1,188	0,180	-0,976	0,184	-0,930	0,185
NDO/VB	-1,008	0,247	-1,247	0,253	-1,394	0,254
PNA/VB	-1,346	0,262	-1,223	0,270	-1,204	0,272
KDB/VB	-0,546	0,373	-0,277	0,385	-0,113	0,392
Ln(VB/DEFL)	0,376	0,108	0,367	0,112	0,368	0,112
Ln(VB/DEFL)2	-0,0181	0,005	-0,0181	0,005	-0,0184	0,005
EXP/IMP	—	—	0,621	0,075	—	—
ERATE	—	—	—	—	0,0346	0,0038
McFadden R-squared	0,046	—	0,088	—	0,097	—

В соответствии с моделью зависимая переменная — вероятность преодоления кризиса — положительно зависит от балансовой прибыли и отрицательно — от остальных параметров. Зависимость от логарифма дефлированной валюты баланса квадратичная с точкой перегиба.

Наилучшие результаты получаются при включении в базовую модель отношения экспорта к импорту EXP/IMP (макромодель 1) и валютного курса ERATE (макромодель 2). Сравнительный анализ базовой модели с макромоделями 1 и 2 показывает, что по основным статистическим показателям качество моделей с макропеременными выше. С практической точки зрения важны не столько традиционные статистические критерии оценки качества модели, сколько потенциальный эффект от их применения.

Использование подхода на основе полезности предполагает введение эвристических критериев, учитывающих неравнозначность стоимости ошибок первого и второго рода. Изменчивость приоритетов у лиц, принимающих решения, исключает наличие единого критерия и предполагает использование эвристических критериев, основанных на оптимизации полезности результата. Для этого могут использоваться альтернативные подходы к построению эвристических критериев, которые в большей степени соответствуют экономической постановке задачи [11].

Для сравнения моделей можно использовать показатели

Они являются аналогами ошибок первого и второго рода, то есть вероятностями неправильной классификации эпизодов, связанных с банкротствами, и неправильной классици-

кации эпизодов, соответствующих устойчивым банкам. Как правило, ошибки первого рода (пропуск проблемного банка) более существенны, чем ошибки второго рода (классификация устойчивого банка как проблемного). Если бы мы знали соотношение потерь, связанных с этими ошибками, то задача отыскания оптимального уровня отсечения свелась бы к задаче минимизации линейной функции на кривой ошибок.

$$P_1(c) = \frac{M - m_c}{M} ; (7.3)$$

$$P_2(c) = \frac{n_c - m_c}{N - M} .(7.4)$$

Одна модель равномерно мажорирует другую в системе координат ошибок первого и второго рода, $P_1(c)$ и $P_2(c)$, если соответствующая ей кривая ошибок ниже (мажорируется) кривой ошибок другой модели.

Разделение выборки на обучающуюся и контрольную дает качественно близкие результаты устойчивости моделей. Модели с макропоказателями лучше прогнозируют выживаемость банка.

На рис. 7.3 отображены кривые ошибок для базовой модели, не использующей макропеременные, для макромоделей 1, использующей переменную отношения экспорта к импорту EXP/IMP, и для макромоделей 2, использующей переменную ERATE (используются процентные шкалы). Кривые для макромоделей лежат строго ниже кривой для базовой модели. Это означает, что включение макропоказателей улучшает качество модели. В то же время такое соотношение не является типичным. Часто кривые для двух разных макромоделей пересекаются, что свидетельствует об отсутствии мажорирования одной модели другой.

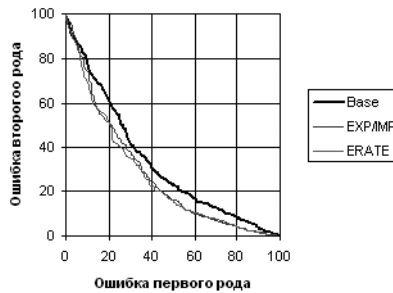


Рис. 7.3. Сравнение моделей в пространстве ошибок первого и второго рода

Сравнение моделей с использованием макропеременных по статистическим показателям качества регрессионной модели, а также по эвристическим критериям полезности позволяет сделать вывод, что введение в базисную модель макропоказателей улучшает статистические показатели качества модели и почти всегда улучшает эвристические критерии полезности модели. Наиболее удачными являются модели, включающие валютный курс ERATE и соотношение экспорт — импорт, EXP/IMP. Введение в модель двух макропеременных позволяет несколько улучшить значения как статистических критериев качества модели, так и эвристических критериев полезности.

Рассмотрение модели с добавленной фиктивной переменной CRISIS, принимающей значение 0 до кризиса и значение 1 после кризиса, качественно аппроксимирует обменный курс. Поэтому неудивительно, что и результаты моделей с этими переменными близки. Возможно значимой является структурная перестройка экономической системы после кризиса.

7.3. Эконометрические модели рейтингов банков: российские агентства

Для модели множественного выбора в качестве зависимой переменной будем использовать класс надежности банка согласно полученному рейтингу, а в качестве объясняющих переменных для российских РА — показатели финансовой деятельности банка, отобранные при участии экспертов (подробное описание показателей см. в [11]).

Рейтинги сведены в целочисленную шкалу, где наименьшему числу соответствует наименьшая группа надежности. При этом отрицательный (положительный) коэффициент перед конкретным показателем в модели (см. формулу 7.1) означает, что увеличение этого показателя повышает (понижает) надежность банка.

Для построения моделей рейтингов были выбраны рейтинги журналов «Эксперт» и «Профиль», информационного агентства «Мобиле» и Информационного центра «Рейтинг» как наиболее известные в начале 2000-х гг. Более детальному анализу были подвергнуты рейтинги агентств ИЦ «Рейтинг» (ИЦР) и «Эксперт РА» (РАЭ). Одним из существенных был вопрос устойчивости моделей, для определения которой использовались расширенные выборки, включающие данные вплоть до 2004 г. (Подробное описание данных, анализ статистических характеристик, анализ априорного влияния объясняющих переменных, а также подробный анализ моделей содержатся в [11].)

С практической точки зрения крайне важно, что при расчете модельных рейтингов использовалась только открытая информация. Пользователь вычисляет рейтинг интересующего его банка, пользуясь приведенными выше моделями и доступной финансовой информацией о нем. Таким образом, векторный рейтинг, расчет которого не требует больших материальных затрат, может использоваться в системах ранней диагностики состояния банков.

Модели представлены в форме таблиц, содержащих коэффициенты при объясняющих переменных в модели (см. формулу 7.1). Лучшая из моделей множественного выбора выбиралась по совокупности статистических критериев, включая информационный критерий Акаике (AIC) и обобщенный R², а также по точности прогнозирования. В таблицах, относящихся к эконометрическим моделям, статистическая значимость коэффициентов на 1-, 5- и 10%-ном уровнях отмечена тремя, двумя и одной звездочкой соответственно. Отсутствие звездочек означает, что коэффициент не отличается от нуля на 10%-ном уровне значимости.

Полученные модели позволили сделать следующие практически важные выводы [11].

1. Во всех моделях рейтинги опираются на показатель достаточности капитала или его аналог — долю собственного капитала в чистых активах, так что этот фактор следует признать наиболее важным.

2. Наряду с достаточностью капитала важнейшим показателем, вошедшим во все модели, считается размер банка, характеризуемый в модели собственным капиталом.

3. Показатели ликвидности (мгновенной, текущей и общей) признаются всеми рейтингами важными в определении уровня надежности. Знаки коэффициентов при этих показателях во всех моделях свидетельствуют о том, что банк с более высоким уровнем надежности

имеет более высокую ликвидность.

4. Ни один рейтинг не принимает во внимание такой важный показатель, как доля просроченной задолженности в кредитах, хотя, по экспертным оценкам, он является одним из важнейших при определении уровня надежности. Не исключено, что РА не доверяли отчетным данным банков в силу возможности реоформления или пролонгации кредитов для снижения реального уровня просроченной задолженности.

5. Доля долгосрочных кредитов реальному сектору значима почти во всех рейтингах, влияние фактора инвестирования в реальный сектор для основных рейтингов положительное. Эксперты ИЦ «Рейтинг» более консервативно, чем «Эксперт» и ИА «Мобиле», оценивают оптимальное значение доли кредитов в экономике в активах.

6. Как следует из анализа полученных моделей, РА не принимали в расчет показатель прибыльности BP/SK . Это связано с тем, что в 2001–2002 гг. балансовая прибыль все еще не отражала результативность деятельности из-за особенностей бухгалтерского учета и высокого уровня налогообложения банков.

Анализ статистики ошибок классификации модельных рейтингов по сравнению с реальными значениями для моделей ИА «Мобиле» и ИЦ «Рейтинг» дает наименьшую долю прогнозных ошибок (на уровне 55–80% точного предсказания и 98–100% с ошибкой на одну градацию).

Чтобы повысить устойчивость ЭМ, целесообразно перейти к логарифмическому масштабу для переменных, характеризующих размеры банка, включить в состав переменных макропоказатели, использовать порядковые шкалы для объясняющих переменных. Рассмотрим процесс повышения устойчивости на примере рейтингов ИЦ «Рейтинг» (ИРЦ).

Поскольку относительная разница в собственном капитале играет более важную роль, чем абсолютная, будем рассматривать его в логарифмическом масштабе $LN(SK)$. Предварительный анализ по кварталам моделей рейтингов ИЦР показывает, что значения коэффициентов при показателях достаточности капитала N_{H1} и логарифма собственного капитала $LN(SK)$ сравнительно стабильны, знаки коэффициентов при них постоянны.

Анализ изменения интегральных показателей банковской системы указывает на устойчивые темпы роста основных финансовых показателей. Введение фиктивных переменных на временные срезы подтверждает гипотезу о наличии линейного временного тренда. Поэтому далее в качестве одной из объясняющих переменных можно использовать переменную $TREND$ как линейную функцию времени. Поскольку в будущем неизбежны периоды экономического спада, или стагнации (согласно теории экономических циклов), модель с трендом может оказаться неустойчивой. Большей устойчивости можно добиться за счет введения в них макропеременных.

В таблице 7.3 представлены коэффициенты базовой модели рейтингов mR , а также моделей с введением тренда $TREND$ (модель $m2$) и макропеременных (модели $m3$ – $m6$), зависящих от времени. При введении двух макропеременных (модель $m6$ с индексом ВВП GDP_SA и отношением экспорта к импорту EX/IM) значение статистического критерия $Pseudo-R2$ практически совпадает с критерием для модели с трендом. Значимые объясняющие переменные в ЭМ (табл. 7.3) отмечены звездочкой.

Каждая графа таблицы представляет собой набор коэффициентов для эконометрической модели в форме (7.1). В графе приведены коэффициенты ЭМ, соответствующие указанным в строке объясняющим переменным. Так, для модели $m4$, в которую в качестве макропеременной входит GDP_SA (индекс реального ВВП), скалярное произведение $x_i' \hat{\beta}$, входящее

в систему (7.1), имеет вид

$$x_i' \hat{\beta} = 0,018 * N_H1 - 0,59 * LN(SK) + 0,044 * GDP_SA. \quad (7.5)$$

Наилучшему рейтингу соответствует наименьшее его цифровое значение, а улучшению рейтинга — меньшее значение скалярного произведения из соотношения (7.5). Следовательно, на уровень рейтинга, по мнению ИЦ «Рейтинг», положительно влияет величина собственного капитала. На оценку состояния банка гораздо больше влияют не абсолютные финансовые показатели, а относительные, то есть по сравнению с показателями других банков на том же рынке в то же время.

Чтобы исследовать влияние относительных показателей, осуществляется переход к порядковым шкалам и замена самих показателей на соответствующие им квантили. Для новых переменных приняты идентификаторы, соответствующие старым обозначениям, с добавлением двух символов — «A_». По сути дела процедура заключается в ранжировании набора банков по выбранному параметру и отображении полученного порядка в вероятностную шкалу [0,1]. Например, при наличии в наборе 100 банков банку с пятым по величине показателем соответствует квантиль по уровню вероятности 0,95, а десятому с конца — по уровню 0,1. Таким образом, новые переменные характеризуют место субъекта в множестве банков в конкретный момент времени по каждому из рассматриваемых показателей.

Переход к порядковым шкалам (модель maR в табл. 7.4) позволил улучшить качество базовой модели mR. Прежде всего следует указать на статистическую значимость всех коэффициентов. При этом введение макропеременных практически не улучшает модель, ведь временной тренд статистически незначим.

Для этой модели в силу унификации шкал и приблизительно одинаковых ошибок относительно каждого компонента влияние различных показателей определяется значениями полученных коэффициентов. Поэтому согласно последней модели наибольшее влияние оказывают значения собственного капитала и норматива достаточности капитала субъекта. Данный вывод полностью совпадает с результатами для предыдущих моделей. Кроме того, эти показатели статистически значимы на более высоком 1%-ном уровне, чем остальные объясняющие переменные, входящие в модель.

Последняя модель отражает положительное влияние на рейтинг такого важного показателя, как доля долгосрочных ссуд в валюте баланса. Это свидетельствует о том, что рассматриваемое агентство считает важной традиционную банковскую деятельность, каковой является долгосрочное кредитование экономики.

Результаты сравнения прогнозов (для построения моделей использованы данные за период с апреля 1999 г. по июнь 2003 г., а данные за четыре последующих квартала использованы для оценки качества прогнозирования) показывают, что точное прогнозирование осуществляется на уровне 50 до 67%, а ошибка более чем на 1 категорию колеблется от 0,8 до 4,3%. В частности, если опираться на оба критерия, то в качестве лучших можно указать модель с использованием порядковой шкалы (модель maR) и модель m4.

7.4. МОДЕЛИ РЕЙТИНГОВ МЕЖДУНАРОДНЫХ АГЕНТСТВ

Предпосылки построения моделей рейтингов международных агентств

Таблица 7.3. Сравнение моделей рейтингов ИЦ «Рейтинг»

Объясняющая переменная	Модели с логарифмическим масштабом и макропеременными										Модель с порядковыми шкалами	
	Обозначение	mR	m2	m3	m4	m5	m6	Обозначение	maR			
Отношение балансовой прибыли к собственному капиталу	BP/SK	-0,19*	-0,16*	-0,18*	-0,19*	-0,17*	-0,17*	A_BP/SK	-0,23*			
Достаточность капитала	N_H1	0,017	0,018	0,018	0,018	0,019	0,019	A_N_H1	1,30*			
Отношение долгосрочных кредитов к валюте баланса	KE_L/VB	0,20*	0,26*	0,26*	0,27*	0,25*	0,26*	A_KE_L/VB	-0,17*			
Мгновенная ликвидность	N_H2	0,00038	0,00050	0,00047	0,00047	0,00044	0,00051	A_N_H2	-0,25*			
Логарифм собственного капитала (натуральный)	LN(SK)	-0,48	-0,59	-0,58	-0,59	-0,57	-0,59	A_SK	-2,54*			
Временной тренд	TREND		0,073									
Средний курс доллара	EXRATE			0,14								
Индекс реального ВВП	GDP_SA				0,044		0,041					
Индекс РТС	RTSI					0,0029						
Отношение экспорта к импорту	EX/IM						-0,34					
Pseudo-R2		0,178	0,214	0,210	0,212	0,209	0,215	0,200				

Рейтинговая шкала долгосрочных банковских депозитов агентства Moody's состоит из девяти классов: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca и C. Первые четыре класса относятся к инвестиционному типу. Для моделирования рейтинговым классам присвоены числовые значения от 0 до 8 (далее реально используются от 0 до 5 в силу специфики выборки).

Для построения моделей [9] была составлена выборка банков, имеющих рейтинги Moody's и представляющих основные страны Европы, а также ряд развивающихся стран других регионов мира. В выборку было включено 777 наблюдений по 311 банкам. Каждое наблюдение состоит из рейтинга банка на конец года, макроэкономических показателей страны, в которой этот банк находится, и его финансовых показателей на конец предыдущего года (использованы данные агентства Moody's).

По мнению экспертов, рейтинговые агентства более консервативно относятся к банкам развивающихся стран, что выражается в определенном занижении соответствующих рейтингов. В связи с этим были выделены две относительно однородные и непересекающиеся группы: банки из стран первоначального Евросоюза (обозначается EU) и из стран, принадлежащих к категории развивающихся рынков (Emerging Markets, или EM), что достаточно широко используется как инвесторами, так и рейтинговыми агентствами. Категория развивающихся стран в нашей выборке была представлена десятью странами, входящими в индекс EMBI+ согласно классификации одного из крупнейших инвестиционных банков JPMorgan. Кроме того, в выборке присутствуют семь стран, формально не относящихся к указанным группам.

Распределение выборки наблюдений по рейтинговым классам приведено на рис. 7.4. Суверенные рейтинги рассматриваемых стран были относительно стабильны: в течение 2003—2005 гг. Moody's не меняло свою оценку потолка банковских рейтингов, за исключением трех стран (включая Россию).

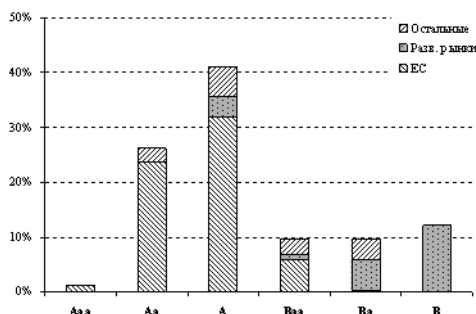


Рис. 7.4. Распределение наблюдений выборки по рейтинговым классам

В качестве объясняющих переменных рассматривались финансовые индикаторы банков в соответствии с МСФО за 2002—2004 гг. (рейтинги с лагом в один год за 2003—2005 гг.). Они характеризовали специфические для банка риски, а также макроэкономические индикаторы (в том числе суверенный потолок рейтинга), отражающие общий риск, присущий всем банкам конкретной страны.

Рейтинговая оценка банка согласно действовавшему подходу агентства Moody's основывается на наборе семи составляющих, две из которых непосредственно определяются на базе финансовой отчетности — рентабельность и уровень рисков. Остальные компоненты

анализа являются либо внешними по отношению к банку условиями (в частности, среда, в которой функционирует банк), либо непосредственно не измеряемыми показателями (например, долгосрочная стратегия и управление банком).

Используемые в моделях финансовые показатели банков были разделены на шесть групп в соответствии с классификацией агентства. Выделены группы показателей (всего 19), характеризующих рентабельность, эффективность (в окончательные модели не вошли), качество активов, достаточность капитала, ликвидность, а также показатель размера банка. Фиктивные переменные, описывающие страновую принадлежность, принимают значение 1, если банк принадлежит соответствующей группе стран, фиктивные переменные по годам принимают значение 1, если наблюдение относится к соответствующему году.

В качестве объясняющих переменных в работе также рассмотрены шесть макропеременных (ВВП на душу населения, реальный рост ВВП, инфляция, внутренние сбережения, объем внешнеторговых операций и реальное укрепление рубля по отношению к доллару), а также страновой потолок долгосрочных банковских депозитов в иностранной валюте. (Статистические характеристики и описательные статистики выборки представлены в [9].)

Модели рейтингов международного агентства Moody's

При построении моделей выделялись группы финансовых индикаторов в соответствии с методологией Moody's. Поскольку переменные внутри группы показателей сильно коррелированы, достаточно использовать по одной переменной из каждой группы. На первом этапе более подробно осуществлялся выбор объясняющей переменной из группы «рентабельность». В качестве экономического вывода следует важность рентабельности привлекаемых ресурсов не только для стран с развивающимися экономиками, но и для развитых стран. Представляется, что доступ к дешевым ресурсам является первичным среди факторов, определяющих конкурентные преимущества банка.

Помимо базовой модели для исследования временного тренда и повышения предсказательной силы моделей использовались:

фиктивные переменные по годам (модель tY);

переход к порядковым шкалам с отображением объясняющих финансовых переменных в шкалу квантилей путем построения ранкинга наблюдений по каждой из переменных и отображения в шкалу $[0,1]$ согласно полученному упорядочению (модель mP);

нормированные шкалы с преобразованием каждой объясняющей финансовой переменной путем вычитания соответствующего ей кросс-секционного среднего значения и последующего деления на стандартную ошибку (модель mN).

Полученные модели представлены в табл. 7.4. Знаки коэффициентов совпадают во всех моделях, согласуются с априорными представлениями и достаточно хорошо интерпретируемы.

Принадлежность страны к Евросоюзу и размер банка оказывают положительное влияние на рейтинг (знак при коэффициенте отрицателен). Банки стран, относящихся к развивающимся рынкам, при прочих равных условиях имеют более низкий рейтинг, чем банки развитых стран. В то же время у банков из группы ведущих стран Евросоюза более высокие рейтинги в сравнении с банками остальных стран (банки США, Японии и Германии в выборке не представлены).

Объем резервов под проблемные кредиты в моделях с естественной шкалой оказался незначим, а результат нестабилен: при преобразовании системы координат этот показатель

становится значимым в моделях mP и mN, а также в моделях с макропеременными. Объясняется это особенностью выборки, в которой банки не имели существенных задолженностей и уровень резервов (как приближенное значение для уровня просроченной задолженности) был достаточно стабильным, в среднем 2–4%.

Таблица 7.4. Базовая модель рейтингов и ее модификации

Объясняющая переменная	Коэффициенты моделей			
	mB	mY	mP	mN
Активы (логарифм)	-0,799***	-0,817***	-5,433***	-1,915***
Стоимость обязательств	0,333***	0,377***	2,658***	0,950***
Резервы/Кредиты	0,159	0,179	4,073***	0,889**
Капитал/Активы	0,131***	0,130***	1,388***	0,826***
Депозиты/Капитал	0,136***	0,140***	1,969***	0,795***
2004 год	—	0,510**	0,257	0,274
2005 год	—	0,619**	0,285	0,540*
Развивающиеся рынки	1,039***	0,926**	1,097***	0,990***
Евросоюз	-0,944***	-0,910***	-0,291	-0,907***
Французские банки	-3,116***	-3,063***	-4,089***	-3,004***
Pseudo-R2	0,431	0,435	0,439	0,437
Ошибка на 1 класс, %	94,87	95,11	94,85	94,98
Точное предсказание, %	70,21	70,66	68,98	70,27

*, ** и *** —10-, 5- и 1%-ный уровни значимости соответственно.

В базовой модели показатели рентабельности представлены стоимостью обязательств (отношение процентных расходов к средним обязательствам, по которым выплачиваются проценты). Показатель значим на 1%-ном уровне во всех моделях. Его отрицательное влияние вполне логично и отражает борьбу за дешевые ресурсы как важнейшую составляющую современного банкинга. Следует отметить, что менее информативными оказались такие показатели рентабельности, как чистая процентная маржа, отношение процентного дохода к процентным расходам, а также индикаторы рентабельности активов, капитала и процентных активов. В определенной мере это может быть объяснено выраженной U-образной зависимостью рейтинга от перечисленных показателей, когда слишком высокие значения данных индикаторов свидетельствуют скорее всего о более рискованной стратегии банка.

Показатели отношений капитала к активам и депозитов к капиталу значимы во всех моделях и оказывают ожидаемое отрицательное влияние на рейтинг.

По статистическому критерию Pseudo-R2, так же как и по точности предсказания (совпа-

дению фактического и предсказанного рейтингов $|\Delta|=0$ или ошибке не более чем на одну градацию $|\Delta| \leq 1$, приведенные в табл. 7.5 модели имеют достаточно близкие характеристики. Таким образом, преобразование шкал не дало существенного улучшения качества предсказания, но обеспечило более четкую интерпретацию показателей.

Для проверки гипотезы о наличии тренда для рейтингов банков агентства Moody's за 2003–2005 гг. базовая модель пополнена двумя фиктивными переменными для 2004 и 2005 гг. (модель mY). Аналогичные переменные включены в модели mP и mN с модифицированными шкалами. Анализ параметров моделей mP и mN (см. табл. 7.5) показывает, что выраженного временного тренда не наблюдается. Причиной наличия временного тренда в модели с абсолютными показателями является развитие банковской системы в целом.

Выбор модели с использованием макропеременных осуществлялся путем добавления к объясняющим переменным модели mY (табл. 7.10) всевозможных парных комбинаций из рассматриваемых шести макроэкономических переменных и странового потолка по банковским депозитам СС (всего 21 модель). Включение комбинаций большего числа экзогенных переменных не дало значимого улучшения качества модели.

Введение макроэкономических переменных существенно улучшает качество подгонки модели и повышает ее предсказательную силу. При этом среди полученных моделей наиболее привлекательными оказались все модели, включающие суверенный потолок рейтингов СС. Ошибки предсказания Δ и индексы Pseudo-R², характеризующие качество подгонки для двух лучших из полученных моделей, представлены в табл. 7.5.

Влияние финансовых индикаторов согласуется с ожиданиями (см. табл. 7.4). Зависимости от макропеременных также предсказуемы. Страновой потолок (направленность знака соответствует выходной характеристике) оказывает положительное влияние на рейтинг. Рост инфляции отрицательно влияет на рейтинг в противовес росту внешнеэкономических операций и нормы внутренних сбережений.

Распределение ошибок прогноза рейтингов для моделей с макропеременными по годам указывает на более высокую прогнозную силу моделей с макропеременными (точный прогноз на уровне 78%, с ошибкой на одну градацию — свыше 99%).

В таблице 7.6 приведены результаты прогнозов внутри выборки по классам рейтингов. Максимально точная оценка соответствует диагональной матрице со значениями 100% на главной диагонали.

Максимальное количество ошибок прогноза относится к наивысшей категории Ааа, а также к переходной от инвестиционного к спекулятивному уровню категории Ваа. Причем в первом случае модель недооценивает фактический рейтинг, во втором — переоценивает. Неточность прогнозов рейтингов высшего инвестиционного уровня Ааа объясняется влиянием неколичественных факторов (деловая репутация, качество менеджмента и др.), а также особенностями выборки (доминирование наблюдений уровня А и Аа (суммарно около 66% наблюдений), в то время как на долю наблюдений уровней Ааа и Ваа приходится только 1 и 9% соответственно).

Оценки точности прогнозирования вне выборки путем имитации не дали существенных отличий от ранее приведенных оценок (более 76% точных прогнозов и более 99% прогнозов с ошибкой в пределах одной градации).

Разработанная методика позволяет построить прогнозные рейтинги для субъектов (банков), не имеющих рейтинга, на основании показателей их финансовой деятельности и

макроэкономических показателей страны, к которой принадлежит банк. На основе построенных моделей можно сделать вывод, что банки развивающихся стран при прочих равных условиях получают рейтинги хуже, чем рейтинги европейских банков.

**ТАБЛИЦА 7.5. РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНИВАНИЯ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ МОДЕЛЕЙ**

Объясняющая переменная	macro1	macro2
Активы (логарифм)	-1,05***	-1,031***
Стоимость обязательств	0,25***	0,305***
Резервы/Кредиты	0,065***	0,065***
Капитал/Активы	0,082**	0,098***
Депозиты/Капитал	0,086***	0,042*
2003 год	-0,365*	-0,348*
2005 год	0,388*	0,542***
Развивающиеся рынки	-0,403	-0,852***
Евросоюз	1,721***	2,054***
Французские банки	-3,987***	-3,783***
ВВП на душу населения (/1000)		0,012
Инфляция	0,124***	
Экспорт + Импорт / ВВП	-0,027***	
Внутренние сбережения / ВВП		-0,06***
Страновой потолок	2,16***	2,479***
Pseudo-R2	0,591	0,571
Ошибка на один класс, %	99,74	99,49
Точное предсказание, %	76,71	77,86

*, ** и *** – 10, 5 и 1%-ный уровни значимости соответственно.

**ТАБЛИЦА 7.6. ОШИБКА ПРЕДСКАЗАНИЯ
В ОТНОСИТЕЛЬНОМ ВЫРАЖЕНИИ (МОДЕЛЬ MACRO2), %**

Рейтинг	Прогноз рейтинга						Всего
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	
Aaa	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100
Aa	1,5	79,8	18,7	0,0	0,0	0,0	100
A	0,0	10,3	84,3	4,4	0,9	0,0	100
Baa	0,0	1,3	48,7	42,1	7,9	0,0	100
Ba	0,0	0,0	0,0	9,3	84,0	6,7	100
B	0,0	0,0	0,0	0,0	16,0	84,0	100

Качество моделей, которые в явном виде учитывают страновое ограничение и макроэ-

кономические переменные, улучшается по сравнению с моделями, основанными только на показателях деятельности банка. Переход к квантильным шкалам для финансовых индикаторов, а также использование нормированной шкалы позволяют повысить устойчивость и улучшают интерпретируемость коэффициентов.

Отсутствие временного тренда в моделях с относительными шкалами указывает на то, что рейтинговое агентство Moody's ориентируется в большей степени на относительное положение банка в банковской системе, а не на абсолютные показатели его деятельности.

7.5. МОДЕЛИ РЕЙТИНГОВ ПРОМЫШЛЕННЫХ КОМПАНИЙ

Модели, данные, объясняющие переменные

Для построения моделей рейтингов промышленных предприятий была сформирована выборка по принципу принадлежности к ряду отраслей (нефтегазовой промышленности, металлургии, розничной торговли, коммунальных услуг, телекоммуникаций и тяжелого машиностроения), являющихся потенциальными конкурентами российским производственным компаниям соответствующего профиля [7].

Условиями отбора компаний в выборку были наличие рейтинга агентства S&P на момент формирования выборки (осень 2007 г.), принадлежность к выбранным отраслям, доступность финансовых и рыночных индикаторов, публичность компании, выраженная в наличии ликвидного рынка ее акций. В конечную выборку попали 215 компаний из 39 стран, для которых были также рейтинги на весну 2008 г.

Суверенные и корпоративные кредитные рейтинги компаний взяты на сайтах агентств соответственно по состоянию на март 2008 г. (только S&P) и февраль 2009 г. Финансовые и рыночные индикаторы получены с помощью информационно-аналитической системы Bloomberg. Распределение компаний, представленных в выборке, по классам и градациям рейтингов S&P представлено на рис. 7.5 (весна 2008 г.).

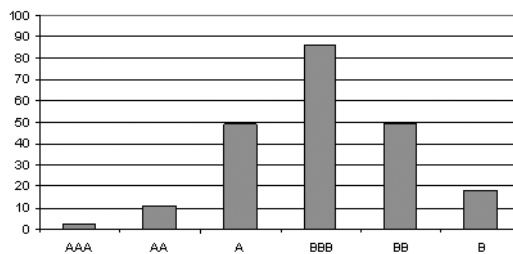


Рис 7.5. Распределение компаний в выборке по классам рейтингов

Распределение компаний по странам выглядит следующим образом. Более половины компаний представлены пятью странами: США (74), Россия (31), Канада (15), Великобритания (13) и Япония (10). Выборка содержит больше компаний из развитых (152), чем из развивающихся (63) стран.

Временной лаг первоначально был выбран в полгода, но в дальнейшем дополнен лагом в 1,5 года в соответствии с рекомендациями работы [9] для банковских рейтингов, согласующимися с рядом других работ, например [22]. В моделях будет использован ряд фиктивных переменных. Показатели принадлежности компании к стране с развитой экономикой

и России введены для анализа влияния на уровень рейтинга. Подверженность компаний рискам в зависимости от их принадлежности к различным отраслям отслеживается за счет введения отраслевых фиктивных переменных.

Список финансовых индикаторов, использованных в данной работе, не ограничивался приведенными в итоговых таблицах. Они разбивались на группы: размер компании, рыночная оценка, рентабельность, балансовые показатели, денежные потоки, ликвидность и рыночные риски. Рыночные риски характеризуются показателями системного риска (скоррелированность с доходностью рынка) и волатильностью стоимости акций компании в течение года. Макроэкономическую составляющую по странам будем учитывать с помощью макропеременных: уровня инфляции, реальных темпов роста ВВП (по данным Всемирного банка), индекса коррупции CPI (по данным Transparency International) за год представления финансовых показателей, а также при необходимости суверенного рейтинга на момент рассмотрения рейтинга компании. Ожидаемое влияние инфляции и уровня коррупции отрицательное, а остальных показателей — положительное. Большее значение CPI соответствует меньшей коррупции.

Модели корпоративных рейтингов

Мы последовательно рассмотрим возможности, получаемые за счет использования исключительно открытой информации о показателях на основе финансовой отчетности компаний по международным стандартам и макропеременным и рыночным индикаторам. Изучим зависимость рейтингов от принадлежности к развивающимся странам, к конкретной отрасли, а также уровня информации, заключенной в суверенных рейтингах, и за счет использования макропеременных.

Интерес представляют и отличительные особенности в рейтингах промышленных компаний двух крупнейших рейтинговых агентств — S&P и Moody's.

При построении базовой модели агентства S&P последовательно выбирались показатели из каждой группы финансовых индикаторов. Во все модели включался показатель размера компании, в качестве которого ниже принята рыночная капитализация компании. Этот показатель использовался в логарифмическом масштабе. В качестве критерия сравнения помимо статистических характеристик принимались во внимание прогнозные характеристики качества моделей.

Полученные модели с использованием шкалы для классов рейтингов приведены в табл. 7.7. Знаки коэффициентов согласуются с априорными представлениями.

На уровень рейтинга положительно влияют такие факторы, как рыночная капитализация компании, рентабельность активов и уровень ее доходов по отношению к процентным расходам, то есть обеспеченность собственными доходами (прибыль до всех отчислений (брутто), EBITDA) погашения заемных средств. Положительное влияние операционной маржи также вполне ожидаемо, что формирует устойчивость компании.

Согласуется с интуицией и отрицательное влияние отношения долгосрочного долга к капиталу, поскольку рейтинговые агентства аккуратно отслеживают уровень заимствований и их обеспеченность. Отрицательное влияние прокси текущей ликвидности вполне естественно, так как является обратной величиной показателя текущей ликвидности.

ТАБЛИЦА 7.7. МОДЕЛИ ПО КЛАССАМ РЕЙТИНГОВ

	Номер модели и агентство (sp – S&P, mo – Moody's)			
	Базовая S&P	Квадратичная S&P	Рыночная S&P	Базовая Moody's
Капитализация (логарифм)	-0,617***	2,805*	-0,770***	-0,445**
То же в квадрате		-0,426**		
Рентабельность активов	-0,063***	-0,132***		-0,065***
То же в квадрате		0,0034***		
ЕВИТДА/Процентные расходы	-0,011***	-0,030***	-0,016***	-0,014*
То же в квадрате		0,00010**		
Долгосрочный долг/Капитал	0,015***	0,021***		0,021***
Общий долг/ЕВИТДА	-0,059	-0,215**		
Денежный поток/ Продажи				0,019***
Прокси текущей ликвидности	0,242*			0,497***
Волатильность стоимости			0,065***	
Стоимость акции/ Денежный поток			-0,025***	
Телекоммуникации	-1,107**	-1,428***	-0,430	-1,638***
Металлургия/ горнодобыча	-1,514***	-1,668***	-1,702***	-1,227**
Нефть/газ	-1,884***	-1,722***	-1,733***	-1,728***
Потребительский	-1,504***	-1,893***	-1,168**	-1,015*
Электроэнергетика	-2,795***	-2,909***	-1,804***	-2,900***
Уровень инфляции	0,463***	0,352***	0,567***	0,374***
Рост ВВП	-0,171**	-0,197***	-0,262***	-0,029
Развитые страны	-0,714**	-1,170***		0,334
Pseudo-R2	0,321	0,354	0,350	0,273
Точное предсказание $\Delta = 0$, %	39	37	43	42
Ошибка не более чем на 1 класс $ \Delta \leq 1$, %	53	56	48	48

*, **, *** 10-, 5- и 1%-ный уровни значимости соответственно.

В то же время знаки при двух показателях «Отношение общего долга к прибыли брутто» и «Отношение денежного потока к объему продаж» требуют дополнительных комментариев. Знак коэффициентов для первого можно объяснить высоким уровнем корреляции с отношением долгосрочного долга к капиталу, а также использованием для него процентной шкалы. В ряде моделей этот показатель становится незначимым, а его отсутствие не ухудшает качество моделей. Аналогичные объяснения возможны для показателя «Отношение денежного потока к объему продаж».

Включение макроэкономических индикаторов, учет фактора отраслевой и страновой принадлежности доводят качество модели до минимально приемлемого (базовая модель). Влияние макроэкономических факторов на рейтинг ожидаемо: отрицательное для инфляции и положительное для показателя роста ВВП, что определяет уровень устойчивости внешней среды бизнеса.

Принадлежность к развитым странам в нашем исследовании оказалась не столь очевидным положительным фактором, что, конечно, связано с имеющейся корреляцией этой составляющей с показателями макроокружения. Российские компании значимо не выделяются из компаний развивающихся стран.

Принадлежность к отрасли оказывает влияние на рейтинг. В частности, значимо отличаются рейтинги компаний электроэнергетики, далее нефтегазового сектора, прежде всего по сравнению с компаниями машиностроения.

Следующим шагом было введение в модели квадратичных зависимостей по ряду объясняющих переменных, именно для капитализации, рентабельности активов и обеспеченности заимствований получаемой прибылью. Этим был обеспечен приемлемый уровень статистических характеристик, который близок к практически достижимому.

Точки перегиба для рентабельности активов и обеспеченности заимствований получаемой прибылью лежат вне диапазона значений переменной, знак для коэффициента полностью определяется линейным членом, и тенденция сохраняется. В то же время U-образность зависимости несколько улучшает качество подгонки модели.

Использование в моделях странового рейтинга указывает на то, что для развитых стран его рост имеет отрицательное влияние, а для развивающихся — положительное. Вместе с тем выбранные переменные в достаточной мере объясняют рейтинги и без этого фактора.

Одним из возможных направлений повышения качества моделей для открытых компаний, то есть имеющих рыночные котировки, является использование индикаторов фондового рынка (рыночная модель). В частности, в нашем распоряжении были показатели волатильности стоимости, уровень системного риска, отношение стоимости акции к денежному потоку и ряд других, а также показатель рыночной дисциплины в стране дислокации компании в виде индекса коррупции.

Системный риск оказался незначимым практически во всех рассматриваемых моделях. Волатильность стоимости отрицательно влияет на уровень рейтинга, так как при этом возрастают рыночные риски данного актива. Рост стоимости акций по отношению к денежному потоку тоже положительно влияет на рейтинг. Положительное влияние капитализации, отношения брутто прибыли к процентным расходам и рентабельности активов сохраняются, как и влияние макроэкономических показателей. Индекс коррупции оказался в моделях незначимым. Этот фактор в меньшей степени влияет на реальное производство по сравнению с административной и финансовой сферами.

Анализ прогнозной силы моделей проводился на основе сравнения истинных рейтингов

гов предприятий с их модельными значениями. В качестве меры использовались ошибки прогноза Δ , представляющие разность между прогнозными и фактическими рейтингами (в числовой шкале классов). Точность прогноза находится на уровне 39–43%. Доля прогнозов с отклонением не более чем на один класс — на уровне 90–92%. Это несколько хуже, чем для моделей, построенных для банков [9], особенно в части точных прогнозов.

Частично это может быть вызвано недостаточным объемом выборки, стратификацией по различным отраслям, а также используемой шкалой при наличии большого количества рейтингов на границах классов. Еще один фактор, существенный для сравнительной точности прогнозирования, — момент формирования выборки, именно потенциальное влияние мирового финансового кризиса.

В качестве одного из направлений улучшения качества модели можно рассмотреть переход к шкале градаций или смешанной шкале, что обеспечивает достижение приемлемой точности моделей.

Сравнительный анализ корпоративных рейтингов агентств S&P и Moody's, проведенный на основе эконометрического моделирования по различным мерам отличия, показал следующее.

1. Наиболее существенным является отличие в рейтинговании компаний из развивающихся стран, что выражается напрямую через соответствующую фиктивную переменную принадлежности к развитым странам или косвенно как влияние индекса коррупции.

2. Среди факторов, более значимых и положительно влияющих на рейтинги агентства Moody's, можно указать рентабельность активов, а для S&P — мгновенную ликвидность, долю основных средств в активах, уровень инфляции и коррупции.

3. Существенного отличия в рейтингах российских компаний не выявлено. Положительное влияние фиктивной переменной на принадлежность России указывает скорее на наличие больших отличий в рейтингах, но в обе стороны — как в положительную, так и в отрицательную.

4. Рост волатильности стоимости акций компаний создает разнонаправленные отличия, хотя и на не слишком высоком уровне значимости — 10%, что косвенно подтверждает предыдущий вывод.

5. Агентство S&P более критично относится к компаниям из потребительского сектора. В среднем расхождения между рейтингами агентств, выраженные в виде их разности Δ , для нашей выборки составляют 0,26.

Показано, что рейтинги предприятий развитых стран имеют более высокие значения, существует зависимость рейтинга от отрасли и можно исключить страновой рейтинг из числа объясняющих переменных. В качестве основных факторов, отличающих подходы двух агентств, выделены страновая принадлежность, рентабельность активов, мгновенная ликвидность, уровень инфляции и коррупции.