

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой


И.С. Ферова
подпись


« 17 » 06 2020 г.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

специальность 38.05.01 «Экономическая безопасность»

ОЦЕНКА ОТРАСЛЕВОГО, ОПЕРАЦИОННОГО И ФИНАНСОВОГО
РИСК-ПРОФИЛЕЙ ПРЕДПРИЯТИЯ С ЦЕЛЬЮ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЕГО
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «ГМК
«НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ»)

Научный
руководитель



канд. экон. наук, доцент

Е.А.Шнюкова

Выпускник



С. Е. Оюн

Рецензент



начальник фин.упр-я адм-ции Улуг-хемского р-на

А. Д. Белек

Красноярск 2020

РЕФЕРАТ

Выпускная квалификационная работа по теме Оценка отраслевого, операционного и финансового риск-профилей предприятия с целью обеспечения его экономической безопасности (на примере ПАО «ГМК «Норильский никель») содержит 91 страницу текстового документа, 17 приложений, 31 использованный источник, 26 листов графического материала.

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ, ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ, КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ

Объект анализа - ПАО «ГМК «Норильский никель».

Цель дипломной работы: оценить отраслевой, операционный и финансовый риск-профили ПАО «ГМК «Норильский никель» по национальной кредитно - рейтинговой шкале с целью обеспечения его экономической безопасности.

В соответствии с поставленной целью были изучены теоретические и методические подходы присвоения кредитных рейтингов нефинансовым организациям по национальной шкале; проведена оценка отраслевого, операционного и финансового риск-профилей ПАО «ГМК «Норильский никель»; предложены и обоснованы пути улучшения уровня экономической безопасности ПАО «ГМК «Норильский никель».

По результатам исследования резервом улучшения экономической безопасности ПАО «ГМК «Норильский никель» служит работа с краткосрочными обязательствами. Уменьшение краткосрочных обязательств и кредиторской задолженности в пассиве баланса позволяет повысить уровень ликвидности компании, тем самым повысить уровень его экономической безопасности.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1 Необходимость и преимущества использования кредитных рейтингов организаций.....	6
1.1 Цели рейтингования нефинансовых организаций	6
1.2 Правовое регулирование деятельности российских рейтинговых агентств.....	11
1.3 Российская и международная практика применения кредитных рейтингов.....	14
2 Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым организациям по национальной шкале.....	22
2.1 Сравнительный анализ методологий кредитно-рейтинговых агентств АКРА и «Эксперт РА».....	22
2.2 Процесс присвоения рейтингов рейтингового агентства АКРА.....	33
2.3 Структура рейтингового анализа.....	36
3. Определение оценки кредитоспособности ПАО «ГМК «Норильский никель»	
3.1 Краткая характеристика ПАО «ГМК «Норильский никель»	54
3.2 Анализ и оценка отраслевого, операционного и финансового риск-профилей.....	59
3.3 Рекомендации по улучшению уровня экономической безопасности ПАО «ГМК «Норильский никель».....	82
Заключение.....	87
Список использованных источников.....	89
Приложения А-М.....	94-109

ВВЕДЕНИЕ

Тема кредитных рейтингов в последнее время является достаточно актуальной, так как привлечение заемных денежных средств и выдача кредитов в ситуации нестабильности финансового сектора страны требуют большей осторожности как заемщика, так и кредитора.

Рейтинговые агентства не только в России, но и во всем мире являются неотъемлемой частью инфраструктуры финансового рынка, которые позволяют участникам рынка сократить расходы на риск – менеджмент, иметь профессиональную оценку кредитного риска на контрагента, на эмитента активов, долговых обязательств для того, чтобы сравнивать различных эмитентов и различные долговые обязательства при принятии инвестиционных решений и управлении портфелями.

Финансовый рынок России достаточно развит и тем самым растет запрос инвесторов на более детальную оценку кредитного риска внутри страны. Кроме того, ухудшение макроэкономической ситуации привело к серьезной компрессии рейтингов, присвоенных по международной шкале, что, в свою очередь, привело к невозможности дифференцировать компании и банки с разным уровнем риска. Это очень важно для регулятора и институциональных инвесторов. Поэтому возникла также потребность в использовании в регулятивных целях кредитных рейтингов, присвоенных по национальной шкале.

Цель дипломной работы: оценить отраслевой, операционный и финансовый риск-профили ПАО «ГМК «Норильский никель» по национальной кредитно - рейтинговой шкале с целью обеспечения его экономической безопасности.

Исходя из цели работы, вытекают следующие задачи:

- определить необходимость и преимущества использования кредитных рейтингов;
- рассмотреть правовое регулирование деятельности российских рейтинговых агентств;

- познакомиться с российской и международной практикой применения кредитных рейтингов;
- изучить процесс присвоения рейтингов;
- ознакомиться с методологией присвоения кредитных рейтингов для нефинансовых организаций;
- проанализировать критерии отраслевого, операционного и финансового риск-профилей ПАО «ГМК «Норильский никель» для обеспечения его экономической безопасности.

Предметом исследования явились существующие методические подходы к присвоению рейтингов согласно национальной кредитной рейтинговой системы. Объектом исследования выступает ПАО «ГМК «Норильский никель».

Методологической основой для исследования теоретической базы послужили такие методы, как: теоретический анализ, сравнительный анализ.

Для практической базы были использованы методы: прогнозирования, описания.

Теоретической базой для написания работы послужили: методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым организациям по национальной шкале применяемая аналитическим кредитным рейтинговым агентством АКРА; анализ российских рейтинговых моделей оценки кредитоспособности заемщика, материалы научных трудов международной - практической конференции выполненных Д.В. Кукса, С.Н. Яковенко и др.

Нормативно – правовой базой послужили следующие законодательные акты: Федеральный закон «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации» от 13.07.2015. № 222-ФЗ; Приказ Минфина РФ «Об утверждении Порядка аккредитации рейтинговых агентств и ведения реестра аккредитованных рейтинговых агентств» от 04.05.2010г. № 37н.

Информационной базой послужили консолидированная отчетность ПАО «ГМК «Норильский никель» по МСФО и официальный сайт компании.

Структура дипломной работы обусловлена предметом, целью и задачами исследования. Данная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

1 Необходимость и преимущества использования кредитных рейтингов организаций

1.1 Цели рейтингования нефинансовых организаций

В целом под кредитным рейтингом понимается текущее мнение о способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства (кредитоспособность, финансовая устойчивость) или о кредитном риске его отдельных финансовых обязательств либо финансовых инструментов, выраженное с использованием рейтинговой категории.

Кредитные рейтинги присваиваются рейтинговыми агентствами, которые специализируются на оценке кредитного риска. В соответствии со ст. 76.1 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.10.2019) кредитные рейтинговые агентства внесены в список не кредитных финансовых организаций. Каждое агентство применяет собственную методологию оценки кредитоспособности и выражает результат этого измерения с помощью особой рейтинговой шкалы. Обычно используется буквенная шкала, которая позволяет показать рейтинги, отражающие мнение агентства об относительном уровне кредитного риска в диапазоне, например, от «AAA» до «D».

На самом деле кредитные рейтинги выражают мнение об относительной кредитоспособности эмитента или кредитном качестве долгового обязательства по шкале значений от «самого высокого» до «самого низкого» и позволяют сопоставить уровни кредитных рисков. Так, например, корпоративная облигация с рейтингом «AA» обладает, по мнению рейтингового агентства, более высоким кредитным качеством, чем корпоративная облигация с рейтингом «BBB». При этом рейтинг «AA» не гарантирует, что дефолта по облигации не произойдет. Просто, по мнению рейтингового агентства, вероятность дефолта по ней ниже, чем по облигации с рейтингом «BBB» [39].

Кредитный рейтинг несет в себе ряд преимуществ как для инвесторов, так и для заемщика и финансовых посредников. Инвесторам рейтинги нужны для упрощения и удешевления процедуры анализа ценных бумаг. Рейтинг основывается не только на публичной информации, он может дать дополнительные сведения даже тем инвесторам, которые самостоятельно отслеживают бумаги. Это очень важно в российских условиях, где информационная прозрачность компаний оставляет желать лучшего. Кредитные рейтинги, являясь основным инструментом для оценки долгового рынка, используются инвесторами по всему миру для того, чтобы оценить платежеспособность не только предприятий, но и ценных бумаг, городов и даже целых государств. Повышение или понижение рейтинга является значимым сигналом для инвесторов о том, насколько изменился риск по тем или иным активам. Кроме того, рейтинг позволяет сравнивать совершенно разные бумаги различных эмитентов, поскольку приводит оценку риска долговых обязательств к единому базису. Эмитенту рейтинг позволяет обратиться к широкому кругу инвесторов, увеличивая ликвидность облигаций заемщика, а, следовательно, снизить стоимость заимствований, ведь воспринимаемый инвестором риск снижается. Надо также отметить, что кредитный рейтинг дает возможность компании доказать свою кредитоспособность без раскрытия конфиденциальной информации о своей финансовой структуре [6].

Достаточно высокий кредитный рейтинг, присвоенный специализированным рейтинговым агентством, повышает возможности нефинансовых организаций при любой коммерческой или финансовой операции. Независимо от того, используется ли рейтинг для привлечения инвестиций, получения кредитов, выпуска ценных бумаг, сбыта продукции, или расширения деятельности, кредитный рейтинг позволяет, демонстрируя свою кредитоспособность, заключать сделки на более выгодных для себя условиях.

Рейтинг также является важной составной частью общей программы поддержания отношений с инвесторами, способствуя повышению общей инвестиционной привлекательности.

Таким образом, можно определить основные цели кредитных рейтингов:

- объективное и качественное оценивание рейтингуемых лиц и определение лучших представителей национальной экономики;
- повышение прозрачности национального рынка для его участников и, как следствие, повышение его эффективности посредством: упрощения сравнения кредитных рисков на рынке долговых ценных бумаг – для инвесторов;
- предоставление объективного информационного ресурса об объектах рейтингования для внутреннего использования (принятие управленческих решений) и для внешних пользователей (инвесторов, государства, банка, страховых компаний и т.д.);
- формирование адекватной репутации на рынке с целью снижения стоимости заимствования – для эмитентов;
- обеспечение безопасного инвестирования средств (Рисунок 1).

Ухудшение макроэкономической ситуации привело к серьезной компрессии рейтингов, присвоенных по международной шкале, что, в свою очередь, привело к невозможности дифференцировать компании и банки с разным уровнем риска [2]. Это очень важно для регулятора и институциональных инвесторов. Поэтому возникла потребность в использовании в регулятивных целях кредитных рейтингов, присвоенных по национальной шкале.

В России кредитные рейтинги применяются в следующих регуляторных целях: ломбардный список ЦБ, инвестирование средств пенсионных накоплений, расчет страховых резервов страховых компаний, инвестирование средств военной ипотеки, размещение средств госкомпаний, определение гарантий по кредитам предприятиям агропромышленного комплекса, расчет собственных средств управляющих компаний, НПФов, профучастников и страховых компаний.

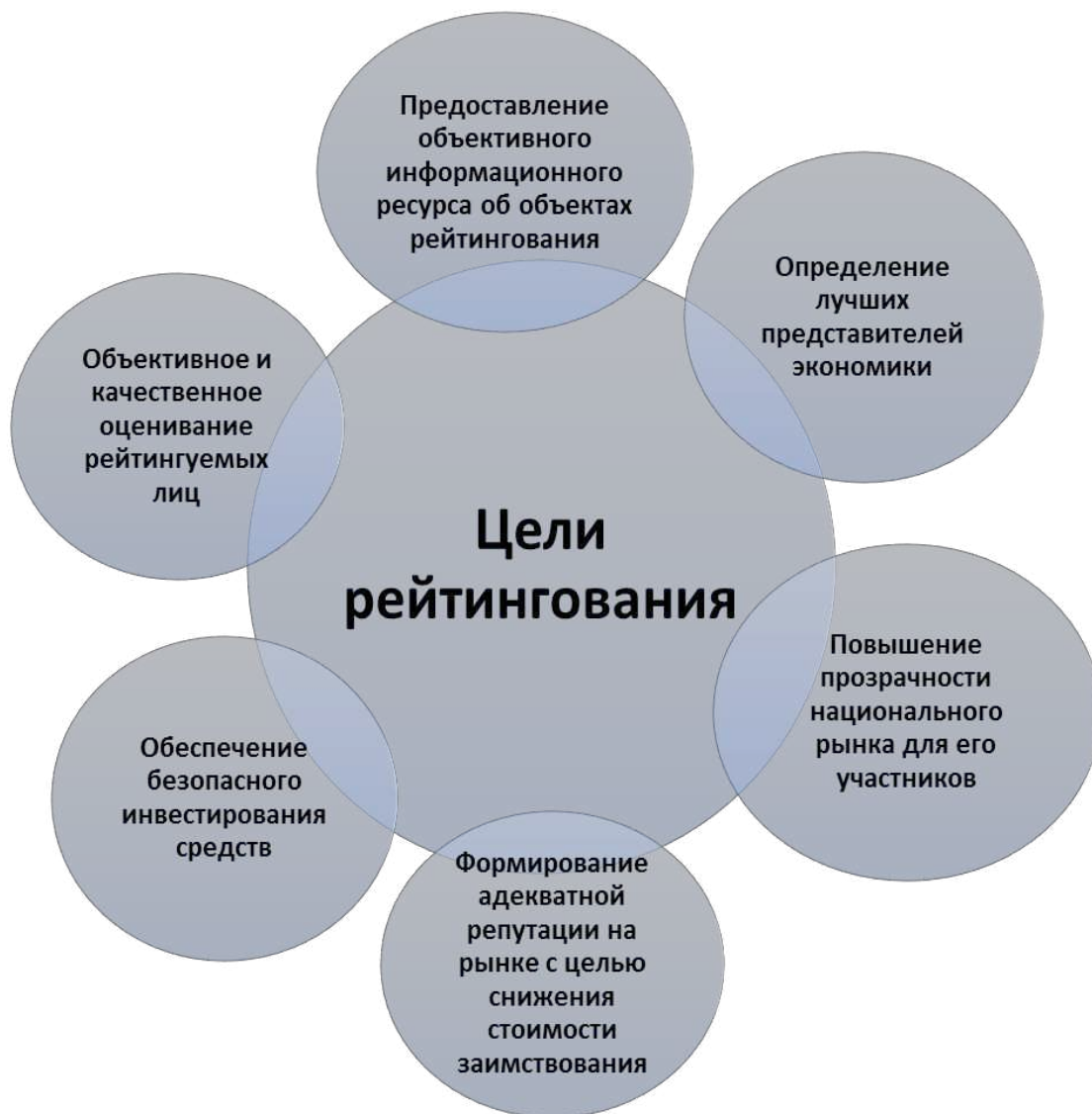


Рисунок 1 – Основные цели рейтингования

Все структуры, которые работают с государственными средствами, обязаны получить рейтинг по национальной шкале одного из двух российских кредитных рейтинговых агентств [16].

Рассмотрим примеры использования кредитных рейтингов в регуляторных целях. Например, средства пенсионных накоплений могут инвестироваться в государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации, муниципальные облигации, облигации иных российских эмитентов, ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах, если выпуску ценных бумаг присвоен кредитный рейтинг не ниже уровня

«BBB-(RU)» по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации [11].

Средства федерального бюджета могут размещаться на банковских депозитах при наличии у кредитной организации кредитного рейтинга не ниже уровня «A-(RU)» по национальной рейтинговой шкале РФ. Средства федерального бюджета могут размещаться на банковских счетах Федерального казначейства, уровень кредитного рейтинга кредитной организации должен быть не ниже «A+(RU)» [10].

Для включения или поддержания в первом уровне листинга облигаций российских эмитентов, выпуску облигаций, эмитенту должен быть присвоен кредитный рейтинг не ниже «BBB+(RU)».

При включении в Ломбардный список облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, а также облигаций юридических лиц – резидентов Российской Федерации, в том числе облигаций ипотечных агентств и облигаций с ипотечным покрытием, будет требоваться наличие у выпусков (эмитентов) указанных ценных бумаг кредитного рейтинга на уровне не ниже «BBB(RU)», присвоенного кредитным рейтинговым агентством АКРА (АО) [14].

1.2 Правовое регулирование деятельности российских рейтинговых агентств

Реформа в рейтинговой отрасли в России проводилась с 2010 г. по 2017 г., начало было положено 04 мая 2010г., когда вышел Приказ Минфина России № 37 н «Об утверждении Порядка аккредитации рейтинговых агентств и ведения реестра аккредитованных рейтинговых агентств» [12], а в июле 2013г. в соответствии с Федеральным законом № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей банку России полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» с 1 сентября 2013 года Банку России переданы функции по регулированию, контролю и надзору за деятельностью некредитных финансовых организаций [8,35].

Регулирование деятельности кредитных рейтинговых агентств кардинально изменилось в связи с принятием ФЗ № 222-ФЗ от 13 июля 2015г. «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации».

Основной целью нововведений является упорядочение деятельности кредитных рейтинговых агентств по:

- оценке способности юридических лиц и публично-правовых образований исполнять принятые на себя финансовые обязательства;
- оценке их финансовых обязательств и используемых финансовых инструментов.

Также произошло значительное усиление влияния Центрального банка РФ в процессе регулирования деятельности кредитных рейтинговых агентств.

Федеральный закон № 222-ФЗ устанавливает правовые основы деятельности кредитных рейтинговых агентств по оценке способности юридических лиц и публично-правовых образований исполнять принятые на себя финансовые обязательства, оценке кредитного риска их финансовых обязательств и финансовых инструментов, а также полномочия Центрального банка Российской Федерации при осуществлении регулирования и надзора в сфере деятельности кредитных рейтинговых агентств. Также Федеральный

закон направлен на обеспечение защиты прав и законных интересов рейтингуемых лиц и пользователей кредитных рейтингов, включая кредиторов и инвесторов, а также на обеспечение прозрачности и независимости деятельности кредитных рейтинговых агентств [9].

В законе определяются:

- основные понятия;
- порядок аккредитации Банком России российских и иностранных юридических лиц, осуществляющих рейтинговую деятельность в России;
- необходимость обеспечения органами управления рейтингового агентства независимости рейтинговой деятельности, предотвращения и устранения конфликта интересов;
- требования к учредителям (акционерам, участникам) кредитного рейтингового агентства и размеру собственных средств;
- сведения об органах управления и внутреннего контроля кредитного рейтингового агентства, о Совете директоров (наблюдательном совете) и коллегиальном исполнительном органе кредитного рейтингового агентства;
- требования к процедуре присвоения рейтингов;
- требования к рейтинговым аналитикам;
- требования к организации внутренних процессов, в том числе разделение коммерческой и аналитической структуры, принятие внутренних НЛА, автоматизация бизнес-процессов;
- требования к методологиям;
- требования о раскрытии информации о деятельности кредитных рейтинговых агентств и к раскрытию кредитных рейтингов и прогнозов по кредитным рейтингам;
- полномочия Банка России в сфере регулирования, контроля и надзора в сфере деятельности рейтинговых агентств [9].

Законодательство требует в регуляторных целях применять только рейтинги, принятые по национальной шкале, а обязательным условием ведения деятельности по их присвоению является аккредитация Банка России.

Согласно нормам закона работать в России, т.е. присваивать рейтинги по национальной шкале, могут рейтинговые агентства, работающие в России как самостоятельные юридические лица, подчиняющиеся российскому законодательству и внесенные Банком России в реестр российских рейтинговых агентств [9,37].

Российские подразделения Standard & Poor's, Fitch и Moody's, которые работали в стране в формате филиалов зарегистрированных на Западе головных структур, этому условию не соответствовали. Отведенный законом срок для переаккредитации участников рынка для российских игроков истек 13 января 2017 года, для международных – 13 июля 2017 года [3].

На данный момент ЦБ РФ вправе использовать только кредитные рейтинги, присвоенные по национальной рейтинговой шкале аккредитованными агентствами в отношении:

- российских кредитных организаций;
- выпусков облигаций субъектов Российской Федерации;
- выпусков облигаций муниципальных образований;
- выпусков облигаций юридических лиц – резидентов РФ;
- выпусков облигаций перестраховщиков – резидентов РФ.

В отношении иностранных кредитных организаций и долговых эмиссионных ценных бумаг, выпущенных юридическими лицами – нерезидентами Российской Федерации, сохраняются требования о наличии кредитного рейтинга, присвоенного по международной рейтинговой шкале как минимум одним из иностранных кредитных рейтинговых агентств. Что касается страхового рынка и пенсионных накоплений, то с 13 июля 2017 г. ЦБ РФ также прекратил использование указанных рейтингов [3].

1.3 Российская и международная практика применения кредитных рейтингов

Во многих других странах уже давно существуют рейтинговые агентства, которые оценивают кредитоспособность потенциальных заемщиков, эмитентов ценных бумаг. Один из первых в мире кредитный рейтинг был опубликован в 1909 г. американским экономистом Дж. Муди. Это была оценка риска вложений в популярные тогда облигации железных дорог. После этого автор кредитного рейтинга стал основателем компании Moody's. Позднее стали появляться другие рейтинговые агентства. Рейтинги крупнейших агентств признаются во всем мире, а эмитентам, получившим такие рейтинги открыт доступ к мировым финансовым рынкам [7,43].

В современном мире всего насчитываются более 100 рейтинговых агентств, но наиболее известными считаются три крупных рейтинговых агентства. По оценкам самих агентств, они контролируют около 95% глобального рынка рейтинговых оценок: Moody's Investors Service - 39% , Standard & Poor's - 40%, Fitch Ratings -16% [15]. Эти агентства имеют представительства в десятках стран и работают по международной шкале, которая обеспечивает возможность международного сопоставления кредитных рейтингов, присвоенных кредитным рейтинговым агентством. Международная шкала определения кредитного рейтинга приведена в таблице 1.

Термин «инвестиционная категория» относится к облигациям, а также к другим долговым ценным бумагам, которые являются, подходящими инвестиционными инструментами для финансовых организаций, также используется для обозначения рейтингов эмитентов и долговых обязательств с относительно высокими кредитными характеристиками. Термин «спекулятивный», относится к ценным бумагам, эмитент которых на сегодняшний день способен выполнять свои финансовые обязательства, но сталкивается со значительной неопределенностью (связанной, например, с

возможностью ухудшения деловой и финансовой конъюнктуры), способной негативно повлиять на уровень кредитного риска [13].

Таблица 1 – Международная шкала определения кредитного рейтинга

Класс рейтинга	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch IBCA, Ltd	Пояснение рейтинга (степень надежности)
Инвестиционный	Aaa	AAA	AAA	Высшая степень надежности
	Aa1	AA+	AA+	Очень высокая степень надежности
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Степень надежности выше среднего
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Средняя степень надежности
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
Спекулятивный	Ba1	BB+	BB+	Уровень риска спекулятивный
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Сaa1	CCC	CCC	Очень высокая вероятность невыполнения обязательств
	Ca	CC	CC	
	C	C	C	
		DDD	D	Невозможность выполнения обязательств
		DD		
	D			

Наряду с международной шкалой кредитного рейтинга Standard & Poor's поддерживает также ряд национальных шкал, в том числе и российскую. Национальные шкалы предназначены для удовлетворения потребностей

участников национальных финансовых рынков [42]. Рейтинг эмитента и рейтинг долгового обязательства по национальной шкале отражают оценку относительной надежности эмитентов и долговых обязательств, присутствующих на национальном рынке. Национальная шкала предоставляет больше возможностей для различения кредитоспособности эмитентов, так как исключает некоторые суверенные риски, в частности риск перевода денежных средств за пределы государства и другие систематические риски, в равной степени характерные для всех эмитентов на данном рынке.

Поскольку рейтинги по национальной шкале отражают национальную специфику, сравнивать рейтинги по разным национальным шкалам не имеет смысла. Точно так же не сопоставимы рейтинги по национальной шкале и по международной шкале.

Существуют различия в применении кредитных рейтингов в развитых странах и развивающихся странах. В странах с проблемной валютой, обычно различают рейтинги по заимствованиям в местной и иностранной валютах. Эти рейтинги отражают способность эмитента выполнять финансовые обязательства, выраженные либо в национальной валюте страны эмитента, либо в иностранной. При этом рейтинг эмитента в местной валюте может оказаться выше его рейтинга в иностранной валюте [7].

Кредитные рейтинги различаются также по временному горизонту. По этому признаку они делятся на долгосрочные и краткосрочные. Долгосрочный рейтинг оценивает способность заемщика своевременно исполнять свои финансовые обязательства на срок не менее одного года. Краткосрочный рейтинг представляет собой оценку вероятности своевременного погашения обязательств, считающихся краткосрочными на соответствующих рынках. Как правило, краткосрочный рейтинг присваивается на срок не более одного года. Эти два вида рейтинга связывает дополнительная рейтинговая характеристика – прогноз рейтинга. Он показывает возможное направление изменения рейтинга в ближайшие два - три года. В этом контексте различают следующие прогнозные рейтинги:

- «позитивный» - рейтинг может повыситься;
- «негативный»- рейтинг может понизиться;
- «стабильный» - изменение маловероятно;
- «развивающийся» - возможно повышение или понижение рейтинга [7, 33].

На примере с Россией, 23 марта 2020 года международное рейтинговое агентство Standard and Poor's (S&P) повысило кредитный рейтинг РФ до инвестиционного уровня «BBB-» с прежнего спекулятивного уровня «BB+», а прогноз по рейтингам изменило с «позитивного» на «стабильный» [22,17].

К неоспоримым преимуществам международных рейтинговых агентств можно отнести большой опыт работы на общемировом уровне, наличие четко отработанной, выверенной многолетним опытом, методологии и высококвалифицированных специалистов. Несмотря на это международные рейтинговые агентства имеют некоторые недостатки. По международной шкале рейтинговые агентства используют, прежде всего, методологию, которая связана и опирается на суверенный рейтинг, который отражает мнение рейтингового агентства относительно будущей способности и готовности суверенных правительств своевременно и в полном объеме выполнять свои долговые обязательства. Зачастую наблюдается следующая ситуация, если снижается базовый актив, то и снижаются все остальные т.е., например, в ситуации с Россией в начале 2015 года рассматривалось влияние понижения суверенного кредитного рейтинга Российской Федерации ведущими рейтинговыми агентствами на ситуацию в финансовом секторе страны [18, 36]. По мнению российских экспертов, в условиях экономических санкций и острого политического конфликта между Россией и западными странами рейтинги, присваиваемые тремя крупными рейтинговыми агентствами, стали политически мотивированными и тем самым выступили одним из препятствий для улучшения ситуации на рынках заимствований и развития финансовой системы в нашей стране [20, 21]. Тот факт, что необъективность в присвоении рейтинга также может быть вызвана политическими мотивами, что в рейтинговой отрасли зачастую стал доминировать коммерческий интерес в

оценке рисков, является причиной сомнений в объективности международных рейтинговых агентств [32].

В России практика присвоения кредитных рейтингов имеет небольшую историю, рынок рейтинговых услуг только начинает складываться. Перестройка проходила в соответствии с законом «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации», принятым в июле 2015 года. По мнению экономистов и участников рынка поводом для нее стало понижение суверенного рейтинга России после присоединения Крыма и введения западных санкций [1]. Учитывая то обстоятельство, что ряд крупнейших российских компаний не имели возможности вследствие санкционированных ограничений выходить на зарубежные рынки, органы государственной власти и отечественные экономисты России считали, что нужно перестать ориентироваться на действия мировых рейтинговых агентств и создать свое национальное агентство, которое будет присваивать кредитные рейтинги отечественным заемщикам на объективной и компетентной основе, тем самым создать условия для полноценного функционирования системы привлечения кредитных ресурсов на внутреннем финансовом рынке России [1].

В отличие от международных рейтинговых агентств, которые не разглашают используемую методологию своей оценочной деятельности в полном объеме, национальные рейтинговые агентства в соответствии с Федеральным законом от 13 июля 2015 года № 222-ФЗ обязаны направлять применяемые методологии и все вносимые в них изменения в Банк России. Эти меры позволяют минимизировать субъективность выносимых рейтинговых оценок и обеспечить их более весомую гарантию и качество.

В России работают четыре рейтинговых агентства национального масштаба, которые прошли аккредитацию в ЦБ РФ:

- АКРА.
- «Эксперт РА».
- «Национальное рейтинговое агентство» (НРА).
- «Национальные кредитные рейтинги» (НКР).

Стоит отметить, что рейтинговые агентства «Национальное рейтинговое агентство» (НРА) и «Национальные кредитные рейтинги» (НКР) получили аккредитацию в ЦБ РФ 12 сентября 2019 года, получив право присваивать кредитные рейтинги [19].

Национальная шкала обеспечивает возможность исключительно внутригосударственного сопоставления кредитных рейтингов, присвоенных кредитным рейтинговым агентством. Как правило, она более детальна, в ней больше ступеней, больше вариантов сопоставления активов, что позволяет участникам рынка более качественно сравнивать различных эмитентов и различные долговые обязательства при принятии инвестиционных решений. Национальная шкала определения кредитного рейтинга приведена в таблице 2.

Российские рейтинговые агентства заинтересованы в развитии национального рынка долговых обязательств для расширения собственного бизнеса, и это является важнейшей гарантией качества и объективности их оценок. Кроме того, национальные рейтинговые агентства уделяют особое внимание мониторингу после его присвоения, что менее распространено в практике международных агентств. Также национальные агентства помимо рейтингов предлагают широкий спектр информационно-аналитических услуг, то есть следуют цели создания эффективной инфраструктуры рынка долговых обязательств.

В отличие от международных агентств, национальные полностью зависят от доверия национальных эмитентов, инвесторов и других пользователей рейтинга, вероятность конфликта интересов которых значительно меньше. Для национальных агентств репутация и максимальное удовлетворение потребностей клиентов на внутреннем рынке становится основной и единственной целью.

Таким образом, можно сказать, что национальные кредитные рейтинги играют значительную роль для улучшения ситуации на рынках заимствований и развития финансовой системы в нашей стране.

Таблица 2 – Национальная шкала определения кредитного рейтинга на примере рейтинговых агентств «АКРА» и «Эксперт РА

Категория	АКРА рейтинг	Эксперт РА рейтинг	Описание
AAA	AAA(RU)	ruAAA	Максимальный уровень кредитоспособности. Кредитный рейтинг финансовых обязательств Правительства РФ.
AA	AA+(RU)	ruAA+	Высокий уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в РФ.
	AA(RU)	ruAA	
	AA-(RU)	ruAA-	
A	A+(RU)	ruA+	Умеренно высокий уровень кредитоспособности. Присутствует чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен (условий) в РФ.
	A(RU)	ruA	
	A-(RU)	ruA-	
BBB	BBB+(RU)	ruBBB+	Умеренно высокий уровень кредитоспособности. Более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен (условий) в РФ.
	BBB(RU)	ruBBB	
	BBB-(RU)	ruBBB-	
BB	BB+(RU)	ruBB+	Умеренно низкий уровень кредитоспособности. Кредитоспособность устойчива в краткосрочной перспективе.
	BB(RU)	ruBB	
	BB-(RU)	ruBB-	
B	B+(RU)	ruB+	Низкий уровень кредитоспособности. Имеется возможность исполнения долговых обязательств в полном объеме, но есть высокая уязвимость к воздействию неблагоприятных перемен (условий) в РФ.
	B(RU)	ruB	
	B-(RU)	ruB-	
CCC	CCC(RU)	ruCCC	Очень низкий уровень кредитоспособности. Существует потенциальная возможность невыполнения своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе.
CC	CC(RU)	ruCC	Очень низкий уровень кредитоспособности. Существует повышенная вероятность невыполнения своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе.
C	C(RU)	ruC	Очень низкий уровень кредитоспособности. Существует высокая вероятность невыполнения своих долговых обязательств в краткосрочной перспективе.
RD	RD(RU)	ruRD	Рейтингуемое лицо находится под управлением (существенным воздействием) регулятора.
SD	SD(RU)	-	Рейтингуемое лицо находится в состоянии дефолта по одному из своих финансовых обязательств.
D	D(RU)	ruD	Рейтингуемое лицо находится в состоянии дефолта по своим финансовым обязательствам.

Существование национальных рейтинговых агентств в России имеет ряд положительных аспектов. Во-первых, для составления кредитного рейтинга используется наиболее полная и достоверная информация, что актуально при размещении бюджетных средств на депозитах. Во-вторых, национальные рейтинговые агентства позволяют не обращаться к данным международных агентств при решении вопросов о предоставлении денежных средств потенциальным заемщикам, функционирующим в пределах внутреннего рынка страны.

2 Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым организациям по национальной шкале

2.1 Сравнительный анализ методологий кредитно - рейтинговых агентств АКРА и «Эксперт РА»

Ниже рассмотрим методологии двух рейтинговых агентств, которые успешно ведут свою деятельность с 2016 года по сегодняшний день.

В методологии рейтингового агентства АКРА приведена область применения методологии т.е. к каким отраслям деятельности может быть применена «Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале», указаны источники информации, используемые АКРА для осуществления рейтингового анализа организаций нефинансового сектора по национальной шкале, приведена структура рейтингового анализа и соответственно порядок определения оценки собственной кредитоспособности компании. Кроме того, методология АКРА содержит структуру рейтингового анализа холдинговых компаний, порядок определения ОСК холдинговой компании, порядок присвоения рейтинга различным долговым инструментам и приложения [4].

Далее рассмотрим «Методологию присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям» применяемую рейтинговым агентством «Эксперт РА». Данная методология состоит из таких компонентов, как, основные понятия, область применения методологии, источники информации, структура анализа и метода расчета баллов, ключевые количественные и качественные факторы, определение прогноза по рейтингу, веса значимости показателей. Данная методология не применима к компаниям финансовой сферы (банки, страховые компании, профессиональные участники рынка ценных бумаг, финансовые посредники, лизинговые компании, МФО, НПФ, гарантийные фонды, управляющие компании, факторинговые компании и т. д.), также методология не применима к холдинговым компаниям, проектным компаниям, органам власти субъектов и

муниципалитетов Российской Федерации. На возможность применять методологию не влияет размер бизнеса компании [5].

Если не рассматривать каждый компонент методологий глубже, структура методологий АКРА и Эксперт РА отличаются незначительно, разница лишь в том, что методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале АКРА включает анализ оценки ОСК холдинговых компаний, а методология рейтингового агентства Эксперт РА, как упоминалось выше, не применима к холдинговым компаниям.

Стоит отметить, что федеральный закон «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» от 13.07.2015 N 222-ФЗ содержит определенные требования к составлению методологии рейтинговыми агентствами.

Согласно пункту 1, статьи 12 федерального закона «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации» кредитное рейтинговое агентство осуществляет рейтинговую деятельность в соответствии с применяемой методологией на основе анализа всей имеющейся в распоряжении кредитного рейтингового агентства информации [9].

Кредитное рейтинговое агентство вправе отступить от применяемой методологии в исключительных случаях, если применяемая методология не учитывает или учитывает некорректно особенности объекта рейтинга и следование применяемой методологии может привести к искажению кредитного рейтинга и (или) прогноза по кредитному рейтингу. Каждый случай отступления от применяемой методологии должен быть задокументирован рейтинговым агентством и раскрыт на официальном сайте кредитного рейтингового агентства в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» при опубликовании кредитного рейтинга или прогноза по кредитному рейтингу с указанием причины такого отступления [9].

Методология, применяемая кредитным рейтинговым агентством, должна [9]:

1) содержать описание всех ключевых количественных и качественных факторов, определяющих способность рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства, а также описание их влияния на кредитные рейтинги и прогнозы по кредитным рейтингам;

2) предусматривать непрерывность ее применения в рамках рейтинговой деятельности;

3) предусматривать возможность сопоставления кредитных рейтингов по различным видам объектов рейтинга;

4) предусматривать системное применение методологии, моделей, ключевых рейтинговых предположений как единого комплекса;

5) содержать основания ее пересмотра в целях поддержания актуальности.

Далее рассмотрим структуру рейтингового анализа АКРА и Эксперт РА. Ниже представлены две схемы структуры рейтингового анализа двух рейтинговых агентств Эксперт РА и АКРА.

Ниже на рисунке представлены основные этапы определения оценки собственной кредитоспособности (ОСК) и кредитного рейтинга рейтингуемого лица по методологии рейтингового агентства АКРА (Рисунок 3).

Основными этапами определения ОСК рейтингуемого лица является оценка качества его отраслевого, операционного и финансового профилей. Вышеупомянутые категории делятся на факторы, которые, в свою очередь, подразделяются на субфакторы. В процессе анализа каждому фактору/субфактору присваивается оценка по шкале, включающей пять категорий оценки: очень сильная (1 или I), сильная (2 или II), средняя (3 или III), слабая (4 или IV) и очень слабая (5 или V). Категории оценки установлены следующим образом: большее числовое значение категории оценки соответствует негативному влиянию фактора на кредитоспособность рейтингуемого лица, а меньшее — позитивному влиянию [4].



Рисунок 2 - Компоненты оценки собственной кредитоспособности и кредитного рейтинга АКРА

АКРА применяет индивидуальный подход для анализа компаний каждой отрасли, поэтому как субфакторы, так и их веса будут различаться для компаний из разных отраслей. При наличии в структуре группы компаний разных отраслевых направлений возможна оценка собственной кредитоспособности по смешанному принципу (взвешивание результатов

оценок, присвоенных на основании отдельных отраслевых методологий, в зависимости от вклада каждого направления в общий операционный результат) [4].

После присвоения оценок по каждому из факторов рейтингового анализа происходит их взвешивание и присвоение предварительной ОСК (Таблица 4).



Рисунок 3 - Логическая схема анализа кредитоспособности нефинансовой компании, применяемая рейтинговым агентством «Экспертом РА»

В методологии Эксперт РА рейтинг компании строится на основе анализа блоков факторов: самостоятельной кредитоспособности компании (с учетом внутренних факторов поддержки и подверженности внутренним стресс-факторам) и значимости внешних факторов поддержки и стресс-факторов. Изначально определяется рейтинг самостоятельной кредитоспособности объекта рейтинга, далее производится корректировка на внешние факторы поддержки и стресс-факторы для определения итогового рейтингового числа [5].

Выше мы рассмотрели две схемы оценки собственной кредитоспособности двух рейтинговых агентств Эксперт РА и АКРА.

В методологии Эксперт РА оценка корпоративного управления выделены отдельным блоком и включают в себя следующие компоненты: структура собственности, качество корпоративного управления, степень прозрачности, стратегическое обеспечение, качество риск – менеджмента. Что касается АКРА, оценка корпоративного входит в операционный риск – профиль. Оценка рассматриваемого фактора включает в себя оценку таких субфакторов как: стратегия управления, управление рисками, структура управления, структура группы, финансовая прозрачность [4,5].

Далее рассмотрим финансовые риск - профили Эксперт РА и АКРА. При анализе финансового риск- профиля АКРА оценивает такие факторы, как: анализ размера и рентабельности компании, анализ ликвидности, анализ долговой загрузки и обслуживания долга, анализ и прогноз денежных потоков.

В рамках проведения финансового анализа рейтингуемого лица отдельное внимание уделяется размеру компании, поскольку он имеет существенное значение с точки зрения эффекта масштаба, конкурентных преимуществ и, как правило, доступа к внешнему финансированию на более выгодных условиях [4].

Кроме того, одним из важнейших этапов анализа финансового риск-профиля является анализ операционных денежных потоков, генерируемых рейтингуемым лицом, поскольку они служат ключевым источником обслуживания долговых обязательств и осуществления капитальных расходов. При этом АКРА отдает предпочтение анализу денежных потоков, а не анализу показателей операционной прибыли, так как последние зачастую учитывают неденежные статьи, что может искажать информацию о способности рейтингуемого лица генерировать стабильный денежный поток [4].

В методологии присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям Эксперт РА упоминается, что на возможность применять методологию не влияет размер бизнеса компании. К тому же, в

соответствии с данной методологией, не проводится анализ операционных денежных потоков, генерируемых рейтингуемым лицом.

Согласно методологии, Эксперт РА в рамках анализа ОСК оценивается «стрессовая» ликвидность компании. Целью такого анализа является получение информации об уровне покрытия всех обязательств компании за вычетом квазикапитала всеми скорректированными активами. «Стрессовая» ликвидность отражает покрытие качественными активами обязательств компании. Высокий уровень «стрессовой» ликвидности свидетельствует о покрытии всех обязательств компании ее скорректированными активами, что оказывает положительное влияние на уровень рейтинга. В АКРА не оценивается такой фактор [5].

Кроме того, Эксперт РА оценивает подверженность компании валютным рискам. Целью такого анализа является оценка степени зависимости деятельности компании от колебаний валютных курсов. Валютный риск возникает, когда активы компании и привлеченные средства номинированы в разных валютах, а инструменты хеджирования при этом не используются. Отсутствие диспропорций в разрезе по валютам во входящем и исходящем денежных потоках (натуральный хедж), а также текущих активах и пассивах оказывает положительное влияние на уровень рейтинга. Наличие инструментов хеджирования валютных рисков оказывает положительное влияние на уровень рейтинга [5].

Рассмотрим следующие блоки факторов «Бизнес - риски» используемых рейтинговым агентством Эксперт РА и «Операционный риск-профиль» применяемый АКРА. В профиль «Бизнес -риски» Эксперт РА входят такие компоненты, как: география деятельности, перспективы развития отрасли, рыночные и конкурентные позиции, диверсификация продаж, зависимость от контрагентов.

География деятельности оценивает зависимость бизнеса объекта рейтинга от рисков, связанных с концентрацией на отдельном регионе / месторождении / заводе. Для компаний разных отраслей могут оцениваться

разные показатели. Например, в добывающих отраслях рассматривается показатель «доля одного месторождения в структуре добычи за последний год». Непрерывная оценка от -1 до 1 при значении показателя от 30 до 70% добычи.

Анализ рыночных и конкурентных позиций по Эксперту РА позволяет оценить уровень конкуренции на рынке, на котором работает компания, а также конкурентные позиции самой компании. Значимые конкурентные позиции обычно позволяют компаниям оказывать существенное влияние на динамику цен на их продукцию, а также на законодательные инициативы [5].

В рамках «Операционного риск – профиля» АКРА анализируются следующие факторы: анализ бизнес - профиля, анализ рыночной позиции, анализ географической диверсификации, оценка корпоративного управления (рассматривали выше).

Анализ бизнес-профиля — это фундаментальная составляющая оценки операционного риск-профиля рейтингуемого лица. Субфакторы, используемые при оценке фактора «Бизнес-профиль», различаются в зависимости от анализируемой отрасли (Приложение Ж) [4].

В рамках фактора АКРА «Рыночная позиция» проводится анализ рыночной позиции рейтингуемого лица как в отрасли в целом, так и в определенной продуктовой категории, а также анализ концентрации игроков в данном сегменте рынка и динамики рыночной доли. Доминирующее положение на рынке может быть связано с силой бренда и лидерством в определенном сегменте [4].

Также следует отметить, что АКРА анализирует «географическую диверсификацию», а в методологии Эксперт РА оценивается «диверсификация продаж».

Географическая диверсификация является одним из факторов, определяющих качество операционного профиля рейтингуемого лица. Наличие географической диверсификации может позволить снизить риски, связанные с экономическим или социальным развитием отдельно взятого региона. В рамках анализа фактора АКРА выделяет 1–2 индивидуальных субфактора для каждой отрасли. Во внимание могут приниматься как диверсификация и

экономическое развитие регионов присутствия (в качестве индикатора используется фактор «Региональная экономика», присваиваемый в соответствии с разработанной АКРА Методологией присвоения рейтингов региональным и муниципальным органам власти в РФ), так и логистические преимущества, наличие экспорта и прочие факторы [4].

Диверсификация продаж по мнению Эксперт РА позволяет оценить риски компании, связанные с зависимостью от крупнейших покупателей. Высокий уровень диверсификации продаж компании по покупателям снижает уровень зависимости бизнеса от отдельного контрагента, что оказывает положительное влияние на уровень рейтинга. Показатель может оцениваться на уровне группы компаний при высоком уровне (свыше 40%) связанных компаний в сбыте [5].

Кроме того, Эксперт РА оценивает зависимость компании от контрагентов. Такой анализ позволяет оценить риски компании, связанные с зависимостью от крупнейшего контрагента в себестоимости. В качестве фактора риска рассматривается низкая диверсификация поставщиков, которая снижает возможности управления себестоимостью и повышает зависимость производственного процесса от надежности поставщиков. Показатель может оцениваться на уровне группы компаний при высокой доле связанных компаний в себестоимости [5].

Методология АКРА отличается от методологии Эксперт РА тем, что в АКРА есть отдельный блок «Отраслевой риск-профиль» в рамках которого оцениваются следующие факторы: специфика операционного цикла, анализ цикличности отрасли, анализ тенденции развития отрасли, другие отраслевые особенности.

Следовательно, исходя из анализа можно обобщить полученную информацию в виде таблицы (Таблица 3).

Таблица 3 - Сводная сравнительная таблица методологий присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале АКРА и «Эксперт РА»

Компоненты ОСК	АКРА	Эксперт РА
Отраслевой риск-профиль		
Анализ цикличности отрасли	Оценивается	Оценивается
Анализ тенденции развития отрасли	Оценивается	Оценивается
Другие отраслевые особенности	Оцениваются	Оцениваются
Зависимость от контрагентов	Не оценивается	Оценивается
Географическая деятельность	Не оценивается	Оценивается
Финансовый профиль/ финансовые риски		
Анализ размера и рентабельность компании	Оценивается	Оценивается
Анализ ликвидности	Оценивается	Оценивается
Стрессовая «ликвидность»	Не оценивается	Оценивается
Анализ долговой загрузки и обслуживания долга	Оценивается	Оценивается
Анализ и прогноз денежных потоков	Оценивается	Не оценивается
Подверженность валютным рискам	Не оценивается	Оценивается
Диверсификация пассивов по кредиторам	Не оценивается	Оценивается
Операционный риск профиль		
Анализ бизнес-профиля	Оценивается	Оценивается
Анализ рыночной позиции	Оценивается	Оценивается
Анализ географической диверсификации	Оценивается	Не оценивается
Диверсификация продаж	Не оценивается	Оценивается
Оценка корпоративного управления/корпоративные риски		
Структура собственности	Оценивается	Оценивается
Качество корпоративного управления	Оценивается	Оценивается
Степень прозрачности	Оценивается	Оценивается
Стратегическое обеспечение	Оценивается	Оценивается

Следует отметить, что в методологии АКРА более подробно изложены значение и применение показателей для анализа оценки собственной кредитоспособности рейтингуемого лица, кроме того, методология содержит приложения, которые помогают более детально разобраться в основных моментах, что является преимуществом. Исходя из анализа, в дальнейшем будет использоваться методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале применяемая рейтинговым агентством АКРА.

2.2 Процесс присвоения рейтинга рейтинговым агентством АКРА

Присвоением кредитного рейтинга являются действия рейтингового агентства по определению уровня кредитного рейтинга и прогноза по нему для рейтингуемого лица, впервые заключившего договор о присвоении рейтинга (заключившего договор с агентством после перерыва). Рейтинговые действия осуществляются группой рейтинговых аналитиков, включая председателя рейтингового комитета, принимающей решение о рейтинговых действиях, в порядке, предусмотренном внутренними документами кредитного рейтингового агентства в соответствии с требованиями настоящего Федерального закона и нормативных актов Банка России [9]. К основным задачам работников аналитической группы относится рейтинговый анализ отдельного вида объектов рейтингования в соответствии с принятой методологией, а также подготовка и осуществление рейтинговых действий в составе рейтингового комитета [23].

Рейтинговый анализ предполагает совокупность действий рейтинговых аналитиков, определенных внутренними документами агентства, по взаимодействию с рейтингуемым лицом (эмитентом, организатором сделки) (в т.ч. проведение рейтинговых встреч), подготовке материалов для рейтингового комитета, включающих необходимый количественный и качественный анализ всей имеющейся в распоряжении рейтингового агентства информации в отношении рейтингуемого лица (эмитента) и рейтингуемой кредитной задолженности [24].

При определении рейтинга рейтингуемому лицу на основании мнения аналитиков агентства обычно назначают ведущего аналитика, который часто в сотрудничестве с другими специалистами проводит оценку кредитоспособности данной организации. К основным обязанностям ведущего аналитика относят взаимодействие с рейтингуемым лицом в отношении конкретного кредитного рейтинга, подготовку документов и предложений для рейтингового комитета в отношении такого кредитного рейтинга. В ходе

рейтингового анализа рейтинговое агентство может использовать различные источники информации.

К ключевым источникам информации относятся:

- финансовая отчетность объекта рейтингования и компаний группы по российским стандартам бухгалтерского учета, международным стандартам финансовой отчетности;
- заполненные рейтингуемым лицом (эмитентом) анкеты по форме рейтингового агентства;
- данные управленческой отчетности;
- официально принятая в компании стратегия развития либо выдержки с ключевыми количественными и качественными показателями;
- прогнозный cash flow на ближайшие два года с разбивкой по кварталам;
- отчеты оценщика о стоимости основных средств, портфеле ценных бумаг и прочих активов, подготовленные не ранее чем три года назад;
- другие формы обязательной отчетности, в т.ч. составленные в соответствии с нормативными актами Банка России;
- выписки из долговых книг и графики погашения долга;
- эмиссионная документация по выпускам ценных бумаг и т.д.;
- информация из СМИ и других открытых источников [9].

Одним из элементов рейтингового анализа при присвоении кредитных рейтингов эмитентов является сравнительный анализ с сопоставимыми рейтингуемыми лицами. В ходе сравнительного анализа рейтинговое агентство использует имеющиеся в распоряжении материалы по кредитным рейтингам других рейтингуемых лиц.

При сравнении двух рейтинговых агентств «АКРА» и «Эксперт РА» можно выделить следующие основные этапы процесса присвоения рейтинга:

- 1 этап – потенциальное рейтингуемое лицо заключает с агентством договор об оказании рейтинговых услуг;
- 2 этап – потенциальное рейтингуемое лицо предоставляет агентству информацию, необходимую для проведения рейтинговой оценки;

- 3 этап – проводится анализ информации, формируется повестка для рейтинговой встречи;
- 4 этап – интервью с топ-менеджером, предполагает общение в формате конференции (в т. ч. очная встреча) с участием работников рейтингового агентства (и обязательным участием двух рейтинговых аналитиков, в т. ч. не менее одного ведущего рейтингового аналитика), с одной стороны, и работников рейтингуемого лица (эмитента, организатора сделки), а также руководства, акционеров и консультантов рейтингуемого лица при применимости, с другой стороны;
- 5 этап – агентство на рейтинговом комитете на коллегиальной основе выносит решение о присвоении рейтинга;
- 6 этап – агентство направляет клиенту уведомление о рейтинговом действии, содержащее проект релиза и обоснование действия;
- 7 этап – если клиент не согласен с решением, то клиент подает мотивированную апелляцию;
- 8 этап – в случае несогласия клиента с вынесенным решением, агентство на основе мотивированной апелляции клиента повторно проводит рейтинговый комитет. Далее агентство публикует релиз, рейтинг переходит в стадию поддержания и текущего мониторинга [24].

2.3 Структура рейтингового анализа рейтингового агентства АКРА

Рассмотрим структуру рейтингового анализа на примере аналитического кредитного рейтингового агентства АКРА. В процессе оценки кредитоспособности рейтингуемого лица АКРА использует ряд количественных и качественных показателей, при этом оценка значительной части данных показателей выражает субъективную точку зрения агентства (Рисунок 2 п. 2.1).

Оценка собственной кредитоспособности (ОСК) состоит из анализа отраслевого, операционного и финансового риск-профилей рейтингуемого лица и подразумевает ряд корректировок для получения финального кредитного рейтинга [4].

Вышеупомянутые категории делятся на факторы, при этом эти факторы подразделяются на субфакторы. В процессе анализа каждому фактору и субфактору присваивается оценка по шкале, включающей пять категорий оценки: очень сильная, сильная, средняя, слабая и очень слабая (Приложение А).

Категории оценки установлены следующим образом: большее числовое значение категории оценки соответствует негативному влиянию фактора на кредитоспособность рейтингуемого лица, а меньшее — позитивному влиянию. АКРА применяет индивидуальный подход для анализа компаний каждой отрасли, поэтому субфакторы, и их веса будут различаться для компаний из разных отраслей. При наличии в структуре группы компаний разных отраслевых направлений возможна оценка собственной кредитоспособности по смешанному принципу (взвешивание результатов оценок, присвоенных на основании отдельных отраслевых методологий, в зависимости от вклада каждого направления в общий операционный результат) [4].

После присвоения оценок по каждому из факторов рейтингового анализа происходит их взвешивание и присвоение предварительной оценки собственной кредитоспособности. Основные рейтинговые факторы и принципы их взвешивания приведены в таблице 4.

Приведенные в таблице веса являются базовыми, здесь важным этапом анализа является определение именно ключевых факторов риска и присвоение им веса, отражающего их значимость для кредитоспособности конкретного рейтингуемого лица. Для этих целей АКРА использует методику плавающих весов, которые увеличивают вес некоторых факторов по мере их ухудшения и позволяют производить эффективную оценку ключевых финансовых и нефинансовых рисков рейтингуемого лица [4].

Таблица 4 - Основные рейтинговые факторы и принципы их взвешивания

Риск-профиль	Вес в рамках ОСК	Фактор	Вес в рамках профиля	Субфактор	Вес в рамках фактора
Отраслевой риск-профиль	0-30%	Вес в зависимости от отрасли рейтингуемого лица			
Операционный риск-профиль	0.5*(100%-вес отраслевого риск-профиля)	Рыночная позиция	30%		
		Бизнес-профиль	40%	Субфактор 1	20-50%
				Субфактор 2	20-50%
				Субфактор 3	20-50%
		Географическая диверсификация	10%	Субфактор 1	50-100%
				Субфактор 2	0-50%
		Корпоративное управление	20%	Стратегия управления	20%
				Управление рисками	20%
				Структура управления	20%
				Структура группы	20%
Финансовая прозрачность	20%				
Финансовый риск-профиль	0.5*(100%-вес отраслевого риск-профиля)	Размер	20%	Субфактор 1	50-100%
				Субфактор 2	0-50%
		Рентабельность	14%	Субфактор 1	50-100%
				Субфактор 2	0-50%
		Долговая нагрузка	20%	Субфактор 1	50-100%
				Субфактор 2	0-50%
		Обслуживание долга	20%	Субфактор 1	50-100%
				Субфактор 2	0-50%
		Ликвидность	6%	Субфактор 1	50-100%
				Субфактор 2	0-50%
		Денежный поток	20%	Субфактор 1	50-100%

Таким образом, взвешивание происходит в несколько этапов:

1 этап – Отраслевой риск-профиль. Вес отраслевого риск-профиля устанавливается индивидуально для каждой отрасли и варьируется в зависимости от уровня кредитного риска, что создает определенный рейтинговый потолок для компаний из отраслей с высоким риском и при этом незначительно премирует отрасли с низким риском. Данные веса являются фиксированными и не подлежат перевзвешиванию [34].

2 этап – Операционный риск-профиль. В качестве примера приведен фактор – корпоративное управление. Каждый из субфакторов корпоративного управления имеет вес 20% при условии его нахождения в пределах приемлемых значений (оценка не ниже 3). При наличии хотя бы одного субфактора с оценкой 4, его вес увеличивается до 40%, а веса каждого из оставшихся субфакторов снижаются до 15%. При наличии субфактора с оценкой 5, его вес увеличивается до 60%, тогда как веса каждого из оставшихся субфакторов уменьшаются до 10% соответственно. Общий вес фактора корпоративного управления варьируется внутри операционного профиля в зависимости от его общей оценки. При оценке 3 и лучше вес фактора корпоративного управления составляет 20% от операционного профиля, при оценке 4 базовый вес растет до 30%, при оценке 5 — до 50%.

3 этап – Финансовый риск-профиль. В качестве примера приведены такие факторы, как долговая нагрузка, обслуживание долга и ликвидность. Корректное взвешивание данных факторов – один из ключевых этапов рейтинговой оценки, поскольку их критические значения являются одной из наиболее частых причин, приводящих к дефолту.

Факторы долговой нагрузки, обслуживания долга и ликвидности также оказывают мультипликативный эффект друг на друга, будучи тесно взаимосвязанными. В рамках взвешивания используются мультипликаторы для базовых весов данных факторов (Приложение Н).

При оценке 4 каждый из факторов увеличивает свой вес и вес двух других факторов на 5%, а при оценке 5 — на 10%. Помимо этого, оценка

долговой нагрузки, равная 4, увеличивает вес обслуживания долга на 25%, а оценка 5 — на 50%. Таким образом, если все три фактора получают самые низкие оценки, их вес может составить до 92,3% всей ОСК без учета отраслевого риск-профиля [4].

Стоит отметить, что перевзвешивание финансовых факторов происходит за счет пропорционального уменьшения весов прочих факторов как финансового, так и операционного риск-профилей, однако не затрагивает отраслевой риск-профиль. При этом, согласно общему принципу плавающего взвешивания, совокупный вес всех факторов всегда равен 100%.

Результатом взвешивания всех факторов является числовая оценка в диапазоне от 1 до 5. Впоследствии данная оценка накладывается на рейтинговую шкалу.

Таблица 6 – Перенос полученной ОСК на рейтинговую шкалу

Категория	Верхняя граница	Шаг	Рейтинг	Верхняя граница	Шаг
AAA(RU)	1,57	0,57	AAA(RU)	1,57	0,57
AA(RU)	2,14	0,57	AA+(RU)	1,76	0,19
			AA(RU)	1,95	0,19
			AA-(RU)	2,14	0,19
A(RU)	2,71	0,57	A+(RU)	2,33	0,19
			A(RU)	2,52	0,19
			A-(RU)	2,71	0,19
BBB(RU)	3,28	0,57	BBB+(RU)	2,90	0,19
			BBB(RU)	3,09	0,19
			BBB-(RU)	3,28	0,19
BB(RU)	3,83	0,57	BB+(RU)	3,47	0,19
			BB(RU)	3,66	0,19
			BB-(RU)	3,85	0,19
B(RU)	4,42	0,57	B+(RU)	4,04	0,19
			B(RU)	4,23	0,19
			B-(RU)	4,42	0,19
CCC-C (RU)	5,00	0,58	CCC-C(RU)	5,00	0,58

После получения предварительной оценки собственной кредитоспособности агентство оценивает необходимость проведения дополнительных аналитических корректировок для учета таких факторов, как финансовая политика, риск неблагоприятного события, а также сравнение с группой сопоставимых компаний. После проведения дополнительных

корректировок и сравнительного анализа определяется итоговая оценка собственной кредитоспособности [4].

Для определения финального кредитного рейтинга АКРА оценивает необходимость проведения корректировок итоговой оценки собственной кредитоспособности в зависимости от положения рейтингуемого лица в группе компаний, наличия взаимосвязи с государством или поддержки со стороны иностранной организации. Данные корректировки проводятся в соответствии со специализированными методологиями АКРА (Методология анализа взаимосвязи рейтингуемых лиц с государством, Методология анализа взаимосвязи компаний внутри группы и Методология анализа взаимосвязи рейтингуемых лиц с поддерживающими организациями за пределами РФ).

Рассмотрим процесс определение оценки собственной кредитоспособности компании. Начнем с отраслевого риск-профиля. Собственная кредитоспособность определяется с учетом особенностей отрасли, в которой функционирует компания. Для оценки фактора отраслевого риск-профиля АКРА подразделяет отрасли на пять групп в зависимости от их цикличности, барьеров для входа, отраслевой риск-статистики, а также тенденций и перспектив развития. Вес фактора отраслевого риск-профиля устанавливается индивидуально для каждой группы и варьируется в зависимости от уровня кредитного риска. В рамках данного фактора оцениваются такие факторы, как цикличность, барьеры для входа в отрасль, тенденции и перспективы развития. Цикличность (оценка АКРА, вес — 35%). Цикличность является одним из фундаментальных субфакторов, характеризующих риск-профиль отрасли. В рамках анализа цикличности АКРА учитывает, как цикличность объемов производства, так и цикличность рентабельности, которая имеет более фундаментальное значение, поскольку в большей мере отражает способность генерировать денежный поток и, как следствие, обслуживать долговые обязательства.

Барьеры для входа (оценка АКРА, вес — 35%). Анализ барьеров для входа играет существенное значение при определении кредитного риска

отрасли. Компании из высококонцентрированных капиталоемких отраслей с высокими барьерами для входа часто обладают более высокой устойчивостью денежных потоков и рентабельности по сравнению с компаниями из высококонкурентных отраслей с минимальными барьерами. Меньшая волатильность денежных потоков и рентабельности оказывает положительное влияние на кредитный профиль компании.

Тенденции и перспективы развития (оценка АКРА, вес — 30%). Помимо оценки отраслевой риск-статистики, АКРА учитывает тенденции и перспективы развития отрасли. В частности, в рамках данного субфактора оцениваются ожидаемые тенденции объемов производства и уровня рентабельности в отрасли, влияющие на способность компаний отрасли обслуживать долговые обязательства. Подробно данные факторы рассмотрим в пункте 3.2.

Операционный риск-профиль. Оценка операционного риск-профиля рейтингуемых лиц нефинансового сектора является преимущественно качественной. Специфика деятельности компаний сектора может обуславливать сложность детального сопоставления в рамках единой методологии не только рейтингуемых лиц из разных отраслей, но и в отдельных случаях из одной отрасли. В рамках операционного риск-профиля оцениваются такие факторы, как анализа бизнес-профиля, анализ рыночной позиции, анализ географической диверсификации, оценка корпоративного управления. Эти факторы включают в себя субфакторы, которые подробнее рассмотрим в пункте 3.2.

Далее рассмотрим значение финансового риск-профиля для рейтингования и рассмотрение основных показателей, используемых в анализе. Анализ финансового профиля рейтингуемых лиц нефинансового сектора осуществляется преимущественно с помощью количественных финансовых показателей и является одним из ключевых этапов оценки рейтингуемого лица.

Основным источником информации для проведения финансового анализа является отчетность компании по МСФО, так как данный вид отчетности больше используется инвесторами и кредиторами для принятия инвестиционных решений.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Итак, мы рассмотрели, что такое кредитные рейтинги, в чем цель рейтингования, познакомились с международной и национальной практикой применения кредитных рейтингов. А также изучили методический подход рейтинговых агентств АКРА и Эксперт РА по присвоению кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале. И на основе методологии АКРА рассчитали критерии и оценили оценку собственной кредитоспособности ПАО «ГМК «Норильский никель», тем самым оценили элементы экономической безопасности предприятия.

При ознакомлении с международной и национальной рейтинговыми системами, мы выявили преимущества использования национальной рейтинговой системы. Прежде всего, национальные кредитные рейтинговые агентства учитывают экономическую специфику внутри страны и для составления кредитного рейтинга используют наиболее полную и достоверную информацию. Кроме того, деятельность национальных рейтинговых агентств регулируется федеральным законом № 222-ФЗ, что позволяет минимизировать субъективность выносимых рейтинговых оценок и обеспечить их более весомую гарантию и качество.

Кредитные рейтинги безусловно позволяют различным участникам рынка иметь профессиональную оценку кредитного риска на контрагента для того, чтобы сравнивать различных эмитентов и различные долговые обязательства при принятии инвестиционных решений. Эмитенту рейтинг позволяет обратиться к широкому кругу инвесторов, увеличивая ликвидность облигаций заемщика. Для компаний кредитный рейтинг позволяет получить оценку финансового состояния, выявить свои слабые стороны, оценить возможные, предстоящие риски, чтобы в последствии разработать мероприятия по их предотвращению и устранению, что поможет повысить в целом уровень экономической безопасности. Кроме того, высокий кредитный рейтинг повышает доверие заинтересованных лиц к компании, что существенно улучшает условия его функционирования.

В процессе работы были рассмотрены методологии рейтинговых агентств АКРА и Эксперт РА для присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале. В результате выявили, что методология, используемая АКРА более детальна, в связи с этим, в дальнейшем для оценки кредитоспособности компании Норникель была применена методология АКРА. Данная методология позволила оценить все существенные аспекты предприятия и тем самым определить уровень экономической безопасности компании.

В практической части работы были проанализированы критерии отраслевого, операционного и финансового риск-профилей ПАО «ГМК «Норильский никель», выявлены его сильные и слабые стороны. Нами разработаны основные мероприятия по улучшению ликвидности баланса ПАО «ГМК «Норильский никель», как рейтингового фактора финансового риск-профиля, для повышения уровня экономической безопасности компании.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Анализ российских рейтинговых моделей оценки кредитоспособности заемщика; под ред. Д.В. Кукса, С. Н. Яковенко: материалы научных трудов международной - практической конференции. 2016. – 126- 129 с.
- 2 Инноватизация субъектов региональной экономики России в условиях внешних ограничений; под ред. Л.Е. Галяева: материалы XI Международной научно-практической конференции, 2015. – 61-62 с.
- 3 Информационное письмо Банка России «Об использовании кредитных рейтингов», от 12.05.2017 № ИН-06-51/21.
- 4 Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации, разработанная рейтинговым агентством АКРА от 20.01.2020
- 5 Методология присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям, разработанная рейтинговым агентством «Эксперт РА», утвержденная на заседании методологического комитета № 188 от 09.09.2019
- 6 «Плюсы и минусы законопроекта о рейтинговых агентствах»; под ред. В. Тимошенко, 2016.– 30 с.
- 7 Символы и определения рейтингов агентства Moody's: № 110646, 2015.– 10 - 11 с.
- 8 Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков», от 23.07. 2013. № 251-ФЗ.
- 9 Федеральный закон «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона О Центральном банке Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» от 13.07.2015. № 222-ФЗ.– 2ст.
- 10 Постановление Правительства РФ «О порядке осуществления операций по управлению остатками средств на едином счете федерального бюджета в части

размещения средств федерального бюджета на банковских счетах в кредитных организациях и открытия счетов для осуществления таких операций», от 19.08.2017. № 986.

11 Постановление Правительства РФ «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле», от 30.06.2003. № 379. – 26 ,28 ст.

12 Приказ Минфина РФ «Об утверждении Порядка аккредитации рейтинговых агентств и ведения реестра аккредитованных рейтинговых агентств», от 04.05.2010. № 37н.

13 «Новые рынки»; под ред. Г. Марченко, О. Мачульская, 2015. – 2с.

14 Указания Банка России «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России», от 10.08.2012. № 2861-У.

15 Регулирование деятельности рейтинговых агентств на национальном рынке; под ред. С.Р. Моисеев, 2009. № 2. – 39 с.

16 Как не следует использовать кредитные рейтинги [Электронный ресурс]: <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2017/09/08/732913-ispolzovat-kreditnie-reitingi>

17 Moody's поместило рейтинг РФ «Ba1» [Электронный ресурс]: <http://tass.ru/ekonomika/2719241> , 2015.

18 Рейтинговое импортозамещение; под ред. А. Раксина [Электронный ресурс] <https://newizv.ru/news/economy/10-09-2015/227019-rejtingovoe-importozamesheni> от 10. 09. 2015.

19 Реестр кредитных рейтинговых агентств [Электронный ресурс]: <https://www.cbr.ru>, по состоянию на 12.09.2019 г.

20 Российское правительство попытается создать международное рейтинговое агентство без участия государства [Электронный ресурс]: <http://lenta.ru/articles/2014/04/23/reiting/> , 2018.

21 Развитие финансового рынка [Электронный ресурс]: <https://www.crr.ru/finmarket>

- 22 Суверенный кредитный рейтинг РФ [Электронный ресурс]:
<http://tass.ru/info/4985114>
- 23 Информация по кредитным рейтингам АКРА в соответствии с требованиями законодательства и внутренними нормативными документами АКРА [Электронный ресурс]: <https://www.acra-ratings.ru/criteria/115>
- 24 Процедуры осуществления рейтинговых действий [Электронный ресурс]:
<https://raexpert.ru/>
- 25 Консолидированная финансовая отчетность горно-металлургическая по МСФО компании «Норильский никель» за годы, закончившиеся 31 декабря 2019, 2018.
- 26 ЕБИТ: формула расчета, экономический смысл и использование для оценки бизнеса [Электронный ресурс]: <https://financc.ru/biznes/ebit-formula-rascheta.html>
- 27 «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 16 «Аренда» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 11.06.2016 N 111н) [Электронный ресурс]:
http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_202611/
- 28 Учет денежных средств и их эквивалентов по МСФО ведется в соответствии со стандартом МСФО (IAS) 7 «Отчет о движении денежных средств» [Электронный ресурс]:
<https://www.audit-it.ru/ifrs/terms/items/cash-and-cash-equivalents.html>
- 29 Официальный сайт ПАО «ГМК «Норильский никель» [Электронный ресурс]: <https://www.nornickel.ru>
- 30 Значение показателя чистого долга и ЕБИТДА для компании [Электронный ресурс]: <https://bankrotstvoved.ru/priznaki-bankrotstva/chisti-dolg-ebitda>
- 31 Бизнес – модель ПАО «ГМК «Норильский никель» [Электронный ресурс]:
<https://www.nornickel.ru/business/business-model/>
- 32 Тенденции развития деятельности кредитных рейтинговых агентств в России, 2016. [Электронный ресурс]: <https://readera.org/tendencii-razvitiya-deyatelnosti-kreditnyh-rejtingovyh-agentstv-v-rossii-14043255>


- 33 Международная практика кредитного рейтинга и развитие рейтинговых услуг в России [Электронный ресурс]: <https://cyberleninka.ru/article/n/mezhdunarodnaya-praktika-kreditnogo-reytinga-i-razvitiye-reytingovyh-uslug-v-rossii>
- 34 Научная статья «Совершенствование методологии рейтингования», 2018. [Электронный ресурс]: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=32678654>
- 35 Регулятивные нововведения в сфере банковских рейтинговых услуг в российской федерации, 2017. [Электронный ресурс]: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=28805437>
- 36 Понятие, задачи и недостатки кредитных рейтингов, 2016. [Электронный ресурс]: <https://creativeconomy.ru/lib/7618>
- 37 Рейтинговые оценки в международных финансах: история, проблемы и перспективы, 2018. [Электронный ресурс]: <https://elibrary.ru/item.asp?id=36552813>
- 38 Международные рейтинги как инструменты глобального влияния. [Электронный ресурс]: <https://elibrary.ru/item.asp?id=23904911>
- 39 Кредитные рейтинги эмитентов, определяемые рейтинговыми агентствами. [Электронный ресурс]: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=178418>
- 40 Диссертация «Система статистических кредитных рейтингов нефинансовых организаций: методики и модели», 2015. [Электронный ресурс]: <http://dep.nlb.by/jspui/handle/nlb/51216>
- 41 Логистические схемы ПАО «ГМК «Норильский никель». [Электронный ресурс]: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=22868123>
- 42 Guide to Credit Rating Essentials What are credit ratings and how do they work, 2016. [Электронный ресурс]: <http://docplayer.net/15429695-Guide-to-credit-rating-essentials-what-are-credit-ratings-and-how-do-they-work.html>
- 43 Официальный сайт рейтингового агентства Standard & Poor's. [Электронный ресурс]: https://www.standardandpoors.com/ru_RU/web/guest/home
- 44 Рейтинговое агентство Moody's присвоило рейтинг ПАО «ГМК «Норильский никель», 2019. [Электронный ресурс]: <https://www.moodys.com/>

- 45 Fitch Ratings подтвердило долгосрочный международный рейтинг в национальной валюте эмитента ГМК «Норильский никель» «BBB», 2019. [Электронный ресурс]: <https://www.fitchratings.com/>
- 46 Операционная и финансовая аренда МСФО (IAS) 17. [Электронный ресурс]: <http://msfo-dipifr.ru/operacionnaya-i-finansovaya-arenda-eto-standart-msfo-ias-17/>
- 47 Операционный денежный поток - cash flows from operating activities. [Электронный ресурс]: <https://finopedia.ru/operating-cash-flow>
- 48 Краткосрочные финансовые вложения: определение и строка в балансе. [Электронный ресурс]: https://nalog-nalog.ru/buhgalterskij_uchet/vedenie_buhgalterskogo_ucheta/kratkosrochnye_finansovye_vlozheniya_eto/
- 49 Устав ПАО «ГМК «Норильский никель»: органами управления компании. [Электронный ресурс]: https://www.nornickel.ru/investors/disclosure/corporate-documents/?sphrase_id=3322848#charter-and-evidence-of-the-fts
- 50 Системы управления рисками ПАО «ГМК «Норильский никель». [Электронный ресурс]: <https://www.nornickel.ru/investors/reports-and-results/>

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой

 И.С. Ферова
подпись
« 17 » 06 2020 г.


ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

специальность 38.05.01 «Экономическая безопасность»

ОЦЕНКА ОТРАСЛЕВОГО, ОПЕРАЦИОННОГО И ФИНАНСОВОГО РИСК-
ПРОФИЛЕЙ ПРЕДПРИЯТИЯ С ЦЕЛЮ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЕГО
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ (НА ПРИМЕРЕ ПАО «ГМК
«НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ»)

Научный
руководитель  канд. экон. наук, доцент Е.А.Шнюкова

Выпускник  С. Е. Оюн

Рецензент  начальник фин.упр-я адм-ции Улуг-хемского р-на А. Д. Белек

Красноярск 2020