Пищулин, Евгений Андреевич. Формирование и регулирование национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности в РФ : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Пищулин Евгений Андреевич; [Место защиты: Моск. финансово-пром. акад.].- Москва, 2010.- 163 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/608

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические основы исследования национальной системы

рейтинговой оценки кредитоспособности 13

1,1. Сущность системы рейтинговой оценки и ее элементы 13

1.1. Международная практика организации и развития рейтинговой оценил: возможности применения в РФ 29

1.3, Становление и развитие национальной системы рейтинговой оценки в России 47

Глава 2. Рынок рейтинговых услуг как основной элемент системы 58

2.1. Функционирование рынка; участники, кредитные рейтинги и их общественная ценность 58

2.2. Максимизация общественной цен кости при использовании кредитных рейтингов 78

2.3. Регулирование деятельности рейтинговых агентств S5

Глава 3. Совершенствование практики развития и регулировании национальной системы рейтинговой оценки 99

3.1. Стратегия развития института рейтинговой оценки 99

3.2. Совершенствование регулирования рынка рейтинговых услуг 117

Заключение 13 Ї

Библиографий 141

Приложения 152

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования определяется необходимостью получения российскими заинтересованными лицами, к числу которых относятся и государственные органы, осуществляющие регулирующие функции, качественной оценки рисков, присущих национальным экономическим агентам (их обязательствам), выполненной на основе кредитных рейтингов. Получение таких оценок возможно путем формирования и последующего регулирования системы рейтинговой оценки кредитоспособности в стране. Кроме того, необходима ориентация властей на применение в данном направлении мер и действий, основанных на экономических стимулах и не затрагивающих свободу функционирования участников рынка рейтинговых услуг.

В условиях «репутационного» доминирования на отечественном рынке рейтинговых агентств «большой тройки», необходимо обеспечить соответствующий уровень качества национальных оценок. Учет специфики ведения бизнеса в России и ориентация на участников финансового рынка должны стать характерными чертами, присущими рейтингам. Очевидно, что справиться с поставленной задачей, можно лишь используя весь арсенал законодательных и административных мер, доступных уполномоченным органам, к которым можно отнести ЦБ РФ и Минфин. Такой подход должен повысить значимость и рыночный «вес» национальных рейтинговых агентств, что в значительной мере способно нивелировать возможные проблемы, вытекающие из безоговорочного доверия к проводникам «мнения американского инвестора».

Практика достаточно жесткого регулирования, в противовес распространенной в настоящее время модели саморегулирования, поможет оградить рынки от недостатков, вытекающих из сущности самого института кредитного рейтинга. К их числу можно отнести: существенную степень процикличности предлагаемых агентствами оценок, объективно присущий рейтинговому процессу из-за существующих способов оплаты услуг агентств потенциальный конфликт интересов.

Развитие национальной системы рейтинговой оценки и регулирование деятельности рейтинговых агентств в России сегодня является одним из острых и широко обсуждаемых на государственном уровне вопросов. Отсутствие целостной концепции по реализации указанных выше мер создает актуальную проблему, подлежащую исследованию, обеспечивая различные подходы к ее решению на практике.

Степень разработанности проблемы определяет общемировой характер вопросов, связанных с деятельностью рейтинговых агентств. При этом прослеживается прямая взаимосвязь количества опубликованных работ по данной проблеме и степени развитости финансовой системы в целом. Безусловными лидерами по количеству исследовательских работ и широте затрагиваемых ими вопросов являются американские и европейские авторы. К наиболее значимым работам относятся труды профессора Франкфуртской школы финансов и менеджмента К. Баньер, эксперта американского отделения Moody's Р. Кантора, профессора Университета Сан-Диего Ф. Портного, профессора экономики Университета Пенсильвании Б. Мариано, эксперта Всемирного банка Р. Ди, а также профессора экономики Мюнхенского университета Дж. Форстера. Среди отечественных публикаций выделяются работы авторов, имеющих непосредственное профессиональное отношение к рассматриваемым субъектам рынка: руководителя департамента рейтингов финансовых институтов рейтингового агентства «ЭкспертРА» П.А. Самиева; заместителя председателя Российской ассоциации лизинговых компаний В.В. Кашкина; генерального директора рейтингового агентства «Рус-Рейтинг» Р. Хйнсворта и др. В рамках квалификационных работ можно отметить авторство: Л.Н. Андриановой, Ю.С. Карпузова, А.А. Чайковского.

Внимание зарубежных авторов сосредоточено на разработках бизнес-моделей рейтинговых агентств, их поведению в условиях дифференциации рыночных структур, взаимосвязи качества рейтингового анализа и стратегических приоритетов деятельности агентства, разработке методов оценки степени кредитоспособности предприятий на основе рейтингов и т.д. Большинство работ отечественных авторов ориентированы на создание отраслевых методик рейтинговой оценки кредитоспособности, анализ общей ситуации на рынке, реформирование сложившейся системы регулирования.

Общей чертой предшествующих исследований является отсутствие решения комплексной проблемы – развития национальных систем рейтинговой оценки. Очевиден также недостаток внимания к исследованию и сравнению международного опыта регулирования рейтинговой деятельности.

Таким образом, очевидно существование пробела в области исследования развития систем рейтинговой оценки кредитоспособности, комплексного макроэкономического регулирования сектора рейтинговых услуг, теоретического обоснования применимых в этом случае мер и методов государственного воздействия.

Указанная выше система научных разработок и наличие ряда актуальных проблем в области функционирования рейтинговых агентств позволяет соискателю сформулировать цель исследования, которая заключается в обосновании формирования и регулирования национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности субъектов хозяйствования и их обязательств, позволяющей совершенствовать деятельность рейтинговых агентств.

Поставленная цель предполагает решение следующих задач:

1. Обоснования национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности на основе выявления составляющих ее элементов, их взаимосвязей и функций системы в целом.

2. Проведения сравнительного анализа основных этапов развития национальных систем рейтинговой оценки в мире, определения методов их формирования и инструментов регулирования.

3. Определения особенностей рейтинговой деятельности в России, относящихся также к существующей системе регулирования деятельности рейтинговых агентств.

4. Обоснования процесса функционирования национальной системы рейтинговой оценки посредством моделирования величины общественной ценности рейтингов, условий регулирования и оптимального поведения участников ее ключевого элемента – рынка рейтинговых услуг.

5. Выявления основных принципов политики, инструментов и методов, применяемых уполномоченными органами в области формирования и регулирования национальной системы рейтинговой оценки, направленных на установление стандартов деятельности рейтинговых агентств.

Объектом исследования выступает рынок рейтинговых услуг, как институт финансовой системы, представляющий собой место взаимодействия спроса и предложения на кредитные рейтинги, параметры которых формируются под воздействием субъектов рейтингового цикла, а также элементов рейтинговой инфраструктуры и уравновешиваемых ценой проведения рейтингового анализа.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в рамках рейтингового цикла и оказывающие значимое влияние на эффективность финансового рынка.

Теоретические основы диссертации опираются на работы отечественных и зарубежных экономистов, представителей экспертного сообщества: К. Баньер, Р. Ди, Г. Иммордино, Р. Кантора, К. Лану, Б. Мариано, М. Пагано, Ф. Портного, Р. Портеса, Дж. Форстера, Л.А. Андриановой, Ю.С. Карпузова, В.В. Кашкина, С.Р. Моисеева, П.А. Самиева, Д.Н. Сачина, Р. Хейнсворта.

Методологические основы диссертации. В исследовании был использован системный подход, методы обобщения и сравнения, анализа и синтеза, индукции и дедукции, принцип экономико-математического моделирования и группировки.

Информационную базу диссертации составили материалы и рабочие документы Международного валютного фонда, Всемирного банка, Банка России, Минфина РФ, Комиссии по ценным бумагам и биржам США; материалы, представленные в рамках практических конференций и семинаров; публикации в периодической печати; заявления официальных представителей государственных органов по данной проблеме. В работе также учтены действующие нормативно-правовые документы.

Научная новизна исследования состоит в разработке методов и инструментов формирования и регулирования российской национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности, а также условий их эффективного применения.

Наиболее существенные новые научные результаты, полученные лично соискателем и выносимые на защиту:

1. Обоснована категория «национальная оценка кредитоспособности на основе рейтингов» как система. Раскрыты ее элементы: кредитные рейтинги, субъекты рейтингового цикла (рейтинговые агентства, компании-эмитенты, регулятор и инвесторы), рынок рейтинговых услуг и его инфраструктура (профессиональные объединения, СРО), объединенные между собой хозяйственными взаимосвязями, что способствует достижению основной цели функционирования системы – обеспечению заинтересованных лиц релевантной информацией о кредитном качестве объектов рейтинговой оценки.

2. На основе сравнительного анализа различных мировых систем рейтинговой оценки выявлены две модели их развития и регулирования, обозначенные как американская и азиатско-европейская, а также присущие им особенности:

степень централизации регулирования и надзора (высокая в американской и низкая в азиатско-европейской модели);

отношение к конкуренции в отрасли рейтинговых услуг (стимулирование в рамках американской модели и реализация подхода «ad hoc» в азиатско-европейской);

использование системы признания рейтинговых агентств (содержательное признание в американской и формальное в азиатско-европейской модели);

продолжительность регулирования и надзора за деятельностью рейтинговых агентств (ограничена решениями регулятора в американской модели и перманентна в азиатско-европейской);

доверие к рейтинговым оценкам (абсолютное доверие к рейтингам «инвестиционной» категории в американской и использование рейтингов лишь в качестве одного из элементов оценки в азиатско-европейской модели).

Выявленные особенности могут быть учтены в российской практике формирования и регулирования системы рейтинговой оценки.

3. Определены особенности рейтинговой деятельности в России:

доминирование рейтинговых агентств «большой тройки»;

эффект замещения в отношении основной функции рейтинговой системы (использование кредитных рейтингов в качестве средств рекламы);

существование конфликта интересов между заказчиками и рейтинговыми агентствами;

отсутствие релевантной нормативно-правовой базы;

практическое отсутствие регулирования и надзора.

4. Применение экономико-математического моделирования как инструмента анализа деятельности аудиторских компаний при анализе рынка рейтинговых услуг позволило обосновать политику развития и регулирования национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности. При этом получены следующие результаты:

количественное определение ценности кредитного рейтинга;

выявление условий его максимизации;

иллюстрация действий рыночных субъектов при изменении рыночной модели (монополия или совершенная конкуренция), появлении конфликта интересов и регулятора.

5. Сформированы рекомендации, которые возможно использовать при разработке политики Банка России и Минфина РФ в области формирования и регулирования российской национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности:

принять ФЗ «О рейтинговой деятельности»;

закрепить за Минфином РФ функции регулятора рынка рейтинговых услуг;

определить в качестве цели его деятельности в этой области – максимизацию величины общественной ценности рейтинговой оценки;

отказаться от априорного стимулирования конкуренции в секторе рейтинговых агентств в пользу поддержания транспарентности рейтинговой деятельности.

Определены методики и соответствующие инструменты развития национальной системы рейтинговой оценки и ее регулирования:

установления минимального рейтингового стандарта, который должен быть дополнен введением санкций за его невыполнение рейтинговыми агентствами;

сохранения существующей системы профессионального признания рейтинговых агентств, вместо введения полноценного лицензирования их деятельности;

стимулирование смены модели оплаты услуг по рейтингованию – введение практики их предоплаты.

Наиболее существенные результаты соответствуют пункту 1.7 – Инфраструктурные аспекты финансовой системы Паспорта специальности 08.00.10 ВАК Министерства образования и науки РФ.

Теоретическая значимость диссертации состоит в приращении научных знаний в области функционирования финансовой системы и ее инфраструктурных элементов. В рамках теоретических основ организации рейтинговой деятельности предложен системный подход к изучению функционирования рейтинговых агентств. Дополнение научных знаний выражается также в получении сведений о генезисе систем рейтинговой оценки в мире, основанных на анализе и сопоставлении факторов их становления, развития и регулирования. Теоретическую значимость представляют методы адаптации и применения инструментария моделирования, принадлежащего смежным областям функционирования финансовой системы. Полученные в диссертации результаты могут быть использованы в преподавании дисциплин: «Банковское дело», «Организация деятельности центрального банка», «Рынок ценных бумаг».

Практическая значимость диссертации заключается в возможности использования полученных результатов при разработке, совершенствовании и проведении политики в области формирования и регулирования системы рейтинговой оценки кредитоспособности в РФ. Ее основы должны соответствовать выделенным в диссертации особенностям функционирования рынка рейтинговых услуг, а также способствовать совершенствованию деятельности рейтинговых агентств путем нивелирования присущих ей недостатков. Полученные автором выводы могут быть оформлены в виде рекомендаций для Банка России, Минфина РФ, саморегулируемых организаций рейтинговых агентств, профессиональных объединений и сообществ по развитию института кредитных рейтингов в России.

Апробация результатов исследования осуществлена на конференциях: «Роль бизнеса в трансформации общества» (МФПА, г. Москва, апрель 2009г.); «Регулирование рынка рейтинговых услуг» (г. Москва, май 2009г.), организованной ведущим российским рейтинговым агентством «Рус-Рейтинг»; «Изменяющийся ландшафт финансового рынка» (г. Москва, ноябрь 2009г.), состоявшейся под эгидой института сертифицированных финансовых аналитиков (CFA). Основные положения диссертации использованы в учебно-методических материалах по дисциплинам «Банковское дело», «Организация деятельности центрального банка», преподаваемых на кафедре «Банковское дело» МФПА.

Публикации по теме диссертации: 5 статей (2 в соавторстве) в изданиях, рекомендованных ВАК, общим объемом 2,3 п.л. (личный вклад автора 1,5 п.л.).

Структура диссертации обусловлена ее целью и задачами. Она состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников, приложений и соответствует логике проведенного теоретического и эмпирического анализа.

План диссертации

Введение

class1 **Теоретические основы исследования национальной системы**

**рейтинговой оценки кредитоспособности** class1

## Сущность системы рейтинговой оценки и ее элементы

Пристальное внимание к процедурам присвоения рейтингов и системе рейтинговых оценок обусловлено проблемой определения рисков, наиболее ярко выраженной при принятии инвестиционных решений. Отсутствие достаточных возможностей для проведения полноценного финансового анализа непосредственно силами инвестора (особенно, если речь идет об индивидуальных инвесторах) вынуждает обращаться к альтернативным способам определения и сравнения степени надежности конкретного экономического субъекта. Основным инструментом, представляющим реальную альтернативу самостоятельному анализу, является использование кредитных рейтингов.

Базируясь на традиционных подходах к оценке финансово-хозяйственной деятельности и определении степени кредитного качества объекта оценки, выпускаемый агентством кредитный рейтинг позволяет учесть также и ряд других значимых факторов. К числу таковых, к примеру, можно отнести: влияние внешней среды на бизнес заемщика в будущем; эффективность его менеджмента; потенциальные качественные изменения организационной среды и т.д. Оценка этих факторов, как правило, основана на вынесении экспертного мнения, которое в последующем может быть формализовано в буквенно-цифровом символе. В связи с этим существенно возрастет информационная ценность рейтинга. По заявлениям крупнейших мировых рейтинговых агентств (S&P, Moody s, Fitch), вес «экспертной» составляющей в сводном рейтинге может достигать 70%2. Составление сводной оценки позволяет также в значительной степени расширить границы ее применения. Особую значимость существование подобных показателен представляет дляфондового рынка, в рамках которого, рейтинги выступают механизмом снижения степени информационной асимметрии между донором и реципиентом финансовых средств; дарственных органов, осуществляющих регулирование финансовой системы и т.д. .

Наличие значительной «качественной» доли в кредитном рейтинге позволяет отметить высокую чувствительность оценок рейтинговых агентств к информационному обеспечению, методам получения данных и, разумеется, к процессу вынесения самого экспертного мнения. Необходимо также отметить существование практики максимальной формализации . проводимого анализа. Она распространена, в частности, среди российских рейтинговых агентств (вес экспертной доли в оценках «Русрейтинга» не превышает 30%3, хотя в ряде случаев, например, в агентстве «Банковское дело» заявляют о полном исключении влияния экспертных суждений4).

К настоящему моменту мировое сообщество накопило определенную базу теоретических знаний и практического опыта применения различных инструментов рейтинговой оценки. Здесь можно отметить существование отдельных взглядов на. теоретические основы самой оценки кредитного качества, ее виды и функции, используемые агентствами методики анализа, а также на поведение субъектов рейтингового процесса.

## Функционирование рынка; участники, кредитные рейтинги и их общественная ценность

Развитие в России национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности, а также выбор соответствующей политики ее регулирования должны основываться на стремлении нивелировать рассмотренные недостатки в работе рейтинговых агентств и комплексной оценке потенциальных эффектов от выбора и применения различных инструментов ее регулирования и надзора. Для разработки методологической основы политики регулирования рейтинговой деятельности в РФ и обоснования рекомендаций по развитию системы в целом необходимо рассмотреть комплексное описание процесса функционирования рынка рейтинговых услуг, который является основным элементом системы,

Функционирование системы рейтинговой оценки в рамках национальной экономики, взаимодействие участников системы рассмотрим в рамках ее ключевою элемента - рынка рейтинговых услуг72. При анализе предполагаются допущения: рынок является закрытым, т,е. отсутствует дифференцированное регулирование, разрабатываемое описание является однопериодным, что подразумевает анализ конкретного промежутка времени — от начала реализации и до завершении бизнес проекта.

Для осуществления инвестиций в конкретный бизнес-проект им необходимо внешнее долговое финансирование d. Предположим, что возможность размещения долевых ценных бумаг у компаний-эмитентов отсутствует.

В целях упрощения описания предположим также, что компаниям-эмитентам доступна реализация только одного проекта в течение рассматриваемого периода времени- Это позволяет утверждать о соответствии кредитного рейтинга компании-эмитента и, например, отдельной эмиссии ценных бумаг, т.к. именно результаты реализации бизнес-проекта, для которого привлекаются средства, будет определять финансовое положение эмитента в целом.

Допустим, что для компании-эмитента, возможно два сценария развития событий - успешная и неудачная реализация бизнес-проекта с вероятностями ps и (1- pg) соответственно. Успешная реализация предполагает генерацию команией-эмитентом денежного потока, достаточного для удовлетворения требовании всех кредиторов (держателей долговых ценных бумаг) и поддержание финансового состояния на приемлемом уровне (s = g). Сценарий неудачной реализации, напротив, ставит под сомнение ее способность расплатиться по своим обязательствам и, следовательно, может привести к снижению финансовой устойчивости субъекта рынка и степени его кредитоспособности (s = Ъ). Совокупность сценариев можно формализовать в следующем виде:

## Стратегия развития института рейтинговой оценки

Дальнейший процесс развития национальной системы рейтинговой оценки кредитоспособности в России и, в особенности, ее основополагающего элемента — рынка рейтинговых услуг, как было показано в первой главе исследования на примере международного опыта, должен осуществляться за счет более глубокого проникновения кредитных рейтингов в экономическую среду- Добиться подобного эффекта возможно лишь посредством повышения качества работы данного инфраструктурного элемента. На сегодняшний день, по мнению экспертов, к которому присоединяется и соискатель, отечественная рейтинговая система не способна удовлетворить возрастающие потребности, предъявляемые к ней участниками финансовых рынков, не позволяет в должной мере использовать имеющийся потенциал оценки кредитных рискові Исправление подобной ситуации, не способствующей укреплению финансовых взаимосвязей между рыночными агентами и увеличению объемов финансового трансферта, постепенно становится одной из приоритетных задач российского правительства на ближайшие годы.

Обсуждение политики совершенствования национальных рейтинговых систем и подходов к их регулированию в мире началось еще в 2003 г. Причиной стала кульминация скандальных корпоративных событий в США и Евросоюзе, связанных с действиями аудиторских компаний . Поскольку рейтинговые агентства оставили без должного внимания процесс, приведший к банкротству промышленных гигантов, ряд упреков и регулирующих инициатив прозвучало впервые в их адрес. Инициаторами этого выступили в первую очередь, европейские власти, вынесшие на обсуждение проект по ужесточению регулирования деятельности рейтинговых агентств. Значимые действия были также предприняты финансовыми властями США. Акт, касающийся реформирования деятельности рейтинговых агентств и их регулирования, был принят в 2006 r10t\ Основные действия финансовых властей в данной области коснулись совершенствования регулирования национальных систем рейтинговой оценки. Причины подобного подхода вполне очевидны: на фоне сформировавшейся институциональной структуры сектора и налаженных взаимосвязей между участниками рейтингового рынка необходимо было реагировать на снижение качества рейтинговых оценок. Именно эту функцию должна была выполнять новая политика регулирования рейтинговой деятельности. Косвенным подтверждением обоснованности подобного подхода выступило принятие Международной организацией комиссий по ценным бумагам Кодекса профессионального поведения — IOSCO Code of conduct fundamentals for CRA101,

Отечественную практику данные меры обошли стороной. Рост экономики, высокий уровень ликвидности: на долговых рынках, возможности рефинансирования за рубежом, отсутствие корпоративных скандалов и, главное, - относительно невысокая значимость зарождающейся сисгемы рейтинговой оценки кредитоспособности, - вот перечень основных причин подобного развития событий.