

Единое рейтинговое пространство: миф или реальность?

Более ста лет рейтинги являются востребованным инструментом. За это время значительно расширилась область их применения, охватывающая сегодня не только экономику, но и социальные сферы жизни людей. В то же время эффективное использование рейтингов требует новых подходов, ориентированных как на углубление, так и на расширение потенциала рейтинговых оценок.



А.М. КАРМИНСКИЙ,
доктор экономических наук, доктор технических наук, профессор ГУ – ВШЭ

Возможна ли интеграция усилий различных рейтинговых агентств?

Построение единого рейтингового пространства потребует новых подходов, научно-методического обеспечения, использования современных методов отображения рейтинговых шкал, применения эконометрических и вычислительных возможностей высокотехнологичных программных комплексов и многого другого.

Рейтинги как комплексная оценка

Рейтинг в современном понимании – это комплексная оценка страны, региона, компании, банка, ценных бумаг и других финансовых инструментов по дискретной упорядоченной шкале, называемой *рейтинговой*. Он определяет позиционирование субъекта в рейтинговой шкале относительно *идеального* субъекта, т.е. процесс рейтингования имеет компоненты бэнчмаркинга, включая при этом значительную экспертную составляющую.

Рейтинг выполняет функцию преобразования большого объема информации в публичное мнение относительно классификационной группы, к которой относится субъект. Благодаря сравнительно низким затратам, но достаточной глубине анализа, рейтинги занимают перспективную нишу, имеющую большой потенциал для развития. Они определяют класс (группу), к которой можно отнести тот или иной хозяйствующий субъект или финансовый инструмент, косвенно формируя оценку вероятности невыполнения этим субъектом своих обязательств.

Помимо рейтинговой оценки существует рыночная оценка субъекта или соответствующего финансового инструмента, выраженная в их цене или в спреде по отношению к безрисковому активу, а также оценивание специализированной компанией, соответствующей



В.М. СОЛОДКОВ,
директор Банковского института ГУ – ВШЭ, профессор, PhD

шим подразделением кредитной организации или инвестиционной компании. Отличие перечисленных оценок от рейтинговой состоит в том, что рыночная оценка преимущественно кратковременна (даже для фьючерсов), а рисковая составляющая в таких оценках не наблюдается. Регулярное оценивание конкретного хозяйствующего субъекта или инструмента требует немалых средств, и здесь рейтинги имеют преимущество. Принципы Базеля II усилили интерес к ним и их моделям, связали нормы резервирования с рейтингами заемщика или инструмента. В модификациях Базельского соглашения предполагается активное использование рейтингов в качестве инструмента меры кредитного риска.

Различные органы надзора используют рейтинги для регулирования финансовой деятельности, в связи с чем они имеют функцию своеобразного лицензирования (порог допустимости к определенным операциям и ресурсам, консалтинг и т.п.), что предопределяет особый интерес к ним не только со стороны инвесторов, но и государственных органов.

Рейтинговые агентства (РА) в качестве основных принципов оказания своих услуг называют независимость оценок, публичность, доступность, коллегиальность, интерактивность, конфиденциальность информации, использование рейтинговых шкал, обеспечивающих сравнение эмитентов. За основу методологии проведения рейтингового исследования взяты классификация существенных факторов и определение количественных оценок риска. В то же время имеется ряд ограничений на деятельность РА. В частности, они не несут юридической ответственности за свои выводы, а регулирующим элементом их деятельности является репутационный капитал.

Рейтинги и финансовый кризис

В 1975 г. Комиссия по ценным бумагам США (SEC) стала присваивать РА статус «национально признанных статистических рейтинговых организаций» (NRSRO). Существование такого списка является одной из главных причин того, что количество рейтинговых агентств сегодня невелико, несмотря на высокую рентабельность этого бизнеса. В июне 2008 г. три ведущих мировых агентства сделали первый шаг к фундаментальным переменам: они стали взаимно проверять методы взимания комиссии за рейтинг облигаций.

Глобальный финансовый кризис выявил ряд проблем в управлении значительно расширившейся финансовой системой. С начала 2000-х гг. появились новые инструменты, которые не могли адекватно оценить ни регулирующие органы, ни рейтинговые агентства: они обеспечивали более высокую прибыль, но повышали уровень рисков за счет растущих «пузырей» цен на активы.

На наш взгляд, есть три возможных канала нестабильности от изменения странового рейтинга в условиях кризиса: через стоимость долговых обязательств и акций на рынке; путем «инфекционного заражения» нестабильностью в глобальном смысле; из-за подверженных значительным флуктуациям экономик стран с

более низкими рейтингами. Изменения в суверенных рейтингах влияют на спрэды и доходность бондов, усложняют доступ к ресурсам на развивающихся рынках, способствуют переходу валютных кризисов в банковские, могут вызвать рецессию и т.д.

Ведущие РА отмечают проблемы, которые высветил кризис. Среди главных – отставание в практике присвоения рейтингов и учете проблем глобальной финансовой системы. Рейтинговые агентства не успели с оцениванием сложных финансовых инструментов и их влияния, хотя и делали важные шаги в этом направлении, включая активизацию новых методологических подходов.

Благодаря сравнительно низким затратам, но достаточной глубине анализа рейтинги занимают перспективную нишу, имеющую большой потенциал для развития. Они определяют класс (группу), к которой можно отнести тот или иной хозяйствующий субъект или финансовый инструмент...

Анализ деятельности международных агентств указывает на наличие случайной составляющей, систематические же расхождения в рейтингах связаны с уровнем прозрачности эмитента, зависят от факторов рентабельности и ликвидности, а также от отраслевой принадлежности и в ряде моделей могут быть учтены.

Представляет интерес проблема процикличности рейтингов, что обусловлено консервативностью и не всегда оперативной реакцией РА. Отдельно стоит вопрос о расширении объема рейтингового пространства за счет использования прогнозных моделей.

Рейтинги в России

В России наметились шаги к координации рейтингового процесса. Создан Комитет по рейтингованию, в работе которого, помимо основных рейтинговых агентств, участвуют представители государственных регуляторов (Минфин РФ, Банк России, АСВ), ММВБ, общественных организаций (в частности, Национальной фондовой ассоциации и Ассоциации региональных банков России).

Можно наблюдать несколько волн роста интереса к рейтингам в нашей стране. На начальном этапе становления рыночных отношений рейтинги были как бы данью мировой моде. Преобладали ранкинги и их модификации (основными объектами были банки). К настоящему времени действующие в 1990-е гг. отечественные агентства в основном прекратили активную деятельность.

Определенным стимулом стали приход в Россию международных рейтинговых агентств и рейтингование ими нашей страны (начиная с 1996 г.). Эти оценки были востребованы вплоть до 1998 г., когда в результате финансового кризиса обанкротился ряд отечественных банков, имевших международные рейтинги и входивших в ТОП-20.

Следующий шаг – возможность зарубежных заимствований, в том числе для промышленных предприятий, а также получение инвестиционного рейтинга Россией. Международными агентствами оценено более 300 субъектов, а общее их число порядка 1000.

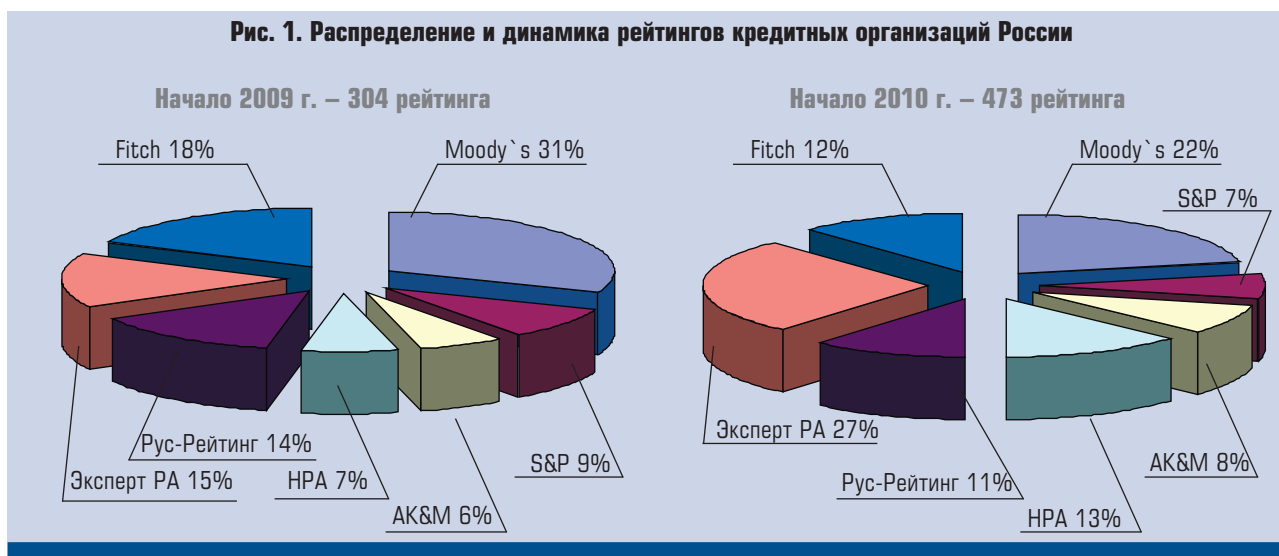
Уровень международных рейтингов российских банков и предприятий был сравнительно невысок: к началу 2009 г. только четверть компаний имела рейтинги инвестиционного уровня, а средний уровень оценок трех ведущих международных РА находился в интервале между ВВ- и ВВ.

Отечественные агентства в последние годы стали играть более значимую роль, хотя пока лишь в своей нише. Крупнейшие компании имеют преимущественно рейтинги международных РА. Но в условиях кризиса число субъектов, рейтингуемых отечественными агентствами, возросло у АК&М, НРА, Рус-Рейтинга и Эксперта РА, получивших аккредитацию (рис. 1).

нительных функций, среди которых можно выделить функцию аккредитации или лицензирования (допуска к определенным продуктам или к предоставлению определенных услуг). Эти вопросы представляют интерес как для бизнес-структур, так и для государственных и регулирующих органов и общественных организаций.

Возможность сравнения различных оценок РА – один из основных срезов данной проблемы. В связи с этим идея формирования единого рейтингового пространства (ЕРП) представляется крайне актуальной. Под ЕРП, на наш взгляд, понимается *выбор рейтинговой шкалы* (далее называемая базовой) и *формирование системы сопоставимых отображений в базовую шкалу рейтингов* всех охватываемых РА, а также внутренних рейтингов применительно к каждому классу субъектов (финансовых институтов, компаний и т.п.).

Предполагается спецификация отображений во времени (исторический мэппинг¹) и по типам субъек-



Благодаря усилиям отечественных и международных агентств рейтинговые услуги в России стали более востребованы, а вопрос об интеграции оценок – актуальным. На середину 2010 г. рейтинги имели порядка 300 банков, в том числе около половины из них – оценки международных РА. Ряд банков имеет рейтинги нескольких агентств.

Единое рейтинговое пространство: зачем это нужно?

Рейтинговая деятельность в России за последнее десятилетие значительно активизировалась. Но есть ряд факторов, сдерживающих ее эффективность, в частности, трудности в сопоставлении оценок различных РА, прежде всего национальных.

Стимулом к новым методам сравнения рейтингов послужило получившее в последнее время расширение их функций. Рейтинги стали использоваться не только в качестве оценки кредитоспособности субъекта или финансового инструмента, но и для реализации допол-

тов. Этим обеспечивается сопоставимость рейтингов различных субъектов между собой, а также сравнение рейтингов конкретного субъекта как во времени, так и для различных агентств с целью получения мультипликативного эффекта от совместного использования конкурентных оценок.

Такой подход потенциально реализуем, но на пути его воплощения стоит ряд барьеров. Возможно, наиболее сложными являются обоснование и выбор базовой шкалы, отображение в ней различных рейтингов, оценка и повышение точности полученного результата.

Ниже представлен план действий по выбору методов отображения рейтинговых шкал и рассмотрены возможные решения смежных вопросов, в том числе организационного характера, моделирование рейтингов.

Попытки сопоставления рейтинговых шкал

Рейтинговые оценки различных РА имеют и общую направленность, и свои особенности.

¹ Мэппинг (от англ. *mapping* – создание карт) в широком понимании – это отображение данных из одного пространства (формы представления) в другое. В рассматриваемом случае – из рейтинговой шкалы конкретного РА в базовую шкалу.

Можно анализировать эти особенности и определять отличия в методиках, включая исторические параллели. Но это не очень продуктивно в силу того, что методики не представлены детально, а их существенная часть опирается на экспертные мнения.

Можно анализировать результаты рейтингования и сопоставлять различные рейтинги, используя публичную информацию и исторические срезы. Но при этом сложно провести сопоставимый анализ сразу всех присутствующих на рынке РА.

Попытки сопоставления рейтинговых шкал в России были. Так, Национальная фондовая ассоциация предложила подход, основанный на экспертном опросе и согласовании таблицы соответствия рейтингов с ведущими игроками, что достаточно субъективно. Ассоциация региональных банков России использовала попарное сравнение на ограниченном статистическом материале без учета исторической составляющей. Однако такой подход не исключал смещения оценок и не стимулировал появление цельной картины сравнений. Рус-Рейтинг использовал линейный корреляционный и статистический анализ. Но он не предполагал учета нелинейности. Сопоставление рейтингов Moody's и S&P для банков и предприятий, ориентированное на попарное оценивание отличительных факторов, проведено в исследованиях ГУ – ВШЭ и Российской экономической школы.

Ограниченность этих подходов заключается в преимущественном использовании парных сравнений отображений, в несопоставимости шкал соответствия, априорной линейности отображений и использовании экспертных оценок.

Зарубежные исследования также не дают однозначных рекомендаций по множественному сопоставлению (мэппингу) рейтинговых шкал.

Методологические особенности подхода

Сравнение рейтинговых шкал – фундаментальный вопрос обеспечения мультиплицированных усилий рейтинговых агентств и формирования таблиц сравнения на регулярной основе. При этом методологический подход подразумевает последовательное решение ряда проблем:

- формирование структурных принципов единого рейтингового пространства;
- создание базы данных по хозяйствующим субъектам и их рейтингам для целей сравнительного анализа;
- выбор допустимых принципов сравнительного анализа рейтинговых шкал;
- проведение сравнительного анализа методов сопоставления различных шкал, используемых в России и за рубежом;
- формирование алгоритмов для исследования, проведение тестовых исследований;
- проведение моделирования рейтингов различных РА, сравнение объясняющих переменных и анализ возможности их использования для целей мэппинга;
- оценка устойчивости полученных результатов для использования рейтингов в регуляторных целях;

- формирование требований к программной поддержке и ее реализации;
- выработка рекомендаций по развитию и повышению качества методик.

Методика множественного мэппинга рейтинговых шкал должна удовлетворять принципу научной обоснованности, использовать современный эконометрический аппарат, всю совокупность статистических данных, иметь информационное сопровождение, алгоритмическое и программное обеспечение, подразумевать возможность верификации и пересмотра системы отображений (периодически и по запросу). Эти обязательные условия порождают специфические требования к структуре, которая могла бы взять на себя функцию содействия формированию и развитию ЕРП. Среди основных требований можно выделить научно-практический опыт решения задач рейтинговой тематики, его адекватность проекту по уровню сложности, независимость от рейтинговых агентств, известность и авторитет.

Концепция множественного мэппинга

Концепция множественного мэппинга ориентирована на формирование последовательных шагов, призванных сформировать технологию построения системы отображений для всех РА одновременно. Она предусматривает проведение аудита и уточнение критериев сопоставления различных рейтинговых шкал, прежде всего за счет построения статистически обоснованных множественных отображений в выбранной базовой шкале. В концепции подчеркивается, что достоверность сопоставления шкал (мэппинга) может быть достигнута за счет одновременного использования всей имеющейся статистической информации: по агентствам, по времени, по различным шкалам, а также с позиции структурных особенностей (порядковых, временных, вероятностных).

В концепции также должны быть предусмотрены следующие этапы: формирование базы данных по рейтингам, финансовым и макроэкономическим индикаторам (за 5-летний период); выявление на основе эконометрического моделирования наиболее значимых статистически и влияющих на рейтинги переменных финансового, инфраструктурного и макроэкономического характера; формирование базовой шкалы и параметров отображения в ней сравниваемых рейтингов по всем агентствам, формирование критериев соответствия и сравнения шкал рейтингов; осуществление верификации критериев и оценки параметров соответствия шкал и формирование методических и практических основ регулярного мониторинга, моделирования и верификации рейтинговых моделей.

Какая организационно-техническая поддержка требуется?

Основными технологическими компонентами формирования единой (соизмеримой) системы рейтингов конкурентных агентств являются:

- формирование принципов единого рейтингового пространства России;

- генерирование принципов сравнительного анализа рейтинговых шкал;
- проведение сравнительного анализа методов сопоставления различных шкал, используемых в России и за рубежом;
- выбор конкурирующих решений, формирование исследовательских алгоритмов, проведение тестовых исследований;
- проведение моделирования рейтингов и анализ возможности их использования для целей мэппинга.

При выборе базовой шкалы можно выделить такие потенциально интересные варианты, как использование числовой шкалы, соответствующей одному из ведущих рейтинговых агентств (например, Standard & Poor's, для которого рейтингу AAA соответствует число 1, рейтингу ВВВ- число 10, ССС- равно 19 и т.д.).

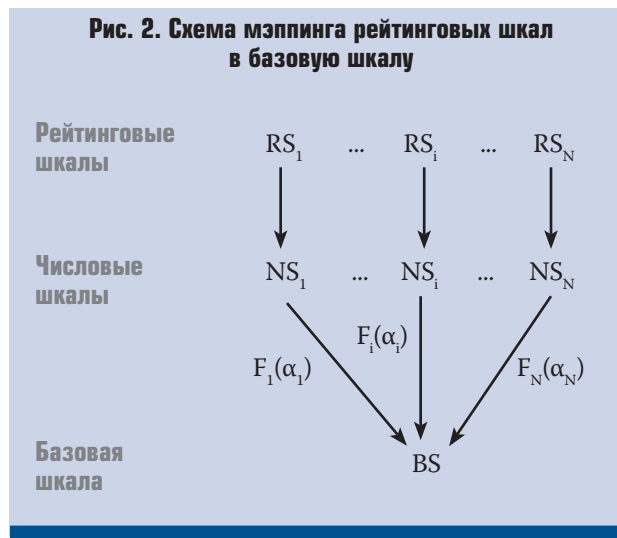
Помимо номинальной базовой шкалы, естественно, необязательно привязанной к одному из агентств, могут быть использованы и связанные с ней:

- экспоненциальная (или степенная) шкала, в наибольшей степени отражающая аппроксимацию кривой соответствия рейтингов и математического ожидания вероятностей дефолтов;
- порядковая шкала, позволяющая использовать непараметрические модели и отражающая гипотезу о преимущественном сохранении во времени порядка рейтингов;
- нормированная шкала, устраняющая статистические разбросы при использовании широкого спектра объясняющих переменных.

Одним из простейших возможных алгоритмов идентификации для параметрического мэппинга могут быть:

- выбор базовой шкалы путем сравнения вариантов за счет анализа их потенциальных преимуществ;
- отображение каждой рейтинговой шкалы RS_i по синхронизированным принципам в числовые шкалы NS_i (рис. 2);
- определение функциональной структуры параметров $F_i(\alpha_i)$ отображения i -й шкалы в базовую (начальный вариант – полиномиальная до квадратичного уровня);
- формирование для каждого банка (субъекта, инструмента) меры близости сводных оценок в базовой шкале (например, сумма квадратов отклонений);
- формирование интегрального критерия (например, на основе обобщенных показателей) в базовой шкале;
- определение параметров отображений $F_i(\alpha_i)$ как решение единой экстремальной задачи, основанной на построении интегрального критерия близости.

Расширенный вариант базовой шкалы предполагает использование объясняющих переменных (финансовых, макроэкономических и структурных индикаторов). При этом представляется актуальной отработка трехшаговой процедуры мэппинга на эмпирических данных по



российским банкам, включающей этапы: определения базовых объясняющих переменных, построения мэппинга для международных агентств, отработки и согласования мэппинга для российских агентств.

Важной составляющей является формирование баз данных, предназначенных отдельно для исследовательского этапа и для этапа эксплуатации. Это могут быть две различные базы, так как ведущие отечественные РА используют российскую систему бухгалтерского учета как основную, а международные – данные по МСФО. На исследовательском этапе необходимы расширенные данные, в том числе и для определения наиболее информативных объясняющих переменных.

После того как методика множественного мэппинга рейтинговых шкал будет успешно реализована, можно переходить к разработке программно-аппаратных решений для сравнительных оценок на регулярной основе. Эти оценки необходимы для регулирующих органов, банков, рейтинговых агентств и общественных организаций.

Завершающим компонентом технологии является формирование и утверждение регламента проведения сравнительных оценок на базе независимой научно-производственной структуры. Не менее важно научно-практическое сопровождение проекта и получение дополнительных результатов и возможностей, в том числе от моделирования рейтингов и автоматизированных подходов к формированию сравнительных оценок.

■ **ВЫВОДЫ**

Единое рейтинговое пространство можно рассматривать как некоторую целевую установку интеграционного развития рейтинговых услуг в интересах регуляторных органов, бизнеса и рейтинговых агентств. Трудно ожидать быстрого и полного осуществления этой идеи, но стремление к ней обеспечит поступательное решение многих проблем, возникающих на финансовом рынке. Организационно успешному движению в этом направлении мог бы помочь независимый некоммерческий центр, имеющий высокий научно-практический потенциал.