

УДК 658.155 DOI: 10.14451/1.249.186

Теоретические основы методологии рейтингования финансовых и нефинансовых компаний: их влияние на риск-менеджмент

© 2025 **Шавшуков Вячеслав Михайлович**

Профессор, доктор экономических наук, профессор, кафедра менеджмента и инноваций. Национальный исследовательский Московский государственный строительный университет (НИУ МГСУ).

E-mail: shavshukov@rambler.ru

© 2025 **Алексейцев Анатолий Викторович**

Профессор, доцент, доктор технических наук, кафедра железобетонных и каменных конструкций. Национальный исследовательский Московский государственный строительный университет (НИУ МГСУ).

E-mail: aalexw@mail.ru

© 2025 **Костылев Антон Алексеевич**

Главный специалист. Открытое акционерное общество Российские железные дороги, ОАО «РЖД», Департамент корпоративного управления.

E-mail: dolichagi@yandex.ru

Ключевые слова: экономические теории, методология рейтингования, риск-менеджмент финансовых и нефинансовых компаний.

Актуальность темы обусловлена местом рейтингования в экономике. Объект исследования – методология рейтингования, предмет – теории отраслевых рынков, финансового менеджмента, управление рисками.

Результат: обоснование взаимного влияния теорий, рейтинг-процесса и управления компаний: наука опиралась на рейтинг-статистику дефолтов и финансовых показателей, в рейтинг-процессе и риск-менеджменте использовались теории оценки рисков долговых обязательств, инвестиций в активы, доходности, хеджирования.

Введение

Мировая история возникновения рейтингования восходит ко второй половине XIX века и связана с необходимостью получения информации о людях и предпринимателях, приехавших из Европы покорять Америку (первая компания в этой нише Dun & Bradstreet имеет базу данных

на 60 млн. лиц и компаний). Для расширения бизнеса требовались привлеченные средства в различных формах (прибыли и амортизационных фондов было недостаточно). Публичные компании эмитировали акции, выпускались долговые обязательства в виде облигаций, что предполагало оценку кредитоспособности заемщика,

эмитента со стороны третьей стороны – независимого эксперта. Бум железнодорожного строительства в США после 1850 г. обусловил массовый выпуск облигаций, приведших к появлению инвестиционных банкиров, кредитных агентств, отраслевых журналов (*The American Railroad Journal*), статистических сборников (*Manual of the Railroad of the United States*). Масштабы экономики обусловили большие объемы инвестирования в долговые обязательства, риски неопределенности способствовали возникновению в США рейтинговой отрасли. Ее пионерами стали Р. Дан (Robert Dun, 1859), Г. Пур (Henry Poor, 1865–1916), Дж. Муди (John Moody, 1909), Джон Фитч (John Fitch (1913), Дж. Брэдстрит (John Bradstreet, 1933).

Аналогичный бум железнодорожного строительства в России и добычи нефти в последней трети XIX века привел к созданию специализированных банков (Волжско-Камский банк, 1870 г., Санкт-Петербургский международный коммерческий банк, 1869 г.) по кредитованию проектов национального масштаба. Россия и европейские страны шли по пути фондирования с помощью кредитов. Банки хорошо знали клиентов-заемщиков по балансам, нередко ведению счетов их операций. Поэтому необходимости создания рейтинговой отрасли не было. Она возникла в конце XX века.

Практика экспертной оценки рисков участников рынка предполагала опору на теоретическую базу методологии рейтингования. Цель исследования состоит в систематизации фундаментальных положений теорий микроэкономики, макроэкономики, экономики отраслевых рынков, финансов корпораций, менеджмента, которые легли в основу методологии рейтингования финансовых и нефинансовых компаний. Материалами послужили основополагающие исследования экономической науки и методологии рейтингования ведущих рейтинговых агентств (РА).

Результаты исследования

С 90-х гг. XX века российские заимствования на международных и национальных рынках, выпуски долговых обязательств и еврооблигаций

в национальной и иностранной валютах обслуживались международными РА, проверенными рынками и монетарными властями в течение столетий. Инвесторы доверяли РА, во-первых, исходя из профессиональной оценки кредитных рисков третьей стороной, во-вторых, благодаря рейтинговой шкале, учитывающей уровни кредитоспособности (платежеспособности, дееспособности) обслуживать долговые обязательства, в-третьих, глубоко структурированному рейтинговому отчету заемщика/эмитента после трехмесячной «Надлежащей проверки» (*Due diligence*), включая со стороны юридической и аудиторской фирмы, наконец, статистики дефолтов по каждому рейтингу за десятки лет.

Так, крупнейшее Moody's Investors Service (Moody's) до глобального кризиса 2008–2009 гг. имело следующую статистику по дефолтам (*Default* – «неисполнение обязательств» по 15 случаев, включая форс-мажор) компаний с инвестиционным рейтингом (от Ваа до Ааа) за период 1920–2008 гг.: в среднем 2–4 случая/год (10–15%); дефолты компаний со спекулятивным рейтингом (от Ва до D) составляли уже 22–34 случая в год [11, с. 19].

Рейтинговое агентство Standard & Poor's (S&P) провело свое исследование дефолтов краткосрочных рейтингов за период 1997–2023 гг. по мировой выборке 1935 эмитентов (рис. 1). График демонстрирует три пика роста дефолтов: после террористической атаки 11 сентября 2001 г. и последовавшей рецессии (3–12 случаев дефолта, 0,7% рейтингуемых компаний), в период глобального кризиса 2008–2009 гг. (13–15 случаев и 0,78% всех рейтингов), в 2015–2016 гг. падение темпов роста ВВП США до 1,6%/год, рост внутреннего долга, торгового дефицита, усиление позиций КНР в глобальной экономике, смена экономической политики демократов (Б. Обама) на консерваторов (Д. Трамп) привели, в частности, к всплеску дефолтов до 8–13 в год (0,7% всех рейтингов).

Статистика S&P демонстрирует 0,19% дефолтов исторического средневзвешенного показателя краткосрочных рейтингов за 26 последних лет.



Рис. 1. Глобальные корпоративные краткосрочные рейтинги дефолтов S&P Global ratings и их доля в рейтингах, %, 1997–2023 гг. Источник: [13].

За период 2017–2023 гг. (включающий Ковид-кризис SARS-2019) количество случаев дефолта было стабильным, в среднем менее четырех. Аналитика случаев неисполнения обязательств Moody's и S&P за сто лет (1920–2023 гг.) свидетельствует о сокращении количества дефолтов, их доле менее 1% всех рейтингов, двукратном превышении дефолтов спекулятивной шкалы над инвестиционной, наконец, совершенствовании методик «надлежащей проверки» (Due Diligence) РА и улучшении менеджмента всей системы корпоративных финансов.

Сравнительный анализ рынков рейтинговых услуг РФ и США

Статистика дефолтов, уменьшение цен стоимости кредита и размещения ценных бумаг рейтингуемых лиц, предоставление финансовой и юридической информации в условиях ее асимметрии привели к большой емкости рынка и его доверию к РА.

В самой большой экономике мира количество кредитных рейтингов на 31.12.2023 г. составило 2113208. Они разбиты по пяти рейтинговым категориям: «Ценные бумаги Правительства» (1623333 рейтингов), «Финансовые институты» (155998), «Ценные бумаги, обеспеченных активами» (186432), «Корпоративные эмитенты» (125403), «Страховые компании» (22042 рейтингов) [14, с. 20].

В Российской Федерации (далее РФ) по состоянию на 2022 г. количество действующих кредитных рейтингов составило 1774 (в т.ч. рейтингов лиц – 899, эмиссий – 875), клиентами российских кредитных рейтинговых агентств (КРА) являлись 757 рейтингуемых лиц [4, с. 4]. На рынке доминируют «Эксперт РА» и АКРА – 52% и 36% соответственно. Кредитный рейтинг российских РА опирается на их методологии рейтингования, утвержденные в 2023 г. Банком России по объектам рейтинга: нефинансовые компании, кредитные организации, страховые компании, лизинговые компании, финансовые компании, микрофинансовые организации, международные кредитные организации, регионы, холдинговые компании, проектные компании, факторинговые компании, депозитарии, компании иностранных государств, долговые инструменты, структурированное финансирование, проектное финансирование, переупаковка требования по долговым инструментам [3, с. 5].

Рейтингование по «объектам рейтинга» (РФ), «категориям» (США) отразило развитие микроэкономики в 60–70-е гг. XX века в направлении *теории отраслевых рынков*. Как теоретическое саморазвитие микроэкономики она исходит из допущения, что фирмы действуют в условиях информационной асимметрии на нескольких рынках. Теория отраслевых рынков методологически определяет форму, структуру, менеджмент, стратегию, тактику поведения фирм на разных

рынках, при горизонтальной/вертикальной интеграции, слияниях/поглощениях. Теория анализирует влияние отрасли на поведение фирмы и наоборот, как ее стратегия определяет устройство рынков и результаты функционирования. Исследования Дж. Стиглера, Э. Мейсона, М. Портера, Ж. Тироля, О. Харта, Дж. Акерлофа в последней трети XX века сделали микроэкономике с «отраслевым лицом», обосновали необходимость макроэкономического регулирования не «вообще для всех рынков», а индивидуально сориентировано, адаптировано на конкретную отрасль. Теории отраслевых рынков открыли путь к фундаментальным исследованиям по финансам корпораций, работе банков и нефинансовых компаний на рынках денег, долговых обязательствах и капитала.

Экономисты конца рубежа веков Р. Брейли, С. Майерс, У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бэйли, Ю. Бригхэм, М. Эрхард и др. заложили фундамент базовых теорий финансового менеджмента, инвестиций и корпоративных финансов для различных секторов отраслевого и финансового рынков. Полагаем, что выше отмеченная эволюция микроэкономики в сторону теорий отраслевых рынков и финансового менеджмента стали теоретико-методологическими основами методологии рейтингования.

«Теория финансов» отталкивается от анализа финансовой отчетности, движения денег, переходит к оценке сценариев финансового планирования и прогнозирования результатов. Для этого используются фундаментальные концепции «риска и доходности», «внутреннего риска фирмы», «инвестиционного риска», теории портфеля Г. Марковица и моделирования цен активов [10, с. 199–245, 247–284]. Поскольку фондирование включает привлечение с рынка капитала и выпуск долговых обязательств, то составной частью теории финансов стали оценка акций, облигаций, в конечном итоге – самой корпорации по капиталу (собственным средствам) с переходом к менеджменту, основанному на стоимостных оценках [10, с. 337–498].

Стратегические инвестиционные решения рассматриваются сквозь призму бюджетирования и оценки денежных потоков. Последние оцениваются методами риск-анализа, цены времени (NPV, FS), ценообразования опционов в сравнении с реальными опционами [10, с. 499–616]. Стратегические финансовые решения обосновываются из целевой структуры капитала и реальной (взвешенной с точки зрения рисков), бизнес-риска и финансового риска. Бизнес-риск формализован как Return on Invested Capital (ROIC), зависящий от переменных факторов спроса, цен (PD, PS, ресурсов), способности фирмы произвести новый продукт вовремя и на основе эффективной себестоимости и операционного лeverиджа [10, с. 617–734].

Финансовый риск детерминирован интересами держателей обыкновенных акций и решением менеджмента финансировать бизнес с помощью долговых обязательств, формализуется как финансовый лeverидж между бизнес-рисками фирмы и интересами акционеров всегда получать высокие дивиденды. Объектами оценивания становятся размер активов, капитала, долга, акций в обращении, отношение долг/капитал. Эффекты финансового лeverиджа отражаются в показателях прибыльности, EBIT, EBITDA, ROE, EPS, прибыли до налогообложения, дивидендах, P/E [10, с. 628–661].

Тактические финансовые решения обусловлены и оцениваются посредством IPO/SPO, инвестиционным банкингом, финансовой реструктуризацией, финансовым лизингом и гибридным финансированием (привилегированными акциями, варрантами, конвертируемыми облигациями) [10, с. 735–834]. Управление оборотными средствами (Working capital) рассматривается сквозь призму управления оборотными активами и краткосрочного финансирования.

Теория финансов развивалась совместно с совершенствованием методологии и усложнением методов рейтингования РА. Теория питалась статистикой дефолтов по рейтинговой шкале, соотношением рейтингов, цен корпоративных облигаций и премий на риск дефолта (Default Risk Premium, DRP) (табл. 1).

Таблица 1. Соотношение рейтингов, ставок и DRP по корпоративным облигациям. Ценовой ориентир U.S. T-bonds 5,4%, Jan. 2001 [10, с. 175].

Облигации/рейтинги	Ставка, %	Премия на риск дефолта DRP
Облигации Казначейства США		
U.S. T-bond	5,4	–
Корпоративные облигации		
AAA	6,5	1,1
AA	6,9	1,5
A	7,4	2
BBB	8,2	2,8
BB+	9,7	4,3

Таблица 2. Критерии рейтингования корпоративных облигаций по рейтинговой классификации S&P (1996–1998) [10, с. 364].

Показатели	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Прибыль до вычетов %% и налогов / Проценты EBIT/Interest	12,9 x	9,2 x	7,2 x	4,0 x	2,5 x	1,2 x	(0,9) x
Прибыль до вычета расходов по уплате налогов, процентов и начисленной амортизации / Проценты EBITDA/Interest	18,7 x	14,0 x	10,0 x	6,3 x	3,9 x	2,3 x	0,2 x
Чистый денежный поток / суммарный долг, % Net cash flow/Total Debt, %	89,7	67	49,5	32,2	20,1	10,5	7,4
Свободный денежный поток / Совокупный долг Free cash flow/Total Debt	40,5	21,6	17,4	16,3	1	–4	–25,4
Рентабельность инвестированного капитала, % Return on Capital, %	30,6	25,1	19,6	15,4	12,6	9,2	8,8
Операционный доход от основной деятельности / Объем продаж, % Operating Income/Sales, %	30,9	25,2	17,9	15,8	14,4	11,2	5
Долгосрочный долг / Совокупный капитал, % Long Term Debt/Total Capital, %	21,4	29,3	33,3	40,8	55,3	68,8	71,5
Суммарный долг / Совокупный капитал, % Total Debt/Total Capital, %	31,8	37	39,2	46,4	58,5	71,4	79,4

Приведенная статистика нашла теоретическое развитие в обосновании премий на риски дефолта (DRP), инфляции (Inflation Premium), ликвидности (Liquidity Premium), сроков погашения (Maturity Risk Premium, MRP), а также финансо-

вых показателей по шкале рейтинговых оценок (табл. 2).

В XX–XXI веках в реальной экономике стало правилом привлекать с рынка финансирование с помощью ценных бумаг, а домашним хозяйствам

и институциональным инвесторам включать их в портфель. Поэтому фундаментальная теория инвестиций [7] стала востребована эмитентами, инвесторами, монетарными властями, рейтинговыми агентствами. Интерес РА был обусловлен теоретико-методологическими основами оценки долговых обязательств по различным ценным бумагам разных эмитентов.

Теоретическая систематизация рынков ценных бумаг определила особенности и структуру рынков, соответствующее структурирование сделок, регулирование и надзор, страхование с точки зрения рисков. Рассмотрим теорию инвестиций с точки зрения РА, формулирующих «мнение» в рейтинговой оценке о способности эмитента обслуживать долг и рисках портфеля инвестора. Концепции инвестиционной стоимости и рыночной цены определяли закономерности безрисковых и рискованных ц/б, коэффициенты дисконтирования, кривые ожидания и реальной доходности, зависимости спот-ставок, портфельный анализ [7, с. 45–205].

Методическое значение имеет модель оценки стоимости капитальных активов CARM (Capital Asset Pricing Model) с точки зрения влияния рисков на ожидаемую доходность актива [7, с. 277–289]. Модель позволяет проанализировать портфель в этих терминах, сравнивая безрисковую процентную ставку (для США, в частности, векселей, нот и облигаций Казначейства), являющихся ценовым ориентиром (Benchmark) для рискованных ц/б. Модель CARM сравнивает линию рынка капитала CML (Capital Market line) и линию рынка ц/б – SML (Security Market Line) с помощью динамики безрисковых процентных ставок и рыночных индексов DJIA, NASDAQ и отметим принципиальное для нашего случая – широкого индекса рейтингового агентства S&P500. Фундаментальная наука, с одной стороны, использует статистику РА, с другой – в теоретический анализ вводит Индексы агентств, полученные с помощью рейтингового анализа эмитентов и кредиторов. В свою очередь, РА используют научные методы стандартного отклонения и Бета-коэффициента для оценки рисков инвестиций в финансовые активы.

Теория инвестиций для процесса оценки формирования дохода использует одно и много-факторные макроэкономические модели. В первом случае корреляционная модель между ВВП или уровнем инфляции и доходностью ц/б. Во втором – отраслевая факторная модель (Sector factor Model), темпы роста ВВП, инфляции, безработицы, процентные ставки, цены на нефть марки Brent [7, с. 295–339]. Оценки управления пакетом облигаций и акций [7, с. 453–525] и опционов (модель Блэка-Шоулза) позволяют РА в ходе Due diligence сформулировать «мнение» не о рекомендации по цене, «покупать или продавать актив», а отразить в рейтинговом отчете наличие/отсутствие системы менеджмента финансовыми активами с точки зрения многих факторов внешней среды, рисков, волатильности цен, курсов, доходности, хеджирования [7, с. 635–690], [6, с. 156–201].

Теории финансов и инвестиций стали с 80-х гг. XX века фундаментом теории менеджмента корпоративных финансов. Одним из самых фундаментальных исследований в этой области стали «Принципы корпоративных финансов» Р. Брейли и С. Майерс [1; 9]. Важнейшими из этих принципов управления финансами стали, в частности, методы и модели вычисления риска и доходности [1, с. 139–195], долгосрочных вложений и риска, оценки эффективности инвестиционного процесса, управления задолженностью, хеджирования финансовых сделок на рынках денег, долговых обязательств и валюты [1, с. 198–233, 281–309, 429–448, 687–782]. Эти теории и модели не только стали настольной книгой практического финансового менеджмента, но и теоретико-методологическим ориентиром финансовых аналитиков РА при оценке ответов субъектов рейтингования на Вопросник (Questionary) и подготовку рейтингового отчета (Rating Report) для заседания кредитного комитета агентства по выставлению рейтингов финансовой силы и ценных бумаг.

Измерение кредитного риска и управление им неминуемо двигалось в теории и практике за рамки Базельских стандартов достаточности капитала (Базель II и III), что нашло отражение

в исследовании А. Сервиньи и О. Рено [15], в котором определялись количественные детерминанты кредитного риска для спредов, факторы дефолта и размеры убытков, эффекты разных моделей портфеля (Creditmetrics, CreditPortfolioView, Portfolio Risk Tracker, CreditRisk+ и Portfolio Manager) для прогнозирования цен и доходности активов, секьюритизации активов и переупаковки кредитного риска.

Чем глубже разрабатывались фундаментальные основы методологии рейтингования и центральные вопросы кредитного риска, тем больше было понимания менеджмента компаний в руководствах о способах ухода от кредитного риска там, где это возможно и хеджирования в случаях объективной необходимости [3; 5; 8].

Теория и практика рейтингования финансовых и нефинансовых компаний, а также суверенов стали неким фундаментом измерения успеха и ранкинга во многих областях жизни общества: в экономике, качестве жизни, производительности труда, здравоохранении, спорте, науки, образовании... Это потребовало систематизации, классификации методологии рейтингования, инструментов применительно к различным сферам общества. Среди подобных работ отметим исследования А. Карминского, А. Полозова [2; 12], в которых рейтинг рассматривается как инструмент информационной прозрачности, продукт рейтинг-методологии и рейтинг-процессов, мера рисков, классифицируется по ключевым параметрам, сравнивается с индексами.

Заключение

Качественный анализ статистики дефолтов рейтингуемых субъектов ведущими РА за период 1920–2023 гг. позволил обосновать уменьшение их доли до менее 1% от всех рейтингов, а также двухкратное превышение дефолтов спекулятивной шкалы над инвестиционной, что свидетельствует об улучшении методик «надлежащей про-

верки» со стороны РА и значительном повышении уровня корпоративной системы управления рисками.

Рейтингование по «объектам рейтинга» (РФ) и «категориям» (США) отразило развитие микроэкономики в 60–70-е гг. XX века в направлении теории отраслевых рынков, методологически опередившей риск-менеджмент и стратегию поведения фирм на разных рынках. Экономисты конца рубежа веков Р. Брейли, С. Майерс, У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бэйли, Ю. Бригхэм, М. Эрхард, заложив теоретический фундамент финансового менеджмента, инвестиций и корпоративных финансов для различных секторов отраслевого и финансового рынков, создали теоретико-методологические основы методологии рейтингования. Теория финансов развивалась совместно с совершенствованием методологии и усложнением методов рейтингования РА. Теория питалась статистикой дефолтов по рейтинговой шкале, соотношением рейтингов, цен корпоративных облигаций и премий на риск дефолта, инфляции, ликвидности, сроков погашения, а также финансовых индикаторов компаний по шкале рейтинговых оценок.

Фундаментальная наука, с одной стороны, использует статистику РА, с другой – в теоретический анализ вводит Индексы агентств, полученные с помощью рейтингового анализа эмитентов и кредиторов. В свою очередь, РА используют научные методы стандартного отклонения и Бета-коэффициента для оценки рисков инвестиций в финансовые активы. Оценки управления пакетом облигаций и акций и опционов позволяют РА в ходе Due diligence отразить в рейтинговом отчете наличие/отсутствие системы менеджмента финансовыми активами в компаниях с точки зрения многих факторов внешней среды, рисков, волатильности цен, курсов, доходности, хеджирования.

Библиографический список

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов : пер. с англ. — М. : Олимп-Бизнес, 1997. — 1127 с.
2. Карминский А. М., Полозов А. А., Ермаков С. П. Энциклопедия рейтингов. — М. : ВШЭ, 2011. — 115 с. — URL: <https://publications.hse.ru/pubs/share/folder/f9yrrgc3dd/76687068.pdf> (дата обр. 23.07.2025).
3. О проведении кредитными рейтинговыми агентствами проверки качества методологии, требованиях к содержанию положений методологии и оценке Банком России методологии. Утверждена Банком России 1 марта 2023 г. — 27 с. — URL: <https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/59420/230417-34-1.pdf>.
4. Обзор рынка рейтинговых услуг в России : Информационно-аналитический материал. — М. : Банк России, 2023. — 10 с. — URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55542/kra_20230323.pdf (дата обр. 09.02.2025).
5. Поморцев Г. С., Астахова А. А. Определение факторов для оценки кредитного рейтинга нефинансовых компаний // Российский журнал менеджмента. — 2022. — Т. 20, № 3. — С. 361–384. — DOI: [10.21638/spbu18.2022.303](https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.303).
6. Стайнер Б. Ключевые рыночные концепции. Пер. english / под ред. В. М. Шавшукова. — СПб. : Нева, 2004. — 240 с.
7. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. — М. : Инфра-М, 1024.
8. Bouteille S., Coogan-Pushner D. The Handbook of Credit Risk Management: Originating, Assessing, and Managing Credit Exposures. — Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, 2013. — 352 p. — ISBN 9781118300206.
9. Brealey R., Mayers S. Principles of Corporate Finance. — New York : McGraw-Hill, 1991. — 924 p.
10. Brigham E., Ehrhardt M. Financial management. Theory and Practice. — 10th ed. — London : Thomson Learning Berkshire House, 2002. — 1051 p.
11. Corporate Default and Recovery Rates. 1920–2008 / Moody's Global Credit Policy, February 2009. — URL: <https://www.moody.com/sites/products/DefaultResearch/2007400000578875.pdf>.
12. Karminsky A., Polozov A. Handbook of Ratings : Approaches to Ratings in the Economy, Sports, and Society. — Cham : Lux. Springer. — 356 p. — ISBN 978-3-319-39261-5.
13. S&P Global ratings. Global corporate short-term rated defaults and defaults rates. — URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/241217-2023-short-term-corporate-default-and-rating-transition-study-13360069> (visited on 02/02/2025).
14. SEC, U. S. Staff report on NRSRO Jan 2025. — 45 p. — URL: <https://www.sec.gov/files/jan-2025-ocr-staff-report.pdf> (visited on 02/05/2025).
15. Servigny A., Renault O. Measuring and managing credit risk. — New York : McGraw-Hill, 2004. — 466 p. — ISBN 9780071417556.