

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ

На правах рукописи
ББК: 65.9(2Р)262.2
А 65

АНДРИАНОВА ЛЮДМИЛА НИКОЛАЕВНА

РЕЙТИНГ ЦЕННЫХ БУМАГ: ОСНОВЫ ТЕОРИИ И ПРАКТИКА

08.00.10. - Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
кандидат экономических
наук, доцент
Миркин Я.М.

Москва

2002

Содержание

	Стр.
Введение.....	3-10
Глава 1. Теоретические основы и международная практика рейтинга ценных бумаг	11-60
& 1.1. Содержание рейтинга ценных бумаг.....	11-28
1.1.1. Теоретические представления о рейтинге. Концепции рейтинга, используемые в зарубежной и отечественной практике.....	13-21
1.1.2. Цель и задачи рейтинга на рынке ценных бумаг.....	21-23
1.1.3. Рейтинговая шкала.....	23-28
& 1.2. Виды и типы рейтинга. Характеристика основных видов рейтинга.....	29-44 &
1.3. Сущность анализа, проводимого в целях построения рейтинга ценных бумаг.....	45-60
Глава 2. Развитие рынка рейтинговых услуг за рубежом и в России.....	61-104
& 2.1. Организация работы зарубежных рейтинговых агентств. Технология рейтингового процесса.....	61-72
& 2.2. Этапы развития рейтингового бизнеса в международной практике.....	73-90
& 2.3. Анализ формирования рынка рейтинговых услуг в России.....	91-104
Глава 3. Концепция национального рейтинга ценных бумаг в России	105-140
& 3.1. Структура и прогноз развития системы национального рейтинга ценных бумаг.....	105-123
3.1.1. Потребность в национальном рейтинге для развития российского рынка ценных бумаг. Критерии, которым должен удовлетворять национальный рейтинг ценных бумаг.....	106-113
3.1.2. Субъекты российского рынка рейтинговых услуг.....	113-115
3.1.3. Факторы и прогноз развития системы национального рейтинга ценных бумаг в России.....	115-123
& 3.2. Методика рейтингового анализа (на примере долговых обязательств субъектов РФ и муниципальных образований).....	124-140
Заключение.....	141-150

Библиографический список использованной литературы.....	151-
157	
Приложения.....	158-184

Введение

В последние десятилетия во многих развивающихся и бывших социалистических странах произошли существенные изменения экономической политики. Были признаны неэффективными прямые методы вмешательства государства в хозяйственную деятельность и осуществлен либо начат переход к рыночной системе. В мировой экономической среде появился новый феномен — большое количество стран с формирующимися рынками (*emerging markets*), для которых особенно актуальным стал вопрос привлечения финансовых ресурсов, инвестиций.

Процесс инвестирования капитала в условиях рыночной экономики сопряжен с многовариантностью, альтернативностью и риском. Инвесторы, готовые вкладывать свои средства, постоянно озабочены оценками риска и перспектив инвестиций, гарантиями возврата основной суммы и получения дохода. Им достаточно трудно разобраться в многообразии финансовых инструментов, оценить риск вложений и сравнить по нему предлагаемые на рынке инструменты. Кроме того, самостоятельная оценка индивидуального¹ риска сопряжена в большинстве случаев с неприемлемыми трудовыми, финансовыми и временными затратами. Эту работу для инвестора выполняют рейтинговые агентства, которые посредством экспертной оценки кредитного риска присваивают эмитентам и их ценным бумагам знак кредитного качества — кредитный рейтинг, знак степени надежности и финансовой безопасности, оказывая тем самым существенную помощь в получении необходимой информации для принятия инвестиционных решений. К настоящему времени ведущие рейтинговые агентства сформировали организованный процесс оценки кредитного риска, выпускаемые ими рейтинговые оценки широко используются на

развитых рынках и внедрены на формирующихся рынках. Наиболее известными из рейтинговых агентств являются Standard & Poor's, Moody's Investors Service и Fitch IBCA, поглотившая в 2000 году также известных инвестиционному сообществу Duff & Phelps и Thomson Bankwatch.

Создание рейтинговых оценок — один из способов охарактеризовать риск. По мере того, как кредитный рейтинг становился важной компонентой инвестиционного процесса на развитых рынках, в его получении оказывались заинтересованными эмитенты долговых обязательств, а для выхода на международный облигационный рынок государств с формирующимися рынками рейтингование ценных бумаг явилось необходимой экспертной процедурой и связующим звеном. При наличии рейтинга эмитент имеет более высокую возможность в получении финансирования, чем без него. Рейтинг также увеличивает ликвидность предлагаемых долговых инструментов и снижает стоимость заемных средств. Муниципалитеты в США, например, придерживаются твердого правила: «низкий рейтинг лучше, чем его отсутствие». Отсутствие публичной информации о кредитном риске приводит к отсутствию конкуренции на ценные бумаги эмитента среди инвесторов.

Заинтересованные в привлечении кредитных ресурсов и инвестиций правительства стран с формирующимися рынками с конца 80-х годов стали обращаться в рейтинговые агентства с целью присвоения им кредитного рейтинга. Для рейтинговых агентств это явилось новым этапом в работе: в складывающемся глобальном экономическом пространстве они пытаются выстроить более или менее стройную, структурную систему оценки международных страновых рисков.

В общем виде рейтинги западных агентств можно выделить в две основные группы в зависимости от типов операций, для которых они применяются:

а) рейтинг для страхования кредитов при проведении торговых операций (в основном экспортно-импортных). Присваиваемая оценка должна рассматриваться не как настоящий рейтинг кредитоспособности, а как оценка вероятности того, что фирма, которой предоставляется кредит, сможет расплатиться за него в короткий срок. Присвоением этой оценки занимаются такие компании, как Dun & Bradstreet и IGK Intercredit;

¹ Индивидуальный риск — так называемый альфа-фактор, когда источником риска являются факторы, присущие индивидуальному объекту, в частности, экономике конкретного эмитента. См. Рогов М.А. Риск-

б) рейтинг, оценивающий способность заемщика в полном объеме и в срок уплатить по своим обязательствам или риск, связанный с приобретением ценных бумаг эмитента. Присвоением рейтинга занимаются указанные нами ранее рейтинговые агентства: Standard & Poor's, Moody's Investors Service и Fitch IBCA.

Рейтинг первой группы — по примеру Dun & Bradstreet — не имеет достаточного веса для оценки заемщика или эмитента при предоставлении ему финансирования и носит краткосрочный характер, что не позволяет рассматривать его в качестве рейтинга кредитоспособности. Оценкой такого рода пользуются тысячи предприятий, но он не может быть использован при привлечении существенных финансовых ресурсов.

Рейтинг второй группы — по примеру Standard & Poor's — имеет высокую стоимость, поэтому основными клиентами для присвоения рейтинга являются региональные и муниципальные власти, банки, а также ограниченный круг промышленных предприятий и корпораций.

Настоящая диссертация в основном посвящена исследованию рейтинга второй группы, присваиваемого западными агентствами.

Актуальность темы исследования. С развитием рыночных отношений в России и появившейся возможностью привлечения денежных ресурсов на фондовом рынке остро проявилась проблема оценки «степени доверия» к эмитентам ценных бумаг — оценки кредитного риска. В 90-х годах российская экономика функционировала в условиях высоких значений кредитного риска, проявившегося прежде всего в неисполнении обязательств по государственным ценным бумагам и муниципальным долгам. Быстро расширяется рынок корпоративных облигаций несмотря на то, что многие эмитенты находятся в сложном финансовом положении, не раскрывают информацию на основе международных стандартов учета и отчетности, не соблюдают требований законодательства о раскрытии информации, прогнозируются дефолты корпоративных заемщиков. При этом отсутствует практика оценки кредитной надежности заемщиков на рынке долговых ценных бумаг, нет признанных в национальном масштабе рейтинговых агентств. Все это определяет актуальность вопросов измерения и ранжирования кредитных рисков на

отечественном фондовом рынке, создания рейтинга ценных бумаг, во многом определяющего поведение инвесторов.

В экономически развитых странах актуальность измерения и ранжирования кредитного риска была осознана давно. Поэтому возникла и эффективно функционирует система международного рейтинга ценных бумаг, позволяющая своевременно выявлять уровень кредитного риска и оказывающая существенную помощь в получении необходимой информации для принятия инвестиционных решений. Во второй половине 90-х годов российские эмитенты уже получили опыт международного кредитного рейтинга своих ценных бумаг. Однако в условиях высокого странового риска и ориентации международных рейтинговых агентств на работу с крупными эмитентами, выходящими на международный рынок капитала, проявляется острая необходимость в создании отечественной системы рейтинга ценных бумаг, формировании инфраструктуры российского рынка рейтинговых услуг.

С целью достижения заметного эффекта для российской экономики рейтинг ценных бумаг должен иметь широкий охват эмитентов, в особенности, предприятий. В то же время рейтинги, формируемые международными рейтинговыми агентствами, должны быть увязаны с системой отечественного рейтинга, позволяющего внутренним инвесторам точно оценивать кредитные риски. В этой связи актуальной является проблема формирования системы отечественного рейтинга ценных бумаг, методологически совместимой с международной практикой, включая проблему адаптации зарубежных методик для применения в России.

Отсутствие действенной системы раскрытия информации о кредитных рисках на российском рынке ценных бумаг, вероятность дефолтов корпоративных заемщиков, слабая инвестиционная активность обуславливают актуальность появления концептуальных разработок в области рейтинга ценных бумаг, создают проблему, решение которой имеет важное значение для отечественного фондового рынка.

Цель и задачи исследования. Целью исследования является разработка теоретических основ отечественного рейтинга ценных бумаг с учетом международного опыта в этой области, создание концепции национального

(внутреннего) рейтинга ценных бумаг, разработка модельной методики рейтингового анализа кредитного риска ценных бумаг.

В соответствии с указанной целью поставлены следующие задачи:

- развить теоретические концепции, лежащие в основе рейтинга ценных бумаг, с позиций их целостности и системного представления рейтингового процесса;
- определить роль кредитного рейтинга с учетом его влияния на формирование курсовой динамики рынка ценных бумаг;
- систематизировать виды и типы рейтинга ценных бумаг, установить те из них, использование которых является актуальным в отечественной практике;
- выявить порядок формирования и присвоения рейтинга ценных бумаг, адаптировать его к условиям российского фондового рынка;
- определить этапы и основные проблемы развития рейтингового бизнеса за рубежом и в России;
- выявить специфику и раскрыть технологию деятельности международных и российских рейтинговых агентств;
- оценить потребность в национальном рейтинге ценных бумаг, определить инфраструктуру отечественного рынка рейтинговых услуг, установить структуру спроса на кредитный рейтинг и разработать программу мер по созданию национального рейтинга ценных бумаг.

Объектом исследования является комплекс отношений, возникающих между заемщиком, рейтинговым агентством, инвесторами в процессе оценки и управления кредитным риском на основе рейтинга ценных бумаг.

Предметом исследования является рейтинг ценных бумаг, выступающий в качестве механизма оценки кредитных рисков, используемого в целях повышения эффективности перераспределения денежных ресурсов на рынках ценных бумаг.

В качестве **методологической основы исследования** были использованы системный подход, методы обобщения и сравнения, анализ и синтез, метод группировок, методы исторического и логического анализа теоретического и практического материала.

Теоретической основой исследования явились теория финансов и кредита в рыночной экономике, теоретические представления об основах управления финансовыми рисками, научные и методические разработки рейтинговых агентств. В

процессе работы автором были рассмотрены труды современных российских и зарубежных экономистов: Лаврушина О.И., Миркина Я.М., Пановой Г.С., Рубцова Б.Б., Семенковой Е.В., Брейли Р., Валравена К.Д., Коттера Р.В., Лиса Ф.А., Мауера Л. Дж., Нотон Д.М., Рида Э., Синки Дж.Ф. мл., Тьюлза Р.Дж., Шарпа У.Ф., Энга М.В. и др.

Информационной базой работы являются материалы международных и отечественных рейтинговых агентств, научных и научно-практических конференций и семинаров по рейтинговой проблематике, публикации в периодической печати, статистические данные, а также нормативные акты государственных органов власти по рассматриваемой проблеме.

Научная новизна исследования определяется развитием теоретических взглядов в области кредитного рейтинга и разработкой концепции национального (внутреннего) рейтинга ценных бумаг в России.

Наиболее существенные элементы приращения научного знания состоят в следующем:

- на основе комплексного анализа концепций, лежащих в основе рейтинга ценных бумаг, структурированы виды и типы рейтинга ценных бумаг, установлены специфические черты рейтинга и на этой основе уточнен понятийный аппарат, связанный с рейтингом; разработана система основных положений рейтингового анализа: цель, задачи, предмет, объект, принципы;

- разработана концепция национального рейтинга ценных бумаг, включая создание методики кредитного анализа, проводимого в целях присвоения рейтинга долговым обязательствам администраций региональных и муниципальных образований Российской Федерации, а также формирование методических решений национального рейтинга корпоративного управления;

- в долгосрочной ретроспективе выявлены и определены основные этапы развития международной практики рейтинга, и на этой основе дан прогноз формирования отечественного рейтингового бизнеса;

- разработана и предложена перспективная структура внутреннего рейтингового бизнеса исходя из сравнительной характеристики деятельности международных и отечественных рейтинговых агентств.

Практическая значимость работы заключается в следующем:

- полученные результаты могут применяться в практической работе регулятора рынка ценных бумаг и профессионального сообщества по формированию рынка рейтинговых услуг в России и развитию системы регулирования российского рынка ценных бумаг;

- результаты работы могут быть использованы отечественными эмитентами и рейтинговыми консультантами для разработки технологии получения рейтинга и ведения рейтингового бизнеса;

- содержащаяся в работе технология рейтингового анализа долговых обязательств может служить методической основой для разработки технологии рейтинга отечественных ценных бумаг;

- возможно использование работы в методическом обеспечении учебного процесса в вузах по специализации «Ценные бумаги и биржевое дело».

Апробация результатов исследования. Научное исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ Финансовой академии при Правительстве РФ в соответствии с Единым заказ-нарядом (грантом) на тему: «Проблемы перехода России к рынку» (проект № 1.1.96Ф).

Теоретические результаты работы использованы в учебном процессе по курсам «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» и «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», а также при подготовке «Практикума по ценным бумагам»² как части методического обеспечения в специализации «Ценные бумаги и биржевое дело» Финансовой академии при Правительстве РФ и экономических вузов страны.

Основные выводы и предложения, изложенные в диссертации, были доложены автором на Российской межвузовской научно-практической конференции «История и современное состояние фондового рынка страны» (г. Москва, 4-5 декабря 2001 г.)

Отдельные положения диссертации применялись автором в процессе работы в качестве рейтингового консультанта в ООО «Московское агентство ценных бумаг». Материалы исследования используются в практической деятельности рабочих групп при Совете эмитентов саморегулируемой организации «Национальная фондовая ассоциация», а также в деятельности рабочей группы по формированию рейтинга

² Практикум по ценным бумагам: Учебное пособие. Ч.2 / Под ред. Гусевой И.А.. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. - 184 с.

векселей Ассоциации участников вексельного рынка для разработки технологии рейтинга векселей отечественных предприятий.

По теме диссертации опубликовано 7 работ общим объемом 4,0 печатных листа (весь объем авторский).

Структура и объем работы. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

Глава 1. Теоретические основы и международная практика рейтинга ценных бумаг

& 1.1. Содержание рейтинга ценных бумаг

Современное состояние российского рынка ценных бумаг требует решения ряда ключевых проблем, среди которых актуальной является проблема снижения уровня инвестиционных рисков: проблема измерения и ранжирования кредитного риска, создание качественных инструментов получения информации о кредитной надежности заемщиков, об инвестиционном качестве ценных бумаг³. В мировой практике существует несколько основных методов оценки кредитного риска:

а) косвенные методы — аудиторские проверки; общий анализ финансово-хозяйственной деятельности;

б) методы прямой оценки — анализ кредитного риска в проектном финансировании, оценка кредитоспособности заемщика, кредитный рейтинг.

Аудиторские проверки позволяют выявить правильность ведения финансовой отчетности должника, но без применения аналитических методов дают лишь косвенную оценку о кредитной надежности заемщика. То есть при корректном и правильном ведении отчетности, а также если в результате проверки не выявлены нарушения, — вероятность лучшей кредитоспособности данного заемщика возрастает.

В классическом анализе финансово-хозяйственной деятельности используются аналитические показатели, в частности, коэффициенты финансовой устойчивости, ликвидности, оборачиваемости, покрытия долга и процентов. Преимущество классического анализа финансово-хозяйственной деятельности — в его универсальности: коэффициенты можно использовать для анализа и сравнения деятельности любых экономических субъектов. Оценка кредитоспособности заемщика может выступать фрагментом анализа финансово-хозяйственной деятельности и локально, как правило, выполняется коммерческими банками в случае необходимости принятия решений в отношении возможности и условий предоставления кредитов потенциальным заемщикам. Принимая решение о возможности, целесообразности и условиях кредитования, банк главным образом

³ В западной практике инвестиционное качество — это оценка того, насколько ценная бумага ликвидна, низкорискованна при стабильной курсовой стоимости, ее способность приносить проценты, превышающие или находящиеся на уровне среднерыночного процента. См. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок . — М.: Перспектива, 1995. - С. 76.

выявляет наличие потенциальной *способности* заемщика вернуть полученную ссуду в соответствии с оговоренными платежами.

Анализ кредитного риска в проектном финансировании служит средством организации лучшего выбора среди альтернативных вариантов и выявляет финансовую эффективность отдельного проекта за весь срок его жизни во взаимосвязи с деятельностью предприятия.

В отличие от рассмотренных подходов кредитный рейтинг дает представление не только о формальной кредитоспособности (финансово-хозяйственном потенциале) хозяйствующего субъекта, но также оценивает «степень доверия» к данному заемщику, учитывает роль субъективных факторов — качество менеджмента, желание сотрудников, управляющих, директоров и собственников субъектов экономической деятельности своевременно и полностью выполнять свои финансовые обязательства. Кроме того, посредством кредитного рейтинга формируется система измерения и ранжирования кредитного риска на рынке ценных бумаг.

Слово «rating» переводится как «оценка, определение стоимости, отнесение к классу, разряду категории». В американском варианте это «отметка, оценка; положение; класс, разряд». Очевидно, что корнями оно уходит в латинское «ratio», что означает «разум; расчет; соображение; отношение». Таким образом, этимологически рейтинг предполагает вынесение разумного и взвешенного суждения, возможность соотношения и отнесение к тому или иному классу, разряду, категории объекта рейтинга на основании предварительных расчетов.

В современном мире рейтинг широко используется для оценки популярности, авторитета какого-либо лица, группы, организации, их деятельности, программ, планов, политики в определенное время и выводится на основе итогов голосования, социологических опросов, анкет.

В финансовую сферу понятие рейтинга пришло благодаря рейтинговому бизнесу, берущему свое начало в издательском деле. Современный финансовый мир не мыслит себя без понятия ***credit rating*** — кредитный рейтинг — **оценки степени доверия, оценки кредитоспособности, оценки кредитной надежности заемщика.**

Впервые на финансовом рынке оценки «степени доверия» появились в США в начале XX века: в 1909 году на американском рынке долговых ценных бумаг была представлена рейтинговая система и опубликованы первые кредитные рейтинги в «Руководстве по ценным бумагам железнодорожных компаний» Джона Муди. Для обозначения уровней рейтинга Джон Муди использовал литерную систему — буквы алфавита от A до C, которая являлась легким и быстрым способом для сравнения по качеству выпускаемых облигаций. С тех пор эта система стала мировым стандартом, а рейтинговые агентства, оценивающие финансовое положение эмитентов и надежность ценных бумаг — неотъемлемой частью финансовых рынков.

В настоящее время известные международные рейтинговые агентства, единые в отношении сути рейтинга как «оценки степени доверия», предлагают множество определений и типов рейтинга, ими разработаны соответствующие методики построения рейтинга. Для систематизации теоретических представлений о рейтинге

ценных бумаг попытаемся прояснить вопрос дефиниций, определиться с понятиями *рейтинг ценных бумаг* и *кредитный рейтинг*, выявить сопоставимость этих понятий и объекты рейтинговых оценок; раскрыть цель и задачи рейтинга на рынке ценных бумаг; дать характеристику рейтинговых категорий и общие принципы отнесения ценной бумаги к тому или иному классу с точки зрения их надежности.

1.1.1. Теоретические представления о рейтинге. Концепции кредитного рейтинга, используемые в зарубежной и отечественной практике

Согласно концепции агентства Moody's Investors Service (далее Moody's), кредитный рейтинг представляет собой «заключение о будущей способности и юридических обязательствах эмитента произвести выплаты основного долга и процентов по ценным бумагам, приносящим фиксированный доход, полностью и в срок»⁴. В другом источнике определение рейтинга Moody's дается следующим образом: «кредитный рейтинг — это экспертное мнение о способности эмитента в полном объеме и в срок осуществлять платежи и погасить обязательства по долговой ценной бумаге»⁵.

Из этих определений следует, что изначальный смысл кредитного рейтинга заключается в оценке кредитоспособности заемщика, а предметом анализа служит вероятность исполнения различного рода обязательств по ценным бумагам с фиксированным доходом. С точки зрения кредитора анализ кредитоспособности заемщика направлен на выяснение вероятности неисполнения различного рода финансовых обязательств для оценки им кредитного риска. Считается, что кредитный рейтинг отражает вероятность неплатежа по долговой ценной бумаге в течение всего срока ее обращения, а под неплатежом понимается не только отказ от платежа, но и несвоевременный платеж. Кроме того, кредитный рейтинг Moody's по долгосрочным обязательствам отражает как вероятность, так и ожидаемые потери (*expected loss*), рассчитанные в процентах от номинала⁶.

⁴ Moody's Credit Rating and Research. Moody's Investors Service. 1995. - P. 4.

⁵ Everling O., Bueschgen H. Handbuch Rating, Gabler 1996. - P. 31.

⁶ Подобное утверждение вписывается в концепцию риска, принятую в современной экономической теории, где определено, что «риск учитывает и вероятность, и величину исхода». См. Словарь современной экономической теории Макмиллана. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 438.

Рассматривая теоретические концепции агентства Standard & Poor's (далее S&P), мы обнаруживаем два базовых понятия: *issue credit rating* и *issuer credit rating*, или **кредитный рейтинг эмиссии и кредитный рейтинг эмитента**.

Кредитный рейтинг эмиссии «...выражает суждение о вероятности того, что выплаты основной суммы и процентов по конкретным долговым инструментам будут произведены эмитентом полностью и в срок»⁷. Данное определение указывает на то, что даже различные выпуски ценных бумаг одного эмитента могут иметь отличные друг от друга рейтинги, подчеркивая учитываемость агентством разности уровней кредитного риска, присущих разным займам одного эмитента. В переводных материалах этот вид рейтинга часто называют кредитным рейтингом долговых обязательств, мы также будем придерживаться этого термина.

Кредитный рейтинг эмитента «...выражает текущее мнение о способности и желании заемщика своевременно и полностью выполнять все свои финансовые обязательства без учета их приоритетности, структуры, вида обеспечения, гарантий и др.»⁸. Это мнение об общей кредитоспособности юридического лица и, в отличие от кредитного рейтинга отдельной эмиссии, рейтинг эмитента не учитывает характер и условия конкретного обязательства, его статус в случае банкротства или ликвидации заемщика, гарантии, страховку, иные атрибуты, присущие такому инструменту.

Согласно данному определению понятие *issuer credit rating* распространяется не только на долговые ценные бумаги, но и другие формы долгового финансирования. Кредитные рейтинги эмитентов вне контекста выпущенных ими или предполагаемых к выпуску ценных бумаг не устанавливаются. В таком случае, вероятно, можно утверждать, что обсуждаемые нами понятия кредитного рейтинга могут быть приведены к другому термину — *рейтинг ценных бумаг*, так как применяются либо к одному, либо к нескольким одновременно обращающимся выпускам ценных бумаг эмитента. Однако, если исходить из того, **как** расставлены акценты в рейтинговом анализе и **что** принимается в качестве объекта оценки: конкретный выпуск (либо вид, например, привилегированные акции) ценных бумаг или общая кредитоспособность эмитента, то в данном случае к рейтингу ценных бумаг целесообразнее относить только кредитный рейтинг долговых обязательств и

⁷ Standard & Poor's Seminar on Rating and Credit Risk, материалы конференции, проводимой 30-31 октября 1995 г. в Финансовой академии при Правительстве РФ.

иных ценных бумаг с фиксированным доходом. К тому же агентство S&P в одном ряду с кредитным рейтингом эмитента (заемщика) называет кредитный рейтинг предприятия или партнера по сделке, учитывающий своевременность платежей по сделке⁹.

Подчеркнем, оба ведущих агентства — S&P и Moody's, выпуская свои оценки о кредитной надежности заемщиков и их ценных бумаг под общим названием *рейтинг*, имеют ряд разновидностей последнего, которые будут рассмотрены нами ниже, но приведенные здесь определения являются основополагающими и соотносятся с понятием *кредитный рейтинг*.

Третье влиятельное агентство Fitch IBCA определяет кредитный рейтинг как «мнение относительно способности юридического лица или выпуска ценных бумаг встретить финансовые обязательства, такие как проценты, дивиденды по привилегированным акциям или выплаты основной суммы, на своевременной основе»¹⁰. Рейтинги Fitch IBCA применяются к широкому кругу выпусков долговых ценных бумаг, а также экономическим субъектам. В последнем случае определение кредитного рейтинга приобретает соответствующую направленность.

Университетский учебник «Фондовый рынок» дает определение рейтингу ценных бумаг (*security rating*) как «процессу, в ходе которого статистическая служба изучает ценные бумаги и присваивает им оценки, обозначаемые специальными символами и указывающие на инвестиционное качество ценных бумаг»¹¹. Как видим, в данном варианте определение рейтинга (в переводе с англ. именно «рейтинга ценных бумаг») имеет более общий, в сравнении с ранее приведенными, смысл, поскольку под рейтингом понимается не только непосредственно выставленная оценка, но и процесс оценки, и не конкретно кредитного, но инвестиционного качества ценных бумаг. Этим предполагается выставление рейтинговых оценок не только долговым или имеющим фиксированный доход ценным бумагам, но и любым другим финансовым инвестициям, например, обыкновенным акциям. Такую позицию подтверждает и определение, данное в Финансово-инвестиционном словаре Дж.Доунса и Дж.Гудмана: «рейтинг ценных бумаг (*security ratings*) — это оценка

⁸ Global Rating Handbook, Standard & Poor's, September 1999. - P. 530.

⁹ Бейтс Ф., Блэк П., Пети М. Терминология рейтингов развивающихся рынков// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 3. - С.89-92.

¹⁰ Интернет: www.fitchibca.com

кредитного и инвестиционного риска по выпускам ценных бумаг, производимая коммерческими рейтинговыми агентствами»¹².

Определения рейтинга также встречаются в отечественной финансовой литературе, приведенные отечественными экономистами. Они практически не отличаются от оригинальных определений S&P и Moody's, но дополняют их.

Так, Я.М.Миркин называет рейтинг сравнительной оценкой уровней риска по различным ценным бумагам¹³. Он уравнивает понятия рейтинга ценных бумаг и кредитного рейтинга, как сравнительной оценки кредитного риска, и подчеркивает, что рейтинг не измеряет конкретную величину риска потерь, не служит количественным прогнозом, мерой их вероятности, так как с точки зрения рейтинговых агентств величина рейтинга никак не связана с утверждениями типа «90 против 10, что по этой эмиссии не будет выплачена сумма долга»¹⁴.

На первый взгляд это утверждение противоречит высказанному нами ранее положению о том, что кредитный рейтинг Moody's отражает как вероятность, так и ожидаемые потери, рассчитанные в процентах от номинала. Ясность наступает при обращении к теории вероятностей. Методы теории вероятностей по природе приспособлены только для исследования массовых случайных явлений; они не дают возможности предсказать исход отдельного случайного явления, но дают возможность предсказать средний суммарный результат массы однородных случайных явлений, предсказать средний исход массы аналогичных опытов, конкретный исход каждого из которых остается неопределенным, случайным.

В теории вероятностей есть понятие математической вероятности и статистической вероятности. Последней называют частоту события. Связь между частотой события и его вероятностью — глубокая, органическая. Эти два понятия по существу неразделимы. Когда оценивается степень возможности какого-либо события, то неизбежно эта оценка связывается с большей или меньшей частотой появления аналогичных событий на практике. Известный математик 17 века Яков Бернулли доказал, что при неограниченном увеличении числа однородных

¹¹ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. — 6-е изд.: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 612.

¹² Доунс Дж., Гудман Дж. Эллиот. Финансово-инвестиционный словарь./ Пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С.453.

¹³ Миркин Я.М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бумаг// Деловой партнер - пилотный номер. - С. 5.

независимых опытов с практической достоверностью можно утверждать, что частота события будет сколь угодно мало отличаться от его вероятности в отдельном опыте.

Таким образом, вероятность неплатежа и ожидаемых потерь при оценке кредитного риска относится не к конкретному эмитенту или конкретной ценной бумаге, а к тому уровню кредитного рейтинга, который им присвоен, т.е. выражает статистическую вероятность.

Продолжая тему дефиниций, отметим, что Б.Б.Рубцов в своей монографии «Зарубежные фондовые рынки» определяет рейтинг показателем надежности, присвоение которого является результатом фундаментального анализа эмитента¹⁵.

В разделе «Рейтинг ценных бумаг» учебника «Рынок ценных бумаг» Российской экономической академии им. Г.В.Плеханова Е.В.Семенкова приводит следующую формулировку: «рейтинг — это мнение, суждение эксперта: об объективных показателях эмитента; относительно вероятности оплаты основной суммы долга и процента; о качестве той или иной фондовой ценности»¹⁶, подразумевая, что очевидно, под рейтингом ценных бумаг и кредитный рейтинг.

Коллектив сотрудников Центра банковских исследований считает рейтинг классом кредитоспособности клиента¹⁷, а специалисты Центра экономического анализа агентства «Интерфакс» отмечают, что «в мировой практике под рейтингами ценных бумаг, как правило, понимают кредитный рейтинг эмитентов»¹⁸.

Таким образом, анализируя определения рейтинга, мы обнаруживаем неоднозначность в трактовке понятий *рейтинг ценных бумаг* и *кредитный рейтинг*. Для прояснения этой проблемы, исходя из представленных выше определений, выделим ряд признаков, присущих исследуемому нами явлению, и дадим собственное определение кредитному рейтингу и рейтингу ценных бумаг, которых в дальнейшем будем придерживаться.

¹⁴ Миркин Я.М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бумаг// Деловой партнер - пилотный номер. - С. 5.

¹⁵ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. - С.59.

¹⁶ Рынок ценных бумаг: Учебник/ Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова — М.: Финансы и статистика, 1996. - С. 303.

¹⁷ Банковские операции. Часть II. Учетно-ссудные операции и агентские услуги/ Под. ред. О.И. Лаврушина. — М.:Инфра-М, 1996. - С. 27.

¹⁸ Комментарий Центра экономического анализа «Рейтинги промышленных предприятий»// Интерфакс-Финансы, специальный выпуск «Интерфакс-50». - 1996. - С. 2.

Во-первых, отметим часто встречающуюся **сопоставимость** понятий *рейтинг ценных бумаг* и *кредитный рейтинг*, в частности, даже *кредитный рейтинг эмитента*. На наш взгляд, понятие *рейтинг ценных бумаг*, с одной стороны, несколько шире, поскольку включает не только рейтинговую оценку долговых, но и долевых ценных бумаг. С другой стороны, опираясь на широко утвердившееся словосочетание *кредитный рейтинг*, в рамках последнего можно выделить, на примере S&P, кредитный рейтинг долговых обязательств, а значит — рейтинг ценных бумаг. Заметим, что именно в таком значении понимается рейтинг ценных бумаг большинством отечественных специалистов, так как, например, рейтинг обыкновенных акций не столь широко известен, информация о нем достаточно скупа, он вызывает много спорных вопросов в среде западных аналитиков, к тому же рейтинговые символы присваиваются обыкновенным акциям лишь небольшим числом рейтинговых компаний, среди которых доминируют S&P и Value Line Investment Survey (США).

Таким образом, в общем случае **рейтинг ценных бумаг представляется показателем надежности возврата вложенных средств в рамках долговых ценных бумаг и инвестиционного качества долевых ценных бумаг. Кредитный рейтинг измеряет вероятность выполнения обязательств и дает публичную оценку исключительно кредитному риску.**

В-вторых, кредитный рейтинг дает представление о вероятности невыполнения эмитентом своих обязательств по ценной бумаге **в течение всего срока ее обращения.**

В-третьих, в силу ставки на оценку **кредитного риска** рейтинги первоначально предназначались исключительно для **долговых ценных бумаг.**

Затем, кредитный рейтинг — это **сравнительная оценка** уровней кредитного риска, каждый из которых несет информацию о величине возможных потерь.

Далее, обращает на себя внимание утвердившееся разделение агентством S&P кредитного рейтинга на **кредитный рейтинг долговых обязательств и кредитный рейтинг эмитента или заемщика.**

Наконец, под рейтингом подразумевают не только непосредственно **оценку** кредитного качества финансового инструмента, но и сам **процесс оценки.**

Рейтинговые агентства постоянно подчеркивают, что их кредитные рейтинги основаны на независимом и объективном анализе кредитного качества выпускаемых эмитентом ценных бумаг. Процесс кредитного анализа и присвоения рейтинга связан как с качественными, так и с количественными критериями. Вот как кратко характеризует процесс анализа Я.М.Миркин: «Качественный анализ включает оценку рисков эмитента с позиций внешнего экономического и регулятивного окружения, отраслевой и региональной принадлежности, самого эмитента. В основе количественного анализа лежит анализ финансовых коэффициентов за последние 3-6 лет, оценка их динамики, сравнение их величины с нормативами для ценных бумаг, имеющих определенный рейтинг. Главная цель количественного анализа заключается в выяснении степени покрытия ликвидными активами обязательств эмитента, в оценке его способности генерировать денежные средства, а также дать количественный прогноз»¹⁹. Однако, окончательное экспертное мнение является качественным по своему характеру в виду того, что количественные критерии рассматриваются как средство для достижения окончательного качественного суждения.

Таким образом, под **кредитным рейтингом** мы будем понимать **текущее мнение присвоившего его рейтингового агентства по поводу кредитоспособности заемщика и кредитного риска в отношении его конкретных или суммарных долговых обязательств по сравнению с кредитоспособностью и кредитным риском долговых обязательств других заемщиков в историческом контексте и с учетом перспективы, т.е. экономических сценариев развития бизнеса эмитента и его внешнего окружения. Под рейтингом долевых ценных бумаг мы будем понимать текущее мнение рейтингового агентства относительно инвестиционного качества долевых ценных бумаг эмитента в историческом контексте и с учетом перспектив бизнеса.**

Соотношение понятий рейтинга ценных бумаг и кредитного рейтинга схематично представлены на рис. 1.

¹⁹ Миркин Я.М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бумаг// Деловой партнер, пилотный номер. - С. 10-11.

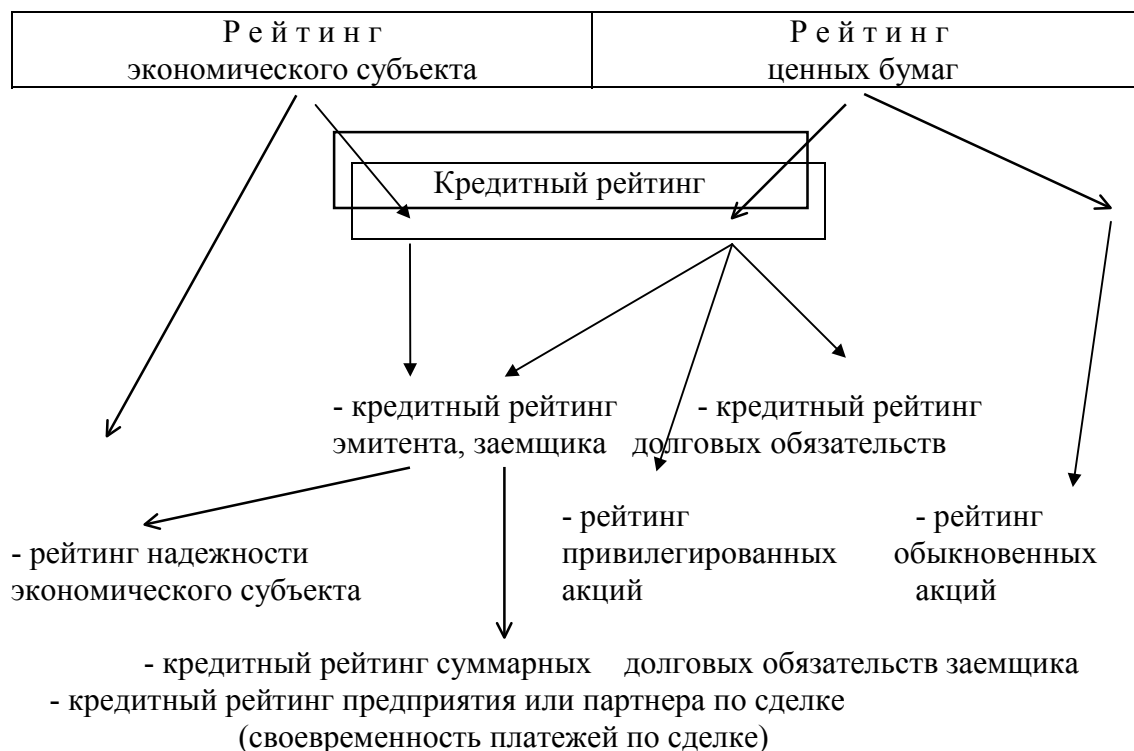


Рис. 1 «Соотношение понятий *рейтинг экономического субъекта, рейтинг ценных бумаг, кредитный рейтинг*»

С учетом представленной схемы отметим, что **объектом рейтинга ценных бумаг являются как долговые ценные бумаги** (облигации, коммерческие бумаги, включая серийные финансовые векселя, депозитные и сберегательные сертификаты и т.д.), **так и долевые** (акции обыкновенные и привилегированные). **Объектом кредитного рейтинга являются ценные бумаги с фиксированным доходом и финансовые позиции экономических субъектов — промышленных компаний, правительственных учреждений, муниципальных предприятий, финансовых институтов.**

В силу незначительного распространения рейтинга обыкновенных акций содержание настоящей диссертации в большей мере строится на понятии кредитного рейтинга в отношении ценных бумаг.

1.1.2. Цель и задачи рейтинга на рынке ценных бумаг

Основная цель кредитных рейтингов — увеличение прозрачности рынка и, как следствие, повышение его эффективности посредством: упрощения сравнения кредитных рисков на рынке долговых ценных бумаг — для инвесторов;

формирования адекватной репутации на рынке с целью снижения стоимости заимствования — для эмитентов; негласного делегирования полномочий по регулированию рынка ценных бумаг — со стороны регулирующих органов.

На рынке ценных бумаг кредитный рейтинг решает следующие задачи:

Во-первых, **раскрытие информации**. Кредитный рейтинг — это источник информации для инвестора, расширяющий инвестиционные горизонты. В США практически всем публичным эмиссиям присваиваются рейтинги. С середины 70-х гг. использование рейтингов стало общепринятой практикой на других крупных рынках, в частности, в Великобритании, Франции, Германии, Испании, Швеции, Японии. В конце 80-х- начале 90-х гг. кредитные рейтинги распространились на многие страны Азии, Восточной Европы и Латинской Америки: с 1986 по 1996 гг. только агентством Moody's было присвоено около 30 суверенных рейтингов²⁰; в 1997 г. Moody's, S&P и Fitch IBCA присвоили соответственно 19, 10 и 10 суверенных рейтингов, что явилось началом присвоения рейтингов ценных бумаг эмитентам этих государств²¹.

Во-вторых, **установление ограничений на кредитный риск**. Рейтинг используется инвесторами как точка отсчета для установления ограничений типа «да/нет» или «покупать/не покупать». Например, в западной практике одни пенсионные фонды обуславливают для управляющих своих портфелей покупку финансовых инструментов рейтингом определенного уровня, другие устанавливают, что либо менеджеры не должны покупать не имеющие рейтинга долговые обязательства либо должны ограничивать количество обязательств с низким рейтингом в их инвестиционном портфеле. Некоторые инвестиционные институты формируют «*buy lists*» — листы покупок, где финансовые инструменты взвешены по рейтинговым категориям.

В-третьих, **формирование объективной оценки компании-эмитента в глазах инвесторов и обеспечение доступа к капиталу**. На современных мировых рынках рейтинг имеет эффект «кредитного паспорта», который может обеспечить доступ к международному фонду заемного капитала, и повысить ликвидность его долговых обязательств.

²⁰ В приложении 1 представлена таблица «Суверенные рейтинги, присвоенные агентством Moody's с 1986 по 1996 гг. и их изменения в 1999-2001 гг.».

²¹ В приложении 2 представлена таблица «Страны, получившие новые суверенные рейтинги в 1997 г.»

В-четвертых, **стимулирование диверсификации источников финансирования**, так как получение эмитентом кредитного рейтинга способствует повышению его финансовой гибкости, облегчая обращение к источникам средств за пределами традиционной банковской сферы.

В-пятых, **содействие снижению стоимости капитала**, поскольку рейтинг позволяет эмитенту обратиться к широкому выбору источников средств — на рынок ценных бумаг. Результатом может быть понижение средней стоимости финансирования и расширение контроля за его условиями.

В-шестых, использование рейтинга в качестве инструмента регулирования. В ряде стран существуют **требования регулирующих органов**, согласно которым наличие рейтингов является обязательным при эмиссии некоторых типов ценных бумаг. Так, например, в соответствии с требованиями американской Комиссии по ценным бумагам и биржам, портфели коммерческих бумаг фондов денежного рынка в США на 95% должны состоять из бумаг, имеющих рейтинги не ниже определенного уровня (в частности, *A-1/Prime-1*). Ассоциация ценных бумаг и фьючерсов Великобритании учитывает рейтинги при осуществлении надзора над достаточностью капитала дилеров по облигациям. Во Франции регулирующие органы используют рейтинги для управления доступом на рынки коммерческих бумаг и депозитных сертификатов. В Японии эмитенты долговых обязательств обязаны получить рейтинг, аналогичные требования существуют в Австралии, Канаде, Швейцарии и др. Российские эмитенты, выходящие на международный фондовый рынок, согласно Указу Президента РФ № 304 от 8 апреля 1997г., должны получить кредитный рейтинг от двух признанных рейтинговых агентств. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов» обязывает профессиональных участников рынка ценных бумаг в случае приобретения у них инвестором ценных бумаг сообщать по требованию инвестора сведения об оценке этих ценных бумаг признанным рейтинговым агентством.

Исходя из задач рейтинга на рынке ценных бумаг уточним статус кредитного рейтинга, который имеет определенные границы, что следует также из теоретических подходов, на которых он основан, и обычаев делового оборота:

- кредитный рейтинг нельзя расценивать как рекомендацию приобрести, продать или сохранить те или иные финансовые инструменты, при его определении не учитываются курсы ценных бумаг;
- кредитный рейтинг не содержит замечаний относительно рыночных цен, условий рынка и поведения инвесторов; не содержит каких-либо прогнозов относительно будущего изменения стоимости финансового инструмента;
- кредитный рейтинг не учитывает ликвидность финансового инструмента на вторичном рынке;
- кредитный рейтинг не дает оценку невыполнения обязательств в процентах или в другом количественном выражении.

1.1.3. Рейтинговая шкала

Международные рейтинговые агентства в настоящее время выставляют рейтинги по широкому спектру ценных бумаг, в связи с чем ими применяются разнообразные рейтинговые обозначения и шкалы. Некоторые из них оригинальны, но наиболее широко распространена шкала кредитного риска, введенная в оборот агентством Moody's, а затем взятая к применению S&P и другими агентствами. Далее приводится таблица сопоставления шкал рейтинговых оценок ведущих рейтинговых агентств для долгосрочных облигаций²².

Таблица 1.1.1. «Шкала кредитных рейтингов долгосрочных облигаций»

Moody's	S&P	Fitch	Характеристика
Aaa	AAA	AAA	Лучшие: максимальная защита, минимальный риск. Факторы риска лишь слегка превосходят уровень «безрисковых» долгов Казначейства США. Возможности по выплате долга и процентов чрезвычайно велики.
Aa	AA	AA	Очень хорошие: возможности эмитента по выплате долга и процентов оцениваются как очень высокие. Оценены ниже AAA только из-за возможного присутствия элементов долгосрочного риска или из-за чуть более слабой степени защиты. Вместе с AAA входят в высшую группу.

²² Источник: Интернет: www.moody.com, www.ratings.com, www.fitchibca.com. В январе 1999 г. агентство S&P ввело новые рейтинговые категории в отношении эмитентов наиболее низкого уровня кредитоспособности: SD — эмитент оказался не в состоянии выполнять некоторые из своих обязательств, продолжая в полном объеме выполнять другие (не обязательно каждой из таких категорий обязательств присваивается соответствующий рейтинг); D — ожидается, что эмитент не выполнит свои обязательства, когда начата процедура банкротства; R — для финансовых институтов, которые в связи со своим финансовым состоянием находятся под особым надзором регулирующих инстанций, и эти инстанции могут воспользоваться правом установления того или иного выборочного подхода к выплатам по различного рода обязательствам.

A	A	A	Хорошие: ценные бумаги выше среднего, привлекательны, но подвержены определенному влиянию, приводящему к риску в долгосрочной перспективе. Во время экономических потрясений факторов риска больше, чем по первым двум, и они значительнее.
Baa	BBB	BBB	Средние: на текущий момент адекватно защищены, но может не хватать некоторых защитных элементов или они недостаточно надежны в долгосрочной перспективе. Тем не менее защита считается достаточной для продуманных решений.
Ba	BB	BB	Ниже среднего: средняя степень защищенности, уже есть спекулятивные элементы, будущее не может быть гарантировано. В данный момент погашаемые, но допускается возможность задержки платежей. Качество обслуживания долга может сильно меняться. Присваивается также долгам, второстепенным по отношению к другим долгам того же эмитента с рейтингом BBB-.
B	B	B	Низкое качество: слабая защищенность в долгосрочной перспективе, уже не могут рассматриваться как привлекательные для инвестиций. Изначально уязвимые, хотя принципиально погашаемые. Степень финансовой защиты сильно меняется в зависимости от этапов экономического развития и внешних финансово-экономических условий. Вероятны частые изменения рейтинга в рамках категории, а также повышение или понижение рейтинга за рамки категории. На данный момент вероятнее всего погашение, но очень вероятно, что неблагоприятная экономическая ситуация приведет к задержке платежей.
Saa	CCC	CCC	Высокий риск, нестабильность. На текущий момент есть опасность непогашения или невыплаты процентов, т.е. существует большая неопределенность относительно того, будут ли платежи выплачены вовремя или лишь благоприятное стечение обстоятельств позволит выплатить долг вовремя. В случае неблагоприятного стечения обстоятельств вероятно прекращение платежей.
Sa	CC	CC	Очень высокая вероятность неплатежей. Долг, второстепенный по отношению к CCC-.
C	C	C	Самая слабая защищенность, возможен отказ от платежей.
	D	DDDD D D	Полная неплатежеспособность, задолженность, сомнительная стоимость. Хотя есть основания полагать, что долги будут выплачены до конца льготного периода.

Как следует из таблицы в основу кредитного рейтинга положена шкала качественных оценок типа «высшее качество», «хорошее качество», «выше среднего уровня качества» и т.д. Каждая рейтинговая категория отражает уровень возможности задержки платежей. С точки зрения пороговых значений кредитного риска в рамках символической шкалы каждая рейтинговая категория относится к одному из классов

ценных бумаг, которых выделяют три: инвестиционный, спекулятивный и аутсайдерский.

Инвестиционный класс : ценные бумаги, эмитенты которых имеют сильные позиции в отношении платы по своим обязательствам, — рейтинг от *AAA (Aaa)* до *BBB (Baa)*. Надежность этих облигаций обеспечивается крупными активами и высокой нормой прибыли, достаточной для выплаты процентов. Так, категории *AAA* соответствует покрытие процентных платежей прибылью в 15-20 раз, а самой низкой в этом классе категории — в 5-7 раз²³. Облигации этого класса рекомендуются для инвестиций сберегательных банков, страховых компаний, пенсионных фондов, инвестиционных фондов.

Неинвестиционный класс, который включает **спекулятивные и аутсайдерские** ценные бумаги (группы *BB(Ba)-B* и *CCC(Caa)-D*), за которыми в международной практике закрепилось название «бросовые облигации» (*junk bonds*), буквально «макулатура»²⁴. Для этих облигаций характерна неопределенность в отношении процентных платежей, основного долга и стабильности курса; их стоимость подвержена серьезным колебаниям в зависимости от экономической ситуации. Потенциальными инвесторами в эти ценные бумаги являются институты, которые не несут ответственности за средства вкладчиков.

Аутсайдерская группа означает, что эмитент находится на пороге банкротства или банкрот. Категория *C* часто присваивается облигациям вновь созданных компаний, относительно стабильности или выживаемости которых имеются сомнения. Данный рейтинг является скорее предупреждением о возможных потерях, чем рекомендацией для инвестирования.

Чем ниже на рейтинговой лестнице стоит заемщик, тем больше ему необходимо доплачивать к базовому ориентиру доходности этих обязательств и тем больше цена одного деления рейтинговой шкалы. С ростом общей экономической нестабильности эти так называемые «спрэды качества» (*quality spreads*) или спрэды доходностей обычно увеличиваются (см. рис. 2).

²³ Миркин Я.М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бумаг// Деловой партнер, пилотный номер. - С. 12.

²⁴ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 426.

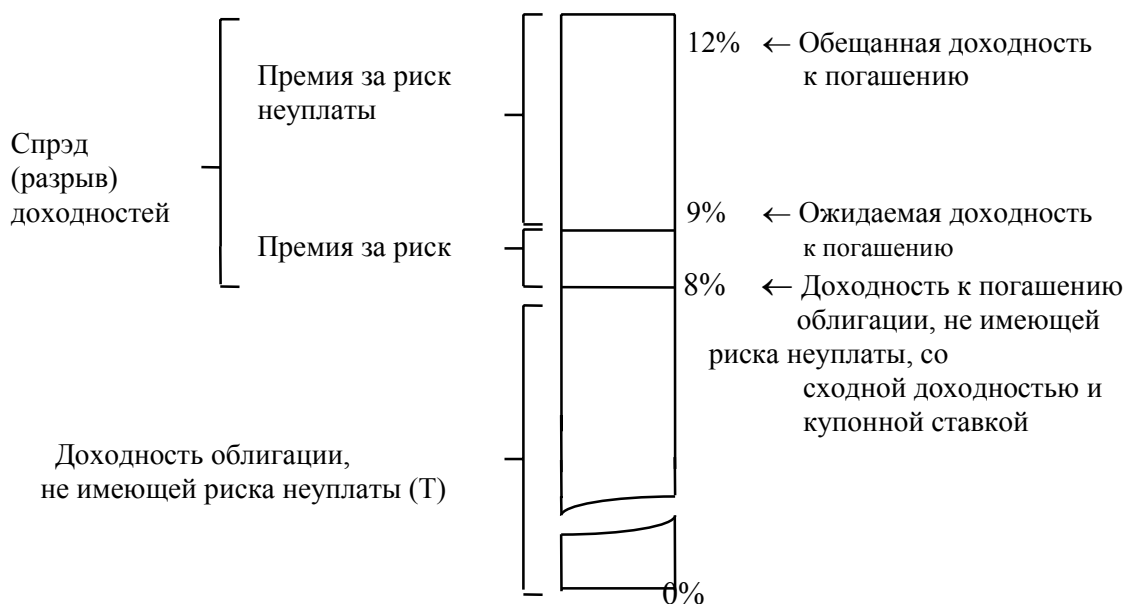


Рис. 2 «Доходность к погашению рискованных облигаций»

Данные следующей таблицы демонстрируют соотношение рейтинговых категорий и соответствующих им доходностей.

Таблица 1.1.2. «Шкала кредитных рейтингов крупнейших рейтинговых агентств»

Уровень надежности долговых обязательств эмитента	Moody's	Standard & Poor's	Fitch IBCA	Доходность
Исключительный, максимальная надежность	Aaa	AAA	AAA	T+(1-1,5%)
Отличный, высокая надежность	Aa	AA	AA	T+(1,5-2%)
Выше среднего	A	A	A	T+(2-2,5%)
Ниже среднего	Baa	BBB	BBB	T+(2,5-3%)
Спекулятивный	Ba	BB	BB	T+(3-3,5%)
Высокоспекулятивный	B	B	B	T+(4-4,5%)
Сверхспекулятивный	Caа, Ca, C	CCC, CC, C	CCC, CC, C	-
Невыполнимые обязательства	Ca, C	D	DDD, DD, D	-

Как следует из таблицы, шкала Moody's не абсолютно совпадает с остальными. Хорошо совпадают высшие категории рейтинга. Расхождения начинаются между

более низкими градациями поскольку на 10 градаций S&P приходится 9 градаций Moody's и 12 градаций Fitch IBCA²⁵.

Завершая анализ символьных шкал необходимо указать на процесс постоянного обновления рейтинга, основанный на мониторинге деятельности эмитента. В общем случае агентства выставляют свои оценки на год и досрочное изменение возможно в случае наступления особых условий, что свидетельствует о достаточно консервативном подходе к этому вопросу. Периодичность пересмотра рейтинга зависит также от типа инструмента и величины рейтинга. Так, S&P для облигаций общего покрытия с высоким рейтингом (выше *A-*) проводит пересмотр раз в 3 года, с рейтингом от *BBB+* до *BBB* — раз в 2 года, с рейтингом ниже *BBB* — ежегодно, исключая случаи непредвиденных существенных изменений в состоянии эмитента в течение года.

При обнаружении изменений, требующих пересмотра рейтинга, проводится предварительный анализ, в результате которого эмитент может быть помещен в **список *CreditWatch*** (S&P) или ***Watchlist*** (Moody's), что означает «внимание, рейтинг будет изменен». В таком случае проводится полная процедура оценки, как при первичном рейтинге.

Важным элементом рейтинга являются **рейтинговые прогнозы** (*Rating Outlook*) — средне- и долгосрочные оценки перспектив изменения рейтинга, отражающие направление изменения рейтинга: «позитивный» — возможное повышение; «стабильный» — скорее всего рейтинг не изменится; «развивающийся» — рейтинг может быть как повышен, так и понижен²⁶.

В качестве итоговых построений к данному параграфу, а также с целью объемного видения исследуемого нами явления, целесообразно привести следующую схему, характеризующую теоретическое содержание рейтинга ценных бумаг и наглядно демонстрирующую его системность через иерархическую вложенность.

²⁵ Внутри рейтинговых категорий, между классами *B* и *AA* (*Aa*), добавлены уровни с дополнительными символами: «1», «2», «3» для Moody's; «+» и «-» для S&P и Fitch IBCA. Кроме того, существует еще одна группа дополнительных символов — *c*, *p*, ***, *r*, *L*, каждый из которых указывает на специфические особенности той или иной ценной бумаги. Например, символ *p* означает, что данный рейтинг временный и связан с ожиданиями завершения проекта, под который выпущены ценные бумаги.

²⁶ Агентство S&P оценивает тенденцию изменения рейтинга в пяти категориях: «позитивная»; «негативная»; «стабильная»; «неопределенная» — возможны любые изменения; «тенденция не существенна».



Рис. 3 «Схема: теоретическое содержание рейтинга ценных бумаг»

Для того, чтобы иметь полное представление об объеме понятия *рейтинг ценных бумаг*, а также одномоментное общее и детальное видение картины исследуемого нами явления необходимо, с одной стороны, определить место рейтинга ценных бумаг в системе более высокого порядка — системе рейтингов, присваиваемых международными рейтинговыми агентствами, с другой стороны, систематизировать существующие типы рейтинга ценных бумаг. В последнем случае нам помогут такие понятия формальной логики как *род*, *вид* и *тип*. К роду мы отнесем понятие *рейтинг ценных бумаг*, к видам — группы рейтинга ценных бумаг, образованные согласно классификационным признакам, например, обращение по сроку рейтингуемых долговых обязательств — долгосрочный и краткосрочный рейтинг; к типам — составленные с учетом отдельных видовых признаков множество конкретно присваиваемых агентствами рейтингов, например, кредитный рейтинг долгосрочных обязательств центрального правительства, номинированных в местной/иностранной валюте; кредитный рейтинг долговых обязательств банка; рейтинг привилегированных акций и т.д.

В предыдущем параграфе представлена разработанная нами схема рейтинга, которая показывает место рейтинга ценных бумаг в общей структуре рейтингов, присваиваемых международными рейтинговыми агентствами (см. рис.1). Из этой схемы видно, что рейтинг ценных бумаг входит лишь частью, но значительной, в общую структуру присваиваемых агентствами рейтингов. В целом же рейтинги международных рейтинговых агентств применяются:

- к широкому кругу ценных бумаг различных экономических субъектов, включая долговые обязательства правительств разных стран, муниципалитетов, промышленных предприятий, банковские ссуды, производные ценные бумаги (в том числе структурированные финансовые продукты), привилегированные и обыкновенные акции;
- для определения финансовой устойчивости финансовых институтов, страховых компаний, партнеров по сделке;
- к требованиям по оплате к страховым компаниям и финансовым гарантам.

Как видно, рейтинговые агентства не ограничивают свою деятельность присвоением только рейтинга ценных бумаг, но также и рейтинга субъектов

экономической деятельности, основными из которых являются рейтинг финансовой устойчивости страховых компаний и рейтинг финансовой силы банков. Главным отличием этих двух групп (рейтинга ценных бумаг и рейтинга экономических субъектов) является объект оценки и вытекающая из него методика рейтингового анализа: **в фокусе рейтинга экономических субъектов — надежность, внутренняя безопасность и прочность финансового института; в фокусе рейтинга ценных бумаг — прежде всего природа и условия эмиссии, обращения и погашения ценных бумаг, своевременность платежей.**

Международной практике известны различные типы рейтинга ценных бумаг в зависимости от требований эмитента, его статуса, положения, условий эмиссии и т.д. Соответствующий тип рейтинга обозначается в рамках существующих видов, группируемых по определенным признакам в зависимости от рассматриваемого объекта и временного фактора, учета международного контекста и валюты обязательств, в зависимости от степени открытости рейтинга и качества используемой информации, а также заказчика рейтинга. Логика исследования побуждает привести к системе различные типы рейтинга ценных бумаг и классифицировать их с учетом перечисленных признаков. Для более полного понимания и целостного видения представим эту классификацию в табличной форме (см. таблицу 1.2.1.).

В зависимости от статуса заемщика различают рейтинги: суверенный, региональный, муниципальный, корпоративный, рейтинг инвестиционных фондов.

Суверенный рейтинг охватывает все долговые обязательства правительства конкретной страны, выраженные в иностранной валюте. Специалисты агентства S&P²⁷ настаивают на том, что суверенный рейтинг нельзя называть страновым в силу того, что суверенный рейтинг оценивает кредитный риск по обязательствам центрального правительства и не отражает риск дефолта²⁸ со стороны других

²⁷ Бирз Д.Т., Кавано М. Суверенные кредитные рейтинги: основные понятия//Интернет: www.standardandpoors.ru

²⁸ Риск дефолта — default risk — риск невыполнения обязательств. Риск того, что должник прекратит выплату процентов или не вернет основную сумму долга в установленный срок. См. Доунс Дж., Гудман Дж.Эллиот. Финансово-инвестиционный словарь. — М.:ИНФРА-М, 1997. - 586 с.

«...понятие вероятности (риска) дефолта эмитента муниципальных облигаций равнозначно понятию кредитного риска инвесторов...» — Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США: Экономические аспекты. — М.: Наука, 2001. - С. 304.

эмитентов данной страны. Действительно, кредитные качества различных эмитентов внутри страны могут не зависеть от кредитоспособности правительства или мало зависеть. Тем не менее суверенный рейтинг утверждается своего рода ориентиром, с учетом которого определяются рейтинги всех других эмитентов, действующих в пределах юрисдикции национального правительства: суверенный рейтинг, как правило, служит «потолком» (*sovereign ceiling*) для любого заемщика, выходящего на международный рынок. Это связано с исключительными либо преимущественными правами центральной власти в сферах формирования и реализации кредитно-денежной и фискальной политики, с возможностью вводить в действие меры, непосредственно или косвенно препятствующие исполнению обязательств эмитентами своей страны.

Таблица 1.2.1. «Классификация рейтинга ценных бумаг»

Признак классификации	Вид рейтинга
Статус заемщика	<ul style="list-style-type: none"> - суверенный рейтинг; - региональный рейтинг; - муниципальный рейтинг; - корпоративный рейтинг; - рейтинг инвестиционных (взаимных) фондов.
Объект оценки	<ul style="list-style-type: none"> - кредитный рейтинг заемщика (эмитента); - рейтинг ценных бумаг с фиксированным доходом, который включает кредитный рейтинг долговых обязательств и рейтинг привилегированных акций; - рейтинг обыкновенных акций; - рейтинг корпоративного управления; - рейтинг кредитного качества портфеля фонда; - рейтинг рыночного риска фонда.
Временной фактор	<ul style="list-style-type: none"> - долгосрочный рейтинг; - краткосрочный рейтинг.
Учет международного контекста	<ul style="list-style-type: none"> - международный кредитный рейтинг; - национальный кредитный рейтинг.
Валюта обязательств	<ul style="list-style-type: none"> - кредитный рейтинг обязательств, номинированных в иностранной валюте; - кредитный рейтинг обязательств, номинированных в национальной валюте.
Открытость и качество используемой информации	<ul style="list-style-type: none"> - полноценный рейтинг; - предварительный рейтинг; - рейтинг для частных сделок; - мнение о кредитоспособности; - рейтинг, основанный на публичной информации.
Заказчик рейтинга	<ul style="list-style-type: none"> - санкционированный рейтинг; - несанкционированный рейтинг.

Региональный рейтинг присваивается долговым обязательствам администраций крупных территориальных образований внутри страны, таких как штат в США, земля в Германии, область, край, республика и крупнейшие города в Российской Федерации. **Муниципальный рейтинг** — соответственно долговым обязательствам органов местного самоуправления.

Корпоративный рейтинг определяет надежность ценных бумаг, выпущенных промышленными компаниями, предприятиями, банками.

Рейтинг инвестиционных (взаимных) фондов, который может принимать форму рейтинга фондов денежного рынка (*money market fund rating*), рейтинга кредитного качества фондов облигаций (*bond fund credit quality rating*), рейтинга волатильности облигационных фондов (*bond fund volatility rating*) или рейтинга рыночных рисков, а также рейтинга фондов акций.

В зависимости от объекта оценки различаются:

Кредитный рейтинг заемщика (эмитента). К этому виду рейтинга относятся суверенный рейтинг, рейтинги административно-территориальных образований, кредитный рейтинг предприятий или партнера по сделкам.

Рейтинг ценных бумаг с фиксированным доходом. Подразделяется на **кредитный рейтинг долговых обязательств и рейтинг привилегированных акций.** Кредитный рейтинг долговых обязательств присваивается следующим категориям ценных бумаг: государственные облигации, а также облигации муниципальных образований; облигации, ноты, векселя предприятий и финансовых компаний; облигации и депозитные сертификаты банков; структурированные финансовые продукты.

Рейтинг обыкновенных акций нацелен на измерение потенциала роста курса ценной бумаги. Также инвесторами может использоваться **рейтинг корпоративного управления**, оценивающий качество корпоративного управления.

Рейтинг кредитного качества портфеля фонда (*managed funds credit quality rating*) — базируется на общих принципах по рейтингованию долговых инструментов, входящих в портфель. Затем рейтинги отдельных инструментов подвергаются весовому агрегированию.

Рейтинг рыночного риска фонда (*market risk rating*) — оценивает степень волатильности фонда относительно рыночных рисков и характеризует способность фонда усиливать или, наоборот, демпфировать рыночные риски.

В зависимости от временного фактора различаются:

Долгосрочный кредитный рейтинг — применяется для обязательств с исходным сроком погашения один год и более, и для оценки способности заемщика выполнять свои долговые обязательства на срок один год и более²⁹.

Краткосрочный кредитный рейтинг — применяется для долговых обязательств с исходным сроком погашения менее одного года и для оценки способности заемщика выполнять свои долговые обязательства на срок менее одного года³⁰.

Для краткосрочных инструментов применяются иные рейтинговые символы, чем для долгосрочных. Соотношение долгосрочных и краткосрочных рейтингов агентств S&P и Moody's представлено в следующей таблице.

Таблица 1.2.2. «Соотношение кратко- и долгосрочных рейтингов»

Долгосрочные рейтинги		Краткосрочные рейтинги	
Moody's	S&P	Moody's	S&P
<i>Инвестиционный уровень</i>		<i>Первоклассные ценные бумаги Инвестиционное качество</i>	
Aaa	AAA	Prime-1	A-1+
Aa1	AA+	Prime-1	A-1+
Aa2	AA	Prime-1	A-1+
Aa3	AA-	Prime-1	A-1+ — A-1
A1	A+	Prime-1	A-1+ — A-1
A2	A	Prime-2	A-1 — A-2
A3	A-	Prime-2	A-1 — A-2
Baa1	BBB+	Prime-2	A-2
Baa2	BBB	Prime-2	A-3
Baa3	BBB-	Prime-3	A-3
<i>Спекулятивный уровень</i>		<i>Непервоклассные ценные бумаги. Спекулятивное качество</i>	
Ba1	BB+	Not Prime	B, C, D
Ba2	BB	Not Prime	B, C, D
Ba3	BB-	Not Prime	B, C, D

²⁹ Долгосрочный рейтинг применяется для ранжирования облигаций и других долговых обязательств, приносящих фиксированный доход, также для закладных, среднесрочных нот, долгосрочных и среднесрочных банковских депозитов, привилегированных акций.

³⁰ Присваивается коммерческим бумагам, краткосрочным банковским депозитам и другим инструментам денежного рынка.

B1	B+	Not Prime	B, C, D
B2	B	Not Prime	B, C, D
B3	B-	Not Prime	B, C, D
Ca	CCC+	Not Prime	B, C, D
Ca	CCC	Not Prime	B, C, D
C	CCC-	Not Prime	B, C, D
	CC, C, D		B, C, D

Данные таблицы показывают, что Moody's для ранжирования краткосрочных ценных бумаг применяет термин *Prime*: *Prime-1*, *Prime-2*, *Prime-3*, *Not Prime*. В отличие от долгосрочных рейтингов, которые относятся главным образом к определенным выпускам ценных бумаг, краткосрочные рейтинги измеряют общую способность юридического лица удовлетворить краткосрочные необеспеченные обязательства. *Prime*-рейтинг присваивается эмитенту, обладающему достаточной финансовой прочностью или имеющему доступ к ликвидным средствам для удовлетворения его краткосрочных обязательств в ситуации неблагоприятной рыночной конъюнктуры³¹. Рейтинг *Not Prime* представляет мнение о том, что эмитент не имеет достаточно активов для поддержания ликвидности с целью удовлетворения всех своих краткосрочных долговых обязательств в период напряжения на рынке³².

Как видно из приведенной выше таблицы, эмитенты, получившие спекулятивный рейтинг долгосрочных необеспеченных ценных бумаг, по краткосрочным облигациям будут в большинстве случаев иметь рейтинг *Not Prime* или *B*, *C*, *D*. Таблица также иллюстрирует определенное соответствие между кратко- и долгосрочными рейтингами для эмитентов инвестиционной группы. Те эмитенты, которым присвоен рейтинг *Prime-1*, имеют **превосходную** способность осуществлять выплаты по старшим краткосрочным долговым обязательствам³³. Подтверждениями такой способности часто являются следующие характеристики³⁴:

- лидирующая позиция на рынке и принадлежность к отрасли, которая в свою очередь занимает твердые позиции на рынке;
- высокая норма прибыли на фонды потребления;
- консервативная структура капитализации с умеренной опорой на заемный капитал и достаточной защитой активов;

³¹ Moody's Credit Rating and Research. Moody's Investors Service. New York, 1995. - P. 30.

³² Там же.

³³ Эмитентов с рейтингом *Prime-1*, *2*, *3* называют защищенными институтами — *supporting institutions*.

³⁴ Moody's Credit Ratings and Research. Moody's Investors Service. New York, 1995. - P. 29.

- широкие возможности для активного ведения бизнеса и получения доходов, обеспечивающих покрытие постоянных финансовых затрат, и высокая внутренняя способность генерировать наличность;
- стабильный и постоянный доступ на финансовые рынки и гарантированные источники альтернативной ликвидности.

Эмитенты, которым присвоен рейтинг *Prime-2*, имеют **прочную** способность осуществить выплаты по старшим краткосрочным долговым обязательствам. Обычно это подтверждается вышеупомянутыми характеристиками, но в меньшей степени, чем в случае с *Prime-1*. Тенденции прибыли и коэффициенты покрытия, в целом оставаясь устойчивыми, все же в большей мере подвержены колебаниям. Характеристики капитализации, которые все еще отвечают требованиям надежности, также в большей степени подвержены влиянию внешних условий; поддерживаются адекватные альтернативные источники ликвидности.

Эмитенты с рейтингом *Prime-3* имеют **приемлемую** способность к погашению краткосрочных старших долговых обязательств. Здесь в большей мере проявляется эффект влияния отраслевых характеристик и зависимость от расстановки сил на рынке. Непостоянство доходов и рентабельности может приводить к изменениям уровня оценки обеспеченности долга и требовать относительно высокого финансового левереджа. Обязательно поддерживаются отвечающие требованиям источники ликвидности.

Not Prime. Эмитенты получают этот рейтинг в силу несоответствия эмитента требованиям категорий *Prime 1 - Prime 3*.

В зависимости от валюты обязательств различаются:

Кредитный рейтинг обязательств, номинированных в национальной валюте, — «мнение об общей способности должника обеспечить наличие ресурсов в местной валюте, достаточных для исполнения его финансовых обязательств (как в местной, так и в иностранной валюте), без учета риска прямого вмешательства со стороны правительства, в результате которого могут быть наложены ограничения на оплату задолженности в иностранной валюте»³⁵.

³⁵ Интернет: www.standardandpoors.com/ratings

Кредитный рейтинг обязательств, номинированных в иностранной валюте — это «мнение об общей способности должника выполнять свои финансовые обязательства в иностранной валюте»³⁶.

По учету международного контекста различаются:

Международный кредитный рейтинг (cross-border rating) — «мнение о кредитоспособности заемщика или его способности выполнять конкретные долговые обязательства в международном контексте с учетом влияния суверенных правительств и ситуации в стране заемщика»³⁷. Чем ниже международный кредитный рейтинг страны, тем уже спектр для международных сравнений в отношении всех заемщиков, находящихся в пределах страны.

Национальный кредитный рейтинг (domestic rating) — «мнение о сравнительном кредитном риске национальных заемщиков и их долговых обязательств в контексте данной страны, без учета влияния международных аспектов суверенного и странового рисков»³⁸. Национальные рейтинги эмитентов из различных стран не подлежат сопоставлению, поскольку упор делается на определение надежности кредитов в масштабах одной отдельной страны. В большинстве случаев национальные кредитные рейтинги составляются в форме мнений по кредитным рискам в местной валюте. Кредитные мнения по обязательствам в иностранной валюте предоставляются в национальном масштабе в странах, экономика которых в значительной степени долларизована и в таких случаях национальные кредитные рейтинги обязательств в иностранной и местной валюте являются идентичными³⁹. Одному и тому же обязательству должника может быть присвоено рейтинговое значение как по международной, так и по национальной шкале⁴⁰.

³⁶ Там же.

³⁷ Интернет: www.standardandpoors.com/ratings

³⁸ Там же.

³⁹ В странах, экономика которых является в значительной степени долларизованной, риск неблагоприятных действий суверенного правительства, особенно такая его форма, как риск, связанный с переводом средств, считается фактором, оказывающим менее заметное влияние на рейтинги заемщиков, находящихся в такой стране, в иностранной валюте. В результате, рейтинги заемщиков в частном секторе долларизованной экономики, определенные в отношении задолженностей в иностранной валюте, могут более полно отражать общую кредитоспособность должника, представленную кредитным рейтингом эмитента в местной валюте, и могут превосходить рейтинг платежеспособности суверенного правительства в иностранной валюте. См. Глоссарий ⇒ Долларизация/ Интернет: www.standardandpoors.ru

⁴⁰ В системе национальных рейтингов используются символы, отличные от международных рейтингов. Примером может служить символика агентства S&P, которое к стандартным символам прибавляет двухбуквенный префикс страны: например, оценки от *mxAAA* до *mxD* применяются в долгосрочных

По степени открытости рейтинга и качеству используемой информации различаются:

Полноценный рейтинг. Присваивается только тем ценным бумагам, которые свободно обращаются на рынке. Подразумевается не только наличие самого рейтинга, его публикация, но и постоянный мониторинг положения эмитента и другой важной информации, относящейся к кредитному риску.

Предварительный рейтинг. Присваивается ценным бумагам до выхода их на свободный рынок. Действует только на момент публикации, которая осуществляется только по просьбе эмитента.

Рейтинг для частных сделок (private placement rating) или рейтинг для сделок с ограниченным размещением. Аналогичен предварительному рейтингу, но облигации предлагаются на ограниченном рынке. Действует только на момент объявления. Мониторинг проводится по просьбе эмитента.

Мнение о кредитоспособности (credit opinion) выдается тем эмитентам, которые хотят иметь представление о своей кредитоспособности без публикации ее оценки. Мнение о кредитоспособности основано на ограниченной информации и в полной мере рейтингом не является. Облигации получают следующие оценки: «высоко инвестиционные», «инвестиционные», «на границе инвестиционных и неинвестиционных», «неинвестиционные».

Рейтинг, основанный на публичной информации (public information rating). Для его выставления используется только или преимущественно публичная информация⁴¹. Обычно ниже полноценного рейтинга, так как включает в себя больший кредитный риск.

В зависимости от заказчика рейтинга можно выделить **санкционированный (solicited) и несанкционированный (unsolicited)** рейтинги. Санкционированный рейтинг присваивается только на основании официального обращения эмитента,

национальных рейтингах Мексики, префикс *ra* в Республике Аргентина, *tw* — в Тайване, *br* — в Бразилии. Подобные символы используются этим агентством только на формирующихся рынках, в то время как на развитых рынках S&P использует уникальные символы и фирменные наименования для идентификации национальных шкал рейтинга. В дополнение к символьным различиям между шкалами S&P разработаны уникальные рейтинговые определения для каждой национальной шкалы. В случае с национальными шкалами, применяемыми в развивающихся странах (например, Мексике или Аргентине), в рейтинговых определениях упоминается рынок, на котором они используются и относительный уровень риска, заложенный в шкале.

⁴¹ Идентифицируется индексом *pi*, не подлежит модификации при помощи определителей «+» или «-» и не присваивается на перспективу. Пересматривается ежегодно на основании финансовой отчетности за последний

несанкционированный — при заинтересованности со стороны инвесторов. В последнем случае агентство использует для анализа любые данные, которые оно полагает заслуживающими доверия, а эмитент лишен права апеллировать и ссылаться на присвоенный несанкционированный рейтинг, поскольку таковой считается «собственностью» агентства.

Рассмотрев классификацию видов рейтинга попытаемся подробнее охарактеризовать некоторые виды и типы рейтинга. Примеры типов рейтинга ценных бумаг, сгруппированных в зависимости от объекта оценки, представлены на рис. 4.

Кредитный рейтинг заемщика (эмитента)	Рейтинг ценных бумаг с фиксированным доходом	Рейтинг долевых акций
↓ объект оценки — общая кредитоспособность заемщика	↓ объект оценки — конкретный выпуск ценных бумаг	↓ объект оценки — обыкновенные акции эмитента
↓ кредитный рейтинг центрального правительства; кредитный рейтинг регионального правительства (муниципального образования); рейтинг партнера по сделкам.	↓ кредитный рейтинг долго-срочных обязательств центрального правительства; кредитный рейтинг облигаций предприятия (банка); кредитный рейтинг депозитных сертификатов; рейтинг структурированных финансовых продуктов; рейтинг привилегированных акций.	↓ рейтинг обыкновенных акций <hr/> ↓ объект оценки — корпоративное поведение ↓ рейтинг корпоративного управления.

Рис. 4 «Типы рейтинга ценных бумаг»

Рейтинг взаимных фондов (*mutual fund ratings*)⁴². Отражает мнение о качестве долей, акций или паев взаимных фондов и подобных им финансовых посредниках. Рейтинг включает в себя оценку объявленных инвестиционных целей и политики фонда, кредитного качества портфеля, оценку качества управления фондом⁴³.

год, но может подлежать и промежуточному изменению, если происходит какое-либо событие, которое может повлиять на кредитоспособность эмитента.

⁴² Рейтинговая шкала Moody's для взаимных фондов включает литеры *Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B* с цифровыми модификациями в каждой рейтинговой категории: от наивысшей способности к выполнению обязательств до низкого значения, где подразумевается, что взаимный фонд обладает инвестиционным качеством подобно обязательствам, приносящим фиксированный доход, но у него, как правило, не хватает характеристик, желательных для инвестирования.

⁴³ В агентстве S&P особым объектом анализа деятельности фонда является менеджмент, его состав, профессиональная подготовка, срок нахождения на своих позициях ключевых должностных лиц. Оцениваются уровень постановки аналитической работы, стратегические и тактические принципы управления портфелем,

Агентства подразделяют фонды на **фонды акций** и **фонды инструментов с фиксированной доходностью**, последние, в свою очередь, включают фонды денежного рынка и фонды облигаций.

Рейтинг фондов акций выражает текущее мнение об эффективности фонда с точки зрения управления активами и доходности вложенных средств, скорректированных с учетом риска. Новая методика Moody's также позволяет инвесторам оценивать доходность и риск, определить качественные характеристики портфеля фонда и прогнозировать будущие результаты⁴⁴. Рейтинг фондов акций может быть присвоен также инвестиционным фондам со сбалансированным портфелем и пенсионным фондам.

Рейтинг фондов денежного рынка оценивает безопасность инвестированного капитала⁴⁵. Рейтинг демонстрирует способность фонда поддерживать стабильную и постоянно растущую стоимость чистых активов. Учитывает как кредитные риски, так и рыночные, и не может применяться на рынках, которые в ретроспективе отличаются особенно высокой нестабильностью процентных ставок⁴⁶.

Рейтинг фонда облигаций (рейтинг кредитной надежности фонда облигаций, рейтинг кредитного качества портфеля фонда) выставляется фондам, инвестирующим в инструменты с фиксированным доходом и публично раскрывающим информацию о стоимости чистых активов⁴⁷. Рейтинг представляет собой текущее заключение относительно защищенности от убытков по причине невыполнения кредитных обязательств, основывается на анализе кредитной

процедуры принятия инвестиционных решений и показатель оборачиваемости портфеля. Детально исследуются случаи, когда фонд демонстрировал поведение, явно отличающееся от рыночного, как в большую, так и в меньшую сторону. В результате формируются очень подробные отчеты, в которых можно найти историю, структуру собственного капитала, списки аффилированных лиц, методы корпоративного управления, инвестиционный стиль, резюме ведущих менеджеров. Поэтому шкала S&P ориентирована именно на управление фондом. Самый высокий рейтинг указывает на чрезвычайно высокий уровень управления активами и последовательно постоянное превышение результатов деятельности фонда относительно среднего уровня для однотипных фондов.

⁴⁴ Новая методика анализа фондов — MFA (Moody's Fund Analyzer), применяемая агентством Moody's с 1999 г., базируется на таких статистических методах, как факторный и кластерный анализ.

⁴⁵ Global Ratings Handbook. Standard & Poor's. - 1999. - № 9. - P. 531.

⁴⁶ Рейтинг идентифицируется индексом «m», Символьные обозначения от *AAAm* до *CCCm*, *Dm* и *G*. Литера *G* присваивается инвестиционному портфелю, который главным образом состоит из ценных бумаг американского правительства. Рейтинговый символ *Dm* означает, что фонд оказался не в состоянии поддерживать номинальную стоимость портфеля, а потери (реализованные или нереализованные) превышают 0,5% стоимости чистых активов.

⁴⁷ Шкала рейтинга кредитной надежности облигационного фонда содержит рейтинговые символы от *AAAf* до *CCCf* с модификациями, начиная от *AAf*, «+» и «-».

надежности портфельных инвестиций и вероятности неисполнения своих обязательств эмитентами⁴⁸.

Рейтинг волатильности фонда, присваиваемый агентством S&P, отражает мнение о чувствительности фонда, имеющего инвестиции с фиксированным доходом, к изменяющимся рыночным условиям относительно риска портфеля, составленного из государственных ценных бумаг и деноминированных в базовой валюте фонда⁴⁹, представляет собой текущую оценку уровня колебаний доходности фонда. При таком подходе оценивается чувствительность фонда к изменениям процентной ставки, кредитный риск, диверсификация и концентрация инвестиций, ликвидность, левередж. Методика определения **рейтинга рыночного риска фонда**, используемая Moody's, позволяет оценить степень волатильности фонда относительно рыночных рисков и характеризует способность фонда усиливать или, наоборот, демпфировать рыночные риски. Расчет этого показателя базируется на определении дюрации портфеля, степени концентрации активов одной из валют или в одном индустриальном секторе⁵⁰.

Рейтинг структурированных финансовых продуктов или ценных бумаг, обеспеченных залоговыми или другими активами, пулом кредитов⁵¹. Это — секьюритизированные ценные бумаги, ибо одним из определений секьюритизации является процесс распределения риска путем агрегирования долговых инструментов в пул, затем эмиссии новых ценных бумаг, обеспеченных данным пулом⁵². Структурированный продукт включает специально упакованный для продажи пул финансовых активов, которые перепродаются специализированным посредником (*special purpose vehicle, SPV*) — юридически самостоятельным, отделенным от создателя пула лицом. Такие активы могут включать потребительские счета

⁴⁸ Global Ratings Handbook. Standard & Poor's. - 1999. - № 9. - P. 531.

⁴⁹ Там же.

⁵⁰ В результате может быть получена одна из следующих оценок: MR1 — фонд характеризуется очень низкой чувствительностью изменения доходности к изменениям рыночных факторов; MR5 — фонд характеризуется очень высокой чувствительностью изменения доходности к изменениям рыночных факторов. Рейтинги MR2 - MR4 носят промежуточный характер. В отличие от кредитного рейтинга, где AAA лучше, чем B, MR не выражает таких однозначных предпочтений и не предназначен для прогноза доходности фонда. Он, в первую очередь, необходим инвесторам для соотнесения своей толерантности к риску с инвестиционным стилем фонда и для выбора инвестиционного горизонта. Так, рейтинг MR1 означает, что фонд может обеспечить наименьшую вероятность потерь, как, и больших доходов. Наоборот, рейтинг MR5 вероятность больших потерь/доходов максимизирует. Этот рейтинг носит долгосрочный характер, поэтому инвестору с коротким инвестиционным горизонтом предпочтительней фонд с рейтингом MR1, а с длинным горизонтом — MR5.

⁵¹ Moody's Credit Ratings and Research. Moody's Investors Service. New York, 1995. - P.12.

дебиторов, например, дебиторскую задолженность по лизингу оборудования или ссуды для реализации программ развлечений; закладные под залог жилого дома, ссуды под залог автомобилей или под залог кредитных карт. Создателями пулов могут быть банки, компании по ценным бумагам, учреждения ипотечного кредитования, строительные общества. Рейтинговые агентства проводят рейтинг любого вида структурированных финансовых продуктов с точки зрения интересов инвесторов и создателей пула активов независимо от типа обеспечения, места расположения эмитента или структуры сделки. Структурировать ценные бумаги можно посредством выбора типа и количества активов, присущим им характерным структурным особенностям, таким образом, достигать желаемого уровня рейтинга.

Рейтинг партнера по сделке. Согласно S&P этот тип рейтинга представляет собой мнение относительно способности должника исполнять свои финансовые обязательства и аналогичен кредитному рейтингу эмитента, т.е. это мнение об общей кредитоспособности юридического лица. Этот тип рейтинга также используются для принятия кредитных решений вне традиционных рынков капитала: в вопросах, связанных с финансированием торговых сделок, со своповыми контрактами, сделками на межбанковских рынках, корреспондентскими отношениями и другими проблемами, затрагивающими риск контрагента.

Рейтинг партнера по сделке агентства Moody's является заключением о финансовой способности должника выполнять старшие обязательства по финансовым контрактам, включая свопы, форварды, опционы, аккредитивы и другие аналогичные инструменты⁵³. Moody's не учитывает согласованность финансовых контрактов, включенных в рейтинг, с правовыми нормами или требованиями регулятивных органов; не закрепляет их юридическое признание должником, а также то, что любой финансовый контракт должника имеет исковую силу, должным образом санкционирован или имеет силу приоритетных обязательств рейтингуемого лица.

В случае, когда финансовые контракты заключены в иностранной валюте, рейтинг партнера по сделке не содержит заключения о том, насколько платежи по обязательствам подвержены влиянию валютного контроля. Кроме того, риски,

⁵² Доунс Дж., Гудман Дж. Эллиот. Финансово-инвестиционный словарь. /Пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 452.

связанные с двусторонними конфликтами между страной, резидентом которой является один из партнеров, и страной другого партнера в этот рейтинг не включаются.

Рейтинг привилегированных акций. Агентство Moody's, опираясь на подчиненность позиций привилегированных акций по отношению к облигациям, и во избежании сравнения их с качеством облигаций, использует модифицированную шкалу для привилегированных акций⁵⁴. Эта шкала отражает относительную стабильность дивидендных выплат и доходности этих акций. Рейтинг высшего качества свидетельствует о хорошей защите активов и наименьшем риске, связанном с выплатой дивидендов.

Рейтинг обыкновенных акций в международной практике присваивается небольшим числом фирм, среди которых известны S&P и Value Line Investment Survey⁵⁵. Согласно Р.Дж.Тьюлзу существует убеждение, что «рейтинговые оценки обыкновенных акций нельзя считать удовлетворительными, поскольку обыкновенные акции обладают не всеми характеристиками, которые ассоциируются с надежными инвестициями. Акции неустойчивы в цене, доход по акциям не гарантирован, их стоимость с точки зрения обеспеченности активами часто не играет большой роли. Размер дивидендов не является фиксированным, поэтому невозможно оценить насколько чистая прибыль корпорации покрывает общую стоимость дивидендных платежей в то время как это один из основных факторов, определяющих надежность облигаций. В форме дивидендов по обыкновенным акциям распределяется остаток прибыли компании после всех других платежей и по этой причине дивидендные доходы почти всегда проблематичны.»⁵⁶ Таким образом, делается вывод, что акции меньше приспособлены к рейтинговым системам, чем облигации.

Рейтинг обыкновенных акций нацелен на измерение потенциала роста курса ценной бумаги, он не показывает завышен или занижен курс данных акций. В

⁵³ Moody's Credit Ratings and Research. Moody's Investors Service, Inc., 99 Church Street, New York, 1995. - P. 32. Литерная символика рейтинга партнеров по сделке аналогична рейтинговой символической долговых обязательств и содержательно представлена в приложении 3.

⁵⁴ Шкала Moody's для рейтинга привилегированных акций приведена в приложении 4. Агентство S&P для привилегированных акций использует ту же самую символическую шкалу, что и для облигаций.

⁵⁵ Символика для обыкновенных акций, рейтингуемых S&P, включает 5 основных уровней: A+ — высший уровень; A, A-, B+ — средний уровень; B, B- — низкий; C - самый низкий; D — компания реорганизуется. Рейтинг NCR (*no contract rating*) означает, что эмитент не обращался за рейтингом. Высокоспекулятивным акциям, цены которых подвержены сильному влиянию со стороны специфических, необычных факторов, например, таких как число контрактов в авиапромышленности, рейтинг не присваивается.

отличие от системы определения рейтинга облигаций рейтинг акций агентства S&P определяется **по формуле**, позволяющей оценить инвестиционное качество акций только на основе двух факторов — **прибыли корпорации и размеров дивидендов**. При определении рейтинга акций агентство S&P отказалось от обычных критериев, применяемых при оценке качества облигаций, таких как финансовое положение эмитента, структура капитала, наличные резервы, стоимость активов, амортизационная политика, мотивируя тем, что при оценке качества акций невозможно привести эти многочисленные элементы к единому знаменателю: все элементы, обуславливающие высокое или низкое инвестиционное качество акций, в конечном счете находят свое отражение в показателях чистой прибыли компании в расчете на одну акцию и в размере дивидендов⁵⁷.

Рейтинг корпоративного управления рассчитан на инвесторов, вкладывающих средства в акции и облигации. Рейтинг рассматривается как показатель защищенности акционеров от нарушения их прав и интересов, например, от незаконного увода средств из компании, принятия неэффективных и неоправданных инвестиционных решений. Рейтинг используется как один из ориентиров инвестиционной привлекательности компании: для понимания и сравнения стандартов корпоративного управления в разных компаниях; для понимания особенностей функционирования компаний и калибровки соответствующих характеристик риска; для понимания применяемых руководством методов учета интересов всех акционеров и степени прозрачности компании; для получения дополнительной информации при принятии инвестиционных решений.

Анализ корпоративного управления строится по четырем компонентам: структура собственности и влияние акционеров; отношения с финансово заинтересованными лицами; финансовая прозрачность и раскрытие информации; структура и методы работы совета директоров и руководства компании. Главным объектом изучения является внутренняя структура и методы корпоративного управления.

⁵⁶ Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. — 6-е изд.: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 618.

⁵⁷ Описание методики рейтингового анализа агентством S&P можно найти в следующих источниках: 1) Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. - С.61. 2) Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. — 6-е изд.: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 619.

Далее представлена итоговая таблица, в которую сведены ключевые положения, характеризующие отдельные виды рейтинга ценных бумаг.

Итоговая таблица находится в файле desse2-desse1- cl-tupe, стр. 11

& 1.3. Сущность анализа, проводимого в целях построения рейтинга ценных бумаг

По нашему мнению методологические основы построения рейтинга ценных бумаг могут быть представлены через сравнение подходов к рейтинговому анализу международных рейтинговых агентств, построение общей схемы рейтингового анализа, выявление сущности и назначения рейтингового анализа, а именно: его содержания, формулирования целей и задач, выявления принципов и методов рейтингового анализа, а также представления системы его информационного обеспечения.

В качестве отправной точки приведем суждение рейтингового агентства Moody's, дающего, на наш взгляд, возможность оценить сущность рейтингового анализа и его базовый метод: «... так как рейтинги включают в себя суждения о будущем, с одной стороны, и используются инвесторами в качестве средства защиты своих интересов — с другой, то усилия по составлению рейтингов предпринимаются скорее с целью выяснения «наихудших» возможностей в «видимом» будущем, чем, собственно, с целью выяснения достижений прошлого и оценки нынешнего положения. Поэтому инвесторам, использующим рейтинг, не следует искать в них отражение исключительно статистических факторов. Дело в том, что рейтинги являются оценкой долгосрочного риска, включающей также изучение многих нестатистических факторов»⁵⁸. То есть, рейтинговая оценка учитывает влияние множества факторов на деятельность эмитента и включает в себя суждение о будущем, таким образом, имеет вероятностную или стохастическую природу.

В силу того, что рейтинг долговых обязательств представляет собой оценку кредитного риска, в основе рейтингового анализа лежит кредитный анализ (*credit analysis*), при котором исследуются и сопоставляются факторы кредитного риска, и который включает финансовое прогнозирование, позволяющее оценить по

совокупности степень их влияния на финансовую устойчивость эмитента. Таким образом, **изучение рейтинговыми аналитиками разнообразных факторов, которые могут повлечь за собой неплатежи по долговым обязательствам, или, напротив, обеспечивают их своевременный возврат, составляют содержание рейтингового анализа.**

Согласно S&P рейтинговые оценки основаны на рассмотрении следующих характеристик⁵⁹:

- вероятность неплатежа и готовность должника как к выплатам текущих процентов в срок, так и к возврату основной суммы в соответствии с условиями облигационного займа;

- природа и обеспечение обязательств;

- гарантия исполнения обязательств и положение владельца облигации среди других кредиторов в случае банкротства, реорганизации и других трансформаций, регулируемых законами о банкротстве и иными законами, защищающими права кредиторов.

Из сказанного следует, что в **фокусе рейтингового анализа — способность эмитента генерировать денежные средства в объемах, достаточных для своевременного погашения долговых обязательств по ценным бумагам, которые подвергаются рейтингу.** Поэтому факторы кредитного риска анализируются с позиций степени и качества влияния на ликвидность эмитента, на его способность генерировать входящие денежные потоки и покрывать ими свои долги.

Согласно концепции кредитного анализа к базовым критериям, напрямую связанным с возможностью будущего невыполнения обязательств, относятся⁶⁰:

- репутация как свидетельство желания и решимости заемщика удовлетворить свои обязательства;

- возможности, которые проявляются в способности заемщика получать деньги по всем своим операциям или конкретному проекту и в способности заемщика управлять денежными средствами;

⁵⁸ Moody's Bond Record. New York: Moody's Investors Service, April 1994. - P.3.

⁵⁹ Шарп У., Александер Г., Бэли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 427 со ссылкой на Standard & Poor's Bond Guide, November 1993. - С.10.

⁶⁰ Вальравен К.Д. Управление рисками в коммерческом банке. Учебное пособие. Второе издание. — Институт экономического развития Мирового банка, 1997. - С. 32.

-капитал или капитальная база заемщика и его решимость использовать собственный капитал в проекте, под который выпускаются долговые обязательства;

-условия, в которых находится заемщик: политические, экономические, социальные, демографические ;

-залог, его качество и размер.

Таким образом, оценка кредитного риска включает систему оценок, характеризующих различные аспекты экономической жизнестойкости эмитента и, в конечном счете, есть оценка различных видов рисков. Естественно, что структура рисков, которые необходимо учитывать, зависит от типа эмитента и присущего ему вида деятельности. Однако, в любом случае рейтинговый анализ включает исследование *внешних* рисков, непосредственно не связанных с деятельностью эмитента, и *внутренних*, обусловленных деятельностью самого эмитента. На уровень внешних рисков влияет большое количество факторов — политические, экономические, демографические, социальные, географические, отраслевые, которые международные рейтинговые агентства группируют в страновой и отраслевой риски. На уровень внутренних рисков влияет деловая активность руководства эмитента, для предприятия — выбор оптимальной маркетинговой стратегии, политики и тактики, производственный потенциал, техническое оснащение, уровень специализации, уровень производительности труда, техники безопасности и др. Состав учитываемых рисков международными агентствами сформирован. На рис. 5 следующей страницы представлена общая структура рисков, учитываемых при рейтинговом анализе предприятия-заемщика.

В представленной схеме мы видим понятие *суверенный риск*. С целью раскрытия его содержания попытаемся соотнести понятия *суверенный риск* и *страновой риск*, тем более, что проведенные нами исследования выявили неоднозначность трактовок этих категорий.

Обратим внимание на определение суверенного риска специалистами российской рейтинговой службы EA-Ratings — стратегического партнера S&P: «суверенный риск представляет собой вероятность того, что действия федеральной

власти могут прямо и/или косвенно повлиять на способность эмитента выплатить в срок основную сумму и проценты по своим долговым обязательствам»⁶¹.

Специалисты S&P называют **суверенным риском риск неблагоприятных действий суверенного правительства**, под которым понимается «вероятность того, что действия суверенного (центрального) правительства могут оказать прямое и/или косвенное воздействие на способность должника своевременно исполнять свои обязательства»⁶². S&P подразделяют суверенный риск на прямой и косвенный, причем косвенный суверенный риск называют **страновым**. Постараемся выявить глубину тождественности этих понятий, чтобы в сфере методологии иметь большую ясность.

С	С	<p style="text-align: center;">Деловой риск (<i>business risk</i>)</p> <p>Отраслевые риски:</p> <ul style="list-style-type: none"> - рынок; - производство; - регулирование отрасли; - ключевые факторы успеха в отрасли. <p>Операционные риски предприятия:</p> <ul style="list-style-type: none"> - позиция на рынке; - производство; - затраты. <p>Организационные факторы риска:</p> <ul style="list-style-type: none"> - собственность и контроль над предприятием; - внутренняя структура группы; - диверсификация; - поддержка властей; - размер предприятия; - организационная структура; - персонал.
у	т	
в	р	
е	а	
р	н	
е	о	
н	в	<p style="text-align: center;">Финансовый риск (<i>finansial risk</i>)⁶³</p> <ul style="list-style-type: none"> - финансовая и инвестиционная политика; - структура и динамика активов и источников капитала; - оборотный капитал; - прибыль и рентабельность; - структура финансовых потоков; - текущая ликвидность;
н	о	
ы	й	
й		
р	р	
и	и	
с	с	
к	к	

⁶¹ Эйгель Ф. Критерии оценки кредитного риска// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С. 11.

⁶² Бейтс Ф., Блэк П., Пети М. Терминология рейтингов развивающихся рынков// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С. 91.

⁶³ Финансовый риск состоит в том, что поток платежей эмитента не соответствует по времени финансовым обязательствам. См. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. - С.139.

- коэффициент покрытия долга и процентов.

Рис. 5 «Структура рисков, исследуемых при анализе кредитоспособности предприятия-заемщика агентством Standard & Poor's»⁶⁴.

Согласно Дж.Доунсу и Дж.Гудману под суверенным риском понимается «риск, связанный с «сувереном», страновой риск. Риск того, что иностранное правительство не выплатит заем или не выполнит иные коммерческие обязательства вследствие изменений в национальной политике. Также называют риском, связанным с данной страной (*country risk*) или политическим риском (*political risk*)»⁶⁵.

К.Д.Валравен определяет страновой риск как «риск изменения текущих или будущих политических или экономических условий в стране в той степени, в которой они могут повлиять на способность страны, фирм и других заемщиков отвечать по обязательствам внешнего долга»⁶⁶ и не дает пояснений о степени взаимопроникновения рассматриваемых нами понятий (риски суверенный и страновой). Однако из определения Валравена очевидно, что страновой риск включает в себя политический и экономический риски.

В «Словаре банковских и финансовых терминов» Института экономического развития Мирового банка приводится определение только странового риска: «...риск потерь, возникающий в связи с инвестициями в ту или иную страну, в силу нестабильной политической ситуации, экономического кризиса, ограничительной политики в отношении иностранных инвестиций и т.п.»⁶⁷.

Я.М.Миркин определяет страновой риск как «риск вложения средств в ценные бумаги предприятий, находящихся под юрисдикцией страны с неустойчивым социальным и экономическим положением, с недружественными отношениями в стране, резидентом которой является инвестор и т.п. Страновой риск включает в себя политические, социальные, экономические и т.п. риски. В частности, политический

⁶⁴ Источник: Dallas G., Bugie S. Standard & Poor's Seminar on Ratings and Credit Risk. Moscow, 30 / 31 October 1995.

⁶⁵ Доунс Дж., Гудман Дж. Эллиот. Финансово-инвестиционный словарь. /Пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 1997. - С. 472.

⁶⁶ Валравен К.Д. Под редакцией Мери Э.Уорд и Якова М. Миркина. Управление рисками коммерческого банка. Институт Экономического Развития Мирового Банка, Copyright 1993. - С.43.

⁶⁷ Фаруки Ш., редактор, при участии Я. М. Миркина, Л. А.Швечковой и др. Словарь банковских и финансовых терминов. Институт Экономического Развития при Всемирном Банке. Государственная Финансовая Академия. Москва. Copyright 1993, часть 1. - С. 67.

риск — риск финансовых потерь в связи с изменением политической системы, расстановки политических сил в обществе, политической нестабильностью и т.д.»⁶⁸

Сотрудники Института экономики РАН В.Малыгин и Н.Сморodinская считают, что «категория «страновой риск» до сих пор не имеет четкой и однозначной трактовки»⁶⁹. Она отделилась от более известного понятия «суверенный риск» (риск кредитования правительства суверенной страны), сформировавшегося в 70-е гг., когда крупные коммерческие банки столкнулись с рисками финансирования частных заемщиков из развивающихся стран, не входящих в группу экспортеров нефти. К концу 70-х годов проблематика странового риска оформилась в самостоятельное направление исследований. В.Малыгин и Н.Сморodinская также полагают, что «будучи широким и синтетическим понятием, страновой риск **интегрирует** в себе (выделено мною - А.Л.Н.) отдельные элементы прочих видов внешних рисков (политический, суверенный, валютный и др.), выступающих тем самым его субкатегориями»⁷⁰. Таким образом эти экономисты соотносят понятия «страновой риск» и «суверенный риск» как категорию и субкатегорию, равно как и понятия «страновой риск» и «политический риск».

В интерпретации специалистов S&P, на наш взгляд, эти понятия звучат несколько иначе, а именно: в качестве актива суверенного риска выступают возможные неблагоприятные действия центрального правительства, способные оказывать влияние на своевременность платежей заемщиков данной страны. Т.е. рейтинговые агентства называют суверенным не риск кредитования правительства суверенной страны, а риск воздействия центрального правительства на экономическую среду и непосредственно деятельность заемщика, находящегося под его юрисдикцией. Специалисты S&P опираются на понятие *риск неблагоприятных действий суверенного правительства*, который делят на прямой и косвенный.

К **прямому риску** рейтинговые агентства относят вмешательство со стороны центрального правительства, которое прямо затрудняет или непосредственно снижает способность эмитента (заемщика) своевременно исполнять свои финансовые обязательства. Как правило, более подвержено прямому риску неблагоприятных

⁶⁸ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. — М.:Издательство «Перспектива», 1995. - С.31.

⁶⁹ Малыгин В.Е., Смородинская Н.В.. Анализ странового риска в международной практике// Деньги и кредит, - 1997. - № 10. - С. 31.

действий правительства своевременное обслуживание задолженностей в иностранной валюте, включая введение ограничений в порядке валютного контроля или моратория на выплату внешнего долга. Прямой риск может также повлиять на рейтинг обязательств, номинированных в местной валюте в том случае, если резкая денежная или политическая дестабилизация приведет к принятию правительством решения о реструктуризации не только собственных обязательств, номинированных в местной валюте, но и обязательств банковской системы.

К **косвенному риску** относят действия правительства, которые могут неблагоприятно сказаться на экономической среде деятельности должника, что в свою очередь, может оказать отрицательное влияние на способность должника своевременно исполнять свои обязательства. Таким образом, косвенный риск рейтинговые аналитики иначе называют риском, связанным со страной местонахождения или страновым. Косвенный риск неблагоприятных действий правительства или страновой риск включает результаты политики правительства, влияющей на финансовую и деловую среду деятельности эмитента, в том числе неопределенность в отношении ставок обменных курсов, процентных ставок, условий рынка труда, налогообложения, состояния инфраструктуры, а также другому регулированию деятельности. Страновой риск учитывается при построении кредитного рейтинга эмитентов и отдельных выпусков ценных бумаг, поскольку он оказывает влияние на стоимость обслуживания долга, доступность и стоимость основных производственных ресурсов, а также спрос на товары или услуги, предлагаемые эмитентами. Соотношение и учитываемость суверенного (прямого) и странового (косвенного) рисков для обязательств, номинированных в иностранной или национальной валютах, а также по международной и национальной шкалам можно видеть на рис. 6 ⁷¹.

⁷⁰ Там же.

⁷¹ Обсуждаемые нами типы риска зачастую очень трудно отличить друг от друга. Наиболее известным примером в российской практике является ситуация дефолта по государственным краткосрочным обязательствам (ГКО), который, в свою очередь, вызвал дефолты и по субфедеральным облигациям. Дефолт по ГКО в большей степени затронул те субъекты Российской Федерации, которые инвестировали в ГКО часть привлеченных по субфедеральным бумагам средств. Грань между косвенным и прямым риском здесь можно провести лишь в том случае, если будет получен ответ на вопрос, насколько добровольно субъект Федерации инвестировал привлеченные средства в ГКО. Если подобная практика была требованием федерального правительства, то мы имеем дело с прямым риском, если же она добровольна, то риск можно считать косвенным.

К международным аспектам суверенного риска относится опасность прямого государственного запрета заемщику погашать международные финансовые обязательства или покупать иностранную валюту для этих целей; к факторам странового риска — характер государственной поддержки производства, принадлежность капитала компании полностью или частично государству.

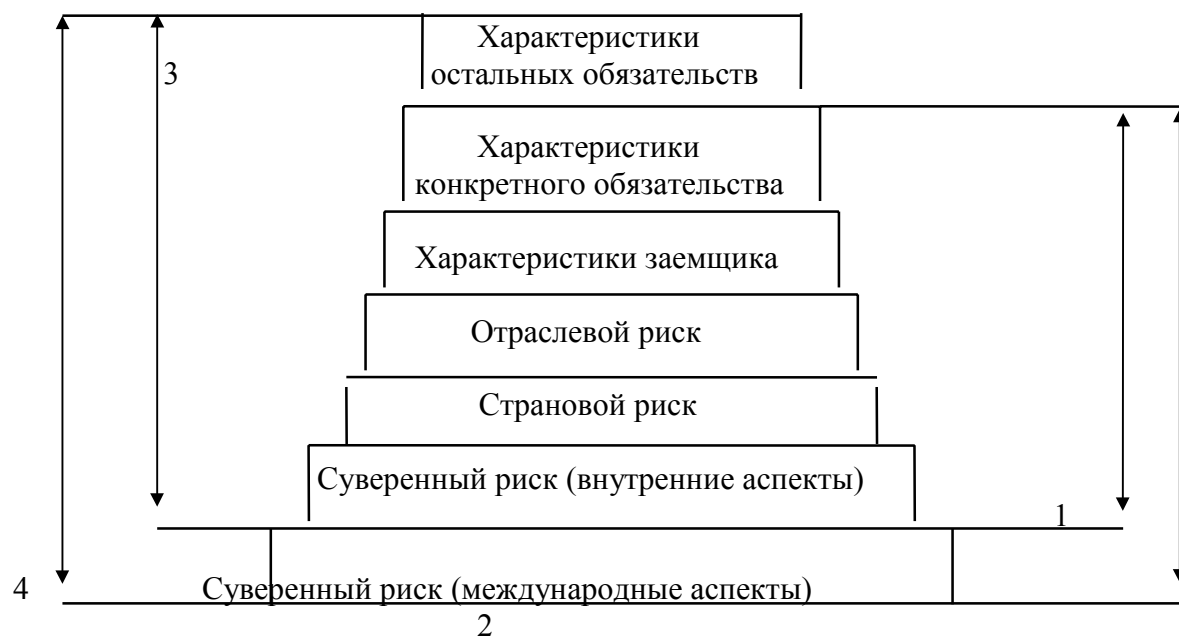


Рис. 6. «Пирамида рисков» для различных типов рейтинга»

1 - рейтинг конкретного обязательства по национальной шкале; 2 - рейтинг конкретного обязательства по международной шкале; 3 - рейтинг эмитента по национальной шкале; 4 - рейтинг эмитента по международной шкале.

В случае рейтингового анализа предприятия следующим шагом является анализ отраслевого риска. Роль анализа отраслевых факторов в оценке кредитоспособности предприятия заключается в следующем:

- анализ отраслевых факторов позволяет выявить и оценить риски, типичные для всех предприятий отрасли;
- анализ отраслевых факторов позволяет определить прочность позиций предприятия в отрасли. Во-первых, при оценке операционных и финансовых показателей анализируемого предприятия в качестве базы для сравнения рекомендуется использовать показатели других предприятий той же отрасли. Во-вторых, анализ отраслевых рисков позволяет выявить ключевые факторы успеха в отрасли и, как следствие, оценить относительную значимость («вес») различных операционных и финансовых факторов для кредитоспособности ее участников.

Отраслевые риски, рассматриваемые рейтинговыми агентствами включают:

- риски, связанные с рынком товаров и услуг отрасли: с динамикой и цикличностью спроса, особенностями ценообразования, характером и остротой конкуренции;
- риски, связанные с процессом производства товаров и оказания услуг, например, такие как длительный производственный цикл; высокая частота технологических нововведений, обуславливающих потребность в расходах на оборудование или на исследования и разработки; капиталоемкость, высокая чувствительность;
- риски, связанные с регулированием отрасли.

Такие особенности отрасли, как история рабочих волнений и вмешательство государства также могут иметь значение.

Очевидно, что высокий кредитный рейтинг не может быть присвоен предприятию с высоким отраслевым риском. В то же время низкий отраслевой риск позитивно влияет на кредитоспособность, хотя сам по себе не гарантирует высокого рейтинга всем участникам отрасли, т.к. выставаемый отдельному предприятию рейтинг зависит от прочности его позиций в отрасли. Анализ отраслевого риска устанавливает верхний предел значения кредитного рейтинга: компания, обладающая очень хорошей конкурентоспособностью в отрасли, переживающей длительный спад производства, или в отрасли с выраженной цикличностью (как например, строительство жилья), вряд ли сможет получить наивысший кредитный рейтинг.

Следующий шаг рейтингового исследования заключается в анализе внутренних рисков. Вот как агентство S&P описывает структуру этого анализа, состоящего из двух основных компонентов: «первый ориентирован на анализ деловой активности или конкурентоспособности; второй касается финансового анализа. Важно осознать, что процесс составления рейтинга не ограничивается проверкой различных финансовых показателей. Правильная оценка уровня обеспечения долгов требует более широкого взгляда на положение вещей, включая тщательное изучение основных принципов ведения деловых операций, оценку конкурентоспособности компании, качества управленческого персонала и его стратегии»⁷². Доля рынка,

⁷² Закарян И., Филатов И. Интернет как инструмент для финансовых инвестиций. — СПб.: БХВ — Санкт-Петербург, 2000. - С. 98.

которую охватывает продукция или услуги предприятия, также является фактором, принимаемым в расчет при оценке его конкурентоспособности. Заключение о способности эмитента сохранить свою часть рынка можно сделать на основании объема его долговременных контрактов на продажу изделий, разработок новой продукции, портфеля подтвержденных заказов, исходя из наличия в собственности компании целостной дистрибьютерской сети.

При оценке **финансового состояния** в качестве ключевой рейтинговые агентства выделяют оценку финансовой гибкости компании и действительной стоимости активов с точки зрения держателя облигаций. Определяются степень отсутствия свободы действий в расходовании капитала, доли различных долгов в структуре капитала, адекватность резервного капитала, соотношение задолженности и обязательств, рассматривается дивидендная политика.

Традиционно оценка финансового состояния предприятия проводится с применением финансовых коэффициентов. Приведем ключевые финансовые коэффициенты, применяемые агентствами при определении кредитной силы корпоративного заемщика и формулы их вычисления.

Таблица 1.3.1. «Ключевые финансовые коэффициенты»

Финансовые коэффициенты	Формула для расчета
1. Коэффициент покрытия процентов из EBIT ⁷³	Выручка от текущих операций до процентов и налогов / Брутто-проценты определенные до вычитания капитализированного процента и процентного дохода
2. Коэффициент покрытия процентов из EBITDA ⁷⁴	Выручка от текущих операций до процентов, налогов и амортизации / Брутто-проценты определенные до вычитания капитализированного процента и процентного дохода
3. Поступившие от операционной деятельности средства / всего долги	Чистый доход от текущих операций плюс амортизация, различные проценты на доход и долговые документы, подлежащие инкассированию / Долгосрочный долг плюс текущие выплаты, коммерческие бумаги и другие краткосрочные заимствования
4. Свободный операционный денежный поток / всего долги	Поступившие от операционной деятельности средства минус капитальные затраты, минус (плюс) увеличенный (уменьшенный) оборотный капитал

⁷³EBIT — *Earnings before interest and taxes* — прибыль до вычета процентов и налогов

⁷⁴EBITDA — *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* — прибыль до вычета процентов, налогов, амортизационных отчислений.

	(исключая изменения в денежном потоке, рыночных ценных бумагах и краткосрочном долге) / Долгосрочный долг плюс текущие выплаты, коммерческие бумаги и другие краткосрочные заимствования
5. Прибыль на капитал до вычета налогов	Доход от текущих операций до вычета налогов плюс процентные издержки / Сумма среднего (на начало и конец года) текущих выплат, долгосрочного долга, отсроченных налогов, капитала компании и среднего краткосрочных заимствований в течение года
6. Операционный доход / продажи	Продажи минус стоимость произведенных товаров (до обесценивания и амортизации), издержки от продаж, общие и административные расходы, расходы на исследования и развитие / продажи
7. Долгосрочный долг / капитализация	Долгосрочный долг / Долгосрочный долг плюс акционерный капитал (включая привилегированные акции) плюс доля участия внешних владельцев в акционерном капитале дочерних предприятий
8. Всего долги / капитализация	Долгосрочный долг плюс текущие выплаты, коммерческие бумаги и другие краткосрочные заимствования / Долгосрочный долг плюс текущие выплаты, коммерческие бумаги и другие краткосрочные заимствования плюс акционерный капитал (включая привилегированные акции) плюс доля участия внешних владельцев в акционерном капитале дочерних предприятий

Подчеркнем, что пороговые значения финансовых коэффициентов из года в год изменяются. В приложении 5 приводятся медианы (срединные значения) ключевых финансовых коэффициентов (сформированные по трехлетиям), применяемые агентством S&P при анализе американских корпораций, выпускающих долгосрочные обязательства. Общий перечень финансовых показателей, учитываемых в анализе кредитоспособности корпоративного заемщика, представлен в таблице 1.3.2.⁷⁵

Таблица 1.3.2. «Финансовые показатели, учитываемые рейтинговым агентством при анализе кредитоспособности корпоративного заемщика»

⁷⁵ Существуют и другие показатели, подлежащие изучению рейтинговыми аналитиками, если они фигурируют в балансе компании. Примерами таких показателей являются:

- условные обязательства, например, гарантии, неоконченные судебные тяжбы и т.п. Для компании может оказаться необходимым оплатить издержки при возникновении определенной ситуации. Например, может существовать условное обязательство об оплате убытков при неблагоприятном решении суда;
- забалансовые финансовые операции и обязательства, например, аренда собственности, пенсионные обязательства;
- практика учета резервов и компенсационных фондов, широко применяемая к некоторым европейским странам (например во Франции, ФРГ, Великобритании);
- комбинация долговых обязательств, различающихся по срокам платежа, фиксированным или плавающим ставкам процента и валюте. Компания с большой суммой долгов в твердой валюте, срок выплаты которых наступает примерно в одно и то же время, имела бы высокую степень кредитного риска.

Отчет о прибылях и убытках	- выручка; - операционные затраты (кроме амортизации); - амортизационные отчисления; - EBITDA (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизационных отчислений); - расходы на выплату процентов; - чистые расходы на выплату процентов; - чистая прибыль.
Показатели устойчивости прибыли	- коэффициент покрытия процентов из прибыли до налогов; - чистый коэффициент покрытия процентов из прибыли до налогов; - коэффициент покрытия процентов из EBITDA; - общая задолженность / EBITDA, (%); - рентабельность собственного капитала (%); - индекс роста затрат (без амортизации), % в год; - общие операционные затраты / выручка (%).
Баланс	- денежные средства и аналогичные ценности; - основные средства по остаточной стоимости; - всего активов; - краткосрочная задолженность; - долгосрочная задолженность; - собственные средства; - общая капитализация.
Коэффициенты, рассчитываемые на основе баланса (%)	- краткосрочная задолженность / общий капитал; - долгосрочная задолженность / капитал; - собственные средства / общий капитал; - общая задолженность / общая капитализация; - чистая задолженность/ чистая общая капитализация.
Движение денежных средств	- чистая прибыль; - амортизация; - средства от основной деятельности (СОД); - дивиденды по обыкновенным акциям; - чистый денежный поток; - чистые капитальные затраты; - денежный поток, остающийся в распоряжении компании.
Достаточность денежных потоков	- капитальные затраты / средний общий капитал (%); - чистый денежный поток / капитальные затраты; - чистый денежный поток / капитальные затраты и нетто-приобретения (%); - СОД / средняя общая задолженность (%); - коэффициент покрытия процентов из СОД; - чистый коэффициент покрытия % из СОД.

В случае оценки кредитного риска по региональным или муниципальным облигациям рейтинговые агентства используют четыре группы показателей — факторов кредитного риска: экономические; показатели, характеризующие финансовое положение и задолженность; административные. В литературе, посвященной проблемам присвоения рейтинга муниципальным облигациям, одной из центральных выдвигается проблема использования информации для определения кредитного риска по муниципальным долговым обязательствам и присуждения рейтинга двумя агентствами — S&P и Moody's. Особый интерес представляют сопоставимость информации, используемой этими агентствами, и удельный вес отдельных видов информации при определении рейтинга.

Системы рейтингов, используемые обоими агентствами, принято считать практически идентичными. Перечисленные в публикациях самих агентств характеристики муниципальных образований, используемых при присвоении

рейтинга, также схожи между собой. Однако T.G.Morton пришел к выводу о том, что Moody's и S&P могут использовать разные наборы критериев при определении рейтинга⁷⁶. В ходе исследования, проведенного в 1977 г. G.S.Cluff и P.G.Farnham по совокупности 2500 американских городов и муниципальных образований с численностью не ниже 10 тыс. жителей, был сделан важный вывод: S&P и Moody's в процессе подготовки рейтинга используют несовпадающие наборы показателей⁷⁷. Шесть социоэкономических и жилищных показателей равнозначимы для обоих агентств. Однако только для Moody's оказались значимыми, например, характеристики жилого фонда. Такие демографические характеристики, как процент населения в возрасте моложе 18 лет, оказались существенными только для рейтингов S&P. Более того, рейтинги S&P оказались выше. Проведенное в конце 70-х гг. сопоставление долговых обязательств 380 городов США, имеющих рейтинги обоих агентств, показало, что агентство S&P относит к двум самым высоким категориям больший процент городов (40%), чем Moody's (33%)⁷⁸. Расхождение между рейтингами, как представляется, объясняется тем, что *каждое агентство придает специфический вес определенным показателям*. Основные показатели, анализируемые ведущими рейтинговыми агентствами при построении региональных/муниципальных кредитных рейтингов приводятся в приложении 6.

Итак, в целом методология построения кредитных рейтингов основывается на оценке кредитоспособности заемщика: выбирается совокупность факторов кредитного риска, экономических и финансовых данных, которая подвергается анализу. Факторы кредитного риска всегда характеризуются взаимозависимостью и могут положительно или отрицательно влиять друг на друга. Комиссия по кредитному рейтингу осуществляет **относительное взвешивание критериев применительно к каждому конкретному случаю, что и представляет собой основополагающий элемент процесса определения кредитного рейтинга**.

Как только определена кредитоспособность эмитента, рейтинговые агентства приступают к анализу конкретного выпуска ценных бумаг. Учитывается степень

⁷⁶ Шадрин А., Богданов Л. «Рейтинг муниципальных облигаций»// Рынок ценных бумаг, 1997. - № 19. - С.16-21 со ссылкой на Morton T.G. A Comparative Analysis of Moody's and Standard & Poor's Municipal Bond Rating // Review of Business and Economic Research. 1975-1976. Vol.11. P. 74-81.

⁷⁷ Там же со ссылкой на Cluff G.S., Farnham P.G. Standard & Poor's vs. Moody's: Which City Characteristics Influence Municipal Bond Ratings?// Quarterly Review of Economics and Business, 1984. Vol. 24. P - 73-94.

старшинства ценных бумаг в структуре капитала эмитента. Первым шагом является присвоение «предположительно старшего» рейтинга либо рейтинга, которые старшие бумаги имели бы при отсутствии обеспечения и подчиненных ценных бумаг. Затем оценка выпускаемых бумаг корректируется исходя из объема и качества обеспечения старших обязательств. В результате рейтинг отражает не только степень риска невыполнения обязательств, но и возможность последующего выполнения обязательств при улучшении состояния эмитента, что является особенно важным при определении рейтинговой оценки бумаг спекулятивного качества.

В общем случае методика составления кредитного рейтинга зависит: **1) от типа заемщика; 2) от вида самого инструмента долгового финансирования**, например, облигации общего покрытия (*general obligation*), обеспечением по которым служат все налоговые поступления эмитента, или облигации, обеспеченные доходами от инвестиционных проектов (*revenue bond*) и их разновидности; **3) от сроков погашения долга** (долгосрочные, среднесрочные, краткосрочные). Например, в случае облигаций, обеспеченных доходами от инвестиционных проектов в сфере регионального или городского хозяйства информация о структуре займа, его размере, сроках и графике погашения увязывается с прогнозами доходов от проектов, технико-экономическими характеристиками займа, финансово-экономическими характеристиками коммунального предприятия, осуществляющего проект. В тех случаях, когда обеспечением выпуска служат гарантии третьей стороны, проводится анализ кредитной надежности этой третьей стороны.

С точки зрения методологии расчетов при составлении рейтингов, как правило, используют два основных метода. **Первый носит исключительно экспертный, качественный характер** в виду того, что ряд важнейших показателей, характеризующих кредитоспособность эмитента нельзя получить чисто расчетным путем. К таким показателям, например, можно отнести научно-технический потенциал, информационную открытость эмитента, перспективы отрасли, квалификацию персонала, связи руководства с государственными чиновниками и международными финансовыми институтами и т.д. **Другой метод — количественный — предполагает жесткую формализацию рейтинговой оценки.**

⁷⁸ Там же со ссылкой на Moon C.-G., Stotsky J.G. Municipal bond rating analysis. Sample selectivity and simultaneous equations bias // Regional science and Urban Economics. 1993. Vol. 23. № 1. P. 29-50.

Для определения интегрального рейтинга используется метод балльной оценки⁷⁹. В качестве примера приведем соответствие категории рейтинга и штрафных баллов агентства S&P: AAA - 10, AA+ - 18, AA - 30, AA- - 40, A+ - 55, A - 75, A- - 100, BBB+ - 135, BBB - 200, BBB- - 425, BB+ - 750, BB - 1000, BB- - 1850, B+ - 2520, B - 4000, B- - 7800, CCC+ - 14700, CCC - 20000, CCC- - 20000+.⁸⁰

Подводя итог изложенным в данном параграфе суждениям сформулируем цель, задачи, принципы и функцию проводимого в целях построения кредитного рейтинга анализа, определим его предмет и объект.

Цель рейтингового анализа — объективная оценка кредитного риска для выставления кредитного рейтинга.

Главная задача рейтингового анализа — спрогнозировать *способность* и *готовность* заемщика уплатить в срок по своим долговым обязательствам.

Сопутствующими главной являются следующие **задачи рейтингового анализа**:

- оценка финансово-экономического состояния эмитента;
- выявление и оценка влияния факторов, вызывающих повышение/понижение кредитного риска;
- побуждение к разработке эмитентом мер, направленных на повышение его кредитоспособности;
- предоставление руководству эмитента эталона оценки его финансового положения относительно равных ему и конкурирующих с ним организаций на рынке;
- прогноз основных тенденций в финансовом состоянии эмитента.

Предметом рейтингового анализа является способность эмитента генерировать денежные средства в объемах, достаточных для своевременного погашения долговых обязательств по ценным бумагам, которые подвергаются рейтингу.

⁷⁹ Методы анализа, используемые рейтинговыми агентствами различаются. В частности, агентства S&P и Moody's отличаются в методических исследованиях эмитентов, несмотря на то, что в общем виде шкалы кредитных рисков у двух агентств совпадают. Например, аналитики S&P известны тем, что используют сложный математический аппарат, собственные производные критерии, основанные на соотношении финансовых показателей. Подход Moody's основан на относительно более широком взгляде на эмитента в связи с окружающей экономической средой и во многом ориентирован на общедоступную информацию. Moody's подчеркивает, что поскольку присвоение рейтинговой оценки связано с прогнозом будущих платежей, рейтинговые процедуры не могут быть полностью формализованы и значительную, если не решающую роль, продолжает играть опыт работы экспертов.

Объектом рейтингового анализа является: кредитоспособность заемщика, природа обеспечения обязательств; гарантия исполнения обязательств и положение владельцев рейтингуемых долговых ценных бумаг среди других кредиторов в случае банкротства и реорганизации.

Принципы рейтингового анализа:

-независимость и объективность, анализ должен основываться на достоверной информации;

-согласование статистической обработки показателей с широким использованием экспертизы;

-определение ключевых групп факторов кредитного риска;

- выяснение предсказуемости денежных потоков;

- разработка правдоподобных сценариев;

-обеспечение системного подхода, т.к. каждый локальный блок вопросов в рейтинговом анализе рассматривается как сложная динамическая система, состоящая из ряда элементов, определенным способом связанных между собой и внешней средой;

-комплексность, т.к. требуется широкий охват всех сторон деятельности эмитента;

-научность, так как используются новейшие методы экономических исследований;

-анализ базируется на межстрановом подходе в случае построения международного рейтинга и внутристрановом подходе в случае национального рейтинга;

-уровневость анализа (макроэкономический, микроэкономический, по видам экономических субъектов).

Функция рейтингового анализа состоит в информационном обеспечении процесса принятия инвестиционных решений и, таким образом, повышении эффективности перераспределения денежных ресурсов на рынках ценных бумаг.

⁸⁰ Волосский А.А. Инструменты финансового рынка: Учебное пособие. — Новосибирск: НГАЭиУ, 2000. - С. 40.

Глава 2. Развитие рынка рейтинговых услуг за рубежом и в России

& 2.1. Организация работы зарубежных рейтинговых агентств.

Технология рейтингового процесса

В настоящее время в мире известны десятки рейтинговых агентств, однако на международном рынке доминируют только три концерна, специализирующихся на рейтинге: два американских и один англо-американского происхождения. Это соответственно «Moody's Investors Service, Inc.», «Standard & Poor's Corporation» и «Fitch IBCA», поглотившая в 2000 году известные на рынке рейтинговых услуг «Duff & Phelps Credit Ratings Co.» (DCR) и «Thomson BankWatch»⁸¹.

Подтверждением значительной роли вышеуказанных рейтинговых агентств служит тот факт, что данные агентства имеют статус «национально-признанных статистических рейтинговых организаций» (*NRSRO — nationally recognized statistical rating organisation*)⁸², присвоенный Комиссией по ценным бумагам и биржам США. Такой статус сравним с генеральной лицензией на предоставление рейтинговых услуг и усиливает конкурентные преимущества лидеров. Очевидно, что для международных рейтинговых агентств должно быть важным соблюдение баланса между непосредственным присутствием на национальных рынках — оперативностью — и отстраненностью от местных реалий — независимостью. При разрешении данной дилеммы каждое агентство выбирает свой путь, об этом говорят сведения, представленные в таблице 2.1.1., иллюстрирующей сравнительные характеристики ведущих международных рейтинговых агентств.

Большинство других рейтинговых агентств сосредотачивается на внутренних рынках или на специфических секторах, таких как банковская система. Некоторые специализируются на определенном виде финансовых инструментов. Основные сведения о рейтинговых агентствах, действующих на рынках капиталов в различных странах мира представлены в приложении 8 «Национальные и международные рейтинговые агентства».

⁸¹ Справочные данные о международных рейтинговых агентствах приведены в приложении 7.

⁸² Everling O., Bueschgen H. Handbuch Rating, Gabler 1996. - P. 275.

Таблица 2.1.1. «Характеристики мировых рейтинговых агентств»⁸³

Агентство, год основания, владелец, количество офисов, число аналитиков	Объем работ	Отличительные особенности
Moody's Investors Service, 1900, Dun and Brandstreet, Inc.; офисы - 13; число аналитиков - 560	Поддерживается рейтинг долговых ц/б на примерно 14 трлн.долл. Более 3 тыс эмитентов долговых ц/б по всему миру, 2 тыс. проектов структурированного финансирования, 17 тыс. эмитентов муниципальных облигаций США, казначейские обяз-ва США на сумму 3,5 трлн.долл., рейтинг депозитов более 700 банковских групп, рейтинг 400 эмитентов производных ц/б, 150 страховых компаний	- глобальное присутствие на финансовом рынке, очень редки партнерства с местными рейтинговыми агентствами; - упор на качественные методы анализа.
Standard & Poor's, 1860/1941, McGraw-Hill Companies, Inc.; офисы - 20; число аналитиков - 1000	Более 8500 рейтингов финансовых институтов, суверенных рейтингов, рейтингов промышленных компаний и предприятий коммунальной сферы более чем в 80 странах	- расширение бизнеса путем поглощений национальных рейтинговых агентств; - осознание фундаментальных принципов деятельности эмитента, его философии, стиля бизнеса.
Fitch IBCA, 1924/1997, FIMALAC, S.A., Париж; офисы - более 40; число аналитиков - 1100	2300 финансовых институтов и более 800 промышленных корпораций, 3300 проектов структурир. финансирования в 75 странах; 67 суверенных рейтингов, 17000 муниципальных облигаций США	- специализация на рейтинге банков; - использование статметодов при одновременном придании большого значения нестатистическим факторам.
D&P, 1932, владелец - н/д.; офисы - 3; число аналитиков - н/д	Поддержание рейтинга 100 тыс. выпусков ценных бумаг более чем в 50 странах	- специализация на консультировании инвесторов; - система оценок одна из самых детализированных; - возможность встреч руководства эмитента с членами рейтингового комитета.
Thomson BankWatch, 1974, The Thomson Corporation, Canada,	1 тыс. финансовых институтов в более чем 95 странах	- специализация на формировании рейтинговых оценок банков.

⁸³ Таблица сформирована без учета проведенного в 2000 году компанией Fitch IBCA поглощения двух рейтинговых агентств (Duff & Phelps и Thomson BankWatch) с целью более подробной демонстрации дифференциации деятельности рейтинговых агентств в последнее десятилетие. Источники: 1) Moody's Credit Ratings and Research. Moody's Investors Service.- 1995; 2) Credit Ratings in Emerging Markets. - 1995. - №5. 3) Интернет: www.ratingsdirect.com; www.standardandpoors.com; www.moody.com; www.fitchibca.com

офисы - 6; число аналитиков - 40		
-------------------------------------	--	--

Сведения таблицы «Национальные и международные рейтинговые агентства» свидетельствуют, что в общем случае рейтинговые агентства создавались в определенные исторические периоды, как правило, связанные с бурным развитием финансовых рынков; в последнее время активно создаются в странах с развивающимися финансовыми рынками; существуют в различных организационно-правовых формах и ориентируются на национальный рынок. В целом практика местных агентств мало чем отличается от международной, но большая приближенность к месту событий дает национальным агентствам преимущества в адекватности и скорости реакции на происходящие события.

Основным назначением рейтинговых агентств является увеличение прозрачности финансового рынка, устранение информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами. Главная задача агентства — оценить уровень защищенности инвесторов.

Полный набор функции рейтинговых агентств включает в себя следующее⁸⁴:

- выпуск рейтинговых оценок;
- анализ финансовых позиций и оценка кредитного риска промышленных компаний и финансовых институтов;
- анализ и прогнозирование конъюнктуры рынка ценных бумаг и его отдельных сегментов в связи с изменениями макроэкономической и социально-политической ситуации в стране;
- выпуск периодических обзоров, содержащих аналитическую информацию по конъюнктуре рынка; текущие кредитные рейтинги; финансово-хозяйственные позиции, регистры и указатели эмитентов, чьи ценные бумаги обращаются на фондовом рынке, данные об их менеджменте; сообщения независимых сертифицированных бухгалтеров о финансовом состоянии эмитентов; регистры и

⁸⁴ Миркин Я.М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бумаг// Деловой партнер, пилотный номер. - С. 4-5. Для выполнения указанных функций крупные рейтинговые агентства собирают и поддерживают огромные базы данных. Например, агентством Moody's разработаны статистические базы данных с ключевыми финансовыми показателями по всем рейтингуемым эмитентам, где особое значение придается сохранению сравнимости эмитентов по основным рейтинговым категориям в глобальном масштабе.

указатели участников рынка ценных бумаг, фондовых бирж, регулирующих инстанций и т.п.;

-текущее справочно-информационное обслуживание инвесторов и других потребителей аналитической информации о финансовых рынках; публикация фондовых индексов.

Организационно рейтинговое агентство состоит из двух основных сегментов: **службы рейтинга и информационной службы**⁸⁵. Служба рейтинга занимается сбором, оценкой и аналитической обработкой информации, присвоением рейтингов. Информационная служба распределяет информацию и предоставляет информационные услуги инвесторам. Служба рейтинга построена по отраслевому признаку: для каждого направления выделено отдельное структурное подразделение. Например, в агентстве Moody's рейтингованием муниципалитетов занимается Департамент общественных финансов (*Moody's Public Finance Department, PFD*), в который входит четыре группы: региональных рейтингов (*regional ratings*), структурированных рейтингов (*structured ratings*), группа рейтингов штатов (*state ratings*) и «канадских» рейтингов (*Canadian ratings*). Подобная «организация труда» с многоступенчатым разделением способствует углублению специализации и позволяет Moody's оперативно отслеживать практически все новые эмиссии бумаг в США и Канаде. На следующей странице (см. рис. 7) представлен стандарт структуры американских рейтинговых агентств в той части, которая непосредственно связана с рейтингом ценных бумаг.

На сегодняшний день в рейтинговых агентствах широко распространена **концепция управления Total Quality Management**. Для предприятий, действующих в финансовой сфере, это означает «высокоразвитый процесс производства продукта и высококвалифицированный персонал». Поэтому самым ценным своим активом рейтинговые агентства считают квалификацию аналитиков, способных в течение длительного времени давать инвесторам верную информацию. Приведем на примере агентства Moody's ряд требований к квалификации аналитиков: строгая отраслевая специализация, профессиональный и международный опыт с обязательным владением одним иностранным языком, независимость и только аналитическая работа во избежании возникновения конфликта интересов, высокая нравственность,

ответственность и профессиональная этика в виду постоянного соприкосновения аналитиков со строго конфиденциальной информацией.

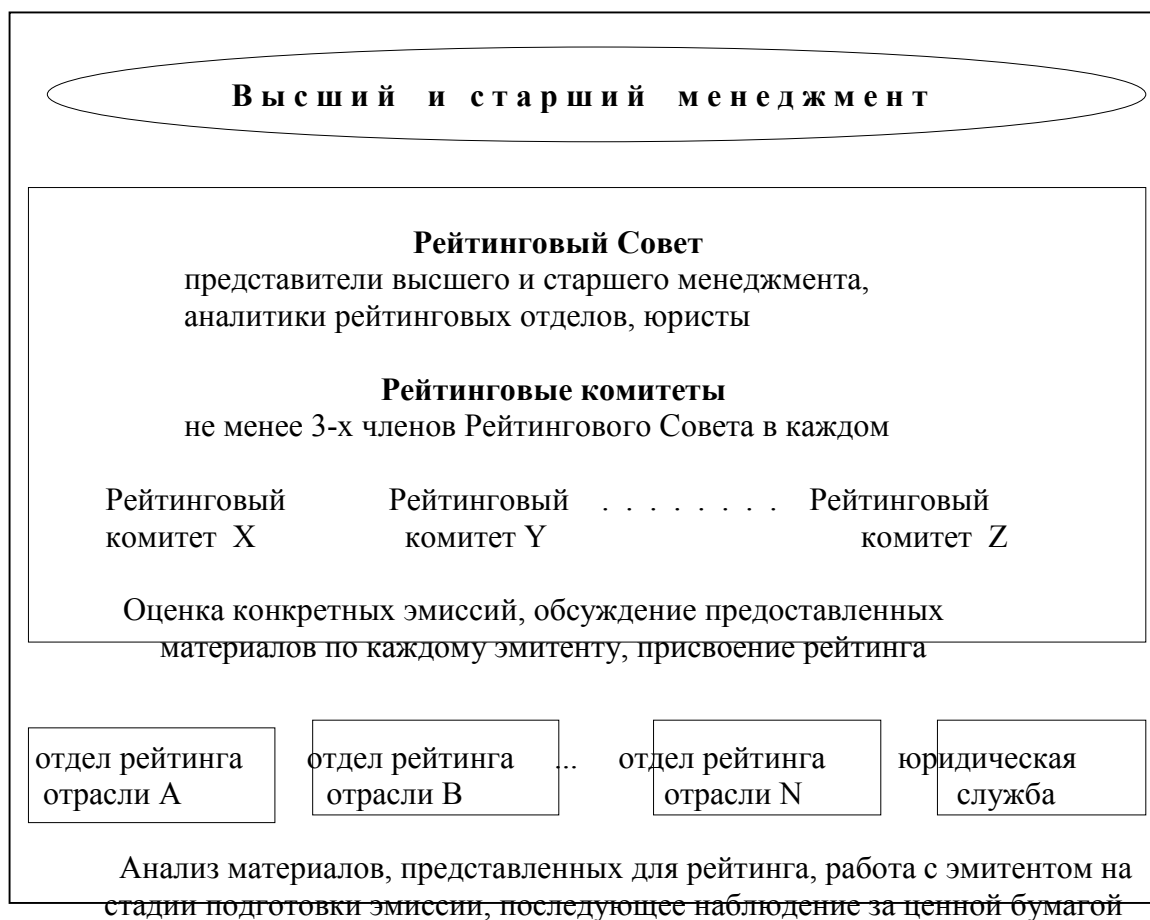


Рис. 7 «Стандарт структуры американских рейтинговых агентств»⁸⁶

Показателем долгосрочной эффективной работы рейтингового агентства, фактором, влияющим на конкурентное положение, репутацию на рынке и признание со стороны инвесторов, эмитентов, регулирующих органов и прессы, по нашему мнению, является **качество рейтинга**. Качеством рейтинга можно считать его правильность, т.е. соответствие уровня кредитного рейтинга уровню кредитного риска по конкретному финансовому инструменту. Однако данные о таком соответствии можно оценить только по прошествии многих лет, так как только после погашения долгового обязательства эмитентом можно судить о правильности рейтинговой оценки. Такие данные в достаточном для серьезных выводов объеме

⁸⁵ Там же, с. 6

⁸⁶ Источник: Миркин Я.М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бума// Деловой партнер, пилотный номер. - С. 6.

существуют на финансовых рынках с длительной историей и большим количеством накопленной информации. Ведущие агентства, как правило, анализируют списки присвоенных и проверенных временем кредитных рейтингов, свидетельствующие, что число обанкротившихся структур, которые принадлежали бы к высшим рейтинговым категориям, на многолетнем промежутке времени исчисляется единицами⁸⁷. В качестве примера приведем ретроспективную зависимость между уровнем рейтинговых оценок агентства Moody's и экономической жизнестойкостью рейтингуемых эмитентов.

Таблица 2.1.2. «Средневзвешенный риск неисполнения обязательств в течение года по рейтинговым категориям агентства Moody's в ретроспективе»⁸⁸

Уровень рейтинга	Г о д ы	
	1920 - 1970	1970 - 1997
Aaa	0	0
Aa	0,09	0,03
A	0,09	0,01
Baa	0,32	0,12
Ba	1,46	1,34
B	4,42	6,78

Наряду с качеством рейтинга, ведущему к признанию и доверию, неотъемлемыми условиями успешной деятельности рейтинговых агентств являются **независимость и объективность, соблюдение этических принципов и строгой конфиденциальности** при общении с закрытой информацией. Все эти критерии международные рейтинговые агентства выдвигают в качестве **основных принципов** в своей работе.

В каждом рейтинговом агентстве действует своя **стандартная процедура присвоения рейтинга**. В общем виде рейтинговый процесс включает в себя, во-первых, сбор необходимой информации для оценки кредитного риска определенных эмитентов и эмиссий; во-вторых, анализ и выдачу заключения о соответствующем рейтинге; в-третьих, отслеживание кредитного качества рейтингуемого эмитента или ценных бумаг в течение определенного времени, своевременное изменение рейтингов и, в-четвертых, информирование инвесторов и рынка. Таким образом, эмитент, впервые участвующий в процессе получения рейтинга, проходит через ряд этапов —

⁸⁷ Своеобразным «рекордсменом» в этом плане является компания «Johns Manville» (рейтинг A3 от Moody's), не избежавшая процедуры банкротства в 1982 г.

от принятия решения до публикации рейтинга. Продолжительность этого процесса может быть различной в зависимости от потребности эмитента и графика работы рейтингового агентства, но, как правило, в пределах трех месяцев. Типичная временная схема рейтингового процесса представлена на следующем рисунке.

Решение эмитента о выходе на рынок долговых обязательств

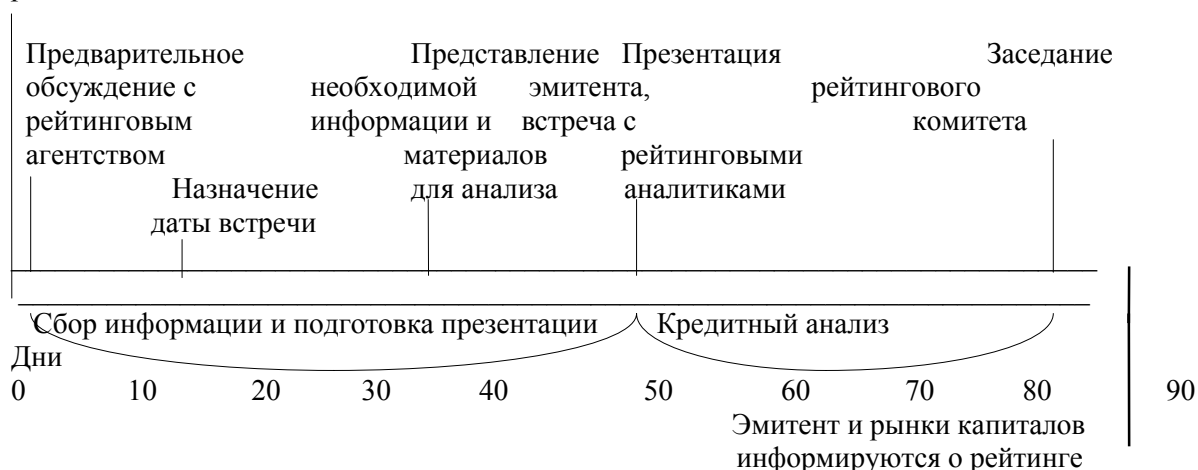


Рис. 8 «Типичная временная схема рейтингового процесса»

Рассмотрим подробнее **основные этапы рейтингового процесса.**

Обращение в рейтинговое агентство. Рейтинговый процесс начинается с заявления по поводу присвоения кредитного рейтинга, которое может быть сделано эмитентом, рейтинговым консультантом⁸⁹ эмитента или андеррайтером⁹⁰. Между эмитентом и рейтинговым агентством заключается **рейтинговое соглашение** — *Rating Agreement*⁹¹. Как правило, эта юридическая процедура является официальной частью ознакомительного совещания представителей эмитента и рейтингового агентства, которое может быть созвано по инициативе любой из сторон, ибо политика рейтинговых агентств строится на максимальной прозрачности рейтингового

⁸⁸ Источник: Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. — М.: Дело, 1999. - С. 96.

⁸⁹ Как показывает российская практика большинство отечественных эмитентов работают с международными рейтинговыми агентствами через рейтинговых консультантов. В этой связи в настоящей работе рассматриваются этапы процесса получения рейтинга с учетом услуг рейтинговых консультантов, тем более, что автор принимала непосредственное участие в рейтинговом процессе в качестве рейтингового консультанта одного из российских муниципалитетов. Между эмитентом и консультантом заключается договор на выполнение работ по рейтинговому консультированию, определяется структура работ в соответствии с требованиями рейтинговых агентств, формируется план-график их выполнения и производится расчет их стоимости.

⁹⁰ Запрос, как правило, делается за несколько недель до начала размещения облигационного выпуска.

⁹¹ Образец рейтингового соглашения агентства S&P представлен в приложении 9.

процесса и взаимопонимании его участников, более того, создание атмосферы доверия и сотрудничества являются ключевыми предпосылками для получения наивысшего возможного рейтинга⁹².

Следующий этап рейтингового процесса — **подготовка эмитентом информации для присвоения рейтинга**. Для проведения рейтингового анализа эмитентом собирается большой массив данных, который становится основой базы данных по его кредитной истории. Для упрощения сбора информации агентствами разработаны стандартные форматы запрашиваемой информации⁹³.

На этом этапе проводится неглубокое аналитическое исследование с целью предварительной оценки максимально возможного рейтинга для эмитента. Предварительный анализ проводится либо рейтинговым консультантом, вступившем в контакт с рейтинговыми агентствами на конфиденциальной основе с целью предоставления им информации об эмитенте, либо непосредственно рейтинговым агентством.

Подготовка письменной рейтинговой презентации на основе рейтингового анализа. Письменная рейтинговая презентация представляется в форме аналитического отчета о финансово-хозяйственной деятельности эмитента. Утвержденный эмитентом аналитический рейтинговый отчет, который в

⁹² Отметим особую значимость создаваемой атмосферы доверия и сотрудничества между эмитентом и рейтинговым агентством. На первых этапах рейтингового процесса подчеркивается важность того, чтобы эмитенты не утаивали информацию и не «приукрашивали» слабые места, т.к. это может привести к присвоению наиболее низкого из возможных рейтинга. В этой связи подчеркнем наглядную прямую зависимость финансового результата от утраченного для большинства российского менеджмента чувства и знания моральных законов, ключевым понятием которых является **этика**. Надо сказать, что в необходимости создания подобной атмосферы проявляется достаточно развитое и поддерживаемое на государственном (например, в США) уровне особое отношение к этике в деловом мире, что позволяет слаженно работать экономическим механизмам. Так, в соответствии с требованиями американской Комиссии по ценным бумагам, каждая инвестиционная компания обязана разработать свой кодекс деловой этики. Единого жесткого стандарта не существует, но есть определенные требования, включаемые в кодекс каждой конкретной компании.

В сфере российского бизнеса, в том числе и на финансовых рынках, до недавнего времени подобной теме практически не уделялось должного внимания. Развитие темы деловой этики для российской действительности, на наш взгляд, является настоятельным требованием времени, все чаще звучит тема нравственности, порядочности и ответственности в сфере экономических отношений. С осени 2000 года Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг активно внедряет программу по улучшению корпоративного управления в России с разработкой Кодекса корпоративного поведения, настраивающего российских менеджеров на «хорошее поведение» в корпоративном управлении с точки зрения перспектив компании и защищенности прав инвесторов, что подтверждает актуальность внедрения деловой этики в сфере отечественных экономических отношений. По инициативе ФКЦБ создан «Российский институт директоров», целью которого станет разработка квалификационных стандартов деятельности независимых директоров и этических норм для менеджмента.

⁹³ В приложении 10 приводится образец подобных стандартов S&P для работы с центральным правительством.

международной рейтинговой практике принято называть «рейтинговой книгой» (*rating book*), официально передается рейтинговому агентству.

Подготовка к встречам с представителями рейтинговых агентств. По согласованию с эмитентом рейтинговый консультант готовит примерные проекты устных презентаций, встреч для каждого из назначенных представителей. Считается полезным проведение окончательной «генеральной репетиции» с участием руководителей отделов, которые будут встречаться с рейтинговыми аналитиками. Опираясь на опыт работы автора в качестве рейтингового консультанта администрации одного из российских городов, приведем перечень управлений, представители которого могут участвовать в так называемой устной презентации: административное управление, правовое, управления здравоохранения, образования, жилья, транспорта, занятости, недвижимости, финансов, налогов, планирования, ревизионная комиссия.

Встреча с рейтинговыми аналитиками. После анализа письменной презентации рейтинговые агентства направляют к эмитенту группу аналитиков для встреч с его высшим руководством⁹⁴. Наряду с письменной презентацией, **встречи на месте с высшим руководством эмитента являются наиболее важным элементом рейтингового процесса.** Непосредственные контакты с высшим руководством позволяют под другим углом зрения взглянуть на письменную рейтинговую презентацию и зачастую **являются основным средством, помогающим аналитикам сформировать мнение о качестве высшего руководства.** Такие встречи способствуют выявлению философии управления и планов на будущее, и в целом помогают определить *готовность* заемщика платить по своим обязательствам. Стандартный набор ключевых тем для обсуждения с городскими администрациями, применяемый агентством S&P, соотносится с предъявляемыми им информационными требованиями при проведении рейтинга и приводится в приложении 11. Этот стандарт включает пять основных блоков вопросов, учитываемых в рейтинговом анализе: 1) полномочия администрации и межбюджетные отношения; 2) состояние административной системы; 3) экономическая структура и перспективы роста; 4) эффективность исполнения бюджета и фискальная гибкость; 5) финансовое

положение и финансовая политика. В случае, если рейтингуемым эмитентом является предприятие, основными вопросами для обсуждения являются: 1) общие сведения и история предприятия; 2) корпоративная стратегия; 3) блок операционных вопросов: позиция на рынке, производственные мощности, система распределения продукции, сеть поставщиков; 4) финансовое управление и политика в области финансовой отчетности; 5) планирование инвестиций, возможное приобретение других компаний.

Присвоение рейтинга и передача эмитенту информации о выставленном рейтинге. Рейтинговыми аналитиками готовится отчет, включая предложения по рейтинговой оценке и обоснование причин, указывающих на ту или иную величину рейтинга. Отчет представляется на рассмотрение рейтинговому комитету, который путем голосования присваивает фактический рейтинг.

Заседания рейтингового комитета строго конфиденциальны. Решение о присвоении рейтинга не публикуется сразу же после его принятия. Прежде идет ознакомление с ним эмитента и рейтингового консультанта, которые принимают решение о приемлемости рейтинга. При положительном ответе на этот вопрос рейтинговые агентства публикуют рейтинг.

Эмитент имеет право на апелляцию в случае неудовлетворения своим рейтингом. Апелляция может сопровождаться сбором значительного количества новых данных для убеждения рейтинговых аналитиков в необходимости изменения сложившегося мнения.

Публичное распространение информации о рейтинге происходит, как правило, с помощью пресс-релизов, направленных в основные международные средства массовой информации, анонса в Интернет, с помощью электронных СМИ (Reuters, Bloomberg, Dow Jones, Telerate), а также в публикациях собственных изданий рейтинговых агентств.

Последующий мониторинг и пересмотр рейтингов. В целом рейтинговые агентства не нацелены на частое изменение рейтингов, хотя проводят непрерывный сбор информации и мониторинг точности уже опубликованных рейтинговых заключений. Подобный механизм является непременным условием эффективной

⁹⁴ Выбор аналитиков осуществляется по определенным критериям, среди которых наиболее важными являются специализация в соответствующих экономических секторах, опыт работы с данным регионом, а также

работы рейтинговых агентств и обеспечивает актуальность кредитных рейтингов. Процесс непрерывного обновления информации, согласно Moody's⁹⁵, включает сбор информации об отраслях промышленности, управлении и тенденциях экономики по всему миру; ежегодных и промежуточных отчетов и другой доступной информации об эмитентах, пересчет этих данных с учетом различных методов ведения бухгалтерского учета; проспектов, рекламных предложений, доверенностей на управление собственностью, договоров и других официальных данных, касающихся определенных ценных бумаг. Эту информацию дополняют регулярные телефонные контакты и непосредственные встречи с руководством эмитента для более полного понимания предстоящих изменений и стратегии на будущее.

Вся эта информация «очищается» от специфических национальных особенностей с целью повышения сравнимости. Рейтинговыми агентствами готовятся ежегодные обзоры экономического и финансового положения эмитента равно как ежегодные встречи с его руководством. В целом аналитики стремятся к проведению анализа чувствительности в такой степени, чтобы рейтинги отражали предсказуемые изменения степени риска. Однако рейтинговый процесс всегда, а в последние годы перманентного кризиса в особенности, характеризуется определенной динамикой: изменение степени суверенного риска может заставить рейтинговое агентство отреагировать на новую ситуацию путем понижения или повышения рейтингов эмитента для учета изменений в характере риска. Подобную ситуацию с последующим снижением и повышением рейтинга российских эмитентов после соответствующего изменения суверенного рейтинга мы наблюдали в течение 1998-2001 гг.

Как только повышается вероятность изменения кратко- или долгосрочной кредитоспособности эмитента, рейтинговые агентства переводят выданную оценку в «список наблюдений». Факторами, вызвавшими такой шаг, могут быть изменения различного характера, например, изменения в промышленном спросе, долгосрочное изменение цен на топливо, технологические нововведения, слияния и поглощения, вмешательство государства, изменения в законодательстве, динамика макроэкономических показателей и другие, влияющие на текущую деятельность

квалифицированное знание языка той страны, где находится эмитент.

⁹⁵ Moody's Credit Ratings and Research. Moody's Investors Service, 1995. - P. 10.

эмитента и перспективы развития его бизнеса. Как правило, рейтинговые агентства информируют руководство эмитента о его долге своевременно сообщать о важных финансовых и коммерческих изменениях, которые могут повлиять на рейтинг. Решение о включении эмитента в «список наблюдений» принимает рейтинговый комитет. После принятия такого решения и уведомлении эмитента об этом информируется общественность.

Таким образом, изменение рейтинга представляет собой реакцию на какие-либо события, но не является их первопричиной и в большинстве случаев причина не является секретом для рынка. В этой связи, мы считаем, что консультационные услуги по получению рейтингов могут и должны включать в себя разработку стратегии по предотвращению понижения рейтинга. Эта мера может качественно повлиять в дальнейшем на мнение о кредитоспособности многих отечественных эмитентов и поднять последних на более высокую ступень в глазах инвестиционного сообщества.

Рейтинговое агентство может осуществлять **изъятие рейтинга**, которое всегда производится по усмотрению рейтингового комитета. Обычными причинами изъятия являются: - погашение займа или его пересмотр, отзыв; - невозможность получить достаточно информации для принятия рейтингового решения; - продажа займа с гарантированным доходом и, таким образом, потеря надобности в рейтинге; - окончание срока аккредитива, обеспечивающего займ; - рефинансирование без обращения эмитента в рейтинговое агентство с просьбой о пересмотре рейтинга.

Подводя итоги отметим, что к улучшению рейтинговых результатов потенциального эмитента ведет подготовка оптимальной кредитной истории; обеспечение своевременности выполнения проекта о намерении получить рейтинг; обеспечение последовательности и полноты предоставляемой информации, оптимальной формы письменных документов; подготовка к устной презентации и последовательное ее выполнение. Таким образом, **непосредственно сам ход рейтингового процесса оказывает влияние на окончательное значение рейтинга.**

& 2.2. Этапы развития рейтингового бизнеса в международной практике

Первое в мировой истории рейтинговое агентство было образовано в 1900 г., к **1909 г. сложилась методика составления кредитных рейтингов**. Первыми ценными бумагами, получившими кредитный рейтинг, стали 250 облигаций железнодорожных компаний США. **К 1914 г. рейтинговые символы стали стандартными и, что очень важно, признанными** оценками кредитоспособности. Круг рейтингуемых эмитентов пополнился промышленными и торговыми компаниями.

В начале 20-х гг. кредитные рейтинги были присвоены долговым ценным бумагам муниципалитетов США. В 1924 г. рейтинги Moody's имели почти все облигации, обращающиеся на американском фондовом рынке, включая долларовые облигации эмитентов других стран. Рейтинги также были присвоены облигациям эмитентов из Японии, Китая, Австралии, Англии, Германии, Франции, Канады и Аргентины, что говорит **о выходе рейтинговых агентств на международный уровень.**

К концу 20-х гг. на американском рынке обращались облигации порядка 6 тыс. эмитентов с суммарным объемом около 26 млрд. долл. Почти всем этим обязательствам были присвоены рейтинги. Кроме того, было присвоено около 40 суверенных рейтингов и началась работа в секторе «бросовых облигаций».

Мировой финансовый кризис 1929-1933 гг. резко повысил спрос на услуги рейтинговых агентств, так как практически по одной трети всех долговых ценных бумаг, обращавшихся в то время на американском финансовом рынке, были зафиксированы случаи неплатежей, и среди этих бумаг лишь очень небольшое количество имело статус ценных бумаг инвестиционного класса. Это означает, что уже в начале XX-го века кредитные рейтинги являлись объективной оценкой кредитного риска долговых ценных бумаг и существенно облегчали инвесторам принятие инвестиционных решений. После Великой депрессии, в 30-х гг., кредитные

рейтинги стали использоваться американскими регулятивными органами как инструмент регулирования рынка ценных бумаг, предписывающий банкам и страховым компаниям инвестировать только в ценные бумаги инвестиционного класса.

В следующие 1950-60 гг. рейтинговые агентства пребывали в состоянии стагнации. Однако в результате войны во Вьетнаме, приведшей к увеличению эмиссии коммерческих бумаг и острой нехватке кредитов, цены на облигации снова стали неустойчивыми, что обусловило востребованность на услуги рейтинговых агентств.

В 1970 г. железнодорожная компания Penn Central не выплатила задолженность по коммерческим бумагам в размере 82 млн. долл., после чего рейтинговые агентства Moody's и S&P установили плату для эмитентов в размере до 15 тыс. долл. за определение рейтинга новых выпусков ценных бумаг⁹⁶. Агентства мотивировали это тем, что проведение исследований на современном уровне нельзя финансировать только за счет продажи подготовленных докладов. Это решение вызвало новый период экспансии рейтинговых компаний и, таким образом, **новый этап в их развитии в 70-е годы.**

Именно с этим временем связано начало динамичного развития и глобализации финансовых рынков, проявившихся в резком увеличении количественных параметров финансовых рынков, а также появлении качественно новых финансовых инструментов. Учреждается большое количество рейтинговых агентств, преимущественно в Европе, Японии и Канаде⁹⁷. Европейский и азиатский финансовые рынки постепенно приобретают большое значение как рынки сбыта не только для местных, но и для ведущих американских рейтинговых агентств. Перед рейтинговыми агентствами встала сложная задача — **соответствовать меняющимся реалиям при постоянно усиливающейся внутриотраслевой конкуренции.**

С этого времени активно расширяется сфера интересов рейтинговых агентств: наряду с классическими облигациями рейтинги стали присваиваться коммерческим бумагам, депозитным сертификатам, облигациям, обеспеченным ипотекой и другими активами. Вследствие развития рынков производных финансовых инструментов

⁹⁶Рейтинговые агентства - привратники мировых рынков капитала// Финансист.-1995.- № 44. - С. 30.

⁹⁷ См. таблицу «Национальные и международные рейтинговые агентства» в приложении 8.

появляются рейтинги партнеров по сделке (контрагентов), а также рейтинги финансовых гарантов, рейтинги финансовых институтов. Важным направлением в работе рейтинговых агентств становится рейтингование ценных бумаг, обращающихся на евторынке. Таким образом, **в конце 70-х годов кредитный рейтинг вышел за пределы США**⁹⁸.

В 80-х гг. большинство крупных рейтинговых агентств начали открывать свои представительства в важнейших финансовых центрах, что являлось реакцией на быстрое сокращение количества посредников в сфере финансовых услуг и на развитие рынков капитала во всем мире. Их первоначальной задачей было присвоение рейтингов долговым инструментам, на которые существует спрос на вторичном рынке.

Агрессивная экспансия рейтинговых агентств порождала серьезные сомнения относительно способности сохранять свои стандарты и доверие клиентов, что в некоторой степени подтвердилось рядом неприятных фактов 1997-98 гг. в восточноазиатских странах⁹⁹. Острая конкурентная борьба между ними за долю рынка в сочетании с получением большей части дохода от корпораций, рейтинг которых определяют, никак не способствовала рассеиванию этих сомнений, а наоборот, усиливала¹⁰⁰. Комиссией по ценным бумагам и биржам США выражалось беспокойство о вытекающих из растущей мощи рейтинговых агентств потенциальных угрозах для мировой экономики: за каждым решением рейтинговых экспертов стоят миллионы и миллиарды долларов экономии или дополнительных расходов для заемщика. Однако сами рейтинговые агентства негативно относятся к предположениям о том, что контрольные органы могут вмешиваться в их деятельность, постоянно подчеркивая свою независимость.

Таким образом, **к середине 90-х гг. рынок рейтинговых услуг сложился в форму ограниченной олигополии**: диктат ведущих рейтинговых агентств рынку своих условий в отношении качества предоставляемых рейтинговых услуг и величин

⁹⁸ Представленные в приложении 12 график «Количество рейтингуемых эмитентов долгосрочных обязательств, 1970-90 гг.» и диаграммы «Суммарный объем обращающихся выпусков на американском рынке коммерческих бумаг, 1973-90 гг.» и «Количество рейтингуемых эмитентов на мировых рынках коммерческих бумаг, 1973-81 гг.» показывают динамику увеличения количества рейтингуемых агентством Moody's эмитентов и их ценных бумаг в последующие десятилетия.

⁹⁹ В частности, беспрецедентно быстрое снижение суверенных рейтингов Южной Кореи, Индонезии, Таиланда. См. Ржаницкий В. Dounggrage// Эксперт. - 1998. - №4. - С.51.

вознаграждения. Большое число мелких фирм вынуждены работать в узкоспециализированных (территориально или продуктово) сегментах рынка. В конце 1997 г. глобальная диполия S&P и Moody's была нарушена появлением, в результате объединения, новой компании «Fitch IBCA» — факт, свидетельствующий, что практика олигопольных слияний и поглощений распространяется и в этой отрасли экономики¹⁰¹.

Проблема доступа на рынок рейтинговых услуг тесно связана с вопросом присвоения несанкционированных рейтингов¹⁰². Внося плату за определение рейтинга эмитенты получили **ограниченное право препятствовать публикации нежелательных результатов** — практика, с которой ныне покончено в США, но которая все еще применяется при осуществлении международных эмиссий. Проблематика присвоения несанкционированных рейтингов вызывала острые дискуссии в различных странах, особенно между апологетами континентальной и англосаксонской модели рынка ценных бумаг. Ведущие рейтинговые агентства, и, в первую очередь Moody's, настаивали на праве присваивать кредитный рейтинг без согласия эмитента, т.к. это способствует повышению «прозрачности» рынка ценных бумаг, сохраняет доверие со стороны инвесторов. В то же время, менеджеры компаний в Германии и Франции крайне негативно относились к такому виду рейтингования, аргументируя свою позицию необходимостью использовать для присвоения объективного рейтинга конфиденциальную информацию об эмитенте, которой в подобном случае агентства не обладают.

¹⁰⁰ Например, снижение рейтинга японского финансового дома Yamaichi securities агентством Moody's сразу на семь пунктов. См. Ржаницкий В. Doungrage// Эксперт. - 1998. - №4. - С. 51.

¹⁰¹ Реальные масштабы рейтинговой отрасли позволяют оценить данные, представленные в таблице 2.1.1. «Характеристики мировых рейтинговых агентств» параграфа 2.1. настоящей диссертации. В дополнение осветим вопрос доходов рейтинговых агентств. По мнению некоторых аналитиков, норма прибыли S&P и Moody's вместе в середине 90-х гг. превышала 50% (см. Ржаницкий В. Рейтинговые агентства станут доступнее// Эксперт. - 1997. - № 41. - С. 10). Агентства, как дочерние предприятия, не публикуют отдельно результатов своей деятельности, в связи с чем практически невозможно выявить тенденцию получаемых ими доходов, хотя можно с уверенностью сказать, что в общем она повышательная. В 1994 г. подразделение McGraw-Hill по оказанию финансовых услуг, в котором доминирующие позиции занимает S&P, получило операционную прибыль в размере \$ 217,2 млн. при выручке \$ 745 млн., что составляет 29% (см. Рейтинговые агентства — привратники мировых рынков капитала// Финансист. - 1995. - № 44 (136). - С. 30). Можно предположить, что агентство Moody's имело в том же году аналогичные выручку и прибыль.

Порядка 95% годового дохода обоих ведущих агентств составляет оплата эмитентами определения рейтингов выпусков ценных бумаг, которая в случае с облигациями составляет 2-3% от объема эмиссии. В сфере структурированного финансирования обычным является гонорар в размере \$ 90 тыс., к которому может быть сделана надбавка в размере 4-5 базисных пунктов при заключении каждой сделки.

¹⁰² Эти рейтинги также называют «незаказными» или «без поручения».

Раскрытие проблемы присвоения несанкционированных рейтингов важно для понимания состояния современного рынка рейтинговых услуг, а именно вопроса о доступе на рынок. Дело в том, что на те рынки, где распространены полноценные рейтинги, новым агентствам практически закрыт доступ: эмитенты не готовы вступать в деловые отношения с незнакомыми рейтинговыми агентствами, у которых отсутствует главное — признание на рынке. В силу этого, вновь созданным рейтинговым агентствам очень трудно создать «портфель заказов-рейтингов», который, в свою очередь, должен принести признание. Возникает ситуация замкнутого круга, которая существенно влияет на современное состояние рынка рейтинговых услуг.

К 1997 г. наметилась общая тенденция развития мировых финансовых рынков — сведение к минимуму всех видов объективных, или системных, рисков при совершении сделок. С одной стороны, это было связано с уменьшением валютного риска благодаря созданию общеевропейской денежной единицы, повышению ликвидности и увеличению емкости самих финансовых рынков, с другой стороны, принятием всеми участниками рынков одинаковых «правил игры», выражающихся в единых нормах бухгалтерского и статистического учета, сокращения использования неэкономических форм государственного вмешательства в экономику, интернационализации внутренних финансовых рынков.

В этих условиях еще большее внимание стало уделяться кредитным рейтингам, позволяющим оценить именно субъективный, или индивидуальный, риск. Количество европейских экономических субъектов, обратившихся за предоставлением международного кредитного рейтинга в 1997 г. увеличилось вдвое по сравнению с предшествующим годом. Тринадцать ведущих агентств было присвоены 39 новых суверенных рейтингов¹⁰³. Всего с 1980 г. по 1997 г. включительно количество стран, получивших суверенные рейтинги, выросло с 15 до почти 80 у S&P и более 100 у Moody's¹⁰⁴. **С вхождением международных финансовых рынков в полосу мирового кризиса 1997-99 гг. сфера рейтинговых услуг подверглась серьезным испытаниям, которые в итоге несколько снизили доверие к рейтинговым агентствам со стороны участников финансовых рынков.** На протяжении ряда лет

¹⁰³ См. приложение 2 «Страны, получившие новые суверенные рейтинги в 1997г.»

до 1997 г. в среднем рейтинги чаще повышались, чем понижались. Об этом свидетельствует диаграмма «Изменения рейтингов Moody's, 1980-97 гг.», представленная в приложении 13. До осени 1997 г. основные изменения кредитных рейтингов касались корпораций, предприятий или регионов и муниципалитетов в то время, как суверенные рейтинги демонстрировали постоянство в течение долгих лет с незначительными изменениями в большинстве случаев в сторону повышения. Но экономический и финансовый кризис, разразившийся в 1997 г. в странах Юго-Восточной Азии, привел к существенным изменениям их рейтинговых оценок. Как видно из представленной ниже таблицы, рейтинги долгосрочных долговых обязательств Южной Кореи были снижены агентством S&P на десять уровней в период с сентября 1997 г. по февраль 1998 г., агентством Fitch IBCA за аналогичный период на двенадцать уровней, агентством Moody's на шесть.

Таблица 2.2.1. «Изменение рейтинга долгосрочных валютных обязательств Южной Кореи (октябрь 1997 г. — февраль 1998 г.)»¹⁰⁵

Дата	Агентство	Старый	Новый	Дата	Агентство	Старый	Новый
21.10.97	Fitch IBCA	AA-	AA-	11.12.97	Fitch IBCA	A	BBB-
24.10.97	S&P	AA-	A+	22.12.97	S&P	BBB-	B+
13.11.97	TBW	A+	A	22.12.97	Moody's	Baa2	Ba1
18.11.97	Fitch IBCA	AA-	A+	23.12.97	Fitch IBCA	BBB-	B-
25.11.97	S&P	A+	A-	09.01.98	Moody's	Ba1	Ba2
26.11.97	Fitch IBCA	A+	A	21.01.98	Fitch IBCA	B- neg	B- поз.
28.11.97	Moody's	A1	A3	02.02.98	Fitch IBCA	B-	BB+
10.12.97	Moody's	A3	Baa2	18.02.98	S&P	B+	BB+
11.12.97	S&P	A-	BBB-				

Аналогичные рейтинги Индонезии и Таиланда были также понижены за тот же период максимально на шесть и четыре уровня соответственно, что видно из таблицы 2.2.2. «Изменения суверенных рейтингов стран Юго-Восточной Азии за 5 месяцев 1997-98 гг.» Страны формирующихся рынков других регионов, в частности, Латинской Америки и Восточной Европы, включая Россию, в 1997 г. фактически сохранили уровень своих суверенных рейтингов (см. данные таблицы 2.2.3. «Изменения суверенных рейтингов в 1997 г.» на следующей странице).

Таблица 2.2.2. «Изменения суверенных рейтингов стран Юго-Восточной Азии»

¹⁰⁴ Glen G. Sovereign Ratings — Trends and Patterns. Rating For Emerging Markets. The International Conference Documentation. The Adam Smith Institute, 1998.

¹⁰⁵ Источник: www.bloomberg.com

за 5 месяцев 1997-98 гг.»¹⁰⁶

Страна	Рейтинг 01.09.97*	Рейтинг 01.02.98*	Изменения*
Южная Корея	Ba1 / B+ / B-	A1 / AA- / AA-	-6 / -10 / -12
Индонезия	B2 / B / BB-	Baa3 / BBB / BBB-	-5 / -6 / -3
Таиланд	Ba1 / BBB- / nr	A3 / A / nr	-4 / -4 / nr

* Moody's / S&P / Fitch IBCA

Таблица 2.2.3. «Изменения суверенных рейтингов в 1997 г.»¹⁰⁷

Страна	S&P	n	Moody's	n	Fitch IBCA	n	DCR	n
Аргентина	BB- / BB *	1	B1 / Ba3	1	BB / BB	0	BB / BB	0
Бразилия	B- / BB-	3	B1 / B1	0	B+ / BB-	1	B+ / B+	0
Мексика	BB / BB	0	Ba2 / Ba2	0	BBB- / BB	-2	BB / BB	0
Венесуэла	B / B+	1	Ba2 / Ba2	0	-	-	BB- / BB-	0
Юж.Корея	AA- / B+	-10	A1 / Ba1	-6	-	-	AA- / B-	-12
Индонезия	BBB / BBB-	-1	Baa3 / Ba1	-1	-	-	BBB- / BB+	-1
Филиппины	BB- / BB+	2	Ba2 / Ba1	1	BB / BB+	1	-	-
Малайзия	A+ / A	-1	A1 / A2	-1	-	-	-	-
Таиланд	A / BBB	-3	A2 / Ba1	-5	-	-	-	-
Китай	BBB/ BBB+	1	A3 / A3	0	-	-	A- / A-	0
Турция	B / B	0	Ba3 / B1	-1	BB / BB-	-1	B+ / B+	0
Египет	BBB-/ BBB-	0	Ba2 / Ba1	1	-	-	BBB-/BBB-	0
Россия	BB- / BB-	0	Ba2 / Ba2	0	-	-	BB+ / BB+	0
Венгрия	BBB-/ BBB-	0	Baa3 / Baa3	0	BBB / BBB	0	BBB- / BBB	1

* — 31.12.1996г./23.12 1997 г.; n — изменение оценки рейтинга, количество позиций

Приведенные изменения происходили с большими опозданиями по отношению к экономической и финансовой действительности. Так, рейтинг Таиланда был впервые понижен только через три месяца после того, как национальная валюта была девальвирована и два месяца после официального обращения Таиланда к МВФ об оказании экономической помощи. В данной ситуации рейтинговые агентства не оправдали своего назначения и дискредитировали себя.

Неспособность предвидеть финансовый кризис в Азии в 1997 г. международными рейтинговыми агентствами вызвала волну справедливой и несправедливой критики в их адрес: со стороны инвесторов за то, что «просмотрели» резкое ухудшение положения эмитентов, со стороны эмитентов — за запоздалые понижения рейтингов, которые помешали реализации ими антикризисных мероприятий и, тем самым, усугубили их положение.

¹⁰⁶ Источник: там же¹⁰⁷ Источник: МФК Ренессанс

Рейтинговое агентство в своей работе может допустить **две основные ошибки: неправильно оценить степень риска**, присущего тому или иному финансовому инструменту, **и не заметить опасного ухудшения ситуации**. Частота и амплитуда изменения рейтингов показывает, что агентства не избежали подобных ошибок.

Другой урок кризиса заключается в том, что **несколько крупных международных рейтинговых агентств обладают в современной системе рынков очень большим влиянием и от качества их работы в определенной ситуации может зависеть направление развития кризисной ситуации, а значит стабильность мировой финансовой системы**.

Процесс принятия решений по рейтинговым оценкам централизован, что на наш взгляд, тормозит реакцию агентств на события, особенно на развивающихся рынках. Стремление расширить сферу своего бизнеса за счет оттеснения конкурирующих компаний или за счет привлечения клиентов из еще неосвоенных рейтинговым бизнесом «ниш» создает предпосылки для завышения рейтингов долговых обязательств таких клиентов.

Поскольку для прогнозирования ситуации в будущем агентства используют данные за прошедший период, им **лучше удастся учитывать стабильно текущие процессы, чем стремительно развивающиеся события**. Как видно на примере азиатского кризиса агентства опаздывают с оповещением мировых рынков, между тем, влияние наложения резких колебаний на внутренние негативные тенденции может вывести способность эмитента обслуживать свои долги за приемлемые границы.

Еще одним экзаменом для рейтинговых агентств стала ситуация с кредитным рейтингом России. В октябре-ноябре 1996 г. Moody's, S&P и Fitch IBCA присвоили долгосрочным валютным обязательствам России кредитные рейтинги *Ba2*, *BB-* и *BB+* соответственно. Первые размещения российских еврооблигаций на международных рынках имели большой успех, а их рейтинг — оптимистический прогноз. Но финансовый кризис 1997 г. изменил ситуацию: международные рынки пришли в состояние сильного колебания, цены российских ценных бумаг стали падать, возникли проблемы с бюджетом. В январе 1998 г. появились первые публикации о возможном понижении российских рейтингов. Количество таких публикаций значительно выросло после того, как ведущие рейтинговые агентства

изменили свой прогноз со стабильного на негативный. После визита в Москву экспертов рейтинговых агентств в феврале-марте 1998г. S&P снял с российского рейтинга негативный прогноз, а Moody's сообщил о своем решении понизить кредитный рейтинг на один пункт: с *Ba2* до *Ba3*. Данное разногласие между крупнейшими рейтинговыми агентствами было негативно воспринято на международных финансовых рынках. После неудачных оценок азиатских эмитентов и изменений рейтинговые агентства снова демонстрировали **радикальное разногласие** в оценках ситуации в России, а ее долговые обязательства к моменту понижения рейтинга уже котировались на уровнях, соответствующих новому пониженному рейтингу. Таким образом, финансовые рынки, изучив примеры поведения рейтинговых агентств в Азии, не дожидаясь понижения рейтингов, соответственно отреагировали на все экономические, политические и социальные новости.

Складывалась парадоксальная ситуация: **финансовые рынки, для которых рейтинги должны служить индикаторами, реагируют раньше рейтинговых агентств на различные новости о положении того или иного эмитента.** Возможно, этим и объясняется политика рейтинговых агентств, которые пропустив события в Азии, стали все чаще изменять рейтинги эмитентов на более низкие, пытаясь таким образом избежать повторения подобной ситуации. Так, в течение 1999 г. только агентством S&P было произведено 755 снижений кредитных рейтингов эмитентов, расположенных в различных странах мира¹⁰⁸. Общее число пересмотров S&P за это время — 1050. Объемы обязательств, связанных с пониженными рейтингами, составили 567 млрд. долл. (см. таблицу 2.2.4).

Таблица 2.2.4. «Случаи пересмотра кредитных рейтингов в мире»¹⁰⁹

Секторы экономики	Число повышений рейтингов	Число понижений рейтингов	Объем долга, относящегося к повышенным рейтингам, млрд.долл.	Объем долга, относящегося к пониженным рейтингам, млрд. долл.
Промышленность	161	553	176936	344238
Телекоммуникации	25	37	53441	42889
Коммунальное	34	43	51802	67678

¹⁰⁸ Педвис Э., Вацца Д. В 1999 году происходило снижение кредитоспособности на глобальном уровне// Кредит Russia. - 2000. - № 6 (9). - С.12.

¹⁰⁹ Там же.

хозяйство				
Банки	28	47	95370	90703
Финансовые институты	25	36	31752	13253
Финансовая инфраструктура	10	26	12604	8163
Суверенные рейтинги	12	13	0	0
Общее число	295	755	421905	566924

Тенденция преобладания пересмотров кредитных рейтингов в стороны понижения наблюдалась в большинстве регионов мира. Например, в США, где произошли две трети от всех пересмотров кредитных рейтингов, эта пропорция составляет 0,4:1. На европейские страны пришлось 14 процентов от общего числа пересмотренных кредитных рейтингов, и их пропорция — 0,43:1. Девять процентов пересмотренных рейтингов относятся к Азии: там соотношение повышенных и сниженных кредитных рейтингов в 1999 г. составило 0,54:1¹¹⁰. Не избежала участи понижения кредитного рейтинга и Россия. Данные представленной ниже таблицы демонстрируют хронологию понижения кредитного рейтинга долговых валютных обязательств Российской Федерации в последние годы.

Таблица 2.2.5. «Динамика рейтингов долгосрочных валютных обязательств России»¹¹¹

Дата присвоения (изменения) рейтинга	S & P	Moody's	Fitch IBCA	Duff & Phelps
07.10.1996 г.	BB-	Ba2	BB+	BB-
11.03.1998 г.		Ba3		
29.05.1998 г.		B1		
05.06.1998 г.			BB	
09.06.1998 г.	B+			
30.07.1998 г.			BB-	
13.08.1998 г.	B-	B2		
17.08.1998 г.	CCC		B-	B+
21.08.1998 г.		B3		
26.08.1998 г.			CCC	
27.08.1998 г.				B-, CCC
16.09.1998 г.	CCC-			
27.01.1999 г.	SD *			
октябрь 1999 г.	CC **			
27.07.2000 г.	B- ***			
н/д			B-	
29.08.2000 г.			B	
08.12.2000 г.	SD→B- (стаб.)			
28.06.2001 г.	B (стабильный)			

¹¹⁰ Там же.

¹¹¹ Источники: 1) www.ratings.com; 2) www.moody.com; 3) www.km.ru; 4) www.rbc.ru

1-5.10.2001 г.	В (позитивный)		B+	
19.12.2001 г.	B+			

* SD — кредитный рейтинг России как эмитента. Рейтинг российских еврооблигаций сохранен на прежнем уровне.

** Повышен рейтинг российских еврооблигаций. Кредитный рейтинг России как эмитента ценных бумаг в иностранной валюте сохранен на прежнем уровне — SD.

*** Рейтинг российских еврооблигаций. Кредитный рейтинг России как эмитента остался на уровне SD.

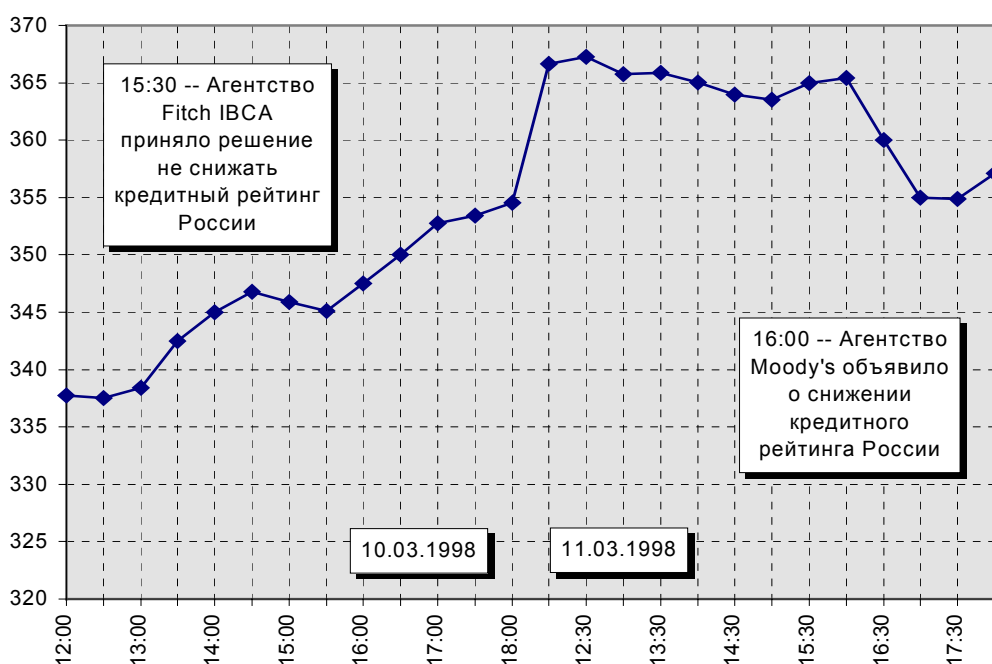
Сопоставляя хронологию изменения рейтингов российских долгосрочных валютных облигаций с динамикой индекса «РТС1-Интерфакс» следует отметить, что в ряде случаев объявление об изменении кредитного рейтинга оказывало влияние на индекс.

Максимального значения за всю свою историю индекс РТС достиг 6 октября 1997 г. — 571.66, затем стал снижаться. На 5 января 1998 г. он составлял уже 411.61, а к 29 января достиг минимального в январе значения — 265.93. К началу февраля 1998 г. S&P и Moody's объявили о снижении «перспективной оценки» России со стабильной на негативную, однако рынок РТС не отреагировал на эту информацию: с 29 января по 11 марта 1998г. — дату снижения кредитного рейтинга агентством Moody's — индекс РТС вырос до 357.09.

По мнению Министерства финансов РФ в целом снижение агентством Moody's кредитного рейтинга не должно было привести к существенному ухудшению отношения инвесторов к России, а именно: «отток инвесторов с российских рынков и значительное повышение стоимости заимствований для России на внешних рынках могли произойти только в случае снижения рейтинга более чем на один пункт, чего не случилось»¹¹². В России ожидали продолжения положительных тенденций февраля - начала марта, доходность государственных ценных бумаг в марте 1998 г. продолжала снижаться, а экономисты Министерства финансов РФ прогнозировали, что в долгосрочной перспективе, в случае успешного проведения среднесрочной программы правительства, подразумевающей устойчивые высокие темпы роста ВВП, снижение инфляции, бюджетного дефицита и государственного долга, а также проведение глубоких структурных реформ, Россия может рассчитывать на кредитный рейтинг, соответствующий развитым европейским странам (от A до AA через 5-7 лет).

¹¹² Нереальная экономика в интервале спекулятивных оценок. Обзор Экономической экспертной группы Министерства финансов РФ// Потенциал России. - 1998. - № 2. - С. 14-17.

Исследуя почасовую динамику индекса РТС за 10 и 11 марта 1998 г. (см. рис. 9 на следующей странице), можно сделать вывод, что снижение рейтинга агентством Moody's было неожиданным для участников рынка, тем более, что накануне другое агентство — Fitch IBCA — от таких намерений отказалось. На отечественном рынке шла массированная игра на повышение. В 16 часов Moody's объявило о своем решении и ситуация на рынке резко изменилась. Агрессивная скупка российских ценных бумаг сменилась их сбросом: за час, прошедший после заявления Moody's индекс РТС упал на 2%, а суммарный объем торгов по итогам этого дня составил рекордную с начала 1998 г. цифру — \$ 167,8 млн. Одновременно примерно на 0,75% упали котировки российских облигаций внутреннего валютного займа¹¹³. Свою позицию Moody's объясняло тем, что на Россию продолжало оказывать влияние нестабильности международных рынков¹¹⁴.



¹¹³ Баранов Г., Семенов А. Рейтинговое агентство не верит в платежеспособность России// Коммерсант-daily. - 1998. - № 42. - С. 5.

¹¹⁴ «Падение цен на международных товарных рынках негативно отразилось на торговом и текущем платежном балансе России. При этом реальный курс рубля вырос, что сделало российские товары еще менее конкурентоспособными на внешнем рынке. Соответственно, резко снизились валютные резервы ЦБ. Одновременно вырос объем выплат по государственным долговым обязательствам, что усложнило обслуживание госдолга и оказало дополнительное давление на традиционно сложную фискальную ситуацию в стране. При этом ситуация в России остается крайне зависимой от перетока капиталов. И этим фактором в свете надвигающихся выборов в 1999 и 2000 годах нельзя пренебрегать». См. Баранов Г., Семенов А. Рейтинговое агентство не верит в платежеспособность России// Коммерсант-daily. - 1998. - № 42. - С. 5 со ссылкой на пресс-релиз агентства Moody's.

Рис. 9 «Почасовая динамика индекса РТС 10 и 11 марта 1998 г.»¹¹⁵

Помимо прогнозируемых Министерством финансов РФ возможностей изменения российского рейтинга в краткосрочной и долгосрочной перспективе, указанных нами выше, следует выделить еще два аспекта текущего по состоянию на февраль 1998 г. рейтингового процесса, заслуживающих рассмотрения: значение кредитного рейтинга для России и основные проблемы, вызывающие озабоченность рейтинговых агентств.

К началу февраля кредитный рейтинг российских облигаций, номинированных в иностранной валюте находился в интервале спекулятивных оценок, ниже рейтингов подобных обязательств таких стран, например, Восточной Европы и Прибалтики как Польша, Венгрия, Латвия и Литва, но выше рейтингов, например, Украины и Турции. В одну группу с Россией входили Мексика, Молдавия, Венесуэла¹¹⁶. Среди обоснований первостепенного значения кредитного рейтинга для России, приводимых весной 1998 г., выделим следующие:

- во-первых, сохранение и перспективы повышения рейтинга поддерживают интерес к России со стороны широких кругов западных инвесторов, без капиталов которых невозможно рассчитывать на высокие и устойчивые темпы экономического роста;

- во вторых, суверенный рейтинг определяет потолок для всех российских заемщиков (регионов, банков, предприятий), а следовательно может влиять на перспективы их финансового развития;

- в-третьих, понижение рейтинга может быть отрицательным сигналом для политиков, что негативно повлияет на перспективы участия России в решении глобальных экономических проблем в рамках «большой восьмерки».

Причины, заставившие в феврале 1998 г. S&P и Moody's принять решение о снижении «перспективной оценки» со стабильной на негативную, а затем и понижении рейтинга агентством Moody's, сформулированы ими в официальных заявлениях. Однако специалисты Министерства финансов РФ и Центрального банка оценивали ситуацию несколько иначе. Дискуссия российских и западных экспертов

¹¹⁵ Источник: www.rts.ru

¹¹⁶ См. приложение 14 «Иерархия долгосрочных рейтингов агентства Moody's для облигаций, номинированных в иностранной валюте».

велась по вопросу о том, какая наблюдается тенденция на российском финансовом рынке — повышательная или понижательная: согласно Moody's она понижательная, согласно Министерству финансов и Банку России — повышательная. Отстаивание своей позиции для официальных лиц России было особенно важным в силу готовящихся сразу двух выпусков еврооблигаций, однако дальнейшие события подтвердили правоту Moody's и S&P¹¹⁷.

Итак, с 11 марта 1998 г. индекс РТС стал быстро снижаться. На момент очередного понижения агентством Moody's кредитного рейтинга 29 мая 1998 г. значение индекса РТС составляло уже 191.29, таким образом, за 2,5 месяца, прошедших с 11 марта индекс понизился на 46,4%. Очередной финансовый кризис, который разразился в мае 1998 г., характеризовался огромными перепадами доходности государственных ценных бумаг, нестабильностью валютного рынка сокращением золотовалютных резервов. Этот кризис негативно сказался на международном престиже России: в начале июня вслед за Moody's два других ведущих агентства понизили российский рейтинг по долгосрочным валютным облигациям:

- Moody's — с Ba3 до B1 — всех валютных облигаций Российской Федерации и эмитентов, зарегистрированных на ее территории;
- S&P — с BB- до B+ с прогнозом «стабильный»; при этом российский рейтинг был снят с наблюдения, под которым он находился с 27 мая 1998 г. ;
- Fitch IBCA — с BB+ до BB с негативным прогнозом, т.е. с перспективой на скорое понижение и этого рейтинга.

Падение суверенных рейтингов повлекло за собой снижение рейтингов ряда отечественных эмитентов и, соответственно, ухудшение условий заимствований на внешних рынках¹¹⁸. С целью усиления видения сложившегося экономического положения в России, приведшего к понижению кредитных рейтингов, приведем в качестве отдельной справки мнение аналитиков агентства S&P.

По мнению аналитиков агентства понижение рейтинга отражает «значительное ослабление гибкости правительства в России в области фискальных и внешних платежей»¹¹⁹. Из-за большого

¹¹⁷ Факторы, вызывавшие опасения рейтинговых агентств, и официальное мнение Министерства финансов РФ и Центрального банка приводятся в приложении 15.

¹¹⁸ Список российских эмитентов, получивших рейтинги в 1996-98 гг., а также сведения об изменении этих рейтингов в последние годы представлены в приложении 16 и 17.

¹¹⁹ Вострякова Л. Standard & Poor's понизило российский рейтинг// Русский телеграф. - 1998. - № 101. - С. 1 со ссылкой на пресс-релиз агентства S&P.

дефицита бюджета в 1996-97 гг. и в первые несколько месяцев 1998 г. возросла зависимость российского правительства от внешнего финансирования, заимствований как в рублях, так и в иностранной валюте, при этом подобное положение вещей будет оставаться в среднесрочной перспективе. Агентство прогнозирует, что быстрое увеличение внешнего долга в сочетании с сокращающимся экспортом приведут к превышению федеральной государственной задолженности над объемами экспорта на 56% уже в текущем (1998) году. В 1997 г. данный показатель составил 38%, а в 1996 г. — 27%. Поскольку в последние годы вырос и объем заимствований субъектами негосударственного сектора, то эксперты агентства ожидают увеличения соотношения общего внешнего долга страны к экспорту до 193% в 1998 г. В 1997 г. это соотношение равнялось 175%, а в 1996 году — 149%. Почти двукратное превышение долгов над экспортной выручкой вселяет неуверенность в благополучное завершение долгового кризиса.

Основными факторами, приведшими к понижению российского рейтинга долгосрочных валютных облигаций, по мнению экономистов агентства являются ограниченная фискальная гибкость, отсутствие дисциплины во всех сферах экономики (задолженность предприятий друг другу и бюджету), слабая законодательная система и тот факт, что культура демократии и политические институты находятся на ранней стадии развития.

В разряд ключевых элементов, поддерживающих российский рейтинг, вошли всего два: несомненная приверженность российских властей курсу дезинфляции и наличие официальной финансовой поддержки извне, включая помощь Международного валютного фонда и Всемирного банка.

Решение присвоить стабильный прогноз пониженному рейтингу объясняется верой в исполнение российским правительством некоторых элементов антикризисного плана, объявленного 29 мая 1998 г. Этот план незамедлительных мер по сокращению расходов и увеличению доходов бюджета, принятый правительством С.Кириенко, пользуется полнейшей поддержкой Международного валютного фонда.

При вероятном сохранении высоких реальных процентных ставок до конца года бюджетный дефицит в 1998 г. не снизится до запланированных 4,9% ВВП с 6,8% ВВП 1997 г. Однако, усиленные антикризисные меры должны помочь властям справиться с давлением на рубль и процентные ставки, а также вернуть в страну подверженных особой чувствительности инвесторов.

Следующим понижением кредитного рейтинга России и ее эмитентов отмечен август 1998 г., который стал критической точкой российского финансового кризиса¹²⁰. Значительно ухудшилось положение России в мировой финансовой сфере: российские кредитные рейтинги опустились до уровня ССС, таким образом российские обязательства приобрели статус откровенно высокоспекулятивных ценных бумаг. Объявление рейтинговых агентств о снижении кредитных рейтингов вновь вызвало панику на российском рынке акций. 13 августа — в день объявления о снижении рейтингов двумя агентствами (S&P и Moody's) — цены на акции ведущих российских компаний упали на 15-25%, рублевый сводный индекс «РТС-Интерфакс» снизился на 10,41% - до 24,62 пункта, минимальное значение индекса «РТС1-Интерфакс» составило 95,42 пунктов (что ниже его базового значения), т.е. по сравнению с уровнем закрытия торгов предыдущего дня индекс снизился на 11,8%¹²¹.

¹²⁰ Российский финансовый кризис 1998 г. по мнению А.В. Аникина стал «элементом новейшей истории народного хозяйства, без которого невозможно изучать экономику переходного периода». См. Аникин А.В. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. — М: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. - С. 7.

¹²¹ Интернет: www.rts.ru/rts/index_dhist.stm

Средневзвешенная доходность рынка ГКО по итогам торгов 13 августа 1998 г. составила 171,2% годовых, достигнув уровня января 1995 г., и по сравнению с предыдущей сессией увеличилась более чем в 1,5 раза. Ранее лишь два раза за всю историю рынка ГКО темпы роста средней доходности были столь высокими и составляли также около 50% за торги. Обвальное падение цен на рублевые государственные ценные бумаги происходило на фоне значительного снижения их ликвидности. Спрэд достигал 10% от стоимости, при этом продать ГКО-ОФЗ по относительно приемлемой цене было практически невозможно. Объем торгов госбумагами составил 13 августа около 1,4 млрд. руб., что явилось рекордно низким показателем в 1998 г. после 6 января.

В целях приостановки ажиотажного падения цен акций по рекомендации ФКЦБ 13 августа 1998 г. были приостановлены торги на основных торговых площадках страны — РТС, ММВБ, МФБ.

Влияние заявлений рейтинговых агентств негативно отразилось на рынках ценных бумаг, это очевидно. В то же время достоверным остается факт вновь опережающего реагирования финансовых рынков (как это отмечено при азиатском кризисе) в сравнении с поведением рейтинговых агентств. Обвальное падение цен на российском фондовом рынке также происходило 11 августа: цены на акции в РТС упали на 8-10%, рублевый сводный индекс «РТС-Интерфакс» снизился на 9,69% - до 27,84 пункта, а индекс «РТС1-Интерфакс» — до 109.91 пункта (на 9,11% ниже значения закрытия сессии накануне) и соответствовал уровню, зафиксированному в середине мая 1996 г.¹²² В качестве основной причины отмечался массовый отток денежных средств нерезидентов со всех секторов финансового рынка, неуверенность крупных иностранных инвесторов в способности России расплатиться по своим растущим долгам, как внутренним, так и внешним.

После финансовых кризисов согласно О.В.Буклемишеву в среде рейтинговых агентств стал широко распространенным следующий довод: рынки руководствуются краткосрочными соображениями, что иной раз приводит к «зашкаливающим» реакциям, тогда как агентства опираются на фундаментальные факторы¹²³. Способность рынков адекватно реагировать на происходящее подвергается сомнению

¹²² Интернет: www.rts.ru/rts/index_dhist.stm

¹²³ Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. — М.: Дело, 1999. - С.102.

все чаще. Например, в посвященной анализу азиатского кризиса «Белой книге» агентства Moody's, опубликованной в мае 1998 г., на многочисленных примерах показано, что агентства сигнализировали об инвестиционных рисках лучше рынков¹²⁴. Однако картина событий, а также докризисные теоретико-эмпирические исследования говорят об обратном. Так М.Венстейн еще в 1977г. определил, что наиболее значимые изменения курсов облигаций, как правило, происходят ранее шести месяцев до объявления об изменении рейтинга, т.е. рынок уже в то время предвосхищал действия рейтинговых агентств¹²⁵. Призванные формулировать авторитетное независимое мнение, рейтинговые агентства не в состоянии разграничить «адекватные» реакции рынка от «неадекватных», даже обладая фрагментами эксклюзивной информации. Впрочем, рейтинговые агентства трудно в этом винить, поскольку данный результат составляет один из основных постулатов современной финансовой теории, так называемую гипотезу эффективных рынков. Согласно наиболее сильной версии этой гипотезы любая информация, как общедоступная, так и известная ограниченному числу участников рынка, немедленно отражается в ценах финансовых активов. Таким образом, как данные, используемые при составлении рейтингов, так и сами результаты анализа заведомо учтены в рыночных ценах. Возникает вопрос: как же тогда объяснить влияние на котировки, оказываемое объявлениями рейтинговых агентств? На наш взгляд, вступают в действие формальные внешние и внутренние ограничения, а также психологические факторы, весьма значимые для многих, прежде всего непрофессиональных инвесторов.

Последний в ушедшем столетии этап на рынке рейтинговых услуг начался с введением единой европейской валюты, в результате рейтинговому бизнесу был придан определенный импульс. Летом 1999г. в Германии появилась концепция создания европейского рейтингового агентства¹²⁶, которое должно финансироваться в том числе немецким федеральным агентством Deutsche Ausgleichsbank. Необходимость в формировании данного агентства, по мнению его организаторов, продиктована прежде всего тем, что инвесторы недостаточно обеспечены адекватной

¹²⁴ Moody's Rating Record in the East Asian Financial Crisis// «White Paper, Moody's investors service». - 1998. - May.

¹²⁵ Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. — М.: Дело, 1999. - С. 103 со ссылкой на Weinstein M.I. The Effect of Rating Change Announcement on Bond Price//Journal of Financial Economics. - 1977. - December.

аналитической информацией о мелких и средних компаниях¹²⁷, которые в свою очередь, все больше зависят от единого европейского рынка капиталов и растущего стремления инвесторов в Европе вкладывать средства за границами своих национальных государств. С самого начала было объявлено, что комиссионные нового агентства будут примерно вдвое ниже стандартов американских лидеров рынка и агентство начнет свою деятельность с предоставления рейтингов немецким и австрийским компаниям, чтобы на следующей стадии переключиться на заемщиков по всей Европе.

¹²⁶ Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. — М.: Дело, 1999. - С. 94.

¹²⁷ По оценкам, более 80% европейских компаний не имеют международных кредитных рейтингов.

& 2.3. Анализ формирования рынка рейтинговых услуг в России

В настоящее время на российском рынке ценных бумаг рейтинговый бизнес представляют ряд компаний, основными из которых являются Рейтинговое агентство «Интерфакс» (до 2000 г. — Национальное рейтинговое агентство), рейтинговое агентство «Эксперт-РА», информационное агентство «АК&М», рейтинговая служба ЕА-Ratings, Экономическая экспертная группа. Как выяснилось в ходе исследования деятельности ряда компаний, **большинство из них не занимаются присвоением классического кредитного рейтинга**, однако обладают существенным потенциалом для его выставления, поэтому несколько ниже мы рассмотрим деятельность каждого из них.

Опрос представителей перечисленных агентств показал, что большинство из них убеждены: время национального кредитного рейтинга в России может наступить только посредством поэтапного прохождения российскими рейтинговыми компаниями всех стадий, предшествующих собственно выставлению кредитного рейтинга, и, в первую очередь, путем формирования информационно-прозрачной среды. В подтверждение сошлемся на мнение вице-президента агентства «Интерфакс» А.Ф.Сажина, высказанного в беседе с автором: «Мы исходим из того, что рейтинговый бизнес не может произрастать сам по себе. На наш взгляд, что касается условий России, рейтинговый бизнес должен пройти три последовательные стадии: первая — сбор информации, ее соответствующая обработка и хранение, т.е. создание баз данных для поддержания истории заемщика; вторая — статистическая обработка данных и дистанционный анализ деятельности экономических субъектов; третья — собственно рейтинговый бизнес, построение классического кредитного рейтинга, когда группа специалистов выезжает непосредственно к эмитенту, проверяет его отчетность, беседует с менеджерами и выносит свой вердикт, в

дальнейшем поддерживая рейтинг. Если этот путь не будет пройден определенными структурами, то о рейтинговом бизнесе речи быть не может.»¹²⁸

Следующей отличительной чертой российского рейтингового бизнеса, выявленной в ходе исследования, можно назвать тот факт, что **наиболее развитым сектором рейтинговых услуг в России является сектор рейтинга экономических субъектов, в особенности, банковских рейтингов, а не рейтинга ценных бумаг.** По нашему мнению, это объясняется большой регламентированностью, доступностью и относительной прозрачностью отчетности кредитных учреждений. В то же время подобное положение вещей — развитие первоначально рейтинга экономических субъектов, а не рейтинга ценных бумаг — гармонично вписывается в картину развития рейтингового бизнеса в России, как она понимается агентством «Интерфакс».

Еще одной особенностью российского рынка рейтинговых услуг является тот факт, что **рейтингом называют списки крупнейших организационных структур (банков, страховых компаний, промышленных предприятий), упорядоченные по некоторому показателю или группе определенных показателей их деятельности.** Подобное понимание закрепилось во многих российских деловых изданиях и теоретических изысканиях¹²⁹. Такие списки предназначены для того, чтобы составить представление о раскладе сил, например, в банковской системе или сфере страховых услуг, оценить степень влияния отдельных банков или промышленных предприятий на экономическую и политическую ситуацию в стране. В мировой практике подобные материалы отличаются от рейтингов (*rating*) и называются либо **рэнкингами** (*ranking*), рангами, либо списками (*listing*). Составлением **линейных списков** в России занимаются Национальное рейтинговое агентство, Информационный центр «Рейтинг», журналы «Профиль», «Компания», «Деньги».

Задача составителей списков заключается в быстром получении и обработке балансов банков, опубликовании списка крупнейших из них, при этом методика расчета показателей должна быть максимально корректна.

¹²⁸Интервью вице-президента агентства «Интерфакс» А.Ф. Сажина, взятого автором осенью 1999 г. Интервью не опубликовано, аудиокассета с записью и текст находятся в личной библиотеке автора.

¹²⁹Новикова В.В. Методологические основы формирования рейтинга надежности коммерческих банков. Автореф. дис. канд. эк. наук. — М., 1996. - С. 18.

Иванов В.В. Надежность вашего банка. — М.: ФБК-ПРЕСС, 1997. - С. 44.

Первые попытки ранжирования коммерческих банков России были предприняты в 1993 г. информационным центром «Рейтинг»¹³⁰ в газете «Известия» и группой независимых экспертов в газете «Экономика и жизнь». Была собрана информация о крупнейших банках СНГ, содержащая следующие данные: размер уставного капитала, общая сумма баланса, остаток ссудной задолженности, балансовая прибыль, эффективность деятельности (отношение балансовой прибыли к оплаченному уставному капиталу). Согласно мнению Г.С.Пановой подобного рода информация дает общее представление о банках, позволяет сравнивать результаты их деятельности, но не дает полной картины о надежности, доходности, направлении использования и структуре активов банка¹³¹. Методика подсчета балансовых показателей основывается на инструкциях Центрального банка¹³², в свою очередь основанных на рекомендациях Базельского комитета. Далее агентства либо упорядочивают банки по определенному показателю (активам или капиталу), либо рассчитывают отношения этих показателей и в дальнейшем комбинируют их по своему усмотрению, составляя уже **многомерные списки**. Последние позволяют уменьшить долю привносимого субъективизма линейных списков и дают возможность оценить состояние субъектов ранжирования комплексно, причем результаты расчетов вполне проверяемы. В отличие от линейных и многомерных списков, как мы убедились на примере международных рейтинговых агентств, классический рейтинговый подход требует учета внутренней информации, индивидуального обследования рейтингуемой организацией. Для кредитного рейтинга характерно четкое определение вероятности риска, независимое от числа присвоенных рейтингов и типа рейтингуемых объектов, тогда как ранг целиком зависит от состава объектов, их числа и особенностей: стоит вывести из списка хоть

¹³⁰ Информационный центр «Рейтинг» — независимое частное предприятие, основанное в начале 1991 г. Основным видом деятельности Информационного центра «Рейтинг» является анализ рынка ссудных капиталов и информационное обеспечение коммерческих банков и организаций, действующих на рынке свободных денежных средств. Среди основных продуктов ежемесячный анализ состояния рынка ссудных капиталов в России, публикация различных рейтинговых списков (в том числе каждые шесть месяцев списка 200 крупнейших банков РФ и ежемесячная классификация надежности банков Москвы). Материалы ИЦ «Рейтинг» публикуются в крупнейших деловых изданиях России («Финансовые известия», «Коммерсант Daily», «Аргументы и факты»), а также за рубежом (журнале «The Banker», ежеквартальном приложении к «The Wall Street Journal»). Методика, применяемая ИЦ «Рейтинг», носит принципиально закрытый характер.

¹³¹ Панова Г.С. Анализ финансового состояния коммерческого банка. — М.: Финансы и статистика, 1996. - С. 181.

¹³² Инструкция о порядке регулирования деятельности банков от 1.10.97г. № 1 / Центральный банк Российской Федерации // Правовая база «Консультант-Плюс». Инструкция о составлении финансовой отчетности от 1.10.97г. № 17 / Центральный банк Российской Федерации // Правовая база «Консультант-Плюс».

один объект и ранги изменятся. В таблице 2.3.1. представлены виды рейтингов экономических субъектов и основные издания и агентства, публиковавшие рейтинги и рэнкинги в 1999-2001 гг.

Таблица 2.3.1. «Виды рейтингов экономических субъектов РФ и основные издания и агентства, публиковавшие рейтинги и рэнкинги в 1999-2001 гг.»

О т л и ч и т е л ь н ы е о с о б е н н о с т и		
Линейные списки или рэнкинги	Многомерные списки	Собственно рейтинги
Упорядоченный по некоторому показателю список	Разбивка организационных структур на группы (кластеры) в выбранной системе агрегированных показателей	Разбивка баланса на группы с привлечением как формальной, так и экспертной оценки
«Интерфакс», ИЦ «Рейтинг», журналы: «Профиль», «Компания», «Деньги», «Эксперт»	«Эксперт-РА» (журнал «Эксперт»), Банк России, журнал «Профиль», «Независимая газета»	Международные рейтинговые агентства: Moody's, S&P, Thomson BankWatch, Fitch IBCA. Российская рейтинговая служба «EA-Ratings»

Следующей особенностью российского рынка рейтинговых услуг является **высокая степень неразвитости сектора внутреннего рейтинга ценных бумаг**: только два российских агентства (начало 2002 гг.) публично выставляют и поддерживает кредитный рейтинг российских эмитентов и ценных бумаг внутри страны — рейтинговая служба «EA-Ratings» и рейтинговое агентство «Интерфакс». Общее количество присвоенных ими кредитных рейтингов (эмитентов и долговых обязательств) не превышает пятидесяти.

С целью доказательства верности выявленных нами в ходе исследования особенностей российского рынка рейтинговых услуг, а также получения наиболее полной картины рейтингового бизнеса в России попытаемся кратко охарактеризовать деятельность перечисленных выше российских рейтинговых агентств.

Рейтинговое агентство «Интерфакс». До 2000 г. функционировало как **Национальное рейтинговое агентство (НРА)**, образованное в соответствии с Указом Президента РФ от 12 ноября 1997 г. № 1212 «О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала» на базе информационного агентства «Интерфакс». В Указе одобряется предложение Правительства РФ и агентства «Интерфакс» о создании системы, обеспечивающей

квалифицированную и объективную оценку экономического положения и платежеспособности субъектов Российской Федерации, а также предприятий и организаций, готовящихся к проведению заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала¹³³. Основная задача НРА — повышение информационной прозрачности российской финансово-кредитной системы, оценка инвестиционных и кредитных рисков, возникающих при размещении денежных средств на российском рынке¹³⁴. Создание такой системы для головного агентства «Интерфакс» явилось очередным шагом в продвижении своих услуг на отечественный информационный и финансовый рынки, так как до момента официального основания Национального рейтингового агентства «Интерфакс» в течение пяти лет занимался предоставлением финансовой и экономической информации, накапливал базы данных по регионам, предприятиям и банкам (в том числе с 1994 г. выпускал ежеквартальные статистико-аналитические обзоры по банковской системе), анализировал и регулярно публиковал списки с основными показателями деятельности крупнейших банков, страховых компаний, предприятий энергетики, связи, нефтегазовой и нефтеперерабатывающей промышленности, прочих отраслей реального сектора экономики, регионов — субъектов РФ.

Очевидно, что логика агентства «Интерфакс» развивается в соответствующем мировой практике русле, поскольку практически все международные рейтинговые агентства являются дочерними структурами крупных издательских домов или консалтинговых компаний, а основная функция рейтингового агентства — многостороннее информационное обслуживание участников финансового рынка. Головное агентство «Интерфакс» состоит из примерно 25 компаний — предприятий, связанных с информационным рынком, которые выпускают около 60% информации по экономике и финансам, что способствует созданию рейтингового агентства национального масштаба и формированию адекватного имиджа. Относительно последнего специалисты НРА подчеркивают, что в современных российских

¹³³ О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала. Указ Президента Российской Федерации от 12.11.1997г. № 1212 // База данных «Консультант Плюс».

¹³⁴ Интернет: www.interfax.ru

условиях главный актив агентства — не методика оценки и не эксперты, а его репутация, торговая марка, бренд (*brand*)¹³⁵.

Основным публичным продуктом НРА являются рейтинговые списки (называемые специалистами агентства «статистическими рейтингами») крупнейших российских банков и страховых компаний, представленных в виде таблиц и ранжирующих финансовые институты по различным финансовым показателям. Выпускаемые списки не содержат результирующих весовых коэффициентов, позволяющих сравнивать списочные компании по уровню кредитного риска, однако, на наш взгляд, являются необходимой составляющей для развития качественного рейтингового бизнеса, разработки стандартных весовых коэффициентов с учетом национальных и отраслевых особенностей, поскольку формируют сферу сравнения, сферу для адекватной сравнительной оценки российских эмитентов, собирают историю отечественных заемщиков, открывают возможность для заключения рейтинговых соглашений между агентством и эмитентами.

Рейтинговые списки агентства базируются на официальной отчетности, предоставляемой российскими банками в Центральный банк, а также информации агентства, полученной по собственным каналам, и не являющейся конфиденциальной. Формируемые статистические рейтинги банков включают показатели деятельности 300 российских банков, а именно: около 250 показателей по каждому коммерческому банку¹³⁶. Статистические рейтинги страховых компаний включают показатели деятельности российских страховых компаний: даются порядка 100 показателей по каждой компании, в т.ч. капитал, прибыль, структура активов и пассивов, показатели платежеспособности и т.д.¹³⁷

Национальное рейтинговое агентство специализируется также на ранжировании долговых обязательств регионов и предприятий не финансового

¹³⁵ В.Андреев. Банковский рейтинг в России: шаг вперед, два шага назад // Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 5. - С. 100-103.

¹³⁶Интерфакс-100. Банковский кризис и его последствия. Крупнейшие банки России в 1998 г. — Центр экономического анализа агентства «Интерфакс», 1999. - 164 с. В ряду 250 показателей можно выделить — капитал, прибыль, активы; доходы и расходы, экономические нормативы; объемы и структура ресурсов, привлеченных от населения; вложения в государственные ценные бумаги; основные характеристики кредитных портфелей; вложения в векселя; объемы и структура выданных межбанковских кредитов; активы в иностранной валюте; объемы и структура обязательств; объемы и структура привлеченных депозитов; эмиссия обращающихся долговых обязательств; объемы и структура привлеченных межбанковских ссуд; динамика привлеченных межбанковских ссуд и просрочка; пассивы в иностранной валюте; иностранные обязательства и т.д.

сектора; в конце 1999 г. осуществлен выпуск статистического бюллетеня по долговым обязательствам регионов¹³⁸.

Важным условием в работе с российскими эмитентами агентство выделяет формирование своей авторитетности как источника информации, источника аналитических услуг, потенциально как поставщика рейтинговых услуг¹³⁹. Потенциально в силу того, что по мнению руководства НРА выпуск качественных, авторитетных кредитных рейтингов внутри страны возможен на горизонте не менее трех-четырех лет¹⁴⁰.

Методика НРА для построения кредитного рейтинга на данном этапе не открыта, однако, со слов руководства НРА, существует и близка к методике агентства Fitch IBCA¹⁴¹.

Организационная структура НРА аналогична структуре международных рейтинговых агентств: в штате 15 аналитиков, сгруппированных в зависимости от выполняемой работы: группа по деятельности банков, страховых компаний, группа региональных рынков и т.д. Сформирован рейтинговый комитет.

Рейтинговое агентство «Эксперт-РА». Создано в 1997 г. деловым журналом «Эксперт». Стратегическая цель агентства — оказание всесторонней информационной и аналитической поддержки компаниям, работающим на российском рынке. Оценивая заявленную агентством систему рейтингов¹⁴², которая

¹³⁷Интерфакс-100. Рейтинг страховых компаний. Итоги 1998 г. — Центр экономического анализа агентства «Интерфакс», Национальное рейтинговое агентство при участии САК «Энергогарант», 1999. - 99 с.

¹³⁸ Статистический бюллетень «Рейтинг долговых обязательств регионов России: финансово-бюджетное обеспечение субфедеральных заимствований — состояние и перспективы рынка региональных облигаций» включает 16 таблиц, отражающих состояние финансово-бюджетной сферы и экономик 89 субъектов Российской Федерации; более 50 показателей за предшествующие четыре года по каждому из 89 регионов России, а также аналитический обзор. Основная задача рейтинга — оценка финансово-бюджетного состояния субъектов Федерации с точки зрения их способности нести долговую нагрузку и их эмиссионного потенциала. Регионы проранжированы по более чем 30 ключевым показателям, в том числе по бюджетным доходам, доле региона в федеральных трансфертах, бюджетному дефициту, доле ценных бумаг в финансировании бюджетов, объемам привлеченных кредитов и др. Кроме того, ранжирование субъектов Федерации произведено и по основным экономическим индикаторам: валовой региональный продукт, объем промышленного производства, инвестиции в основной капитал, иностранные инвестиции. Рейтинг дает возможность составить комплексное и объективное представление о регионах России и их долговых обязательствах. Как видно НРА создает прочный фундамент для построения классического кредитного рейтинга как информационного продукта.

¹³⁹В интервью, взятой автором у руководителя НРА А.Ф. Сажина, он говорит о напряженной работе специалистов НРА по экспертизе данных некоторых российских компаний, представленных последними в НРА на предмет построения в будущем кредитного рейтинга, однако название и количество компаний не сообщаются со ссылкой на нежелание раскрывать об этом информацию со стороны самих компаний — клиентов, заказчиков экспертизы. Интервью не опубликовано, кассета и текст интервью хранятся в личной библиотеке автора.

¹⁴⁰ Там же.

¹⁴¹ Там же

¹⁴² Интернет: www.raexpert/publicat.htm

включает корпоративные рейтинги, рейтинги финансовых институтов, рейтинги регионов, рейтинги страховых компаний, рейтинги долговых обязательств, имиджевые рейтинги, а также основные продукты, называемые ежегодными рейтингами: ежегодный рейтинг крупнейших компаний России «Эксперт-200»¹⁴³, ежегодный «Рейтинг российских банков»¹⁴⁴, «Страхование-200, рейтинг российских страховых компаний», ежегодный «Инвестиционный рейтинг российских регионов»¹⁴⁵ — становится очевидным, что агентство выпускает линейные и многомерные списки финансовых институтов и промышленных компаний, а также инвестиционный рейтинг российских регионов. Существенным отличием инвестиционного рейтинга от кредитного является предназначение первого, прежде всего, для прямых инвесторов, в то время как на кредитные рейтинги ориентируются в большей степени портфельные инвесторы¹⁴⁶.

«Эксперт-РА» также выпускает бизнес-справочники по различным отраслям экономики и регионов России. Содержание бизнес-справочников свидетельствует о создании агентством уникальных баз данных, которые могут быть положены в основу сравнительной оценки кредитного риска внутри страны¹⁴⁷. Достоинством бизнес-

¹⁴³ Гришанков Д., Шмаров А. «Эксперт-200»: ежегодный рейтинг крупнейших компаний России // Эксперт. - 1999. - № 36. - С.44-56.

¹⁴⁴ Рейтинг российских банков // Эксперт. - 2000. - № 46. - С. 82-118.

¹⁴⁵ Инвестиционный рейтинг российских регионов 1999-2000 гг.// Эксперт. - 2000. - №41. - С.69-92

¹⁴⁶ Инвестиционный рейтинг — комплексная оценка инвестиционной привлекательности, инвестиционного климата. При оценке инвестиционного климата анализируются региональные условия и среда для прямых инвестиций. Выбрав значительные, с точки зрения аналитиков, региональные факторы, влияющие на привлечение инвестиций, и придав им разный вес, авторы ранжируют регионы. В таком случае регион лишь частично оценивается как заемщик, т.к. благоприятные условия для прямых инвестиций являются одним из факторов оценки кредитоспособности региона.

Рейтинг инвестиционной привлекательности регионов России составляется агентством «Эксперт-РА» ежегодно и предназначен прежде всего для сопоставления регионов по условиям деятельности прямыми инвесторами: все российские регионы рассматриваются в плоскости «потенциал-риск». Методика составления инвестиционного рейтинга открыта и публикуется ежегодно вместе в рейтингом.

История оценок инвестиционной привлекательности или инвестиционного климата регионов (стран) мира насчитывает более 30 лет. Первые оценки такого рода были разработаны и применялись западными экспертами с середины 60-х годов. Одним из первых было исследование Гарвардской школы бизнеса. В основу сопоставления была положена экспертная шкала, включающая следующие характеристики каждой страны: - законодательные условия для иностранных и национальных инвесторов; - возможность вывоза капитала; состояние национальной валюты; - политическая ситуация в стране; - уровень инфляции; - возможность использования национального капитала. Дальнейшее развитие методического аппарата пошло по пути расширения и усложнения системы оцениваемых экспертами параметров и введения количественных (статистических) показателей.

В настоящее время комплексные рейтинги инвестиционной привлекательности стран мира периодически публикуются ведущими экономическими журналами: *Euromoney*, *Fortune*, *The Economist*. Рейтинги инвестиционной привлекательности российских регионов составляет только агентство «Эксперт-РА».

¹⁴⁷ В качестве примера можно привести бизнес-справочник «Электроэнергетика России», который содержит сведения о развитии электроэнергетического комплекса России в 1990-97 гг., включая производственные и финансовые характеристики деятельности 104 электроэнергетических предприятий (региональные АО-Энерго, крупнейшие ГЭС и ГРЭС). По каждой электроэнергетической компании представлена подробная информация:

справочников является комплексная проверка предлагаемых сведений: используя метод анкетного опроса, аналитик получает информацию непосредственно «из первых рук», а данные из официальных источников обязательно проверяются на местах — в регионах и компаниях. Таким образом, создаются комплексные информационно-аналитические базы данных, выводящие российский рынок ценных бумаг на новый уровень прозрачности. Посредством этих баз данных может осуществляться оперативный поиск необходимой системной информации в разрезе отдельных компаний, отраслей экономики, регионов России. Наличие подобных баз необходимо для расчета внутренних нормативов с целью формирования национального кредитного рейтинга.

Как свидетельствуют публикации специалистов «Эксперт-РА» в агентстве идет работа по разработке методик кредитного рейтинга, однако официально о выпуске кредитных рейтингов не объявляется, и такие оценки не выставляются¹⁴⁸.

Информационное агентство «АК&М». Компания основана в декабре 1990 г. и первоначально специализировалась на оказании консультационных услуг по разработке бизнес-планов и проспектов эмиссии. Начиная с 1992 г. усилия были сосредоточены на сборе и предоставлении информации по рынку ценных бумаг и валютному рынку. С мая 1998 г. эксперты АК&М ежемесячно рассчитывают рыночные показатели акций российских компаний и ранжируют их по этим показателям. Таким образом, возникли такие продукты как «Рейтинг акций по росту рыночной капитализации», «Рейтинг акций по ликвидности», «Рейтинг акций по степени риска» (акции ранжируются по показателю «коэффициент бетта»), «Рейтинг акций по степени подверженности влиянию общерыночных тенденций», «Рейтинг акций по росту числа заявок на покупку за месяц». Каждый из таких рейтингов вычисляется по несложным формулам и строится по тем компаниям, обыкновенные акции которых имеют котировальную цену в базе данных АК&М-List на дату расчета¹⁴⁹. Подобные продукты отличаются от рейтингов обыкновенных акций, существующих в международной практике. Отличаются методикой расчета и, что

контактные сведения, история развития, структура производства, динамика выработки электроэнергии, структура собственности, менеджмент, финансовые результаты, структура расчетов с поставщиками и потребителями, текущие инвестиционные проекты.

¹⁴⁸ Е.Решетин. Основные подходы к созданию системы рейтингования российских страховых компаний// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 20. - С. 118-121.

¹⁴⁹ Количество акционерных компаний в списках доходит до 150.

очевидно, в рамках международных стандартов более тяготеют к понятию «рэнкинг» нежели «рейтинг».

Экономическая экспертная группа (ЭЭГ). Является независимой группой специалистов, предоставляющей экономические и финансовые консультации.

Цель создания — оказание услуг государственным структурам в достижении проведения максимально эффективной экономической политики, т.е. сфера интересов клиентов ЭЭГ лежит прежде всего в плоскости государственных интересов. Клиентами Экспертной группы в основном выступают государственные учреждения и ведомства: федеральные министерства, администрации субъектов Российской Федерации, муниципалитеты, а также компании стратегического значения, в которых государству принадлежат крупные пакеты акций. Большая часть работ заключается в оказании оперативного консультирования специалистов Министерства финансов РФ.

Среди услуг, оказываемых Экономической экспертной группой, декларируется составление рейтингов регионов, предприятий и организаций, банков, однако фактически группа не выпустила ни одного кредитного рейтинга, в то же время активно занимается рейтинговым консультированием, которое выражается в представлении интересов будущих эмитентов — заказчиков классического кредитного рейтинга и, в первую очередь, администраций областей и городов России. Экспертная группа является официальным рейтинговым консультантом Правительства РФ. В 1996 г. специалисты этой группы провели предрейтинговое исследование экономической и политической ситуации в России. В результате был подготовлен рейтинговый отчет — так называемая «Рейтинговая книга» России, которая была предоставлена трем рейтинговым агентствам — Moody's, S&P и Fitch IBCA.

Рейтинговая служба EA-Ratings. Независимое частное рейтинговое агентство, созданное в июле 1998 г. с целью предоставления независимой профессиональной и объективной оценки кредитного риска и предоставления информации о кредитных рейтингах в России и странах СНГ. Декларирует оказание широкого спектра услуг по внутренним кредитным рейтингам: - рейтинг субъектов РФ, муниципальных образований и их долговых обязательств; - рейтинг корпораций и их долговых обязательств; - рейтинг банков и их долговых обязательств; - рейтинг финансовой устойчивости страховых компаний; анализ кредитоспособности

эмитентов; - рейтинг проектов (проектное финансирование); - анализ качества корпоративного управления.

С августа 1998 г. EA-Ratings является стратегическим партнером международного рейтингового агентства S&P, что позволяет этой службе пользоваться опытом S&P по присвоению кредитных рейтингов и выработке аналитических критериев, обращаться к имеющимся у S&P аналитическим продуктам в области оценки кредитного риска, получать содействие в области маркетинга, печати и развития рынка рейтинговых услуг, и т.п. Анализ документации EA-Ratings позволяет сделать вывод о фактически полном принятии этой рейтинговой службой философии, методологии, технологии и инструментария, т.е. идеологии в целом по присвоению кредитных рейтингов компании Standard & Poor's. В силу того, что нами ранее уже были рассмотрены вопросы международной практики кредитного рейтинга, включая S&P, далее, при анализе деятельности EA-Ratings, с целью недопущения неоправданных повторений мы будем останавливаться только на аспектах, касающихся именно внутреннего кредитного рейтинга.

Внутренний кредитный рейтинг, присваиваемый EA-Ratings, отражает кредитный риск по обязательствам российских заемщиков и основывается на кредитной истории заемщика, состоянии заемщика на текущий момент, а также на перспективах изменения кредитоспособности в будущем. На сегодняшний день EA-Ratings является единственным российским агентством, выставляющим кредитный рейтинг на базе внутристранового сравнения. Эта рейтинговая служба выделяется среди других российских рейтинговых агентств наличием методики и внутренней шкалы кредитного рейтинга. Внутренняя шкала является единой для различных типов кредитных рейтингов и выражает мнение об относительной кредитоспособности организаций и кредитном риске долговых обязательств исходя из контекста российского финансового рынка.

Шкала EA-Ratings охватывает все возможные уровни кредитоспособности российских эмитентов — от дефолта до безусловной способности и намерения заемщика обслуживать свои долговые обязательства. Дефолт по долговым обязательствам специалистами EA-Ratings определяется как отказ заемщика осуществлять погашение основной суммы или выплачивать процентный доход по

долговым обязательствам без проведения работы по реструктуризации такого рода обязательств до наступления срока платежа.

Шкала состоит из 10 категорий, для обозначения которых используются цифровые обозначения. Высшие четыре категории (555, 55, 5 и 444) определяют более низкую по сравнению с другими российскими эмитентами или долговыми обязательствами степень риска. Остальные шесть категорий (44, 4, 333, 33, 3 и 2 (S2)) обозначают кредитный риск выше среднего, причем категории «2» и «S2» означают состоявшийся дефолт по одному или нескольким своим долговым обязательствам¹⁵⁰. Рейтинговая служба, по примеру S&P, использует знаки «+» и «-» для обозначения промежуточных категорий кредитного рейтинга (с рейтингами от 55 до 333), а также символ «рейтинг отозван» в случае непредоставления заемщиком необходимой информации для обновления рейтинга или по другим причинам.

EA-Ratings выставляет как долгосрочные, так и краткосрочные кредитные рейтинги, которые имеют отдельную шкалу, состоящую из основных 7 категорий (ru-8, ru-7, ru-6, ru-5, ru-4, ru-3, ru-2 и ru-S2).

EA-Ratings, по аналогу S&P, отличает внутренний кредитный рейтинг заемщика от внутреннего кредитного рейтинга долговых обязательств. Присваиваемый EA-Ratings внутренний кредитный рейтинг заемщика выражает текущее мнение об общей кредитоспособности эмитента долговых обязательств, гаранта или поручителя, страхового агентства, делового партнера (далее «заемщика»), его способности и намерении своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства (облигации, кредиты банков, займы, другие финансовые инструменты) по мере их наступления в историческом контексте и в долгосрочной перспективе¹⁵¹. Под российскими эмитентами понимаются все эмитенты долговых обязательств, заемщики, гаранты и поручители, страховые компании, расположенные на территории РФ или действующие на российских финансовых рынках.

В процессе присвоения российских внутренних кредитных рейтингов долговым обязательствам EA-Ratings учитывает относительную вероятность платежа и природу долгового обязательства, в частности, его обеспечение, поручительства, защиту прав держателя долгового обязательства и относительный статус долгового обязательства

¹⁵⁰ Внутренняя шкала кредитного рейтинга от EA-Ratings представлена в приложении 18.

¹⁵¹ Интернет: www.ea-ratings.ru

по отношению к другим классам и выпускам долговых обязательств данного заемщика в случае его банкротства, реорганизации, ликвидации и в других сходных ситуациях. В целом методика присвоения кредитных рейтингов базируется на схеме анализа кредитоспособности заемщика, проводимого S&P.

Завершая анализ внутренней шкалы, необходимо отметить принятую в EA-Ratings классификацию рейтинговых категорий в зависимости от источников используемой информации и формы взаимодействия с заемщиком, а именно утверждены три группы рейтинговых категорий: стандартный кредитный рейтинг, рейтинговая оценка (re) и рейтинг, основанный на публичной информации. Особенности этих трех групп отражены в таблице 2.3.2. след. страницы и свидетельствуют о том, что EA-Ratings оставляет за собой право на несанкционированный рейтинг.

Таблица 2.3.2. «Основные параметры, по которым отличаются группы рейтинговых категорий EA-Ratings»

Название рейтинговой категории	Взаимодействие с заемщиком	Источник информации	Категории шкалы	Разрешение на публикацию от заемщика	Формат публикации
Стандартный кредитный рейтинг	Полное интерактивное; обязательное ознакомление на месте	Заемщик	Все	Обязательно	Пресс-релиз Рейтинговый отчет
Рейтинговая оценка (re)	Интерактивное; запросы информации без обязательного ознакомления на месте	Заемщик	Без «+» и «-»	Обязательно	Пресс-релиз Рейтинговый отчет
Рейтинг, основанный на публичной информации (pi)	Информирование заемщика о присвоенном рейтинге	Публичные источники	Без «+» и «-»	Не предусмотрено	Пресс-релиз

По состоянию на сентябрь 2001 г. рейтинговое агентство присвоило и поддерживает около 40 кредитных рейтингов¹⁵², только два из которых принадлежат промышленным компаниям, в частности, ОАО «Тюменская нефтяная компания» и

¹⁵² Интернет: www.ea-ratings.ru

ОАО «Томсктелеком», остальные рейтинги присвоены территориальным образованиям: администрациям республик, областей, городов и их долговым обязательствам¹⁵³. Обращает на себя внимание и тот факт, что почти половина присвоенных внутренних кредитных рейтингов являются несанкционированными, а вторая половина — кредитные рейтинги, присвоенные без выезда аналитиков к эмитенту. Этот факт говорит об очень низкой активности российских эмитентов в их желании получить внутренний кредитный рейтинг.

Рейтинговая служба в значительной мере работает по отдельным, точечным заказам инвесторов — в основном международных кредитных организаций. Среди таких выполненных проектов — анализ кредитоспособности семи российских городов-участников проекта Мирового банка «Передача ведомственного жилищного фонда: Владимир, Рязань, Петрозаводск, Оренбург, Череповец, Волхов, Гусь-Хрустальный; работы по контрактам с международными организациями: *The Urban Institute (USA)*, *Know How Fund*, *USAID*. То есть, рассуждая о началах российского рынка по присвоению внутреннего кредитного рейтинга, можно провести аналогию с развитием рынка по присвоению кредитных рейтингов в США, где в течение 30-60-х гг. двадцатого столетия рейтинговый бизнес развивался исключительно за счет заказов инвесторов. По мнению руководства EA-Ratings, эта тенденция не может быть скоро переломлена, особенно в ситуации с коммерческими банками, которые ориентированы и готовы платить сегодня за помещение их в линейные или многомерные списки, а не на внутренний кредитный рейтинг.

Глава 3. Концепция национального рейтинга ценных бумаг в России

¹⁵³ Источник: www.ea-ratings.ru.

& 3.1. Структура и прогноз развития системы национального рейтинга ценных бумаг

Необходимость разработки концепции национального рейтинга ценных бумаг в России очевидна. Концептуальный подход подразумевает анализ развития и состояния того или иного явления или процесса, на этой основе формирование системы взглядов, в нашем случае, на ведение рейтингового бизнеса в России. В первой и второй главах настоящей диссертации нами проведено комплексное исследование такого организационно-экономического механизма как рейтинг ценных бумаг, проведена систематизация и предложены теоретические основы рейтинга ценных бумаг, проанализировано развитие и современное состояние рынка рейтинговых услуг в мире, включая российский рынок рейтинговых услуг с начала восстановления отечественного рынка ценных бумаг в 1991 г. посредством анализа деятельности рейтинговых агентств, учитывая наличие или отсутствие у них методических разработок. На этой основе в данной главе осуществляется:

- определение потребности в национальном рейтинге ценных бумаг в российской сфере экономических отношений, выявление объектов и потребителей национального рейтинга ценных бумаг;
- формулирование задач национального рейтинга ценных бумаг, определение структуры национального рейтинга ценных бумаг, определение критериев, которым должен удовлетворять национальный рейтинг, и методических решений построения рейтинга;
- формирование структуры российского национального рейтинга ценных бумаг, определение инфраструктуры отечественного рынка рейтинговых услуг, определение критериев, которым должно удовлетворять российское рейтинговое агентство;
- разработку комплекса мер по созданию спроса на национальный рейтинг ценных бумаг в России;
- разработку модельной методики анализа, проводимого в целях построения рейтинга ценных бумаг.

3.1.1. Потребность в национальном рейтинге ценных бумаг для развития российского рынка ценных бумаг. Критерии, которым должен удовлетворять национальный рейтинг ценных бумаг

Национальный рейтинг ценных бумаг является одним из важных институтов рынка ценных бумаг и экономики в целом. Высокая волатильность российского рынка ценных бумаг, его низкая ликвидность, высокий уровень рисков — все это определяет актуальность вопросов рейтингования эмитентов и ценных бумаг, создающего определенные ориентиры на фондовом рынке. Национальный рейтинг ценных бумаг призван снизить уровень рисков на российском рынке ценных бумаг, обеспечить ранжирование ценных бумаг по их инвестиционному и кредитному качеству, тем самым способствовать повышению прозрачности рынка ценных бумаг, улучшению инвестиционного климата в стране, привлечению инвестиций и, как следствие, экономическому росту.

Под национальным рейтингом ценных бумаг мы будем понимать систему оценки инвестиционных рисков, включая кредитный, поддерживаемую рейтинговым агентством на базе сравнений эмитентов ценных бумаг внутри страны. Таким образом, национальный рейтинг ценных бумаг должен включать в себя две основные группы: национальный кредитный рейтинг и национальный рейтинг долевых ценных бумаг. В этой связи определим потребность в этих двух группах рейтингов для российской экономики, для развития российского рынка ценных бумаг и попытаемся сформировать систему национального рейтинга ценных бумаг в России.

В международной практике общепризнано, что рынок акций развивается когда защищены интересы миноритарных акционеров. При столкновении интересов менеджмента и акционеров возникает так называемая проблема «моральной опасности» (*moral hazard*), являющаяся сверхактуальной для российской экономики. Вывод активов, проведение незаконной консолидации, произвол менеджмента, нарушающего права акционеров, называются руководством ФКЦБ России среди основных проблем отечественного фондового рынка¹⁵⁴. А высокая вероятность

¹⁵⁴ Костиков И.В. Выступление в Новосибирске по вопросам корпоративного поведения. //Пресс-релиз ФКЦБ от 05.02.2001 г., www.fedcom.ru

нарушения прав акционеров — главным фактором риска, препятствующего притоку инвестиций в экономику России¹⁵⁵.

Известно, что от уровня корпоративного управления, прозрачности деятельности, защиты прав акционеров зависит инвестиционная привлекательность любой компании. Согласно Принципам корпоративного управления ОЭСР степень соблюдения корпорациями базовых принципов надлежащего корпоративного управления становится все более важным фактором при принятии решений по вопросам инвестиций¹⁵⁶. Этот факт глубоко осознан на уровне российских регулятивных органов и осенью 2000 года Федеральная комиссия начала реализацию программы, направленной на кардинальное улучшение имиджа России в области корпоративного управления. Под корпоративным управлением следует понимать систему отношений между органами управления и должностными лицами эмитентов, владельцами ценных бумаг таких эмитентов (акционерами, владельцами облигаций и других ценных бумаг), а также другими заинтересованными лицами, так или иначе вовлеченными в управление эмитентом как юридическим лицом.

Программа по совершенствованию корпоративного управления в России призвана существенным образом повлиять на приток инвестиций в национальную экономику. Основным элементом программы является разработка и внедрение в российскую деловую практику Кодекса корпоративного поведения, на который возложены две основные функции: обобщение и детализация практики корпоративного управления, а также служение в качестве практического пособия для построения взаимоотношений между инвесторами и менеджментом. По мнению ФКЦБ, «следование нормам Кодекса со временем станет своего рода Знаком качества ценных бумаг»¹⁵⁷. Проблематика корпоративного поведения выделена Правительством РФ в качестве одного из ключевых пунктов программы социально-экономического развития страны на 2002-03 гг.»¹⁵⁸

¹⁵⁵ Костиков И.В. Наша стратегическая цель — внедрение цивилизованных норм корпоративного управления. Выступление на Всемирном экономическом форуме в Давосе 29 января 2001 г. //Пресс-релиз ФКЦБ от 30.01.2001г., www.fedcom.ru

¹⁵⁶ Принципы корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития. Интернет: www.ricd.ru

¹⁵⁷ Колесников И.Г. Выступление перед участниками конференции в Воронеже «Совершенствование корпоративного управления как средство улучшения инвестиционного климата и управления в акционерном обществе» // Пресс-релиз ФКЦБ от 24.05.2001 г., www.fedcom.ru

¹⁵⁸ Костиков И.В. Выступление на втором заседании координационного совета по корпоративному управлению 4 апреля 2001 г. //Пресс-релиз ФКЦБ от 04.04.2001 г., www.fedcom.ru

Из вышесказанного становится очевидным, что по мере внедрения новой идеологии корпоративного управления будет возрастать роль регулятора отечественного фондового рынка, так как исполнение Кодекса потребует усиления контроля за эмитентами со стороны государства и ужесточения мер ответственности за наиболее серьезные нарушения деятельности акционерных обществ. ФКЦБ разрабатывает систему мониторинга и контроля за эмитентами, акции которых торгуются на организованном рынке ценных бумаг.

На наш взгляд, для полноценного процесса действий только административного характера недостаточно. Наряду с ними необходимо опираться на регулятивные составляющие, имеющие экономическую природу. Таким регулятором может стать рейтинг, оценивающий соответствие практики корпоративного управления отдельных компаний вводимым стандартам, формирующий тем самым доверие к рынку акций и оказывающий влияние на его ликвидность. По нашему мнению, реализация программы улучшения корпоративного управления в России создает предпосылки для создания национального рейтинга корпоративного управления.

Под рейтингом корпоративного управления в национальном масштабе — **РКУн** — мы будем понимать **заключение рейтингового агентства, основанное на прозрачных критериях и стандартизированной технологии анализа, относительно соблюдения акционерным обществом стандартов корпоративного управления (поведения), закрепленных в Кодексе корпоративного поведения, в национальном контексте.** Рейтинг оценивает взаимоотношения руководства акционерного общества, членов его совета директоров, акционеров и других заинтересованных лиц, включая кредиторов.

Попытаемся вывести методологические принципы, которые должны быть положены в основу методики определения РКУн. В качестве краеугольных камней методологии оценки, по нашему мнению, можно принять набор основных принципов корпоративного управления, разработанный Консультационной группой коммерческого сектора по корпоративному управлению при Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР): честность, прозрачность, подотчетность, ответственность.

Методические решения могут быть представлены следующим образом:

1. РКУ_н является инструментом, информирующим инвесторов о состоянии корпоративного управления акционерного общества. Поэтому он может рассчитываться вне зависимости от желания или прямого заказа руководства оцениваемой компании-эмитента, т.е. может быть несанкционированным.

2. Информационная закрытость акционерного общества увеличивает любые риски для владельцев ценных бумаг этого АО. Поэтому одним из ключевых моментов анализа корпоративного управления является оценка того, как акционерное общество раскрывает информацию. Оценивается объем, качество и содержание публикуемой информации, ее своевременность и доступность.

3. РКУ_н должен учитывать различные аспекты корпоративного управления акционерного общества, которые могут быть сгруппированы следующим образом: а) финансовая прозрачность и раскрытие информации; б) структура собственности; в) права акционеров, риски нарушения прав акционеров; г) качество работы совета директоров и менеджмента; д) история корпоративного управления.

4. Определение рейтинга производится посредством анализа перечисленных выше компонентов процесса корпоративного управления с опорой на подготовленный список стандартизированных контрольных вопросов, составленных таким образом, чтобы отразить конкретные условия, в которых работает акционерное общество.

5. Определение рейтинга должно осуществляться на условиях минимизации субъективности. Поэтому стандартизированные вопросы формируются таким образом, чтобы эксперты выражали не собственное мнение в отношении рассматриваемого ими вопроса, а констатировали наличие или отсутствие того или иного факта.

6. РКУ_н присваивается на основании заключения рейтингового агентства по шкале от 10 (высший рейтинг) до 1 (низший). По каждому компоненту анализа также может определяться балл по шкале от 10 (высший) до 1 (низший).

Каждый из перечисленных выше компонентов анализа оказывает свое влияние на общий процесс присвоения РКУ_н. В то же время, например, в тех случаях, когда финансовая прозрачность и практика раскрытия информации практически

отсутствует, значимая оценка других факторов корпоративного управления может быть невозможной.

Данные методические решения могут служить основой для разработки методики анализа корпоративного управления, включая разработку критериев и списка стандартизированных вопросов. Их создание обусловлено введением в действие Кодекса корпоративного управления в России.

Другим видом национального рейтинга долевого ценного бумага, актуальным для российского фондового рынка, по нашему мнению, является рейтинг ценных бумаг инвестиционных фондов. Вывод инвестиционных паев в биржевой оборот, планируемый ФКЦБ, создает предпосылки для его внедрения. Ниже приводится структура национального рейтинга ценных бумаг, какой она видится в перспективе.

Национальный рейтинг ценных бумаг

Кредитный рейтинг		Прочие виды рейтинга
<i>Вид рейтинга</i>	<i>Признак классификации</i>	<i>Вид рейтинга</i>
1. Региональный рейтинг 2. Муниципальный рейтинг 3. Корпоративный рейтинг	<i>Статус заемщика</i>	1. Корпоративный рейтинг 2. Рейтинг инвестиционных фондов
1. Кредитный рейтинг эмитента 2. Кредитный рейтинг долговых обязательств: облигаций; векселей; сертификатов банков 3. Рейтинг привилегированных акций	<i>Объект оценки</i>	1. Рейтинг корпоративного управления 2. Рейтинг инвестиционных паев ПИФов
1. Долгосрочный рейтинг 2. Краткосрочный рейтинг	<i>Временной фактор</i>	1. Долгосрочный рейтинг 2. Краткосрочный рейтинг
1. В национальной валюте 2. В иностранной валюте	<i>Валюта обязательств</i>	1. В национальной валюте
1. Полноценный рейтинг 2. Рейтинг, основанный на публичной информации 3. Мнение о кредитоспособности 4. Рейтинг для частных сделок 5. Предварительный рейтинг	<i>Открытость и качество информации</i>	1. Полноценный рейтинг 2. Рейтинг, основанный на публичной информации 3. Предварительный рейтинг
1. Санкционированный 2. Несанкционированный	<i>Заказчик рейтинга</i>	1. Санкционированный 2. Несанкционированный

Рис. 10 «Структура рейтинга ценных бумаг в России »

Важными определяющими существующей на рынке потребности в составлении национального кредитного рейтинга, на наш взгляд, являются факторы суверенного и странового риска, а также ориентация международных рейтинговых агентств на

работу с крупными эмитентами. Высокие значения суверенного и странового рисков сужают диапазон международных рейтинговых значений для отечественных эмитентов, тем самым способствуют нивелированию различий в их кредитоспособности. Работа только с крупными эмитентами не дает получить заметный эффект рейтинга для российской экономики, в зону рейтинга попадают только несколько десятков предприятий.

По нашему мнению, **национальный кредитный рейтинг должен удовлетворять следующим критериям.**

Во-первых, базовая методология должна быть идентична той, которая применяется для международного рейтинга. Во-вторых, самые надежные заемщики в стране должны получать наивысший возможный внутренний рейтинг. Исключение могут составлять случаи, когда по международной шкале им присущ уровень риска выше среднего. В-третьих, внутренний рейтинг должен учитывать риск неблагоприятных действий правительства только в местном контексте, относительно кредитных рисков других российских должников. Данные следующей таблицы конкретизируют отличия внутреннего кредитного рейтинга от международного.

Таблица 3.1.1. «Сравнительная характеристика кредитных рейтингов по международной и национальной шкале»

Показатель	Рейтинг по международной шкале	Рейтинг по национальной шкале
Назначение	Международное сравнение уровней кредитного риска	Сравнение уровней кредитного риска внутри страны
Валюта обязательств	Обязательства как в иностранной, так и в национальной валюте	В национальной валюте
Учет факторов суверенного риска	Все составляющие суверенного риска	Учет составляющих суверенного риска, действующих в национальном контексте
Уровень учитываемого риска неплатежа	Риск неплатежа оценивается по средним для межстрановых сопоставлений нормам	Риск неплатежа для конкретной рейтингуемой категории варьируется в зависимости от страны
Сравнимость рейтингов	На международном уровне и в пределах одной страны	В пределах страны. Не могут сравниваться для разных стран.

Для получения адекватных сравнений методологию оценки кредитного риска по национальной шкале следует проводить в соответствии с международной шкалой по следующим основным принципам:

- обеспечение соответствия методик, используемых критериев оценки кредитоспособности и их «пороговых» значений; сопоставимая «калибровка» шкал и методик оценки кредитных рисков для обязательств, номинированных в национальной валюте;

- возможность конвертации шкал с учетом различных стандартов бухгалтерского учета, т.к. национальный рейтинг может производиться на основе отчетности, принятой в Российской Федерации;

- обеспечение относительного соответствия оценок кредитного риска по обеим шкалам таким образом, чтобы обязательства, получившие относительно более высокий рейтинг по международной шкале по сравнению с другими обязательствами, получили относительно более высокий и национальный рейтинг, и наоборот.

Таким образом, **внутренний кредитный рейтинг обеспечит более точное распределение кредитных рисков между российскими должниками, будет способствовать более осмысленной дифференциации процентных ставок в зависимости от обязательств. Национальный рейтинг ценных бумаг призван:**

- способствовать формированию доверия к отечественным эмитентам, улучшению инвестиционной привлекательности российских предприятий;

- способствовать снижению рисков и повышению ликвидности на российском рынке ценных бумаг;

- выступать инструментом мониторинга и контроля корпоративных действий российских акционерных обществ;

- содействовать повышению эффективности и улучшению информационного обеспечения при принятии решений об инвестициях в ценные бумаги на российском фондовом рынке;

- повысить надежность и предсказуемость финансовых операций за счет наличия независимого квалифицированного мнения третьей стороны;

- увеличить объемы кредитных операций и улучшить их качество за счет снижения затрат по сбору и анализу информации;

- увеличить возможности заемщиков по привлечению ресурсов и повысить их доступность.

3.1.2. Субъекты российского рынка рейтинговых услуг

Исходя из предложенной выше структуры национального рейтинга ценных бумаг установим субъектов рынка рейтинговых услуг в России. Для обеспечения широкого охвата российских предприятий, по нашему мнению, на российском рынке рейтинговых услуг необходимо присутствие агентов, предоставляющих рейтинговые услуги различных уровней. Поэтому модель рынка рейтинговых услуг в России будет выглядеть следующим образом (см. рис. 11):

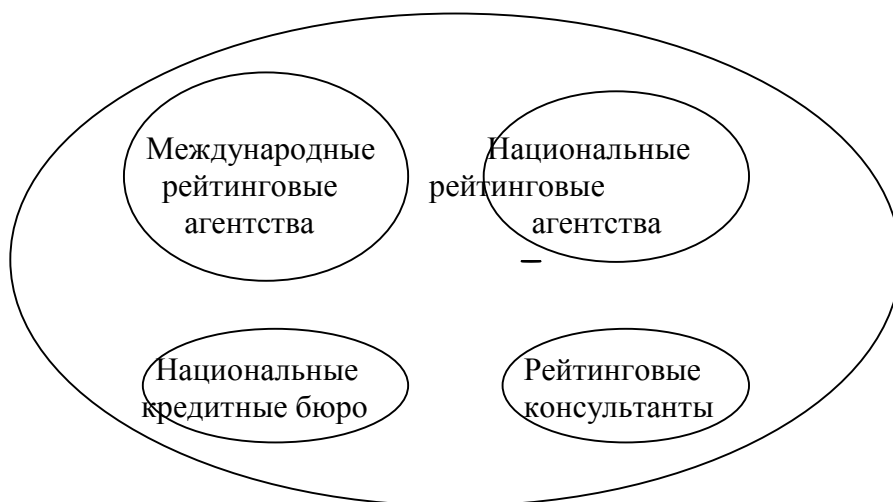


Рис. 11 «Субъекты рынка рейтинговых услуг в России»

В силу того, что российские экономические субъекты заинтересованы в международных инвесторах, а **международные рейтинговые агентства** в основном сосредотачиваются на крупных эмитентах и присвоении рейтингов по международной шкале, по нашему мнению, должна оставаться полная либерализация входа международных рейтинговых агентств на российский рынок.

Основным субъектом российского рынка рейтинговых услуг должно стать **национальное рейтинговое агентство**, ориентирующееся на присвоение корпоративного, регионального и муниципального рейтингов. Важным для национального агентства является координация деятельности с международным рейтинговым агентством, распространяющим на него свою репутацию и обеспечивающим методическими разработками по присвоению рейтинга.

Разработка методик по определению национального рейтинга является актуальной задачей для российского агентства. Для расчета внутренних нормативов необходимо наличие обширной базы данных по различным эмитентам, например, по предприятиям различных отраслей экономики и за достаточно долгий период

времени. Как следует из предыдущего анализа российскими рейтинговыми агентствами сформированы необходимые базы данных.

В свете сказанного определимся со стандартом организационной структуры российского национального рейтингового агентства. В целом организационная структура может соответствовать установившимся в международных агентствах стандартам: информационная служба и службы рейтинга, которые формируются по отраслевому признаку: сектор муниципальных облигаций, сектор корпоративных облигаций, сектор депозитных сертификатов, сектор рейтинга корпоративного управления и т.д.) с выходом на рейтинговый комитет. В случае выпуска «мнений о кредитоспособности» необходимо решить вопрос сбора информации по предприятиям среднего и мелкого бизнеса.

Национальные кредитные бюро могут сосредоточиться на предоставлении недорогостоящих рейтинговых услуг, обслуживании среднего и мелкого бизнеса. По нашему мнению, на российском рынке рейтинговых услуг в перспективе может быть создана сеть специальных кредитных бюро, ориентированных на выпуск «мнений о кредитоспособности», собирающих и предоставляющих информацию о действующих заемщиках и участниках финансового рынка, таких, как статистика платежных привычек, кредитная история, сведения о судебных исках и разбирательствах.

Некоторые специализированные бюро могут создаваться для работы в определенном секторе рынка ценных бумаг (например, рынка векселей) с участием профессиональных ассоциаций (например, АУВЕР — Ассоциации участников вексельного рынка, заинтересованной в поддержании стабильности на этом рынке) и при поддержке национальных рейтинговых агентств.

Следующий субъект российского рынка рейтинговых услуг — **рейтинговые консультанты**. Их встроенность в структуру рынка рейтинговых услуг объясняется тем, что привлечение профессионального консультанта позволяет максимизировать кредитный рейтинг, а именно: ведет к экономии времени ведущих руководителей и административных ресурсов, сокращает риск при взаимоотношениях, обеспечивает по возможности лучшее представление кредитных позиций эмитента и лучшую подготовку высшего управленческого персонала к встрече с представителями рейтинговых агентств, как следствие — вероятность повышения итоговых результатов, т.е. значений рейтинга и его перспектив. Рейтинговое консультирование

может проходить на базе российских компаний, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, а также занимающихся консалтинговой деятельностью.

Количественно российский рынок рейтинговых услуг в ближайшей перспективе представляется следующим образом:

- три международных рейтинговых агентства — S&P, Moody's, Fitch;
- два-три национальных рейтинговых агентства — «Эксперт-РА», рейтинговое агентство «Интерфакс», рейтинговая служба EA-Ratings;
- сеть специализированных кредитных бюро — порядка десяти, т.е. как минимум по одному в каждом федеральном округе;
- рейтинговое консультирование, вероятно, на уровне точечных заказов различным профессиональным участникам, банкам и консалтинговым фирмам.

3.1.3. Факторы и прогноз развития системы национального рейтинга ценных бумаг в России

Как следует из международной практики, жизнеспособность рейтинга определяется прежде всего инвесторами: первоначальный спрос на рейтинг формируют портфельные инвесторы, заинтересованные в диверсификации активов, и более всего коллективные инвесторы, т.е. те, кто создает индустрию инвестирования, производит финансовые инвестиции и средства инвестирования. Именно они ориентированы на долгосрочные вложения и более всего нуждаются в широкомасштабной оценке кредитного риска на рынках, заинтересованы в существовании рейтинговых агентств. Индустрия инвестирования предполагает значительное количество обращающихся и готовящихся к выпуску ценных бумаг, что происходит в условиях экономического подъема: именно тогда рейтинг становится востребованным со стороны инвесторов, а эмитенты делают заказы на него. Политика стимулирования экономического роста, по мнению Я.М.Миркина, является основой развития фондового рынка¹⁵⁹.

Выделим **основные факторы развития системы национального рейтинга ценных бумаг**. К ним, по нашему мнению, следует отнести:

¹⁵⁹ Миркин Я.М. 30 тезисов. Ключевые идеи развития фондового рынка// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 11. - С.30-34.

- становление и развитие инфраструктуры рынка рейтинговых услуг;
- развитие национальной сферы коллективного инвестирования;
- активное предложение ценных бумаг со стороны эмитентов;
- активная позиция регулятора рынка ценных бумаг в формировании спроса на рейтинговые услуги российских агентств¹⁶⁰.

Ключевая задача по созданию пространства национального рейтинга ценных бумаг — становление инфраструктуры российского рынка рейтинговых услуг — на первом этапе, на наш взгляд, решена. К такому выводу приводят результаты анализа деятельности российских рейтинговых агентств. Следующим этапом должно стать формирование спроса на рейтинговые услуги и создание национальных кредитных бюро.

Исследование рынка коллективных инвестиций позволяет сделать вывод о том, к настоящему времени в России уже сформировались его основные элементы. Среди действующих на российском рынке финансовых институтов можно выделить группу коллективных инвесторов в составе инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов (НПФ), страховых компаний, кредитных союзов. К ним же с некоторыми оговорками можно отнести общие фонды банковского управления, а также профессиональных участников фондового рынка, осуществляющих доверительное управление средствами частных инвесторов. Суммарные активы паевых фондов, негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний по оценкам автора приближаются к 100 млрд. руб., в общем случае формируют повышательную тенденцию и делают коллективных инвесторов заметным источником инвестиций в экономику России¹⁶¹.

¹⁶⁰ Введение этого фактора в качестве одного из основных обусловлено позицией автора по вопросу о важности роли государства на российском рынке ценных бумаг, согласной с предложением Я.М.Миркина о повышении роли государства в стимулировании развития российского рынка ценных бумаг. См. Рукопись докторской диссертации Я.М.Миркина «Развитие рынка ценных бумаг в России».

Позиция автора также опирается на исследования представителей Новосибирской экономико-социологической школы, выделяющих два типа национального устройства экономики, политики и идеологии — западную и восточную институциональные матрицы. Представители этой школы относят российскую экономику к восточной институциональной матрице, символизирующей определяющую роль государства в экономических процессах. См. Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России. — М.: ТЕИС, 2000. - 213 с.

¹⁶¹ Общая стоимость чистых активов ПИФов на 28 апреля 2000 г. составляла 7, 942 млрд.руб. (279,4 млн.долл.); на 31.12.99г. — 4,895 млрд.руб. (182,0 млн.долл.); на 31.12.98 г. — 593,3 млн.руб. (28,7 млн.долл.); на 31.12.97 г. — 248,63 млн.руб. (41,7 млн. долл.). До августовского кризиса 1998 г. почти у трети негосударственных пенсионных фондов (около 80 НПФ) активы превышали 1 млн. долл. См. Савицкий К.Л., Перцев А.П., Капитан М.К., Инструментарий инвестора. — М.: ИНФРА-М, 2000. - С. 6.

К осени 2000 г. российские пенсионные фонды и страховые компании уже испытывали недостаток в источниках вложения пенсионных и страховых резервов. Об этом свидетельствует их обращение в Министерство финансов РФ с предложением выпустить для них государственные ценные бумаги, в которые НПФ и страховые компании готовы вложить более 2 млрд. долл.¹⁶²

Таким образом, современное состояние рынка коллективных инвестиций в целом фактически стимулирует предложение долговых обязательств. В этой связи посмотрим отдельно на предложение со стороны региональных администраций и промышленных компаний.

Первые региональные облигации были выпущены Хабаровским краем в марте 1992 г. В 1992-93 гг. эмиссия облигаций и других краткосрочных долговых обязательств носила экспериментальный характер. Начиная с 1994 г. долговые ценные бумаги стали широко использоваться как альтернативный банковскому кредитованию способ заимствования финансовых ресурсов. В 1996 г. начался массовый выход региональных администраций на рынок ценных бумаг, а в 1997 г. номинальная стоимость внутренних выпусков облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований возросла почти в 2,5 раза (по сравнению с 1996 г.) и составила 24,2 трлн.руб.¹⁶³ (без учета деноминации). С этого времени существует необходимость комплексной оценки кредитоспособности региональных администраций и надежности выпущенных ими ценных бумаг.

Перед августом 1998 г. сектор облигаций субъектов Федерации и муниципальных образований был вторым по объему и активности после сектора

По отчетным данным на 1.01.2000 г. негосударственными пенсионными фондами инвестировано в различные секторы экономики, финансового и фондового рынков 14, 3 млрд. руб. средств, что превышает соответствующие данные на начало 1999 г. в 1,96 раза. См. там же. - С.13.

Общие фонды банковского управления: по данным сайта «Ассоциации защиты информационных прав инвесторов» (АЗИПИ) на май 2000 г. активы пяти крупнейших ОФБУ (всего информация на сайте представлена по 34 ОФБУ, а Банком России зарегистрировано около 150 ОФБУ) составляли 59,5 млн. руб. См. Интернет: www.azipi.ru

Общая сумма страховых взносов, собранная в России в 1999 г. составила 95,6 млрд.руб. Департаментом страхового надзора Минфина РФ отмечается, что по итогам работы за 1999г., в сравнении с 1998 г. общий объем поступления страховых взносов вырос на 127,6%. См. Савицкий К.Л., Перцев А.П., Капитан М.К., Инструментарий инвестора. — М.: ИНФРА-М, 2000. - С. 17-18.

По состоянию на конец 1999 г. суммарные активы кредитных союзов составляли около 100 млн.руб. Специалистами Центра коллективных инвестиций прогнозируется потенциальная емкость рынка как минимум в 200 млн. руб. См. там же. - С.20-21.

¹⁶² Гришина Т. За несуществующие бумаги уже началась конкуренция.// Коммерсант-daily. - 2000. - № 212. - С. 4.

¹⁶³ Чеканова Е., Чеканов Л. Тенденции развития и перспективы рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в России// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 3. - С. 81-84.

суверенных заимствований на российском долговом рынке. Пережитый рынком субфедеральных облигаций в 1998 г. кризис резко снизил интерес инвесторов к этим ценным бумагам, с одной стороны, с другой — повысил потребность кредиторов в оценке состояния и перспектив региональных финансовых систем. Многочисленные дефолты региональных администраций по ранее выпущенным ценным бумагам сформировали для большинства из них негативную кредитную историю: по данным ЕА-Ratings не менее 34 регионов не исполняли или не исполняют свои обязательства по банковским кредитам, не менее 40 регионов не выполняют свои обязательства по гарантиям¹⁶⁴.

В посткризисный период: с августа 1998 г. по 1 января 2000 г. Минфином зарегистрированы 26 условий эмиссии долговых ценных бумаг: десяти субъектов РФ и восьми муниципальных образований, причем наибольшей эмиссионной активностью выделился Комитет финансов администрации С-Петербурга, зарегистрировавший в 1999 г. 8 эмиссий долговых обязательств (условия эмиссии субфедеральные и муниципальные органы власти регистрируют в Минфине без указания объемов)¹⁶⁵. В 2000-01 гг. зарегистрировано уже 35 условий эмиссий, в том числе С- Петербургу и Москве принадлежат соответственно тринадцать и шесть¹⁶⁶.

Подводя итоги в анализе предложения долговых обязательств региональными администрациями, на наш взгляд, можно констатировать недостаточность этого предложения с учетом спроса на ценные бумаги со стороны коллективных инвесторов. Единичные предложения не могут удовлетворить портфельного инвестора, т.к. он — субъект индустрии инвестирования, и для него необходим полноценный фондовый рынок.

В этой ситуации наиболее сильный толчок к развитию рынка рейтинговых услуг могло бы дать появление объемного рынка корпоративных облигаций. Реальная возможность формирования такого рынка появилась в середине 1999 г., когда с июля для эмитента, чьи облигации обращаются на бирже, налогообложение практически не отличается от налогообложения по привлеченным кредитам. Однако в первые годы

¹⁶⁴ Шадрин А. Тенденции региональных заимствований и финансирование городской инфраструктуры// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 12. - С. 37-40.

¹⁶⁵ Чеканова Е., Чеканов Л. Тенденции развития и перспективы рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в России// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 3. - С. 81-84.

¹⁶⁶ Расчеты автора на основании официальной информации Министерства финансов РФ, представленной на сайте: www.minfin.medic.ru

адекватного спросу коллективных инвесторов предложения долговых обязательств со стороны промышленных компаний не последовало: в 1999-2000 гг. на рынок вышли около 40 компаний, разместившие облигации на общую сумму 45,3 млрд. руб.¹⁶⁷ С начала 2001 г. зарегистрировано 66 выпусков облигаций, на сумму около 11,5 млрд. руб.¹⁶⁸

Сдерживающим фактором развития системы национального рейтинга ценных бумаг, на наш взгляд, является тот факт, что российский финансово-кредитный рынок развивается в направлении, условно называемом «германским», где основные потоки кредитных ресурсов перераспределяются через банковские кредиты, а облигации играют подчиненную роль в финансировании корпораций. Такое утверждение подтверждается анализом структуры собственности, проведенной Я.М.Миркиным¹⁶⁹. Согласно прогнозам Я.М.Миркина сбережения населения в России будут в большей мере иметь традиционно депозитную или наличную форму¹⁷⁰. То есть долговые ценные бумаги промышленных компаний (и региональных администраций) первоначально в основном могут быть ориентированы только на коллективных инвесторов. Поэтому наш основной вывод следующий: **стимулирование роста долговых эмиссий в России и потребность в национальном кредитном рейтинге будет определять в основном рост институтов коллективного инвестирования, в частности, пенсионных фондов и страховых компаний.** В общем эта зависимость подтверждается и международной практикой, однако в России, на наш взгляд, она носит более жесткий характер.

В развитие этого вывода отметим характер современной ситуации в сфере финансовых услуг России. Ситуация такова, что, с одной стороны, в связи с низким суверенным рейтингом российские эмитенты не имеют широких и недорогих возможностей для заимствований на международных рынках капиталов, и это является позитивным фактором для развития внутреннего рейтинга ценных бумаг; с другой стороны, российские коллективные инвесторы не имеют морального права и достаточных регулятивных условий для размещения своих резервов за рубежом, что

¹⁶⁷ Расчеты проведены автором на основании информации о размещенных в 1999-2000 гг. выпусках корпоративных облигаций, представленной на сайте: www.cbonds.ru/emission

¹⁶⁸ Пресс-релиз ФКЦБ от 29.06.2001 г. // Интернет: www.fedcom.ru

¹⁶⁹ Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок?// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 1. - С.13-15.

также позитивно отражается на развитии системы национального кредитного рейтинга¹⁷¹. Спрос на национальный кредитный рейтинг может поступать и от участников международных рынков, которыми национальный рейтинг используется в качестве дополнений к международным рейтинговым значениям.

Другим сдерживающим фактором для развития национального рейтинга ценных бумаг все еще остается фактор раскрытия информации, количество и качество раскрываемой информации. Мы склоняемся к тому, что невысокий уровень раскрытия информации российскими эмитентами может являться причиной низкой капитализации российского фондового рынка. Повысить уровень раскрытия информации, оперативность ее предоставления инвесторам и всем заинтересованным лицам призвана электронная система отчетности, разработанная Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. Кроме того, статьи 185 и 185-1 принятого весной 2002 г. закона «О внесении изменений и дополнений в Уголовный кодекс Российской Федерации» направлены на повышение ответственности участников российского рынка ценных бумаг за злоупотребления при осуществлении эмиссии ценных бумаг, а также за злостное уклонение от раскрытия информации.

Актуальным для развития национального рейтинга является вопрос появления стандартов раскрытия информации, отражающих экономические реалии и отвечающих на вопрос: «Сможет ли объект инвестирования обеспечить достаточный уровень рентабельности собственных средств?». Подобные стандарты широко используются в международной практике, например, известны международные стандарты бухгалтерского учета, стандарты, разработанные Международным валютным фондом, Всемирным банком, стандарты *GAAP*, стандарты *IOSCO* — Международной организации органов, регулирующих фондовый рынок (*International Organization of Securities Regulatory Authorities*). Разработанные *IOSCO* принципы предоставления информации приняты Комиссией по ценным бумагам и биржам США.

¹⁷⁰ Миркин Я.М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 7. - С.- 33-36.

¹⁷¹ Покупка ценных бумаг за рубежом — это область валютного регулирования, которая неподконтрольна ни Федеральной комиссии по ценным бумагам, ни Департаменту страхового надзора Министерства финансов РФ, контролирующего страховые компании, ни Государственной инспекции по негосударственным пенсионным фондам.

В России требования к представлению информации, по мнению зарубежных специалистов, носят формальный характер и не гарантируют нормального доступа к данным о реальном положении дел на предприятии; стандарты финансовой отчетности устарели и не отвечают требованиям рыночной экономики¹⁷². Действительно, до недавнего времени российские положения по бухгалтерскому учету главным образом предназначались для представления финансовой отчетности налоговым и прочим государственным органам, они не обеспечивали прозрачности отчетности, не способствовали в стремлениях привлечь инвестиции. Начавшийся в стране переход российских предприятий на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), по мнению зарубежных специалистов¹⁷³ позволит представлять прозрачную единообразную информацию о своей хозяйственной деятельности, что обеспечит понимание и доверие со стороны потенциальных инвесторов и кредиторов в процессе оценки риска. В любом случае внедрение МСФО, на наш взгляд, обеспечивает возможности для развития национального рейтинга ценных бумаг.

Для более активного внедрения национального рейтинга ценных бумаг на российском рынке, на наш взгляд, необходимо предпринять ряд мер регулятивного характера, что может быть обеспечено со стороны Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Эти меры — следующие.

1. Установить нормативные требования к определению (присвоению) кредитного рейтинга по эмиссиям долговых обязательств и финансовым сделкам. Подобный опыт опробован в ряде стран, в частности, такие требования предъявляются в отношении программ выпусков государственных облигаций, корпоративных ценных бумаг, депозитных сертификатов, инвестиционных паев и т.п. Введение подобных требований для векселедателей будет способствовать созданию и развитию системы раскрытия информации по неэмиссионным ценным бумагам.

2. Ввести на российском рынке ценных бумаг законодательно утвержденное понятие *инвестиционного качества* ценных бумаг с опорой на национальную рейтинговую шкалу. На этой основе с целью обеспечения устойчивого функционирования системы коллективного инвестирования установить ряд

¹⁷² Гутброд М. Международный и российский опыт правового регулирования рынка корпоративных облигаций// Вестник НАУФОР. - 1999. - № 11-12. - С.9-10.

¹⁷³ Прайор Н., О'Брайен Д. Международные стандарты финансовой отчетности и инвестор// Accounting Report. - 1999. - № 2.4 - С.17-18.

требований к структуре активов паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. Эти требования могут выражаться в установлении лимитов по операциям с долговыми обязательствами, не имеющими рейтинга или с низким рейтингом.

3. С введением в действие Кодекса корпоративного поведения утвердить на начальном этапе нормативные требования, устанавливающие обязательное получение рейтинга корпоративного управления крупными российскими предприятиями — акционерными обществами, с целью внедрения РКУн в российскую практику.

4. Для усиления роли отечественных рейтинговых агентств и повышения их значимости целесообразно создание саморегулируемой организации в области инвестиционного и финансового консультирования, осуществляющей квалификационную функцию для рейтинговых агентств.

С учетом выявленных этапов развития международного рейтингового бизнеса и освещения современного состояния рынка рейтинговых услуг в России представляется возможным дать прогноз развития отечественного рейтингового бизнеса. История показала, что высокая волатильность и кризисы повышают спрос на кредитный рейтинг. Присущая российскому рынку ценных бумаг волатильность по мере расширения рынка корпоративных облигаций, повышения его ликвидности будет активизировать спрос на кредитный рейтинг. Рост спроса обеспечит и появление коммерческих бумаг, а также наступление реальных случаев кредитного риска. В ближайшей перспективе, по мнению автора, развитие отечественного рынка рейтинговых услуг будет происходить:

а) через выпуск прежде всего несанкционированных рейтингов, расширение видов предлагаемых продуктов и, в этой связи, организацию новых специфических рейтинговых служб, стимулирование рейтинговой практики со стороны международных и российских рейтинговых агентств. Особенно остро будет стоять проблема *объективной* рейтинговой оценки (*не* завышенной или заниженной).

б) под воздействием таких факторов, как установление аффилированных отношений между российскими и международными рейтинговыми агентствами и распространение их репутации на отечественные рейтинговые фирмы. Существует вероятность того, что российский рынок рейтинговых услуг будет сформирован в форме олигополии;

в) посредством охвата, прежде всего, крупных экспортно ориентированных компаний и финансовых институтов, особенно тех, которые пожелают дополнить международный рейтинг национальным;

г) с учетом целенаправленной деятельности регулятора российского рынка ценных бумаг (ФКЦБ России) по снижению рисков на рынке.

Влияние отмеченных факторов, по мнению автора, создаст предпосылки для спроса на внутренний рейтинг ценных бумаг со стороны российских эмитентов.

& 3.2. Методика рейтингового анализа (на примере долговых обязательств субъектов Российской Федерации и муниципальных образований)

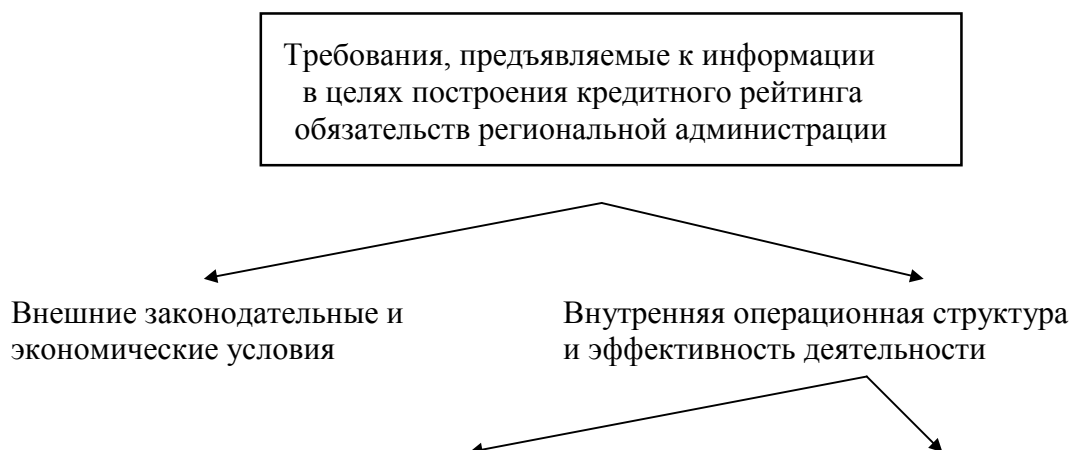
Развитие системы национального рейтинга ценных бумаг определяется и появлением соответствующих методических разработок. Подобная методика должна опираться на богатый опыт международных рейтинговых агентств и быть адаптированной к российским условиям. Далее предлагается методика анализа кредитоспособности администраций субъектов РФ и органов местного самоуправления, в основе которой лежат методические разработки международных рейтинговых агентств и опыт работы автора в качестве рейтингового консультанта администрации г. Сургута. Методика апробирована на примере г. Сургута по данным 1996-1998 гг.

Методика международных рейтинговых агентств по присвоению региональных рейтингов включает в себя два основных компонента: 1) исследование внешних условий; 2) оценка внутренней операционной структуры и эффективности деятельности региональной или местной администрации.

Первый из них предполагает оценку странового риска, отношений региональной администрации с федеральным правительством, а также анализ местных экономических условий. Второй компонент включает в себя анализ функционирования региональной административной системы, ее фискальную эффективность и финансовое положение.

Требования, предъявляемые к информации об эмитенте региональных облигаций, разбиваются на две группы в зависимости от того, о каком типе облигаций идет речь: облигациях общего покрытия или облигациях, обеспеченных доходами от инвестиционных проектов. В первой группе определяющей является информация о самом эмитенте, его социально-экономическом положении, бюджете, организационной структуре администрации. Во второй группе определяющей является информация о структуре займа, его размере, сроках погашения, соответствии графика погашения долга прогнозам получения доходов от проекта, о технико-экономических характеристиках самого проекта (см. рис. 12).

В общем случае документально кредитный анализ региональных облигаций осуществляется на основании проспекта эмиссии, аудиторского заключения, финансовой отчетности эмитента за последние три-пять лет, а также законодательных актах, регулирующих вопросы региональных займов и, особенно, бюджет. Стандартный формат запрашиваемой информации представлен в приложении 19.



облигации общего покрытия	облигации, обеспеченные доходами от проектов
<i>определяющей является информация об эмитенте :</i>	<i>определяющей является информация о займе:</i>
- социально-экономическое положение	- структура займа, его размер, сроки погашения
- бюджет	- соответствие графика погашения долга прогнозам получения доходов от проекта
- устройство органов власти, профессиональные качества официальных лиц	- технико-экономические характеристики проекта

Рис. 12 «Общая схема информационных требований к региональной администрации»

Методика анализа кредитоспособности эмитента — администрации территориального образования Российской Федерации — представляется в виде критериев оценки кредитного риска. Основные критерии оценки кредитного риска формируются в группы, каждая из которых представляет собой фактор кредитного риска. **Все факторы кредитного риска по долговым обязательствам администрации подразделяются следующим образом: - факторы кредитного риска межбюджетных отношений; - экономические; - финансовые; - долговые.**

Каждый фактор анализируется и в его рамках определяются основные индикаторы, посредством которых можно измерить или оценить позитивное или негативное влияние каждого из факторов на кредитоспособность региональной или местной администрации. Остановимся подробнее на основных критериях оценки кредитного риска по каждой группе факторов, которые сведены воедино в таблице 3.2.1.

Таблица 3.2.1. «Факторы кредитного риска по долговым обязательствам органов исполнительной власти субъектов РФ и муниципальных образований»

Факторы кредитного риска	
Межбюджетные отношения	- трансфертные перечисления; - полномочия по взиманию налогов; - полномочия по заимствованию средств.
Экономическая база	- социально-политическая устойчивость региона; - зависимость от крупнейших налогоплательщиков, включая качество и диверсификацию налоговой базы; - перспективы экономического роста.
Финансовая устойчивость	- качество управления региональными и муниципальными финансами, включая оценку:

	структуры администрации и квалификации ее сотрудников, сбалансированности бюджета, кредиторской и дебиторской задолженности, соответствия показателей исполнения бюджета плановым расчетам; - структура и динамика доходов; - структура и динамика расходов; - внебюджетные средства; - активы, находящиеся в собственности региона.
Долговые обязательства	- кредитная история; - структура долга; - размер долговой нагрузки на бюджет.

Факторы кредитного риска межбюджетных отношений.

Межбюджетные отношения характеризуют финансовые взаимоотношения между органами власти всех уровней, обладающими бюджетами, и выражаются в распределении обязанностей по оказанию услуг государственного сектора и полномочий по налогообложению. Сложившиеся в определенную систему межбюджетные отношения, их уровень, могут существенно повлиять на принятие рейтинговых решений. Данный риск представляет собой вероятность того, что действия вышестоящей власти могут прямо или косвенно повлиять на способность местной администрации выплатить в срок основную сумму и проценты по своим долговым обязательствам.

В международной практике **анализ межбюджетных отношений охватывает такие области как системы трансфертных платежей, доступ к совокупной налоговой базе, полномочия по заимствованию. Основным фактором риска межбюджетных отношений в Российской Федерации может считаться изменение бюджетного и налогового законодательства, в частности, ограничение доходных полномочий и объема заимствований.**

Трансфертные платежи могут быть как источником доходов, так и причиной возникновения обязательств по расходам. Они изучаются с точки зрения их размеров, стабильности и степени легкости, с которой могут быть скорректированы с учетом изменяющихся обстоятельств. Выявляется доля трансфертов от всех доходов текущего бюджета. В зависимости от структуры и состояния трансфертов большая доля трансфертных поступлений в доходах может повысить кредитоспособность региональной или местной администрации.

Качество межбюджетных отношений в Российской Федерации должно рассматриваться как один из важнейших факторов кредитоспособности региональной администрации. Дотационными регионами являются 80 процентов субъектов РФ, что означает федеральную помощь в форме безвозмездных перечислений более семидесяти субъектам РФ. Трансферты из федерального бюджета выделяются из Фонда финансовой поддержки регионов и распределяются на основе заранее утвержденной формулы, что снижает риск субъективного увеличения или занижения их объема. Таким образом, трансферты являются наиболее прогнозируемой частью межбюджетных перечислений, высокая доля трансфертов в структуре безвозмездных перечислений снижает риск непредсказуемого изменения уровня доходов бюджета. В то же время, объективный характер определения объема федеральных трансфертов не гарантирует равномерного и полного их предоставления в бюджеты субъектов Российской Федерации. Неотлаженный механизм перечисления трансфертов делает их менее надежным источником доходов по сравнению с налоговыми доходами.

Часть безвозмездных перечислений попадает в нижестоящие бюджеты в виде средств, поступающих по взаимным расчетам, объем которых определяется путем переговоров между федеральными, региональными и местными органами власти, и, в противоположность трансфертам, прогнозируется в наименьшей степени¹⁷⁴. Эти средства должны предоставляться вышестоящими бюджетами для компенсации расходов на финансирование федеральных ведомств и программ: военкоматов, судов, прокуратуры, налоговой инспекции, налоговой полиции, федеральных социальных льгот и т.д. Размер предоставляемых средств может быть не эквивалентен расходам нижестоящего бюджета на финансирование заранее определенных видов расходов. Высокая доля таких средств в структуре межбюджетных перечислений, очевидно, негативно влияет на кредитоспособность администрации.

К безвозмездным перечислениям относятся также дотации, субсидии и субвенции, порядок предоставления которых более субъективен, чем механизм выделения трансфертов¹⁷⁵. Кроме того, предоставление перечисленных видов помощи

¹⁷⁴ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 17 июля 1998г. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 г. № 145-ФЗ // КонсультантПлюс:ВерсияПроф. - Ст.45.

¹⁷⁵ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 17 июля 1998г. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 г. № 145-ФЗ // Справочная правовая система КонсультантПлюс:ВерсияПроф. - Ст.6.

накладывает дополнительные обязательства на региональные и местные администрации по софинансированию и целевому финансированию.

К безвозмездным перечислениям могут относиться бюджетные ссуды, поскольку также рассматриваются в качестве инструмента межбюджетных отношений¹⁷⁶, в силу чего невыполнение таких обязательств не может считаться дефолтом. Урегулирование задолженности по бюджетной ссуде будет затрагивать весь комплекс отношений между вышестоящим и нижестоящим уровнем бюджетной системы, включая встречные требования по выплате трансфертов, дотаций, субсидий и средств по взаимным расчетам.

Полномочия администрации по взиманию налогов является ключевым фактором, способствующим повышению ее гибкости в плане получения доходов. Здесь возможны законодательные ограничения, связанные с исключительным закреплением источников налоговых платежей за определенным уровнем либо с их распределением между различными уровнями. Возможности администраций по получению доходов могут быть ограничены верхними пределами налогообложения, устанавливаемыми федеральным правительством. Таким образом, состояние и положения бюджетного законодательства, также как и законодательства, регулирующего отчисления федеральных налогов в нижестоящие бюджеты, представляется важным с точки зрения степени самостоятельности администраций составлять и исполнять региональные бюджеты. Нормативы, которые устанавливаются федеральным бюджетным законодательством для региональных бюджетов, позволяют вышестоящему уровню власти контролировать объем доходов региональных бюджетов, что негативно влияет на кредитоспособность. В свою очередь, региональные власти устанавливают нормативные отчисления доходов для органов местного самоуправления.

В России федеральным налоговым законодательством устанавливается перечень, налогооблагаемая база и предельные ставки большинства региональных и местных налогов. Таким образом, полномочия органов субъектов РФ в области проведения самостоятельной налоговой и бюджетной политики сильно ограничены. Администрации субъектов РФ оказываются заложниками утверждаемых федеральным уровнем налогов и ставок, не имея возможности оптимизировать

структуру и ставки налогов в соответствии с местной налоговой базой. В этих условиях возможность изменения собственных доходов бюджета на местном уровне сведена к минимуму. К собственным доходам согласно Бюджетному кодексу Российской Федерации относятся виды доходов, закрепленные на постоянной основе полностью или частично за соответствующими бюджетами законодательством РФ¹⁷⁷. В этой связи к собственным доходам относятся налоговые доходы, закрепленные за соответствующими бюджетами законодательством РФ, большинство неналоговых доходов, а также безвозмездные перечисления за исключением финансовой помощи. Основными закрепленными региональными налогами считаются налог на имущество организаций, налог с продаж¹⁷⁸. Основные закрепленные местные налоги — налог на содержание жилищного фонда и объектов социально-культурной сферы, земельный налог и налог на имущество физических лиц¹⁷⁹.

Таким образом, дефицит бюджета лишь в малой степени может быть профинансирован за счет усилий региональных и местных властей, направленных на увеличение ставок действующих региональных и местных налогов или введения новых налогов.

В качестве риска также может выступать пересмотр нормативов отчислений федеральных и региональных регулирующих доходов. Нормативы отчислений используются для передачи на региональный и местный уровень регулирующих доходов для того, чтобы удовлетворить нужды минимального бюджета¹⁸⁰. Для субъектов РФ устанавливаются единые нормативы отчисления, однако некоторые субъекты РФ заключили индивидуальные соглашения с правительством РФ по разграничению доходов на особых условиях. С прекращением подобной практики бюджеты субъектов РФ, получавших дополнительные доходы, могут сократиться. Нормативы отчислений от регулирующих налогов меняются ежегодно, что негативно влияет на возможность прогнозирования объема их поступлений. Неопределенность

¹⁷⁶ Там же, ст. 6.

¹⁷⁷ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 17 июля 1998г. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 г. № 145-ФЗ // КонсультантПлюс:ВерсияПроф.- Ст.47.

¹⁷⁸ Налоговый кодекс Российской Федерации// КонсультантПлюс:ВерсияПроф. - Ст.14.

¹⁷⁹ Там же, ст. 15.

¹⁸⁰ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 17 июля 1998г. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 г. № 145-ФЗ // КонсультантПлюс:ВерсияПроф. - Ст. 6, 52.

объема поступлений большой доли доходов, очевидно, оказывает негативное влияние на кредитоспособность администрации.

Полномочия по заимствованию средств. В международной практике одни администрации пользуются полной автономией в том, что касается уровня их задолженности, другим может потребоваться разрешение от центрального правительства либо координация с другими уровнями государственного управления. В этой связи возникает необходимость анализа полномочий региональных и местных администраций по заимствованию средств.

Бюджетный кодекс РФ устанавливает предельный объем долга субъекта Российской Федерации, муниципального долга на уровне доходов бюджета без учета финансовой помощи и бюджетов других уровней бюджетной системы РФ (или на уровне собственных доходов бюджета)¹⁸¹. При этом в общий объем заимствований включаются гарантии (поручительства). Верхний предел долга должен быть установлен законом субъекта РФ о бюджете, правовым актом органа местного самоуправления о местном бюджете на очередной финансовый год. Расходы на обслуживание государственного долга субъекта РФ или муниципального долга в текущем году не могут превышать 15 процентов расходов бюджета соответствующего уровня¹⁸². В случае, если расходы на обслуживание долговых обязательств превосходят 15 процентов, а также объем заемных средств превосходит предельный объем, и субъект РФ или муниципальное образование не в состоянии обслуживать свои долговые обязательства, уполномоченный на то орган государственной власти РФ или субъекта РФ может применить следующие меры: назначить ревизию бюджета; передать исполнение бюджета под контроль органа, исполняющего бюджет вышестоящего уровня бюджетной системы; принять иные меры, предусмотренные законодательством РФ¹⁸³.

Кроме того, Бюджетный кодекс РФ не предусматривает осуществление региональных и муниципальных внешних заимствований. Подобные меры могут приводить к увеличению расходов региональных и местных бюджетов по

¹⁸¹ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 17 июля 1998 г. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 г. № 145-ФЗ // КонсультантПлюс:ВерсияПроф.- Ст.107.

¹⁸² Бюджетный кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 17 июля 1998 г. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 г. № 145-ФЗ // Справочная правовая система КонсультантПлюс:ВерсияПроф.- Ст. 111.

¹⁸³ Там же, ст. 112.

обслуживанию долга, поскольку, в большинстве случаев, размер выплат по долгу привязывается к динамике курса рубля к американскому доллару.

Предельный срок долговых обязательств муниципального образования не может превышать 10 лет, а долговых обязательств субъектов РФ — 30 лет¹⁸⁴.

Экономические факторы кредитного риска.

Экономической базе, росту и диверсификации экономики региона или муниципального образования отводится роль главных факторов кредитного рейтинга. Состояние экономической базы влияет на стабильность поступления доходов в бюджет и формирует предпосылки для их увеличения. В свою очередь, объем доходов бюджета выявляет способность администрации отвечать по обязательствам расходной части бюджета, а также обслуживать долги. Таким образом, при анализе экономических факторов кредитного риска прежде всего исследуются все вопросы, связанные с поступлением налогов в региональный бюджет.

Экономические факторы кредитного риска включают: **демографическую ситуацию, учитывающую экономически активное население и качество жизни населения; экономическую структуру, отражающую зависимость администрации региона от крупнейших налогоплательщиков, включая качество налоговой базы; перспективы экономического роста.**

Демографическая ситуация исследуется с точки зрения половозрастной структуры, уровня образования, профессиональной структуры населения, а также среднего дохода на душу населения и его диверсификацией по этому признаку. Особое внимание уделяется динамике уровня дохода на душу населения или семьи, поскольку она свидетельствует о динамике покупательной способности населения. Чем выше уровень жизни населения, тем меньше дополнительных расходов бюджета может быть отвлечено на финансирование социальных программ.

Важным аспектом демографической ситуации является численность нетрудоспособного населения (до 16 и после 60 лет): доля лиц в нетрудоспособном возрасте и ее динамика характеризует уровень настоящих и предстоящих расходов бюджета на их содержание (например, образовательных и медицинских услуг). Большая часть социальных расходов на поддержание определенного уровня материального обеспечения этих категорий населения должна выплачиваться из

федерального или регионального бюджета. В то же время, большинство таких расходов тем или иным образом делегируются соответственно региональным и местным бюджетам. Таким образом, высокая доля лиц в нетрудоспособном возрасте увеличивает расходы региональных и местных бюджетов.

Учитывается влияние миграции (позитивное или негативное) на бюджет региона/города. Искусственный прирост/убыль населения свидетельствует о качестве жизни на территории. Изменения социального состава населения в сторону высококвалифицированных трудовых ресурсов может рассматриваться как фактор, потенциально увеличивающий налоговую базу бюджета.

Зависимость администрации региона от крупнейших налогоплательщиков.

В России этот фактор негативно влияет на кредитоспособность администрации и практически не управляется администрацией. Состояние экономической базы многих российских регионов в значительной степени зависит от одного или двух ведущих предприятий, зачастую образующих собственные холдинги. В этой связи необходимо уделять особое внимание качеству взаимоотношений между региональной администрацией и представителями крупнейших налогоплательщиков данной территории (например, наличие особых соглашений о порядке выплаты налогов, налоговых каникул и др. льгот). Проводится анализ качества и степени диверсификации налоговой базы. В целом оценивается зависимость между колебаниями доходов бюджета региона и финансово-экономическим состоянием крупнейших налогоплательщиков.

В анализе налоговой базы основное внимание уделяется исследованию финансового и экономического состояния основных налогоплательщиков. Определяется список десяти крупнейших налогоплательщиков региона и проводится анализ их деятельности. Качество налоговой базы также можно определять с помощью индикаторов объема сборов по основным налогам (НДС, налог на прибыль, походный налог с физических лиц, налог на имущество предприятий). Исследуется способность налоговой базы генерировать определенный объем доходов бюджета. Устойчивость налоговой базы выводится из показателей диверсификации — индикатора разнообразия налогоплательщиков бюджета. Чем выше диверсификация налоговой базы, тем ниже риск снижения доходов местного бюджета в результате

¹⁸⁴ Там же, ст. 99,100.

изменения финансово-экономического состояния отдельных налогоплательщиков. Степень диверсификации зависит от взаимоотношений между налогоплательщиками, количества секторов экономики, которые они представляют и общего количества крупнейших и крупных налогоплательщиков.

Таким образом, для определения негативного или позитивного влияния налоговой базы на кредитоспособность региональной администрации проводятся анализ экономической ситуации в регионе, анализ степени диверсификации налоговой базы, анализ экономического и финансового состояния крупнейших налогоплательщиков.

Перспективы экономического роста. На этом этапе вырабатывается общий взгляд на экономику региона, основываясь на последних тенденциях в сфере занятости, объеме производства и инвестиций, также принимается во внимание последние структурные или политические изменения. Критической для анализа является конкурентоспособность промышленности в регионе. Оценивается экономико-географическое положение региона, особенно его близость к основным рынкам сбыта и транспортным коммуникациям; обеспеченность производственными ресурсами, качество инфраструктуры. Оценка потенциала территории позволяет точнее прогнозировать динамику качества налоговой базы и потребность в будущем финансировании.

В качестве позитивного фактора рассматривается существование стратегического планирования. Новые проекты в области экономического развития региона рассматриваются с точки зрения расширения налоговой базы бюджета и бюджетной эффективности.

Финансовая устойчивость региона как фактор кредитного риска.

Анализ финансовой устойчивости региональной администрации включает в себя **оценку качества управления региональными и муниципальными финансами, структуры и объема доходов и расходов бюджета, включая анализ их исполнения.**

Качество управления определяется посредством оценки квалификации сотрудников администрации и качества финансового менеджмента, структуры администрации.

Оценивается квалификация руководителей администрации, управляющих основных департаментов, качество финансового менеджмента. Включение в состав администрации казначейства или отдела, выполняющего функции казначейства, позитивно влияет на кредитоспособность администрации, поскольку позволяет контролировать финансовые потоки внутри администрации.

Анализируется степень доверия избирателей к исполнительной и законодательной власти, ее однородность и характер взаимоотношений между представителями различных ветвей власти.

Несмотря на крайнюю субъективность этого фактора, он может оказывать определяющее воздействие на принятие конкретных решений, в первую очередь касающихся обслуживания долговых обязательств. В российских условиях оценка *желания* обслуживать свои долговые обязательства не менее важна, чем оценка *способности* их обслуживать.

Структура и динамика доходов. Одним из ключевых аспектов анализа является оценка диверсификации источников доходов. Высокая зависимость доходов бюджета от одного или двух источников рассматривается как негативный фактор кредитоспособности. Определяется базовый уровень доходов бюджета как объем собственных доходов в виде налоговых и неналоговых доходов. Разница между уровнем всего доходов и собственными доходами выявляет объем так называемых межбюджетных поступлений, которые рассматриваются как наименее надежные¹⁸⁵. Принимается за правило, что чем больше по объему межбюджетные доходы в сравнении в объеме налоговых и неналоговых доходов, тем ниже качество и надежность структуры бюджета.

В структуре поступлений в бюджет с точки зрения формы расчетов необходимо выделять денежные поступления, взаимозачеты и ценные бумаги. Особенно важен объем денежных поступлений, т.к. их недостаток негативно влияет на кредитоспособность администрации, поскольку выплаты по долговым обязательствам должны выполняться в денежной форме.

Потенциальная возможность администрации обслуживать свои долговые обязательства определяется разницей между денежными поступлениями и расходами

в денежной форме. В случае отрицательного значения, очевидно, что администрация не способна на полное погашение обязательств из собственных средств, поэтому будет вынуждена использовать либо средства безвозмездных перечислений, либо реструктурировать свою задолженность.

В Российской Федерации для кредитоспособности администрации важным является наличие документа, регламентирующего процедуру взаимозачетов. Отсутствие такого документа негативно влияет на кредитоспособность, поскольку порядок проведения зачетов полностью переходит под контроль определенного числа чиновников и решение об их проведении принимается субъективно.

Структура и динамика расходов. С целью улучшения мнения о кредитоспособности здесь необходимо разделение бюджета на текущий и капитальный, и закрепление за последним определенных доходных источников. В силу различных принципов формирования текущего и капитального бюджета позитивным является создание и выполнение в полном объеме как текущего, так и капитального бюджета. Негативно влияет на кредитоспособность администрации финансирование капитальных расходов за счет налоговых доходов и по остаточному принципу.

Критериями финансовой устойчивости местной администрации также выступают *сбалансированность бюджета, кредиторская и дебиторская задолженность* (их соотношение), *внебюджетные средства, соответствие показателей исполнения бюджета плановым расчетам администрации, внеоборотные активы администрации (недвижимость, государственные предприятия, доли администрации в акционерных обществах)*. В качестве позитивных факторов кредитоспособности региональной администрации расценивается положительный баланс бюджета; наличие дополнительных фондов — внебюджетных источников финансирования части социальных расходов, таких как внебюджетные фонды и счета спецсредств, на которые поступают средства, полученные в результате разрешенной коммерческой деятельности муниципальных организаций; высокий уровень соответствия показателей исполнения бюджета плановым расчетам, который отражает качество управления бюджетом, разумность

¹⁸⁵ Межбюджетные доходы состоят из средств, передаваемых из вышестоящего бюджета по взаимным расчетам, и безвозмездных перечислений из других бюджетов. См. Бюджетный кодекс Российской Федерации

взаимоотношений между исполнительной властью и представительной, ответственной за утверждение бюджета; эффективность использования государственной и муниципальной собственности, использование различных механизмов передачи в аренду активов администрации, равно как и их приватизации.

Долговые обязательства региональной администрации как фактор кредитного риска. Параметры, связанные с долговой нагрузкой на бюджет, оказывают определяющее влияние на кредитоспособность администрации. Здесь рассматривается *кредитная история*, оказывающая влияние на отношение кредиторов к долговым обязательствам заемщика, анализируются *структура долга и долговая нагрузка*.

Анализ *структуры долговых обязательств* включает оценку обязательств по кредитам, ссудам и контрактам, а также поручительства и гарантии администрации по кредитам или ссудам, выданным нижестоящим бюджетам и предприятиям. Практика предоставления гарантий по кредитам важна, поскольку иностранные кредитные организации практически не выдают кредиты государственным и муниципальным предприятиям, а также нижестоящим бюджетам без необходимого обеспечения, которыми могут выступать гарантии вышестоящего бюджета. С целью определения потенциальной способности администрации расплатиться по своим обязательствам объем выплат по долговым обязательствам соотносится с объемом поступлений в бюджет в денежной форме.

Важным фактором является соотношение краткосрочных и долгосрочных заимствований в структуре долга: долгосрочные заимствования дают возможность маневра финансовыми средствами и осуществления долгосрочных инвестиционных проектов.

В условиях неопределенности курса рубля особую важность приобретает доля долговых обязательств, выраженная в иностранной валюте, в структуре долга: чем она выше, тем ниже кредитоспособность администрации.

Негативно влияет на кредитоспособность администрации нахождение ее бюджетных счетов в ненадежных кредитных организациях: в таких случаях повышается вероятность срыва графика погашения долговых обязательств.

Определяющим фактором кредитоспособности администрации является ***размер долговой нагрузки*** на бюджет, поскольку определяет объем средств, которые должны быть направлены администрацией для своевременного выполнения своих долговых обязательств в полном объеме. Долговая нагрузка оценивается путем сравнения ежегодных выплат и суммы долговых обязательств на конец года с имеющимися в распоряжении средствами.

Заключение

Проведенное исследование охватывает ряд вопросов, решение которых, по мнению автора, способствует развитию системы измерения и ранжирования кредитного риска внутри страны, усилению прозрачности отечественного рынка ценных бумаг. В целом в диссертационном исследовании обобщена международная и отечественная практика рейтинга ценных бумаг, предложены теоретические основы рейтинга ценных бумаг, дана оценка современного состояния рынка рейтинговых услуг в России, разработана концепция национального рейтинга ценных бумаг.

Обобщая результаты исследования можно сделать следующие выводы.

1. Критический обзор основных методов оценки кредитного риска, к которым относятся аудиторские проверки, общий анализ финансово-хозяйственной деятельности, анализ кредитного риска в проектном финансировании, оценка кредитоспособности заемщика коммерческими банками, кредитный рейтинг, показал важное преимущество последнего, заключающееся, во-первых, в формировании системы измерения и ранжирования кредитного риска на рынке ценных бумаг; во-вторых, в обязательном учете субъективных факторов, таких как качество менеджмента, желание сотрудников, управляющих и собственников эмитента ценных бумаг своевременно и полностью выполнять свои финансовые обязательства. Принимая во внимание кризис доверия между российскими субъектами экономической деятельности и в отношении государства, учет роли субъективных факторов в оценке надежности отечественных эмитентов приобретает особую значимость.

2. Сравнительный анализ концепций кредитного рейтинга, используемых в зарубежной и отечественной практике, дает основания для утверждения о единстве мнений по поводу сути кредитного рейтинга, которая заключается в оценке кредитоспособности заемщика, где предметом анализа служит вероятность невыполнения различного рода обязательств по ценным бумагам с фиксированным доходом. Кредитным рейтингом отражается не только вероятность неплатежа, но и ожидаемых потерь, которые относятся, однако, не к конкретному эмитенту или конкретному выпуску ценных бумаг, а к присвоенной рейтинговой категории. Т.е. кредитный рейтинг выражает не математическую, а статистическую вероятность.

Анализ дефиниций рейтинга обнаружил неоднозначность в трактовке понятий *рейтинг ценных бумаг* и *кредитный рейтинг*. По нашему мнению, понятие *рейтинг ценных бумаг* значительно шире понятия *кредитный рейтинг*, поскольку объектом рейтинга ценных бумаг могут быть как долговые, так и долевыми ценные бумаги, в частности, обыкновенные акции, а объектом кредитного рейтинга — ценные бумаги с фиксированным доходом и финансовые позиции эмитентов. Система присвоения рейтинга обыкновенных акций основана на анализе доходов и выплат дивидендов. В мировой практике рейтинг обыкновенных акций присваивается небольшим числом рейтинговых компаний и не играет существенной роли при выборе объектов инвестирования.

3. Единственной функцией кредитного рейтинга остается измерение степени кредитного риска. Рейтинг обеспечивает дифференциацию эмитентов, выявляя наиболее слабых, не гарантирующих погашения задолженности, и нацелен на предоставление инвесторам независимой оценки кредитного риска в соответствии со стандартами универсального сопоставления. Эта сопоставимость относится к стране эмитента, отрасли и типу обязательств, приносящих фиксированный доход. Кредитный рейтинг является одним из факторов, влияющих на курс облигаций и используется на развитых рынках для определения риск-премии к безрисковой доходности по долговым ценным бумагам. Неотъемлемым свойством кредитного рейтинга является его периодическое обновление.

На рынке ценных бумаг кредитный рейтинг решает следующие задачи: раскрытие информации, увеличение прозрачности рынка ценных бумаг, устранение информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами, оценка уровня защищенности инвесторов, установление ограничений на кредитный риск, формирование объективной оценки компаний-эмитентов в глазах инвесторов и обеспечение доступа к капиталу стимулирование диверсификации источников финансирования эмитента, содействие снижению стоимости капитала, участие в формировании курсовой динамики рынка, использование рейтинга в качестве инструмента регулирования на рынках ценных бумаг.

4. Ранжирование ценных бумаг по степени кредитного риска осуществляется посредством рейтинговой шкалы, содержащей до 12 сопоставимых градаций и включающей два основных класса ценных бумаг: инвестиционный и спекулятивный.

Рейтинговые шкалы международных рейтинговых агентств не совпадают абсолютно и проявляется это в расхождении между наиболее низкими градациями рейтинговой шкалы, а именно уровнями *Saa*, *ССС* и ниже. На верхних уровнях рейтинга шкалы практически идентичны.

5. Рейтинг ценных бумаг подразделяется на определенные виды и типы. Выделяется семь основных признаков, по которым классифицируются рейтинги ценных бумаг:

- по статусу эмитента (заемщика) — суверенный, региональный, муниципальный, корпоративный, рейтинг инвестиционных фондов;
- в зависимости об объекта оценки — кредитный рейтинг эмитента (заемщика); рейтинг ценных бумаг с фиксированным доходом, который включает кредитный рейтинг долговых обязательств и рейтинг привилегированных акций; рейтинг обыкновенных акций; рейтинг корпоративного управления; рейтинг кредитного качества портфеля фонда; рейтинг рыночного риска фонда;
- в зависимости от временного фактора — долгосрочный рейтинг и краткосрочный рейтинг;
- по учету международного контекста можно выделить международный и национальный (внутренний) кредитные рейтинги;
- в зависимости от валюты обязательств — кредитный рейтинг обязательств, номинированных в национальной валюте и кредитный рейтинг обязательств, номинированных в иностранной валюте;
- по степени открытости рейтинга и качеству используемой информации — полноценный рейтинг; предварительный рейтинг; рейтинг для частных сделок; мнение о кредитоспособности; рейтинг, основанный на публичной информации;
- в зависимости от заказчика рейтинга — санкционированный и несанкционированный рейтинги.

Анализ особенностей различных видов рейтинга ценных бумаг позволяет констатировать, что последний является организационно-экономическим механизмом, представляющим собой эффективную систему оценок надежности как классических ценных бумаг, так и сложных финансовых продуктов, например, структурированных финансовых продуктов или портфелей ценных бумаг.

6. Кредитный рейтинг имеет стохастическую природу, дается на основании ретроспективного анализа и базируется на определении обозримого будущего эмитента относительно его платежеспособности, вероятности банкротства. Содержание рейтингового анализа составляет изучение разнообразных факторов, которые могут повлечь неплатежи по долговым обязательствам, или, напротив, обеспечивают своевременный возврат долга. Рейтинговый анализ включает исследование внешних рисков, непосредственно не связанных с деятельностью эмитента, и внутренних, обусловленных деятельностью самого эмитента. В состав учитываемых рисков входят суверенный и страновой риски, отраслевой риск, риски предприятия и финансовый риск. Оценка финансового состояния проводится посредством ключевых финансовых коэффициентов, пороговые значения которых меняются из года в год. В случае оценки кредитного риска по региональным или муниципальным облигациям используются следующие группы показателей: экономические; показатели, характеризующие финансовое положение и задолженность; административные.

С точки зрения методологии расчетов при составлении рейтингов используют два основных метода: качественный (экспертный) и количественный, предполагающий формализацию рейтинговой оценки. Для определения интегрального рейтинга используется метод балльной оценки.

7. В настоящее время на мировом уровне действуют три рейтинговых агентства — «Standard & Poor's Corporation», «Moody's Investors Service, Inc.» и «Fitch IBCA», конкурирующие за наиболее реалистичные прогнозы. Разница в рейтингах во многом определяется взглядами аналитиков, в то же время рейтинговые агентства пристально следят за решениями друг друга и, в известной степени, ориентируются на позицию своих конкурентов. Другие рейтинговые агентства создавались, как правило, в периоды, связанные с бурным развитием финансовых рынков и ориентированы на внутренний (национальный) рынок.

Главная задача рейтингового агентства на рынке ценных бумаг — оценка уровня защищенности инвесторов. Показатель долгосрочной эффективной работы — качество рейтинга, т.е. соответствие уровня кредитного рейтинга уровню кредитного риска по конкретному финансовому инструменту.

В каждом рейтинговом агентстве действует своя стандартная процедура присвоения рейтинга, которая включает следующие этапы: а) обращение в рейтинговое агентство; б) подготовка эмитентом информации для присвоения рейтинга; в) подготовка письменной рейтинговой презентации на основе рейтингового анализа; г) подготовка к встречам с представителями рейтинговых агентств; д) встреча с рейтинговыми аналитиками; е) присвоение рейтинга и передача эмитенту информации о выставленном рейтинге; ж) публичное распространение информации о рейтинге; з) последующий мониторинг и пересмотр рейтинга; и) изъятие рейтинга. Окончательное мнение формируется под влиянием качества и уровня прохождения рейтингового процесса.

8. Анализ развития рейтингового бизнеса в международной практике позволил выделить его основные этапы и проблемы:

I. 1900 - 1929 гг. Становление рынка рейтинговых услуг.

II. 1930-40 гг. Резкое повышение спроса на услуги рейтинговых агентств в результате экономического кризиса 1929-30 гг. в США.

III. 1950-60 гг. Период стагнации рынка рейтинговых услуг.

IV. 1970 гг. Расширение сферы деятельности рейтинговых агентств, выразившееся в активном учреждении рейтинговых агентств в европейских и в других странах, выходе американских рейтинговых агентств на европейский и азиатский финансовые рынки, таким образом, выходе кредитного рейтинга за пределы США.

V. 1980-90 гг. Этап агрессивной экспансии и острой конкурентной борьбы рейтинговых агентств, в результате которой к середине 90-х гг. рынок рейтинговых услуг сложился в форму ограниченной олигополии. Сомнения инвестиционного сообщества относительно способности сохранять свои стандарты и доверие клиентов, порожденные агрессивной экспансией. Обострение проблемы присвоения несанкционированных рейтингов и доступа на рынок новых рейтинговых агентств.

VI. Шестой этап начался в 1997 г. с вхождением международных финансовых рынков в полосу кризиса. 1997-99 гг. — период снижения доверия к рейтинговым агентствам со стороны участников финансовых рынков, демонстрации разногласий между агентствами в своих оценках, возникновения сомнения в политике рейтинговых агентств и методологии формирования рейтингов.

Рейтинг затрагивает экономические интересы многих компаний и поэтому возникает вопрос о том, насколько объективно он составлен. О высоком качестве рейтингов свидетельствует тот факт, что S&P и Moody's были созданы в начале 1900-х гг. и с тех пор основную часть своего дохода получали от продажи рейтинговых услуг потенциальным инвесторам. Если бы информация, представленная в рейтинге в максимально сжатой форме, не вызывала доверия, вряд ли спрос на услуги этих фирм обеспечил им столь длительное существование.

Тем не менее проблема объективности рейтинга остается. За каждым решением рейтинговых экспертов стоят огромные суммы экономии или дополнительных расходов для заемщика. При этом рейтинговые агентства практически «ненаказуемы», поскольку типовые контракты не предусматривают никаких санкций.

Заметную роль в доходах рейтинговых агентств играют поступления от заказчиков рейтингов — заемщиков. Эмитенты платят за услуги по сертификации своей кредитоспособности, необходимой для доступа на рынок, начиная с 70-х гг. До этого времени все издержки агентств покрывались заказчиками из числа инвесторов. Тогда диспозиция была более ясной — рейтинговые агентства выступали на стороне инвесторов. Новая модель оплаты создает принципиально иные отношения, чреватые естественным конфликтом интересов¹⁸⁶.

Вытекающая из экономической власти рейтинговых агентств опасность проявилась и в годы кризиса, продемонстрировавшего серьезное влияние решений международных агентств в современной системе рынков: от качества их работы в определенной ситуации может зависеть направление развития кризисной ситуации, а значит стабильность мировой финансовой системы. В качестве примера сильнейшего влияния поведения рейтинговых агентств на рынки может служить ситуация с изменением кредитных рейтингов по долговым обязательствам Российской Федерации в 1998 году.

Существенным недостатком в деятельности международных рейтинговых агентств, который выявил кризис международных финансовых рынков, является

¹⁸⁶ Трудно привести примеры других посреднических организаций, которые обслуживали бы одновременно обе стороны одной и той же сделки, в нашем случае эмитентов и инвесторов. Агентства оказываются в двусмысленном положении. С одной стороны, они должны быть как можно более объективными в оценке

неспособность агентств функционировать в качестве системы раннего предупреждения, заблаговременно извещающей о возникновении проблем. Недостаточная оперативность реакции предопределяется сложностью рейтинговой процедуры. Принятие решений об изменениях рейтингов может затягиваться на недели, в то время как экономическое состояние эмитента и тем более рыночная обстановка могут кардинально измениться буквально мгновенно. Оперативная реакция на события, происходящие в мире, является в настоящее время одним из главных факторов успешной деятельности рейтинговых агентств.

10. С получением российским правительством в 1996 г. международного кредитного рейтинга в нашей стране активизировалась деятельность, направленная на предоставление рейтинговых услуг. Исследование деятельности отечественных фирм, ориентированных на предоставление рейтинговых услуг, позволило установить неразвитость сектора рейтинга ценных бумаг в сравнении с сектором рейтинга экономических субъектов, в частности, банковских рейтингов, а также факт того, что на российском рынке ценных бумаг практически отсутствует информация о кредитных рисках, связанных с промышленными предприятиями. По состоянию на конец 2001 г. деятельность отечественных рейтинговых фирм можно охарактеризовать следующим образом:

- российские фирмы, предоставляющие те или иные рейтинговые услуги, образованы в границах 5-7 лет, т.е. уже в период наличия у России кредитного рейтинга. Практически все агентства малочисленны — не более 15 специалистов;

- одно из рейтинговых агентств образовано «сверху» — Указом Президента РФ, вероятно, с целью придания агентству более высокого статуса, облегчения сбора информации от будущих клиентов, формирования доверительного отношения с их стороны;

- в качестве одного из основополагающих принципов деятельности российских рейтинговых агентств последними выдвигается тезис о необходимости создания репутации (торговой марки) посредством стратегического партнерства с известными международными рейтинговыми агентства (пример, «EA-Ratings» и «S&P», РА «Интерфакс» и Moody's);

рисков клиента, с другой стороны, получая от него комиссионные и доступ к информации, агентства заинтересованы в поддержании хороших отношений, что важно и для привлечения новой клиентуры.

- большинство рейтинговых агентств в основном проводят ранжирование хозяйствующих субъектов и их ценных бумаг по определенным показателям; два российских рейтинговых агентства выпускает внутренний кредитный рейтинг, однако рядом других агентств подготовлены уникальные базы данных для проведения в будущем сравнительной оценки кредитного риска на российском рынке ценных бумаг, что обуславливает возможность конкуренции в сфере рейтингового бизнеса;

- отечественные агентства выпускают множество продуктов под названием «рейтинг», которые международная практика знает как «рэнкинг» или «списки»;

- усилиями российских рейтинговых агентств создается предложение, однако адекватный спрос на внутренний кредитный рейтинг пока отсутствует. Отсутствие спроса, отсутствие заказов на внутренний кредитный рейтинг со стороны российских эмитентов является исходной, но не единственной проблемой в сфере национального рейтинга ценных бумаг.

11. Национальный рейтинг ценных бумаг включает в себя две основные группы: национальный кредитный рейтинг и прочие виды рейтинга, в частности, рейтинг обыкновенных акций, рейтинг корпоративного управления. Национальный рейтинг ценных бумаг призван способствовать формированию доверия к отечественным эмитентам, улучшению инвестиционной привлекательности российских предприятий; способствовать снижению рисков и повышению ликвидности на российском рынке ценных бумаг; выступать инструментом мониторинга и контроля корпоративных действий российских акционерных обществ; содействовать повышению эффективности и улучшению информационного обеспечения при принятии решений об инвестициях в ценные бумаги на российском фондовом рынке; повысить надежность и предсказуемость финансовых операций за счет наличия независимого квалифицированного мнения третьей стороны; увеличить объемы кредитных операций и улучшить их качество за счет снижения затрат по сбору и анализу информации; увеличить возможности заемщиков по привлечению ресурсов и повысить их доступность.

К основным факторам развития системы национального рейтинга ценных бумаг относятся становление и развитие инфраструктуры рынка рейтинговых услуг; развитие национальной сферы коллективного инвестирования; широкое

предложение ценных бумаг со стороны эмитентов; активная позиция регулятора рынка ценных бумаг в формировании спроса на рейтинговые услуги.

Исследование инвестиционных возможностей российских коллективных инвесторов приводит к заключению об их растущих потребностях в надежных инвестициях, однако российские эмитенты не формируют адекватного предложения.

С целью активного внедрения национального рейтинга ценных бумаг, по мнению автора, следует: а) установить нормативные требования к присвоению кредитного рейтинга по эмиссиям долговых обязательств и другим финансовым сделкам; б) ввести на российском рынке ценных бумаг законодательно утвержденное понятие инвестиционного качества с опорой на национальную рейтинговую шкалу и установить лимиты для коллективных инвесторов по операциям с долговыми обязательствами, не имеющими рейтинга или с низким рейтингом; в) с введением в действие Кодекса корпоративного поведения утвердить на начальном этапе нормативные требования, устанавливающие обязательное получение рейтинга корпоративного управления крупными российскими предприятиями — акционерными обществами.

История показала, что высокая волатильность и кризисы повышают спрос на кредитный рейтинг. Присущая российскому рынку ценных бумаг волатильность по мере расширения рынка корпоративных облигаций, повышения его ликвидности будет активизировать спрос на кредитный рейтинг. Рост спроса обеспечит и появление коммерческих бумаг, а также наступление реальных случаев кредитного риска.

12. Развитие системы национального рейтинга ценных бумаг определяется и появлением соответствующих методик. В диссертации приводится модельная методика анализа, проводимого в целях построения внутреннего кредитного рейтинга субфедеральных и муниципальных облигаций территориальных образований Российской Федерации, разработанная на основе открытых методических материалов международных рейтинговых агентств. Методика представляется в виде сформированных в четыре группы критериев оценки кредитного риска: факторы кредитного риска межбюджетных отношений, экономические, финансовые, долговые. В методике обосновываются возможности позитивного или негативного влияния перечисленных факторов на кредитоспособность региональных/местных

административных, вводятся ключевые показатели (индикаторы) указанных факторов кредитного риска.

Предлагаемая методика, по нашему мнению, имеет важное практическое значение, поскольку может быть использована национальными рейтинговыми агентствами или рейтинговыми консультантами в их практической деятельности.

Подходя к исследованию заявленной темы и принимая во внимание закрытый характер ключевых компонентов методологии рейтинга, мы изначально ориентировались на комплексное, масштабное рассмотрение вопросов, связанных с рейтингом ценных бумаг. Это, естественно, задавало, с одной стороны, стремление к широкому видению и возможность исследования только крупных проблем, с другой стороны, иногда лимитированный уровень погружения в отдельную проблему и невозможность детального выявления ее составляющих. В этой связи за рамками настоящего исследования остались некоторые конкретные вопросы, что позволяет считать тему рейтинга ценных бумаг открытой для дальнейших исследований.

Библиографический список использованной литературы

Нормативные документы

- 1 □ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ // КонсультантПлюс:ВерсияПроф.
- 2 □ Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов» от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ // КонсультантПлюс:ВерсияПроф.
- 3 □ Бюджетный кодекс Российской Федерации. Принят Государственной Думой 17 июля 1998 г. Одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 г. № 145-ФЗ // КонсультантПлюс:ВерсияПроф.
- 4 □ Указ Президента Российской Федерации от 08.04.97 г. № 304 «О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти г. Москвы, С-Петербурга и Нижегородской области»// КонсультантПлюс:ВерсияПроф.
- 5 □ Указ Президента РФ «О создании условия для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала» от 12.11.1997 г., № 1212.
- 6 □ Указ Президента Российской Федерации от 09.06.98 г. № 696 «О порядке выпуска органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации внешних облигационных займов».
- 7 □ Указ Президента РФ «О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти гг. Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области» от 08.04.1997 г.
- 8 □ Указ Президента РФ «О создании условий для проведения заемных операций на внутреннем и внешнем рынке капитала» от 12.11.1997 г.
- 9 □ Приказ Министерства финансов РФ от 08.04.97 г. № 32н «Об утверждении стандартов эмиссии внешних облигационных займов органов исполнительной власти г. Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области».

Книги, монографии, диссертации

- 1 □ Банковские операции. Часть II. Учетно-ссудные операции и агентские услуги. Под ред. Лаврушина О.И. — М.: Инфра-М, 1996.
- 2 □ Быкадоров В.Л., Алексеев П.Д. Финансово-экономическое состояние предприятия: Практическое пособие. — М.: «Издательство ПРИОР», 1999. - 96 с.
- 3 □ Волков И.М., Грачева М.В. Проектный анализ: Учебник для вузов. — М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. - 423 с.

- 4□ Вяткин В.Н., Гамза В.А., Екатеринославский Ю.Ю., Хэмптон Дж.Дж. Управление рисков в рыночной экономике. — М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2002. - 195 с.
- 5□ Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения: Учебное пособие. — М.: Издательство «Дело и Сервис», 1999. - 112 с.
- 6□ Грачева М.В. Анализ проектных рисков: Учеб. пособие для вузов. 00 М.: ЗАО «Финстатинформ», 1999. - 216 с.
- 7□ Доунс Дж., Гудман Дж.Эллиот. Финансово-инвестиционный словарь./ Пер. 4-го перераб. и доп.англ.изд. — М.: ИНФРА-М, 1997. - 586 с.
- 8□ Коваленко Е.Г. Англо-русский словарь банковской терминологии. Под редакцией чл.корр. РИА Тимофеева Н.И. Международная инженерная энциклопедия. Серия «Экономика и финансы», центр «Наука и техника». — Москва, 1994. - 462 с.
- 9□ Корельский В.Ф., Гаврилов Р.В. Толковый биржевой словарь. М.: Экспедитор, Руссо, 1996. — 432 с.
- 10□ Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США: Экономические аспекты. — М.: Наука, 2001. - 376 с.
- 11□ Лимитовский М.А. Методы оценки коммерческих идей, предложений, проектов. — М.: «Дело ЛТД», 1995. - 128 с.
- 12□ Любушин Н.П., Лещева В.Б., Дьякова В.Г. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия: Учеб. пособие для вузов/Под ред. проф. Н.П.Любушина. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1997. - 471 с.
- 13□ Маркарьян Э.А., Герасименко Г.П. Финансовый анализ. — М.: «ПРИОР», 1997. - 160 с.
- 14□ Миркин Я.М. Банковские операции: Учеб. пособие. Часть III. Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительская деятельность банков. — М.: ИНФРА-М, 1996. - 144 с.
- 15□ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. — М.: Издательство «Перспектива», 1995. - 536 с.
- 16□ Новикова В.В. Методологические основы формирования рейтинга надежности коммерческих банков. Автореф. дис. канд. эк. наук. — М., 1996. - 18 с.

- 17□Ольшаный А.И. Банковское кредитование: российский и зарубежный опыт./Под редакцией Ищенко Е.Г., Алексеева В.И. — М.: Русская Деловая Литература, 1997. - 352 с.
- 18□Погостинская Н.Н., Погостинский Ю.А. Системный анализ финансовой отчетности. — Спб.: Изд-во Михайлова В.А., 1999. - 96 с.
- 19□Севрук В.Т. Банковские риски. — М.: «Дело Лтд», 1995. - 72 с.
- 20□Семенкова Е.В. Ценные бумаги в системе финансовых потоков. Научное издание.- М.: Издательство Российской экономической академии, 1998г. - 76 с.
- 21□Розенберг Дж.М. Инвестиции: Терминологический словарь. — М.: ИНФРА-М, 1997. - 400 с.
- 22□Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. — М.: ИНФРА-М, 1996. - 304 с.
- 23□Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. - 312 с.
- 24□Рынок ценных бумаг. Клещев Н.Т., Федулов А.А., Симонов В.А. и др. Под редакцией Клещева Н.Т. — М.: ОАО «Изд-во «Экономика», 1997. - 559 с.
- 25□Триф А.А. Инвестиционная и кредитная деятельность коммерческих банков. — М.: ОАО «Изд-во «Экономика», 1997. - 224 с.
- 26□Тьюлэ Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. — 6-е изд.: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. - 648 с.
- 27□Базовый курс по рынку ценных бумаг. — М.: Финансовый издательский дом «Деловой экспресс», 2000. - 412 с.
- 28□Фабозци Ф. Управление инвестициями: Пер с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. - 932 с.
- 29□Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. - 686 с.
- 30□Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. - 1024 с.
- 31□Цисарь И.Ф., Чистов В.П., Лукьянов А.И. Оптимизация финансовых портфелей банков, страховых компаний, пенсионных фондов. — М.: Дело, 1998. - 128 с.

Статьи и материалы периодической печати

- 1 □ Андрианова Л.Н. Как получить высокий рейтинг?// Вестник НАУФОР. - 1999. - № 9. - С. 33-40.
- 2 □ Андрианова Л.Н. Как рейтинг помогает инвесторам// Вестник НАУФОР. - 1999. - № 10. - С. 16-20.
- 3 □ Андрианова Л.Н. Кредитные рейтинги в международной практике//Вестник НАУФОР. - 1999. - № 11-12. - С. 40-43.
- 4 □ Андрианова Л.Н. Кредитный рейтинг России в ретроспективе//Вестник НАУФОР. - 2000. - № 1. -С. 21-22.
- 5 □ Андрианова Л.Н. Кредитный рейтинг: теоретические аспекты//Банковские услуги. - 2000. - № 1. -С. 13-23.
- 6 □ Андрианова Л.Н. Рейтинг на рынке ценных бумаг и ведущие международные рейтинговые агентства// Финансы. - 2000.- № 8. - С. 58-60.
- 7 □ Андрианова Л.Н. Рынок рейтинговых услуг в России//Вестник НАУФОР. - 2001. - № 10. - С. 47-51.
- 8 □ Бейтс Ф., Блэк П., Пети М. Терминология рейтингов развивающихся рынков// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С.89-92.
- 9 □ Бейтс Ф., Блэк П., Пети М. Что такое национальная шкала кредитного рейтинга?// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С.93-96.
- 10 □ Бондарь Т., Проклов А. Рейтинг региональных облигаций// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 5. - С. 87-91.
- 11 □ Вакуленко С. Перспективы деятельности рейтинговых агентств в России// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 52-53.
- 12 □ Голованов А., Звягин А. Кредитный рейтинг: реальность и перспективы// Рынок ценных бумаг. - 1998. - № 13. - С. 50-58.
- 13 □ Гришанков Д. Нам предстоит самим формировать рынок рейтинговых услуг// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 44-45.
- 14 □ Гутброд М. Международный и российский опыт правового регулирования рынка корпоративных облигаций// Вестник НАУФОР. - 1999. - № 11-12.- С. 9-10.
- 15 □ Еременко А. Банк, рейтинговое агентство и широкое поле деятельности друг без друга// Финансист. - 1997. - № 7. - С. 12-16.

- 16□Зондхоф Х, Медведев С. Кредитный рейтинг для промышленных предприятий в России — рыночные требования и возможности// Рынок ценных бумаг. - 1998. - № 5. - С. 12-14.
- 17□Ивашенков А. Рынок рейтинговых услуг уже состоялся// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 44.
- 18□Как получить внутренний кредитный рейтинг// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С. 98-100.
- 19□Кочанов П. Некоммерческие факторы кредитного риска// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 5. - С. 80-83.
- 20□Кочетыгова Ю. В России нет условий для развития рейтингового бизнеса в ближайшей перспективе// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 45-46.
- 21□Крылов В. Рейтинговые агентства должны работать в стандартизированном режиме// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 49-52.
- 22□Ларькина З. Главные проблемы рейтингового бизнеса — проблемы развития и информационной прозрачности// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 48-49.
- 23□Марченко Г., Мачульская О. Инвестиционный рейтинг регионов России: проблема составления и результаты// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 5. - С. 84-86.
- 24□Мелихов С. Абсолютно точных рейтингов не существует// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 48.
- 25□Мильчакова Н.А. Кредитные рейтинги и российские еврооблигации// Деньги и кредит. - 1998. - № 6. - С. 51-60.
- 26□Миркин Я.М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бумаг// Деловой партнер, пилотный номер. - С. 4-13.
- 27□Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок?// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 1. - С.13-15.
- 28□Миркин Я.М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 7. - С. 33-36.
- 29□Нереальная экономика в интервале спекулятивных оценок. Обзор Экономической экспертной группы Министерства финансов РФ// Потенциал России. - 1998. - № 2. - С.14-17.

- 30□Новиков А., Коланьков А. Нужны ли сегодня российским регионам кредитные рейтинги?// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С. 6.
- 31□Новикова В. Рейтинговой деятельности нужны стандарты// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 53-54.
- 32□Окороченко Е. Стабилизация на уровне высокого кредитного риска// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 5. - С.77-78.
- 33□Прайор Н., О'Брайен Д. Международные стандарты финансовой отчетности и инвестор// Accounting Report. - 1999. - № 2.4 - с.17-18.
- 34□Ржаницкий В. Рейтинговые агентства станут доступнее// Эксперт. - 1997. - № 41. - С.10.
- 35□Ржаницкий В. Downgrade// Эксперт. - 1998. - № 4. - С.50-53.
- 36□Рудман Э., Томсен Дж., Биссет Н. Кредитоспособность российских регионов в 1999-2000 гг.// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 5. - С. 72-76.
- 37□Свистунов П. Присвоение рейтингов — это прежде всего бизнес// Бюллетень финансовой информации. - 1998. - № 8. - С. 47-48.
- 38□Хессел Х. Суверенный рейтинг Российской Федерации// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С. 21-29.
- 39□Хессел Х., Стоун С. Россия на пороге нового тысячелетия: точка зрения Standard&Poor's// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 5. - С. 68-71.
- 40□Чеканова Е., Чеканов Л. Тенденции развития и перспективы рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в России// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 3. - С. 81-84.
- 41□Шадрин А. Тенденции региональных заимствований и финансирование городской инфраструктуры// Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 12. - С. 37-40.
- 42□Эйгель Ф. Критерии оценки кредитного риска// Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 5. - С. 11-20.

Зарубежная литература

- 1□Analyzing Financial Statements. By Thomas P. Carlin, Albert R.McMeen, III. American Bankers Association. 1120 Connecticut Avenue, N.W. Washington D.C. 20036.
- 2□Ciampichett E. The Rating Process for Corporates and Financial Institutions Preparing to Raise Capital//Rating For Emergings Markets.The 1998 International Conference Documentation. The Adam Smith Institute.

- 3□Everling O., Bueschgen H. Handbuch Rating, Gabler 1996.
- 4□Global Credit Analysis. Moody's Investors Service Edited by David Stimpson. IFR Publishing Ltd. 1991.
- 5□Kalinina O., Pearlman S., Yang J. «Sovereign Rating History Since 1975», Standard&Poor's, 17.04.2000.
- 6□Keenan Sean C. «Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1999». Moody's Investors Service, January, 2000.
- 7□Standard & Poor's Counterparty Ratings Guide, First Quarter 1998.
- 8□Standard & Poor's Seminar on Ratings and Credit Risks, Moscow, October 1995.
- 9□Wakeman L.M. The Real Function of Bond Rating Agencies / «Chase Financial Quarterly». V.1.1981.
- 10□Moody's Credit Ratings and Research. Moody's Investors Service, Inc., 99 Church Street, New York, 1995.
- 11□Ratings For Emerging Markets. Conference Documentation. The Adam Smith Institute, 1998.

Сайты в сети Интернет

- 1□www.azipi.ru
- 2□www.bloomberg.com
- 3□www.cbrs.com (рейтинговое агентство Canadian Bond Rating Service)
- 4□www.cbonds.ru
- 5□www.dcrco.com (рейтинговое агентство Duff&Phelps)
- 6□www.ea-ratings.ru (рейтинговое агентство EA-Ratings)
- 7□www.euoprimex.com
- 8□www.fedcom.ru
- 9□www.fitchibca.com (рейтинговое агентство Fitch IBCA)
- 10□www.minfin.ru
- 11□www.moody's.com (рейтинговое агентство Moody's)
- 12□www.raexpert.ru (рейтинговое агентство Эксперт-РА)
- 13□www.rts.ru
- 14□www.standardandpoors.com и www.ratings.com (рейтинговое агентство S&P)

Приложение 1

**«Суверенные рейтинги, присвоенные агентством Moody's
с 1986 по 1996 гг. и их изменения в 1999-2001 гг.»**

Регион	Страна	Год полу- чения	Кредитный рейтинг			
			июнь 1997	август 1999	июнь 2000	август 2001
Африка	Южная Африка	1994	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3
Азия	Китай	1988	A3	A3	A3	A3
	Индия	1988	Baa3	Ba2	Ba2	Ba2
	Индонезия	1994	Baa3	B3	B3	B3
	Южная Корея	1986	A1	Baa3	Baa2	Baa2
	Малайзия	1986	A1	Baa3	Baa3	Baa2
	Филиппины	1993	Ba2	Ba3	Ba1	Ba2
	Тайвань	1992	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3
	Таиланд	1989	A2	Ba1	Baa3	Baa3
Восточная	Венгрия	1989	Baa3	Baa1	Baa1	A3
Европа	Чешская Республика	1993	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1
	Словацкая Республика	1995	Baa3	Ba1	Ba1	Ba1
	Польша	1995	Baa3	Baa3	Baa1	Baa1
	Словения	1996	A3	A3	A3	A2
	Румыния	1996	Ba3	B3	B3	B3
	Болгария	1996	B3	B2	B2	B2
	Россия	1996	Ba2	B3	B3	B3
	Литва	1996	Ba2	Ba1	Ba1	Ba1
	Казахстан	1996	Ba3	B1	B1	Ba2
Латинская	Аргентина	1986	B1	Ba3	B1	Caal
Америка	Бразилия	1986	B1	B2	B2	B1
	Чили	1994	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1
	Колумбия	1993	Baa3	Baa3	Ba2	Ba2
	Мексика	1981	Ba2	Ba2	Baa3	Baa3
	Венесуэла	1976	Ba2	B2	B2	B2
Средний	Израиль	1994	A3	A3	A3	A2
Восток	Турция	1992	B1	B1	B1	B1

Источник: 1) Michael L. Buneman // Moody's Investors Service // Conference on Eurobonds. Moscow, June 20th 1997; 2) Интернет: www.moody.com

Приложение 2

Страны, получившие новые суверенные рейтинги 1997 г.

	Moody's	S&P	Fitch IBCA
Центральная Европа			
Эстония	+	+	+
Хорватия	+	+	+
Молдова	+		
Латвия	+	+	
Литва		+	+
Туркменистан	+		
Западная Европа			
Монако	+		
Остров Мэн	+		
Сан Марино	+		
Азия			
Ливан	+	+	+
Оман	+		
Вьетнам	+		
Индонезия			+
Израиль			+
Китай			+
Африка			
Египет		+	+
Тунис		+	
Центральная и Южная Америка			
Багамские острова	+		
Кайманские острова	+		
Доминиканская республика	+	+	
Коста Рика	+		
Эквадор	+		
Сальвадор	+		
Панама	+	+	
Перу		+	
Гватемала	+		
Аргентина			+
Венесуэла			+
Итого:	19	10	10

Источник: Rating For Emergings Markets. The 1998 International Conference Documentation. The Adam Smith Institute.

Приложение 3

Характеристика уровней шкалы агентства Moody's для рейтинга партнеров по сделке

Ааа Партнеры, имеющие рейтинг Ааа предлагают исключительную финансовую безопасность и имеют наименьшую степень риска. Поскольку финансовая устойчивость этих субъектов может измениться, такие изменения при их обнаружении могут ослабить позицию субъекта с предельно малой вероятностью.

Аа Партнеры, имеющие рейтинг Аа предлагают превосходную финансовую безопасность, но имеют рейтинг ниже чем партнеры Ааа, потому что долгосрочные риски оказываются более существенными. Предельное обеспечение может быть таким же как и у Ааа-партнеров, или неустойчивость элементов обеспечения может иметь большую амплитуду.

А Партнеры, имеющие рейтинг А предлагают хорошую финансовую безопасность. Однако могут иметь уязвимые элементы и могут ухудшиться в любое время в будущем.

Ваа Партнеры, имеющие рейтинг Ваа предлагают адекватную финансовую безопасность. Однако, определенных элементов обеспечения может не хватать или, что типично, могут быть ненадежны на продолжительном отрезке времени.

Ва Партнеры, имеющие рейтинг Ва предлагают сомнительную финансовую безопасность. Зачастую способность этих субъектов удовлетворить партнерские обязательства может быть неопределенной и таким образом не достаточно гарантированы в будущем.

В Партнеры, имеющие рейтинг В предлагают слабую финансовую безопасность. Гарантия пунктуальности платежей по обязательствам на продолжительный период времени очень мала.

Саа Партнеры, имеющие рейтинг Саа предлагают очень слабую финансовую безопасность. Такие партнеры могут не выполнить свои обязательства, или там могут существовать элементы угрожающие финансовой устойчивости.

Са Партнеры, имеющие рейтинг Са предлагают предельно слабую финансовую безопасность. Такие партнеры часто не исполняют своих обязательств.

С Партнеры, имеющие рейтинг С являются самым нижним классом и обычно не выполняют своих обязательств. Потенциал исправления ситуации низок.

Замечание: Мудис использует числа 1, 2 и 3 для каждого вида рейтинговых категорий от Аа до В.

1 - для обозначения крайнего высшего значения каждой из категории.

2 - для обозначения среднего значения каждой из категории.

3 - для обозначения крайнего нижнего значения каждой из категории.

Приложение 4

**Характеристика уровней шкалы агентства Moody's
для рейтингов привилегированных акций**

«aaa» - высшее качество эмиссии привилегированных акций. Этот рейтинг констатирует хорошую защиту активов и наименьший риск дивидендных ухудшений в сфере привилегированных акций;

«aa» - эмиссия привилегированных акций высокого качества. Это рейтинг означает, что существующая обоснованная гарантия доходов и защита активов будут оставаться относительно хорошо поддерживаемыми в обозримом будущем.

«a» - эмиссия качества выше среднего. Риски признаются более высокими, чем для акций категорий «aaa» и «aa», тем не менее ожидается, что доходы и защита активов будут поддерживаться на адекватном уровне.

«ваа» - среднее качество. В настоящий период доходы и защита активов являются адекватными, но могут быть сомнительными в течение более продолжительного временного интервала.

«ва» - присутствуют спекулятивные элементы и будущее таких привилегированных акций не может считаться хорошо застрахованным: доходы и защита активов могут быть очень умеренными и не гарантированы в неблагоприятный период. Привилегированные акции этого класса характеризует неопределенность позиций.

«в» - эмиссии этой категории обычно недостает характеристик желательных для инвестирования. Страхование дивидендных платежей и поддержание других составляющих эмиссии на протяжении продолжительного периода могут быть незначительными.

«саа» - для эмиссий этой категории высока вероятность откладывания выплаты дивидендов. Этот рейтинговый символ не предусматривает определение статуса будущих платежей.

«са» - эмиссия этой категории является в высокой степени спекулятивной и возможно откладывание дивидендных платежей с очень низкой вероятностью окончательных выплат.

«с» - эта категория является самой низкой для привилегированных акций, имеет предельно слабую защиту.

Приложение 5

Медианы (срединные значения) ключевых финансовых коэффициентов (сформированные по трехлетиям), применяемые агентством S&P при анализе американских корпораций, выпускающих долгосрочные обязательства

Финансовые¹⁸⁷ коэффициенты	Годы	AAA	AA	A	BBB	BB	B
1. Коэффициент покрытия процентов из EBIT	1994-96	16,05	11,06	6,26	4,11	2,27	1,18
	1993-95	13,5	9,67	5,76	3,94	2,14	1,17
	1992-94	17,99	9,74	5,35	2,91	2,09	1,01
2. Коэффициент покрытия процентов из EBITDA	1994-96	20,3	14,94	8,51	6,03	3,63	2,27
	1993-95	17,08	12,8	8,18	6,0	3,49	2,16
	1992-94	22,63	12,82	8,08	4,82	3,5	1,9
3. Фонды от операций / всего долги	1994-96	116,4	72,3	47,5	34,7	18,4	10,9
	1993-95	98,2	69,1	45,5	33,3	17,7	12,8
	1992-94	97,5	68,5	43,8	29,9	17,1	9,9
4. Свободный операционный денежный поток / всего долги	1994-96	76,8	30,5	18,8	8,4	2,4	1,2
	1993-95	60,0	26,8	20,9	7,2	1,4	(0,9)
	1992-94	51,0	29,7	20,2	6,2	3,4	1,1
5. Прибыль на капитал до вычета налогов	1994-96	31,5	23,6	19,5	15,1	11,9	9,1
	1993-95	29,3	21,4	19,1	13,9	12,0	9,0
	1992-94	28,2	20,6	16,7	12,7	11,6	8,3
6. Операционный доход / продажи	1994-96	24,0	19,2	16,1	15,4	15,1	12,6
	1993-95	22,6	17,8	15,7	13,5	13,5	12,3
	1992-94	22,0	17,7	15,2	13,2	13,6	11,6
7. Долгосрочный долг / капитал	1994-96	13,4	21,9	32,7	43,4	53,9	65,9
	1993-95	13,3	21,1	31,6	42,7	55,6	65,5
	1992-94	13,2	19,7	33,2	44,8	54,7	65,9
8. Всего долги / капитализация	1994-96	23,6	29,7	38,7	46,8	55,8	68,9
	1993-95	25,9	33,6	39,7	47,8	59,4	69,5
	1992-94	25,4	32,4	39,7	49,5	60,1	73,4

¹⁸⁷ Источник: Corporate Ratings Criteria. Standard & Poor's. - 1998. - P. 112.

Приложение 6

Основные показатели, анализируемые агентствами S&P и Moody's, при определении кредитоспособности региональной/городской администрации»

Moody's	S & P
<i>Экономические показатели</i>	<i>Экономическая база</i>
- географическое положение и местные преимущества;	- уровень доходов и темпы экономического роста;
- величина города и особенности землепользования;	- структура занятости и динамика численности рабочей силы; безработица;
- численность, состав и динамика населения; уровень населения;	- население — численность, состав, изменения; уровень доходов
- возраст жилого фонда;	- основные работодатели и налогоплательщики;
- стоимость принадлежащего частным лицам жилья;	- структура и динамика строительства;
- стоимость нового строительства;	- возраст и структура жилого фонда;
- структура занятости;	- динамика розничной торговли;
- отношение города к городскому статистическому ареалу;	- банковские депозиты;
- транспортная система города;	- транспортная система города.
- динамика производства;	
- прогнозы экономического положения.	
<i>Анализ задолженности</i>	<i>Долговые факторы</i>
- долговое бремя — объем долга, соотнесенный с рыночной стоимостью подлежащей налогообложению собственности;	- виды выданных долговых обязательств;
- структура долга;	- история заимствований;
- сальдо задолженности;	- долговое бремя;
- долговая история;	- схемы погашения задолженности;
- программы реструктуризации задолженности.	- ограничения по объему долга и по максимальной стоимости заимствований;
	- программы реструктуризации задолженности.
<i>Анализ финансовых показателей</i>	<i>Финансовые факторы</i>
- доля краткосрочных займов в общем объеме задолженности;	- структура доходов — баланс разных видов налогов;
- стоимость подлежащей налогообложению собственности, ее величина и тенденции изменения;	- увеличение бюджета по отношению к численности населения и налоговой базе;
- налоговые ставки;	- баланс расходов и доходов;
- структура налогов;	- краткосрочный долг;
- бюджетные ассигнования по расходам;	- потребности пенсионного фонда.
- расходы на обслуживание долга в общей величине расходов;	

- процент собираемости налогов;	
- тенденция изменения объема доходов бюджета;	
- тенденция изменения объема расходов бюджета.	
<i>Качество органов управления</i>	<i>Административные факторы</i>
- устройство органов власти;	- устройство органов власти;
- степень профессионализма;	- разделение ответственности с другими органами власти;
- взаимоотношения с другими уровнями и органами власти;	- правовые ограничения на ставки налогов, принципы налогообложения;
- информационная открытость.	- уровень и тенденции налогообложения;
	- ставки и собираемость налогов;
	- возможные судебные процессы;
	- оценка профессионального уровня официальных лиц.

Приложение 7

Справочные данные о международных рейтинговых агентствах

Агентство Moody's появилось в 1900 году, в настоящее время является подразделением компании «Dun and Brandstreet, Inc.» Обслуживает более 30 тыс. подписчиков своих аналитических обзоров, которые включают рейтинговые оценки более 70 тыс. облигаций 20 тыс. муниципальных образований. В корпоративном секторе агентство поддерживает рейтинги более 400 эмитентов и ежеквартально по более чем 800-м эмитентам выдает заключения — «мнение о кредитоспособности».

Крупнейший в настоящее время концерн по рейтингу облигаций **«Standard & Poor's Corporation»** возник в 1941 г. в результате слияния двух компаний «Poor's Publishing Company» и «Standard Statistics Company», публиковавших рейтинги с 1916 г. и 1922 г. соответственно. Время появления компании «Poor's Publishing Company» уходит в 1860 год, когда Генри Варнум Пур опубликовал «Историю железных дорог и каналов в Соединенных Штатах». Этот год компания S&P считает годом своего основания. В 1966 г. S&P меняет своего владельца и становится дочерней компанией и полной собственностью издательского дома «McGraw-Hill Companies, Inc.» Суммарный объем облигаций и других ценных бумаг, которым присвоен рейтинг достиг \$ 11 трлн. более чем в 50 странах (информационные листы S&P). В настоящее время S&P поддерживает суверенные рейтинги 79 государств. За все время своего существования S&P присвоил в корпоративном секторе рейтинги около 100 компаниям в Великобритании, примерно 70 во Франции и 13 в Германии (Д-р Х.Зондхоф, С.Медведев. Кредитный рейтинг для промышленных предприятий в России — рыночные требования и возможности//Рынок ценных бумаг. - 1998. - № 5. - С.14.)

Следующей рейтинговой компанией стала «Fitch Publisng Company», учрежденная в 1924 г. в Нью-Йорке. Долгое время «Fitch» прочно занимала среди рейтинговых компаний третье место, однако с появлением и признанием Комиссией по ценным бумагам и биржам США двух новых компаний в этой сфере, ее положение несколько пошатнулось. Двумя новыми компаниями были «Duff & Phelps» и «McCarthy Crisanty & Maffei, Inc.», признанные Комиссией в 1982 и 1984 гг. соответственно. В 1991 г. последняя была поглощена компанией **«Duff & Phelps»**. В 1997 г. в результате слияния американской фирмы «Fitch Investors Service» и английского агентства «International Bank Credit Analisis» (IBCA) появилась **«Fitch IBCA»**. Европейское агентство IBCA изначально специализировалось на рейтинговании банков и ориентация именно на банковские рейтинги в Европе позволила ему занять пустующую рыночную нишу и сформировать портфель рейтингов. Отличалась IBCA подходом к определению кредитного рейтинга и, как следствие, видами присваиваемых рейтингов и рейтинговыми символами.

**Образец рейтингового соглашения (*Rating Agreement*)
агентства Standard & Poor's**

Наши базисные условия и положения для выполнения рейтингового задания, основанного на вашем запросе о долгосрочном партнерстве по присвоению рейтинга N области (края, города) рейтинговым агентством S&P, изложены ниже. Первичный рейтинг может быть произведен по отношению к действующей или планируемой эмиссии займа, а также в случае программы финансирования, партнерского и корпоративного кредита рейтинги могут быть назначены для эмиссии в целом.

Мы согласны провести рейтинговый анализ на условиях и положениях, указанных ниже. Вы согласны произвести оплату агентству S&P комиссионного вознаграждения в сумме 45 000 долл. за первичный рейтинг наряду с расходами на дорогу, которые не превысят 10 000 долл. Первичное вознаграждение оплачивается даже в том случае, если администрация области (края, города) не примет рейтинг. Значение первичного комиссионного вознаграждения будет дано по нашим стандартным комиссионным, причитающихся за рейтинг, назначаемый на 12 месяцев. Эти комиссионные могут измениться с течением времени.

Первичный рейтинговый анализ осуществляется по запросу области (края, города) и полученный рейтинг будет публично распространен только с согласия администрации области (края, города) (за исключением зарегистрированных займов на рынке США, которым S&P, как правило, присваивает рейтинг, также как и некоторые сделки по правилу 144A). В случае предоставления Вами разрешения, S&P оставляет за собой право информировать об этом своих клиентов, подписчиков и публиковать этот рейтинг.

Вся неподлежащая оглашению информация, полученная для целей рейтингового процесса, держится в секрете и используется только с целью определения рейтинга. S&P периодически публикует анализ и пресс-релизы, касающиеся данного эмитента. Эти сообщения содержат только общедоступную информацию.

В случаях, когда требуется или опубликование или наблюдение однажды уже определенного и принятого рейтинга области (края, города), агентство S&P предполагает встречаться на регулярной основе с представителями руководящих структур и получать всю информацию, имеющую отношение к рейтингу и наблюдению за этим рейтингом, включая информацию о количественных изменениях информации, предоставленной нам ранее. Эта информация должна быть представлена на английском языке. Рейтинг области (края, города) может быть сопровожден нашим мнением о точности, полноте, своевременности и надежности, полученной от вас информации. Рейтинг будет отражать наше текущее мнение о финансовой способности администрации области (края, города) произвести погашение облигаций и не является аудитом.

Вы согласны гарантировать и держать нас в безопасности от любых и всех потерь, убытков, обязательств, издержек, взысканий и затрат (включая обоснованные адвокатские комиссионные), сопряженных с любыми требованиями, относящимися к точности, полноте и своевременности предоставленной вами информации (или вашим агентом, или консультантом). Мы оставляем право отозвать рейтинг, если вы не сможете обеспечить нас полной, своевременной или надежной информацией.

Для поддержания точности публикуемых рейтингов S&P резервирует право изменить, приостановить или отменить рейтинги, если это будет необходимо. Однако, администрация области (края, города) будет предварительно извещена о намерении изменения рейтинга и ей будет предоставлена возможность обсудить это с аналитиками S&P перед тем, как будет принято окончательное решение.

Рейтинг может быть помещен в списке S&P с позитивным, негативным или развивающимся значением, если произошли события, которые могут оказать влияние на точность рейтинга. Область будет заранее уведомлена о том, что рейтинг будет помещен в этом списке, но она обычно не имеет права подать апелляционную жалобу по этому решению. Рейтинги могут быть изменены и без предварительного помещения в списке.

Однажды согласившись с опубликованным рейтингом агентства S&P долгосрочных займов, администрация области вступает в долговременные отношения с агентством. Наша политика — присваивать рейтинг последующим эмиссиям долгосрочных займов, размещаемых на международных (не внутренних) рынках, одновременно со всеми последующими программами среднесрочных займов. Также S&P ожидает вновь получить запрос о присвоении рейтинга последующим программам на главных рынках и от эмитента, уже однажды получившего рейтинг по программе коммерческих бумаг. Те эмитенты, которые имеют только долгосрочные рейтинги будут оплачивать комиссионные за ежегодное наблюдение (25 000 долл) в те годы, когда не осуществляется выпуск займа, по отношению к которому применяются наши стандартные комиссионные. S&P назначает рейтинг эмитенту только по его запросу. Такова политика агентства. Неотъемлемой частью этого соглашения является то, что эмитенты обращаются с просьбой провести рейтинг последующих выпусков долговых обязательств уже после того, как опубликован первичный рейтинг и согласны оплатить наши стандартные комиссионные. S&P оставляет за собой право отозвать рейтинг области, если отношения не будут подкреплены оплатой комиссионных.

Вы понимаете и согласны с тем, что мы не являемся вашими финансовыми консультантами и вы не должны рассчитывать на получение от нас любых советов. Ничто в этом соглашении не намерено создавать или не должно создавать попечительских отношений между нами. Вы понимаете и согласны, что мы не согласны и не будем согласны выступать в роли экспертов действующих законов о рынке ценных бумаг. Рейтинг S&P не является «рыночным» рейтингом, не является рекомендацией купить, держать или продать какие-либо финансовые обязательства какого-либо эмитента.

Вы принимаете условия, содержащиеся в этом соглашении и согласны исполнять все представленные условия и положения этого соглашения. Пожалуйста подтвердите ваше согласие с этими условиями и положениями путем подписания этого документа и перешлите его нам.

Стандартный формат запрашиваемой информации агентством S&P**1. Экономическая структура и рост**

1.1. Демографические характеристики: - уровень и темп роста народонаселения (исторические и прогнозируемые данные); -возрастное распределение; - концентрация населения: городское население как процент от общего количества.

1.2. Статистика рынка труда: - общая численность рабочей силы; - уровни занятости и безработицы (абсолютные значения и процент от общей численности рабочей силы); - процент занятых по секторам; - любые статистические индикаторы существенных несоразмерностей (различий по секторам и регионам на рынке труда).

1.3. Экономическая структура: - вклад основных экономических секторов в создание ВВП: сельское хозяйство, промышленность, строительство, транспорт и коммуникации, торговля, услуги и др.; - доли экспорта/ импорта в ВВП; - производство энергии по сравнению с внутренним потреблением; - степень обеспеченности сельскохозяйственной продукцией; - экспорт и импорт по группам товаров; - экспорт и импорт по географическим территориям.

1.4. Тенденции развития: - национальный продукт (в текущих и сопоставимых ценах) измеренный ВВП; - внутренний спрос: 1) потребительские расходы; 2) государственные расходы; 3) особенности/изменения валовых вложений капитала по группам: а) инвестиции в фабрики и сооружения; б) инвестиции в машины и оборудование; 4) вклад чистого экспорта в ВВП.

1.5. Выпуск продукции: - сельское хозяйство; - производство: промышленность, строительство и др.; - услуги: государственное управление, др.; - валовые внутренние сбережения (% от ВВП) и их составные части (частное предпринимательство, личные сбережения, государственный сектор).

2. Экономический менеджмент: - цены (индекс потребительских цен и индекс промышленных цен); - заработная плата (номинальная и реальная часовая заработная плата: государственный и частный сектор); - производительность и стоимость рабочей силы в промышленности; сравнительные данные с главными торговыми партнерами; - тренды валютных курсов; - тренды процентных ставок; - индикаторы ликвидности: внутренняя кредитная экспансия в государственном и частном секторе, общий объем кредитной экспансии, рост денежной массы.

3. Государственные финансы: - общие государственные финансы, включая государственные предприятия; - текущие и капитальные расходы; текущие расходы на товары и услуги, проценты по займам, социальные выплаты, субсидии, капитальные затраты, распределение затрат по типам услуг; - текущие доходы: налоговые сборы и их источники, неналоговые доходы; - бюджетный дефицит как % от ВВП; - процентные выплаты (абсолютное значение и % от доходов); - государственные заимствования по уровням: федеральные займы, субфедеральные займы, займы государственных предприятий).

4. Деньги и банковское дело: - денежный спрос по секторам и типам; - совокупный объем выданных кредитов банками по секторам: в частном секторе по направлениям, в государственном (правительству, государственными организациями, государственными предприятиями); - совокупный объем выданных банковских кредитов по типам институтов; - потребности в заимствованиях главных экономических агентов: частных корпораций, государственных корпораций, федерального правительства.

5. Баланс платежей:

5.1. Текущий счет: - экспорт продукции: уровень и темп роста (номинальный и реальный) по агрегатам и основным экспортным категориям; - импорт продукции: уровень и темп роста (номинальный и реальный) по агрегатам и основным экспортным категориям; -

торговый баланс; - экспорт и импорт услуг: уровень и темп роста (номинальный и реальный) по агрегатам и основным доходным статьям и категориям, таким как морская перевозка товаров, транспорт, туризм и пр.; - баланс услуг; - проценты и другие инвестиционные платежи, проводимые по дебету или кредиту; - трансферты: частные и государственные; - текущий баланс: абсолютное значение и % от ВВП.

5.2. Капитальный счет: - потоки прямых инвестиций; - долгосрочные потоки капитала: по секторам (частный, государственный) и по кредиторам (частные, государственные); - краткосрочные потоки капитала: по секторам (частный, государственный) и по кредиторам (частные, государственные).

5.3. Движение резервов.

6. Ликвидность в международном разрезе: - резервы Центрального банка: иностранная валюта и др., золото; - активы банковской системы в иностранной валюте; - активы государственного сектора: займы, экспортные кредиты; - активы небанковского частного сектора: иностранные ценные бумаги (акции, облигации); - капитал во внешних прямых инвестициях; - резервы/импорт (%).

7. Внешние обязательства: - внешние займы: непогашенная задолженность, составные части займов (центрального правительства, других представителей государственного сектора, банковского сектора, небанковского частного сектора); - составные части внешних займов по кредиторам: двусторонние, многосторонние, частные финансовые институты, товарные кредиты; - структура сроков погашения и структура по типу валюты; - чувствительность к процентной ставке: пропорция процентных выплат в текущей задолженности; - внешние займы/экспорт (%); внешние займы/ВВП (%); - капитал во внутренних прямых и портфельных инвестициях.

8. Управление заимствованиями: - график (план) амортизационных и процентных выплат: по совокупности и с разбивкой по кредиторам; - платежи по обслуживанию займов (включая краткосрочные)/экспорт (%); - чистые процентные выплаты; - чистые инвестиционные платежи.

Ключевые темы для обсуждения с региональными/городскими администрациями (необходимая информация)

Межбюджетные отношения

1. Описание сферы государственных услуг, ответственность за которые лежит на региональном правительстве (таких как программа социального обеспечения, образование, милиция и система безопасности, пожарная служба, транспорт и т.д.)
2. Обзор налогового права регионального правительства (изменения за последние 3 года и предстоящие улучшения).
3. Описание трансфертов к/от правительства других уровней (некоторые последние и предстоящие изменения).
4. Государственный контроль, инструкции, юридические ограничения над утвержденным бюджетом, установление налоговых ставок, сборов, заимствования, продажа активов, инвестиции и т.д.

Административная система

1. Существующая структура регионального правительства и администрации (выборные официальные лица и их ответственность в соответствии с занимаемой должностью, штат постоянных государственных служащих). История деятельности регионального правительства и развитие структуры с начала переходного процесса, включая выборы и текущую политическую поддержку.
2. Обзор политических взглядов, политический курс регионального правительства и все крупные изменения, включая юридические, за последние 5 лет.
3. Трудовые отношения в государственном секторе (тенденции занятости — число занятых в госсекторе за последние 5 лет и виды на будущее; процесс установления заработной платы; статус основных групп работников, принимаемых на контрактной основе; история трудовых отношений\конфликтов).
4. Принципы бюджетного прогнозирования и система мониторинга (контроль за расходами, процедура сбора доходов, система управления наличностью).

Экономическая структура и перспективы

1. Демографические характеристики: статистические данные и ожидаемые цифры численности населения, прироста, плотности, возрастного распределения.
2. Статус инфраструктуры и существующие отношения собственности, особенно что касается текущего состояния и планируемых изменений (транспортная сеть, школы, больницы, жилье, сфера коммунального хозяйства — система переработки отходов, водоснабжение, обеспечение электричеством и газом).
3. Структура регионального правительства и региональной экономики (производительность, занятость в секторах экономики — сельском хозяйстве, промышленном производстве, строительстве, сфере услуг, горной промышленности, частном и государственном секторах).
4. Крупнейшие частные компания (по объемам реализованной продукции/ услуг и численности занятых).
5. Перечень предприятий, находящихся в собственности регионального правительства, если они есть, с объемами реализованной продукции/услуг и численностью работников (предпочтительно с 1993 года).
6. Уровень и тенденции доходов на душу населения и на семью (в сравнении со средними показателями по стране и другими регионами).

7. Масштабы роста и преуспевания местной экономики (тенденции занятости, безработицы, розничных продаж, туризма в т.ч. краткосрочного, инвестиций, производительности в обрабатывающей промышленности; банкротства, новые начинания в бизнесе и изменение уровня местных цен — недвижимое имущество, ренты, потребительские цены)

8. Планируемые главные экономические показатели региона.

9. Обзор реструктурирования и приватизации региональной экономики и развитие частного сектора (за последние 5 лет и планы на будущее).

Финансовое состояние

1. Годовые отчеты за последние 4-5 лет.

2. Финансовые цели, намерения регионального правительства.

3. Соотношение доходов и тенденции в 1993-97 годах:

- текущие доходы (налоги на доходы, на собственность; трансферты центрального правительства; налоги и пошлины регионального правительства; процентный доход и дивиденды; описание любых экстраординарных доходов);

- долгосрочные доходы (от продажи собственности регионального правительства, трансферты центрального правительства для нужд инфраструктуры).

4. Соотношение расходов и тенденции в 1993-97 годах

- текущие расходы (перечисления на счета частных лиц, процентные выплаты, покупка оборудования, текущее финансирование предприятий, находящихся с собственности регионального правительства).

- долгосрочные расходы (строительство, инвестиции, долгосрочное финансирование предприятий, находящихся в собственности регионального правительства, любые экстраординарные расходы).

5. Анализ изменений бюджета, предпочтительно с 1994 года (выдвижение на первый план ключевых отличий первоначального проекта бюджета от итогового, если они были).

6. Обсуждение среднесрочных финансовых (бюджетных) планов и долгосрочных инвестиционных проектов регионального правительства (текущие и предстоящие инвестиционные программы и проекты, включая непредвиденные финансовые нужды).

7. Структура местных налогов, налоговое бремя и сравнение этих позиций по отношению к другим регионам.

8. Обзор портфеля недвижимости/жилья и продаж имущества.

Финансовая состояние и финансовая политика

1. Обзор практик бухгалтерского учета и их влияние на бюджет и финансовую отчетность.

2. Управление резервными счетами, если они есть (обзор трансфертов к\от резервам (ов) за последние 3 года).

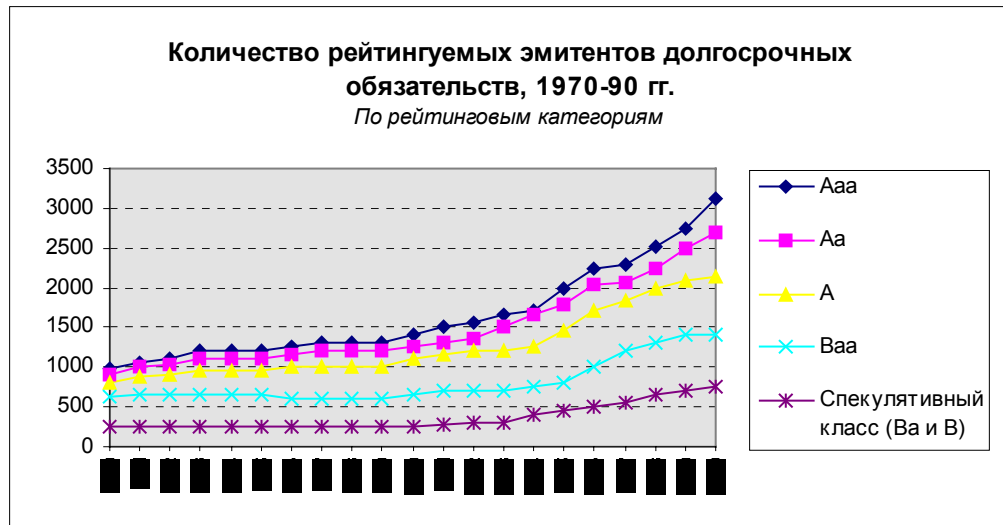
3. Обзор политики ликвидности и система управления наличностью.

4. Обсуждение текущих и будущих потребностей в заимствованиях, включая займы для предоставления ссуд третьим лицам.

5. Характеристика выпущенных и проектируемых прямых и гарантированных займов, включая структуру сроков погашения.

6. Долги предприятий, находящихся в собственности регионального правительства или поддерживаемых им.

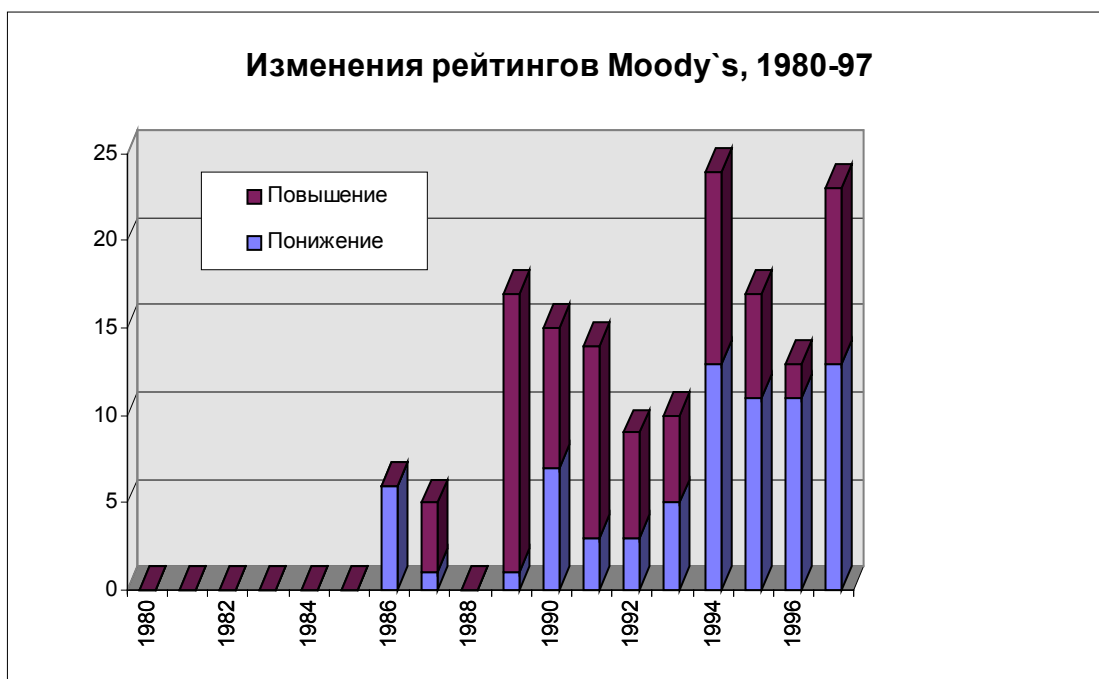
7. Финансовое состояние, прибыльность (рентабельность), планируемые инвестиции и планы заимствований предприятий, находящихся в собственности регионального правительства или поддерживаемых им, включая руководство со стороны регионального правительства. Обсуждение всех предстоящих изменений в структуре или участниках.



¹⁸⁸ Источник: Global Credit Analysis. Moody's Investors Service Edited by David Stimpson. IFR Publishing Ltd., 1991. - P.5-6.



Приложение 13



Источник: Rating For Emergings Markets. The 1998 International Conference Documentation. The Adam Smith Institute.

Приложение 14

Иерархия долгосрочных рейтингов агентства Moody's для облигаций, номинированных в иностранной валюте, по состоянию на 11 марта 1998 г.

Рейтинг	Страны
Aaa	Австрия, Франция, Германия, Япония, Лихтенштейн, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Швейцария, Великобритания, США, некоторые оффшорные зоны
Aa1	Бельгия, Дания, Финляндия, Ирландия, Новая Зеландия, Сингапур
Aa2	Андорра, Австралия, Канада, Испания
Aa3	Исландия, Италия, Португалия, Сан-Марино, Тайвань, Швеция
A1	нет
A2	Кипр, Малайзия, Мальта, Объединенные Арабские Эмираты
A3	Китай, Израиль, Словения
Baa1	Чили, Чехия, Эстония, Греция
Baa2	Латвия, Оман, Катар
Baa3	Хорватия, Сальвадор, Венгрия, Польша, Саудовская Аравия
Ba1	Бахрейн, Барбадос, Коста-Рика, Египет, Южная Корея, Литва, Филиппины
Ba2	Гватемала, Мексика, Молдавия, Венесуэла
Ba3	Россия, Аргентина, Иордания, Казахстан, Румыния, Вьетнам

B1	Бразилия, Доминиканская республика, Эквадор, Ливан, Турция
B2	Болгария, Индонезия, Пакистан, Туркмения, Украина

Источник: www.moody's.com

Приложение 15

Факторы, вызвавшие опасения рейтинговых агентств и приведшие к изменению перспективной оценки в феврале 1998 г., и официальное мнение (отображение ситуации) специалистов Министерства финансов РФ и Центрального банка

Рейтинговые агентства	Отображаемая ситуация (Минфин и ЦБ)
Отсутствие заметного прогресса в планировании и исполнении бюджета (как в части сбора налогов, так и в части сокращения расходов). Объявленные меры по финансовому оздоровлению не вызывают полного доверия, поскольку, во-первых, прежние подобные программы не давали эффекта, а во-вторых, нет признаков решимости включить дополнительные серьезные механизмы ответственности предприятий, например, механизм банкротства.	Опасения агентств относительно перспектив осуществления планов правительства вполне обоснованы. Тем не менее, ряд обстоятельств позволяет утверждать, что ситуация изменилась и продолжает меняться к лучшему. Во-первых, существенно улучшилась ситуация со сбором налогов. В январе-феврале 1998 г. доходы бюджета значительно превысили прошлогодние в реальном выражении (главным образом, за счет роста поступлений налоговых доходов). Одной из причин является твердое решение правительства России отказаться от любых форм зачетов при наполнении федерального бюджета. Во-вторых, первый раз правительство серьезно задумалось не только о сокращении бюджетных расходов на кассовой основе, но и фактическом снижении уровня бюджетных обязательств, что перестает делать бюджет одним из главных источников неплатежей в экономике. Проводимая в этих целях инвентаризация бюджетных расходов говорит о серьезности намерений правительства. В-третьих, только что принято новое законодательство о банкротстве, существенно упрощающее процедуры и желающее весь процесс более справедливым и эффективным. В-четвертых, последние поправки правительства к бюджету, принятые Думой, делают его намного более реалистичным. Наконец, правительство подготовило новый проект Налогового кодекса, вероятность которого оценивается как очень высокая.

	<p>В целом, описанная бюджетная политика является очень жесткой и нацелена на снижение темпов роста государственного долга за счет достижения первичного баланса по федеральному бюджету уже в 1998 г.</p>
<p>Затянувшаяся нестабильность на рынке ГКО. Высокие ставки означают дополнительную нагрузку в части обслуживания государственного долга на и без того напряженный бюджет и тормозят начавшийся экономический рост.</p>	<p>Повышение процентных ставок на рынке ГКО/ОФЗ, вызванное, главным образом, внешними факторами, достаточно быстро преодолевается и носит кратковременный характер. Рынок поверил в то, что поддержание стабильности рубля является приоритетом Центрального банка, а бюджетная программа является чрезвычайно жесткой, и в результате спрос на рублевые инструменты намного превышает предложение. Последнее ограничено намерением Министерства финансов не привлекать средств с рынка для финансирования непроцентных расходов, а спрос расширяется за счет всех источников (российских банков, физических лиц и иностранных инвесторов). Постепенное, а не скачкообразное, снижение доходности на рынке, упавшей до уровня 25%, является продуманной политикой правительства и ЦБ России, которая призвана не допустить возникновения новой нестабильной ситуации.</p>
<p>Ухудшение платежного баланса. Это связывается со снижением цен на энергоносители на мировом рынке, побочным эффектом может стать и сокращение налоговых поступлений в бюджет, и с растущим внутренним спросом в условиях прекращения спада.</p>	<p>Прогноз платежного баланса по текущим операциям на 1998 г. составляет 0,1 млрд.долл. при оценке на 1997 г. около 4,2 млрд.долл. и отчете за 1996 г. на уровне 11,6 млрд.долл. Сокращение профицита баланса по текущим операциям действительно является фактом, но ряд обстоятельств показывает объективность и безопасность этого процесса для уровня кредитоспособности России.</p> <p>Прежде всего, сокращение баланса по текущим операциям происходит за счет роста импорта, что является положительным процессом для страны, переживающей период перехода к экономическому росту. В особенности, это касается роста импорта инвестиционных товаров. Таким образом, если падение профицита платежного баланса финансируется за счет роста прямых инвестиций, что и происходит в реальности, то это не должно вызывать серьезных опасений.</p> <p>С другой стороны, падение мировых цен на нефть не окажет существенного краткосрочного влияния на общий объем российского экспорта по двум причинам. Во-первых, многие контракты российских нефтяных компаний на поставку нефти являются долгосрочными с фиксированными ценами, что делает их менее подверженными краткосрочным колебаниям цен, а значит, ценовая конъюнктура не в полной мере скажется на нефтяной составляющей экспорта. Во-вторых, разрешение проблемы задолженности за</p>

	поставки ресурсов со стороны стран СНГ может привести к росту объемов экспорта в эти страны. В-третьих, эксперты ожидают роста экспорта неэнергетических товаров уже в этом году по мере снятия антидемпинговых ограничений и прогресса в вопросе вступления России в ВТО.
Растущая зависимость финансовой системы России от краткосрочных иностранных кредитов на всех уровнях, включая как рынок ГКО, так и краткосрочные заимствования региональных правительств, банков и небанковского негосударственного сектора. В условиях низких международных резервов и сохранения «бегства капиталов», в том числе в виде массовой покупки валюты населением, это создает опасность «кризиса ликвидности».	Общий объем краткосрочной задолженности российской экономики перед нерезидентами составляет на 1 января 1998 г. около 33 млрд. долл., в том числе около 13 млрд. долл. — по ГКО. Уровень официальных международных резервов составляет при этом около 16 млрд. долл., а краткосрочных активов банков в иностранной валюте — около 10 млрд. долл. Таким образом, покрытие краткосрочных пассивов краткосрочными активами достаточно велико. Более того, при нормальном развитии событий большая часть, более 90%, указанного объема краткосрочных кредитов будет возобновлена, и ни у инвесторов, ни у российских властей не должно быть серьезных оснований опасаться возникновения кризиса ликвидности. Только в случае каких-либо глобальных потрясений внутри или вне России кредитные линии могут быть закрыты, что вызовет финансовые затруднения.
Снижение доверия участников рынка к денежным властям. Доверие к Центральному банку подорвано в результате его противоречивых действий в период финансового кризиса (в первую очередь попытками «идти против рынка», удерживая доходность ГКО). Действия и намерения правительства по оздоровлению финансов выглядят неадекватными масштабам и степени неотложности задач в этой сфере.	В ноябре 1997 г. Центральный банк пытался временно удерживать процентные ставки на низком уровне и поддерживать стабильность валютного курса, что привело к существенному снижению его валютных резервов. Однако, начиная с декабря 1997 г., ЦБ отказался от такой политики и показал свою приверженность стабильности рубля ценой краткосрочного повышения процентных ставок. Объявленный трехлетний коридор валютного курса также отражает стабильность валютной политики, а рынок убедился в намерении ЦБ поддерживать постоянный реальный обменный курс. Темпы роста обменного курса в начале года в целом соответствуют динамике инфляции. Принятая правительством бюджетная программа является чрезвычайно жесткой и соответствующей реальности.
Перенос тяжести экономических реформ на регионы, ситуация в которых продолжает ухудшаться. Доля неденежных форм расчетов в региональных бюджетах продолжает расти, что вызывает дальнейший рост бюджетных дефицитов.	Несмотря на рост доли неденежных расчетов в регионах, уровень дефицита региональных бюджетов не изменился по сравнению с 1996 годом (около 1% от ВВП). Федеральное правительство намерено стимулировать региональные органы власти на проведение политики, осуществляемой на федеральном уровне (снижение бюджетных обязательств и преодоление неденежных форм расчетов). Более того, региональные администрации будут вынуждены проводить такую политику с учетом снижения уровня финансовой поддержки из федерального бюджета, а

	также ограничений на уровень заимствований в особенности на внешних рынках.
Для восстановления доверия к политике правительства и ЦБ наряду с другими мерами необходимо резкое усиление информационной политики. Правительство не проводит необходимой работы по доведению до инвесторов своих планов: политики заимствований, реакции на ухудшение платежного баланса и т.д. Основополагающие принципы (как решимость защищать рубль) должны заявляться на высшем уровне первыми лицами государства.	В последнее время информационная политика со стороны органов власти резко усилилась. Основные принципы экономической политики на текущий год были изложены в ежегодном послании президента Федеральному собранию. Министр финансов, председатель Центрального банка и другие высокие должностные лица государства регулярно информируют общественность относительно фактических показателей и планов проводимой политики. В то же время необходимо решить вопрос о регулярном распространении более широкой и открытой информации, характеризующей фискальную и денежно-кредитную ситуацию в стране.

Приложение 16

Российские эмитенты, получившие рейтинги ведущих агентств в 1996-98 гг. *

	Moody's	S&P	Fitch IBCA	Идивид.	Правовой
Россия	BA2	BB-	BB+		
Субъекты Федерации	Итого 6	5	5		
Москва		BB-			
Московская область	Ba3		BB		
Санкт-Петербург		BB-	BB+		
Ленинградская область			BB+		
Нижегородская область		BB-			
Республика Коми	Ba2		BB+		
Красноярский край	Ba2		BB+		
Самарская область	Ba2	BB-			
Свердловская область	Bf2	BB-			
Татарстан	Ba2				
Банки итого	8	7	16	17	20
Альфа-банк	B1	B	BB-	C/D	4T
Альба-Альянс	B1	B			
Автобанк	Ba3				
Башкредитбанк				C/D	3T
Диалог-банк			BB-	C/D	5T
Элбим-банк					5T
Империал		B+			
Инкомбанк		B+	BB	D	2T
МДМ-банк			BB-	C/D	5T
МЕНАТЕП	Ba3		BB	D	4T
Межкомбанк			BB-	D	4T
Мосбизнесбанк			B+	D/E	4T
Нефтехимбанк					5T
Национальн. резервный	Ba3		BB	C/D	4T
Пробизнесбанк			B+	D	5T

Ренессанс-Капитал			B+	C/D	5T
Роэстбанк (Тольятти)			B+	D	5T
Российский кредит		B	BB-	D	4T
Сбербанк			BB+	C/D	2T
СБС-Агро	B1	B+	BB	D	2T
Торибанк			B+	D	5T
ОНЭКСИМ	Ba3		BB	C/D	2T
Внешторгбанк	Ba3				
Уралвнешторгбанк					5T
Возрождение		B+			
Компании итого	2	6	2		
Алмазы России — Саха	Ba2	BB-			
Мосэнерго (АО)		BB-			
Лукойл Холдинг	Ba2	BB-			
Ростелеком		BB-			
Татнефть (АО)		B+	BB+		
МГТС		BB-			
Сибнефть			BB+		

* — указаны первоначальные рейтинги

Источник: МФК Ренессанс

Шкала внутреннего кредитного рейтинга рейтинговой службы EA-Ratings

Значение рейтинга	Характеристика
	<i>Н и з к о р и с к о в а н н ы е ц е н н ы е б у м а г и</i>
555	Исключительно высокая способность эмитента оплатить финансовые обязательства (проценты и основную сумму долга).
55	Очень высокая способность оплатить финансовые обязательства и незначительно отличается от обязательств с наивысшей оценкой.
5	Высокая способность оплатить финансовые обязательства, хотя эмитент, возможно, подвержен отрицательным переменам в связи с воздействием на него экономических условий и коммерческих обстоятельств.
444	Достаточная способность оплатить финансовые обязательства при повышенной чувствительности к отрицательным экономическим условиям и финансовым обстоятельствам.
	<i>В ы с о к о р и с к о в а н н ы е ц е н н ы е б у м а г и</i> <i>Отличаются повышенным риском, который связан с ухудшающимися финансовыми возможностями эмитента оплатить свои обязательства. Самый высокий в данной категории рейтинг — 44 — присваивается ценным бумагам с наименьшим риском, а самый низкий — 3 — с наивысшим.</i>
44	Низкая вероятность невыполнения долговых обязательств (дефолта) в ближайшее время. Однако очевидные затруднения с оплатой долговых обязательств могут возникнуть в случае ожидаемых неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях. Рейтинг 44 также присваивается долговому обязательству, являющемуся второстепенным по отношению к первостепенному долгу с рейтингом 444-
4	Большая по сравнению с категорией 44 вероятность дефолта , хотя в данное время эмитент обладает способностью оплатить финансовые обязательства. Возможность выплаты долговых обязательств с таким рейтингом больше зависит от неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях, которые уже наступили. Рейтинг также присваивается долговому обязательству, являющемуся второстепенным по отношению к первостепенному долгу с рейтингом 44 или 44-.
333	На данный момент существует возможность дефолта . Своевременная оплата финансовых обязательств в значительной степени зависит от возможности благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий. Рейтинг также присваивается долговому обязательству, являющемуся второстепенным по отношению к первостепенному долгу с рейтингом 4 или 4-.
33	Присваивается долговому обязательству, являющемуся второстепенным по отношению к первостепенному долгу с рейтингом 333.
3	Обычно присваивается долговому обязательству — второстепенному по отношению к первостепенному долгу с рейтингом 333-. Может присваиваться долговому обязательству в том случае, когда инициирована процедура банкротства эмитента, но обслуживание долга продолжается. Присвоение данного рейтинга означает, что выплата долговых обязательств эмитентом прервана.

Приложение 19**Требования по предоставлению информации региональными и местными органами власти****Межбюджетные отношения**

1. Полномочия региона/муниципального образования по оказанию услуг с разделением на обязательные и необязательные.
2. Налоговые поступления региона, включая виды налогов и их распределение с другими уровнями власти.
3. Потоки между бюджетами различных уровней, включая процедуры их расчета и изменения.
4. Полномочия по взятию кредитов, выпуску облигаций, с учетом целей заимствования.

Система управления

1. Наличие правовых ограничений и процедур для: эмиссии долговых обязательств, повышения ставок налогов, утверждение бюджета и проведения займов и капиталовложений.
2. Разделение полномочий между избираемыми официальными лицами и назначаемыми служащими.
3. Трудовые отношения, включая текучесть кадров, процесс установления заработной платы, состояние основных контрактов, настоящие и прошлые трудовые споры.
4. Обзор бюджетного прогнозирования и систем мониторинга, включая контроль расходов, процедуры сбора доходов и системы управления наличными средствами.

Экономическая структура и перспективы роста

1. Демографические характеристики: исторические и прогнозируемые показатели численности населения, его плотности, темпов роста и распределение по возрастным группам.
2. Потребность в инфраструктуре: транспорте, школах, больницах, жилье и основных коммунальных услугах (в водоснабжении, вывозе мусора, канализации, электро-газоснабжении).
3. Структура местной экономики с точки зрения объемов производства и занятости по секторам экономики (сельское хозяйство, добывающая и легкая промышленность, строительство, частные услуги, муниципальные услуги и т.д.)
4. Список основных работодателей, включая 10 крупнейших негосударственных работодателей. Информация об уровне занятости и ее тенденциях, планах капитальных вложений.
5. Уровень и динамика доходов в расчете на душу населения и на домохозяйство.
6. Оценки роста и благосостояния местной экономики, включая тенденции в сфере занятости, безработицы, уровня различных продаж, капиталовложений (объемы строительства, расходы, разрешение на строительство, вводимый в эксплуатацию жилой фонд и др.), производительности труда, банкротств, вновь созданных предприятий и цен (потребительских цен и цен на недвижимость в данном регионе).
7. Прогнозы ключевых индикаторов состояния местной экономики.

Гибкость и характеристики функционирования налоговой системы

1. Структура и динамика с разбивкой по типам межбюджетных платежей, типов собственных источников налогов, сборов и поступлений по процентам и дивидендам.

2. Параметры налогового бремени, его динамика в сравнении с аналогичными показателями с соседними административно-территориальными единицами.

3. Структура и динамика расходов с разбивкой на капитальные и текущие расходы. Структура расходов по функциональной классификации (образование, здравоохранение и т.д.) и по экономической классификации (заработная плата, выплата процентов и т.д.)

4. Анализ бюджетных колебаний за последние годы. Сравнение первоначальных плановых бюджетных значений и фактических результатов исполнения бюджета, с указанием основных причин расхождения, если таковые имеются.

5. Существующие и прогнозируемые тенденции и изменения текущего баланса.

6. Бюджет развития (капитальный бюджет) и его прогноз, включая состав и детали всех основных инвестиционных программ и проектов. Финансирование капитальных расходов.

Финансовое состояние и финансовая политика администрации

1. Обзор практики бухгалтерского учета и ее влияние на бюджетную и финансовую отчетность.

2. Выявление основных резервных счетов и их использование.

3. Обзор методов поддержания ликвидности и системы управления наличными средствами.

4. Прошлые, настоящие и планируемые валовые и чистые потребности в долговом финансировании, включая займы, предназначенные для перекредитования третьим лицам.

5. Долговые обязательства предприятий, принадлежащих муниципальным образованиям или получающих от них финансовую поддержку.

6. Задолженность бюджетов других уровней, относящихся к той же налоговой базе, что и данное территориальное образование.

7. Характеристики финансово-хозяйственной деятельности, предполагаемые капиталовложения и планы заимствования муниципальных и государственных предприятий, принадлежащих данному территориальному образованию.

8. Оценка основных забалансовых обязательств, в особенности перед пенсионными фондами.

