

ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Рейтинги и оценка кредитоспособности: развитие и тенденции в исследованиях

Об авторах



Ольга Волкова
кандидат физ.-мат. наук,
профессор департамента
финансов
ovolkova@hse.ru



Яна Логинова
стажер-исследователь
yavloginova@yandex.ru



Ирина Львова
стажер-исследователь
irinalvova732012@gmail.com

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» — Санкт-Петербург
193000, г. Санкт-Петербург, ул. Союза Печатников, 16

Ключевые слова

рейтинг, рейтинг кредитоспособности, рейтинговые агентства, регулирование рейтинговой деятельности, доверие, Базель II, кредитоспособность, оценка кредитоспособности

Основные тезисы

- К концу XX века эконометрические логит- и пробит-модели практически вытеснили чисто статистические методы обработки данных из аналитической практики.
- Потребность в рейтингах вызвана наличием большого количества информации, для обработки которой собственных ресурсов каждого отдельного хозяйствующего субъекта недостаточно.
- В анализе рейтингов львиная доля работ — это эмпирические исследования на основе эконометрического моделирования.

Способность заемщика в полном объеме и в срок расплачиваться по своим обязательствам во все времена явля-

лась важной предпосылкой осуществления всех торговых и финансовых операций. Попытки оценивать и про-

гнозировать эту способность приобрели особую актуальность в связи с развитием финансовых рынков и финансовых инструментов. Массовые сделки по покупке и продаже финансовых активов сделали невозможным и ненужным личный контакт участников сделок, и это потребовало разработки методов обезличенной, объективной, оценки их кредитоспособности. Такие методы появились в середине XX века и к настоящему времени претерпели сложную эволюцию.

Целью данной работы является исторический анализ основных подходов к моделированию и оценке кредитоспособности (далее — ОКС) и кредитных рейтингов (далее — КР) хозяйствующих субъектов.

Развитие подходов к оценке кредитоспособности можно исследовать с разных позиций. Две основных позиции, с которых обсуждаются эти вопросы, — это позиции практиков, использующих методы оценки и результаты оценивания для целей принятия решений, и аналитиков, разрабатывающих эти методы и оценивающих результаты принятия решений практиками. В данной работе мы будем выступать с позиции аналитиков.

«Дозконометрический» период оценки рисков и платежеспособности

Наиболее ранние оценки платежеспособности были основаны на моделировании кредитного риска и его составляющих — вероятности дефолта или уровня возможных убытков. Такие подходы и сейчас используются для построения внутрибанковских систем рейтинговых оценок и определения внутреннего кредитного рейтинга заемщика банка [3].

До 1960-х гг. попытки оценить возможность финансовых затруднений предпринимались только по отношению к отдельным компаниям, а единственным инструментом для этого был анализ финансовых коэффициентов [32], позднее стали проявляться новые тенденции. Появились новые объекты исследований (оценке рисков и кредитоспособности стали подвергаться не отдельные хозяйствующие субъекты, а более крупные

объекты — портфели инвестиций, совокупности и типы заемщиков и др.), стали применяться статистические методы обработки данных. В те годы работы по оценке риска и платежеспособности выполнялись на основе только показателей финансовой отчетности, однако начиная с 1980-х гг. стали учитываться и другие, не отраженные в финансовой отчетности, факторы¹⁾.

В работах, построенных на данных финансовой отчетности, в «дозконометрический» период анализа кредитоспособности чаще всего использовались модель дискриминантного анализа (МДА) и логит-модель, которые давали в результате расчетов оценки вероятности частичного или полного дефолта компании. К концу XX века все чаще, наряду с логит-моделями, стали применяться пробит-модели²⁾, позволяющие выделять среди объектов исследования разные категории (например, классы заемщиков).

МДА, логит- и пробит-модели относятся к классу *скоринговых моделей*, поскольку ставят в соответствие возможному факту финансовых трудностей некоторое значение или величину вероятности. Близость их величин для конкретного экономического субъекта к критическим значениям или коридорам значений позволяет аналитикам принимать те или иные решения.

В качестве альтернативных подходов к моделированию рисков и платежеспособности в «дозконометрический» период использовались *структурные модели*, в которых вероятность банкротства компании определяется отношением рыночной стоимости активов компании к ее внешним обязательствам: модели оценки опционов на основе модели Блэка—Шоулза—Мерттона³⁾ [14, 25, 29], модели

¹⁾ Обзор подходов и методологических особенностей моделирования кредитных рейтингов и кредитных рисков «дозконометрического» периода (последней трети XX в.) представлен в работе [13].

²⁾ Логит-модели дают значение зависимой переменной (вероятности дефолта) в интервале от 0 до 1, тогда как пробит-модели преобразуют независимые переменные в то или иное дискретное значение (в самом простом случае 0 или 1, в более сложных — несколько числовых или номинальных значений).

³⁾ Black—Scholes—Merton Model (BSM-Model).

риска разорения⁴⁾ [30, 32], различные модификации Z-модели Альтмана [10, 11], первые попытки применить нейросетевой анализ [12, 18] и цепи Маркова [21, 22, 26] и ряд других. Главными ограничениями в этих моделях была необходимость обеспечить объем и качество выборок (что было не всегда возможно), а также условность расчета рыночных показателей для экономических субъектов, акции которых не торгуются на фондовой бирже.

Скоринговые и структурные модели, основанные на данных финансовой отчетности, успешно применялись на протяжении длительного периода времени, однако на их качестве отражались все недостатки и ограничения, характерные для финансовой отчетности. Ретроспективный и вариативный характер показателей, быстрая потеря актуальности в периоды финансовой нестабильности вели к смешению оценок в этих моделях.

Современные модели оценки вероятности финансовых трудностей

С наступлением нового тысячелетия подходы к оценке кредитоспособности трансформировались [23]: изменения заметны как в выборе объектов оценки и связанных с ними исследований, так и методов. Если раньше [13] главным объектами оценки были компании реального сектора экономики, то впоследствии интересы исследователей переместились на другие объекты — банки, государства, муниципалитеты и др. Сегодня нейросетевой анализ и марковские цепи используются в других разделах экономического и финансового анализа, в частности для описания состояний финансового рынка и построения сетей экономических агентов.

Рост финансового сектора и ужесточение требований к финансовым институтам со стороны государств и надгосударственных органов, в частности необходимость учета базельских требований для кредитных организаций, активизировали интерес к оценке кредитоспособности финансовых учреждений. Здесь следует отметить, что в выборках, рассматриваемых разными авторами в 1960–1990-е гг.,

среди десятков и сотен хозяйствующих субъектов были и банки, однако в тот период они рассматривались в качестве обычных организаций, предоставляющих услуги, без учета их финансово-институциональной специфики.

Еще одно новое направление оценки кредитоспособности на рубеже тысячелетий определил выход на рынки ценных бумаг стран и их отдельных административных единиц (регионов, муниципалитетов): заметно вырос интерес исследователей к оценке вероятности дефолтов суверенных государств и административных единиц.

Что касается методов ОКС, следует отметить смену инструментария: к концу XX века эконометрические логит- и пробит-модели практически вытеснили чисто статистические методы обработки данных [28] из аналитической практики.

Важным моментом является и использование новых типов информации для анализа: помимо финансовых показателей, в модели включаются макроэкономические переменные, такие как реальный рост ВВП, темпы инфляции и роста промышленного производства, цены на нефть, индексы коррупции и изменения кросс-курсов валют и др. Доля работ, изначально принимающих во внимание лишь показатели финансовой отчетности, сегодня довольно низка. Вместе с тем в ряде исследований результатом моделирования оказывается незначимость внешних факторов для тестируемых гипотез и моделей (напр., [1]) или их ограниченная значимость (напр., в работе [19] показано, что рыночные индикаторы незначимы для предсказания понижения рейтинга крупных банков).

В современных моделях кредитных рисков и кредитных рейтингов рассматриваются взаимосвязи между дефолтом и экономическими циклами, дефолтом и отраслевой принадлежностью компании [15]. Кроме того, все чаще кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств используются как независимые внешние данные.

В последние годы оценка кредитоспособности стала однозначно ассоциироваться с кредитными рейтингами.

⁴⁾ Risk-of-Ruins Model.



Природа кредитных рейтингов

Рейтингование — один из самых важных инструментов оценки перспектив кредитоспособности и финансовой надежности экономического субъекта. В финансовой сфере рейтинги — один из инструментов оценки рисков [6, с. 86].

Кредитный рейтинг представляет собой независимую комплексную оценку перспектив финансового состояния, кредитного качества или относительной кредитоспособности экономического субъекта или финансового инструмента.

Процесс присвоения рейтинга представляет собой упорядочение субъектов (отнесение каждого субъекта к одной из групп) как результат процесса расчета и присвоения этому субъекту значения некоторого показателя, исходя из известной информации, по стандартному алгоритму. В соответствии с этим определением, присвоение рейтингов относится к упоминаемому выше скоринговому типу процессов. Субъектами рейтингования могут выступать финансовые и нефинансовые организации, государства, регионы, долговые обязательства, ценные бумаги и прочие финансовые инструменты.

Потребность в рейтингах вызвана наличием большого количества информации, для обработки которой собственных ресурсов каждого отдельного хозяйствующего субъекта недостаточно. Кроме того, существование информационной асимметрии в бизнесе, увеличение количества экономических единиц и хозяйственных связей между ними приводит к усложнению и удорожанию процесса мониторинга финансового состояния и надежности существующих и потенциальных партнеров по бизнесу [6].

Кредитные рейтинги, так же как суверенные рейтинги и рейтинги странового потолка, входят в число критериев, на которые ориентируются институциональные инвесторы при принятии решений о вложении своих средств.

Особенно актуальны исследования, связанные с рейтингованием всех видов, в периоды высокой неопределенности в экономике и финансах. Более того, в ряде исследований показано, что наиболее информативны рейтинги в периоды финансовых кризисов [24].

Рейтинговые агентства

Роль операторов на рынках рейтинговых оценок выполняют рейтинговые агентства, которые проводят мониторинг экономических субъектов и финансовых инструментов, оценивают их финансовое состояние по собственным методикам и выставляют им оценки с помощью рейтинговых шкал.

Первые рейтинговые агентства были созданы в США, в конце XIX века. Так, началом истории рейтингового агентства Standard & Poor's принято считать 1860 г., когда Генри Пур стал публиковать финансовую информацию, необходимую европейским инвесторам, вкладывавшим свои денежные средства в проекты по развитию сети американских железных дорог [33]. В 1867 г. Генри Пур с сыном открыли Poor's Manual Railway Company (позднее переименованную в Poor's Publishing Company). В 1906 г. Лютером Блэйком была создана компания Standard Statistics Bureau, цель деятельности которой заключалась в предоставлении американским фирмам финансовой информации, ранее для них закрытой.

В 1916 г. Standard Statistics Bureau стало присваивать кредитные рейтинги корпоративным облигациям, а позднее — и суверенным долговым обязательствам. В 1940 г. данная компания начала проводить рейтингование муниципальных облигаций. В 1941 г. в результате слияния Poor's Publishing Company и Standard Statistics Bureau появилась компания Standard & Poor's, которая на сегодняшний день является одним из трех ведущих международных рейтинговых агентств.

Агентство Moody's Investors Service начало свою деятельность в 1900 г., опубликовав «Руководство по вложениям в ценные бумаги», составленное на основе статистической информации. А в 1909 г. основателем агентства Джоном Муди были опубликованы кредитные рейтинги облигаций американских железных дорог [34], предназначенные для оценки инвестиционного качества ценных бумаг, их надежности.

Агентство Fitch Ratings берет свое начало от Fitch Publishing Company, которая была основана Джоном Ноулзом Фитчем

в 1913 г. и первоначально специализировалась на публикации финансовых статистических данных [6, с. 87]. В 1975 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США присвоила Fitch Ratings статус официальной рейтинговой организации, а серия слияний агентства (с IBCA Limited в 1997 г. и с Duff & Phelps Credit Rating Co. в 2000 г.) позволила усилить его конкурентоспособность и упрочить позиции на рынке рейтинговых услуг.

Рейтинговые шкалы

Методология присвоения рейтингов крупнейшими мировыми агентствами подразумевает формирование дискретной упорядоченной шкалы, состоящей из нескольких классов, которые, в свою очередь, делятся на типы. При моделировании рейтинга каждому значению шкал присваиваются числовые значения. Значения рейтингов не являются абсолютной мерой вероятности дефолта, а могут отражать лишь относительную его вероятность. Путем сопоставления рейтингов различных субъектов можно определить, для кого из них вероятность невыполнения своих обязательств выше, а для кого — ниже, но не конкретные числовые значения этих вероятностей.

В шкале агентства Moody's 10 классов (Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C, D) трех типов: инвестиционный (первые 4 класса), спекулятивный (следующие 4 класса), дефолтный (классы C и D). Классы также имеют деление на группы, для обозначения которых используются цифры от 1 до 3 (Aa1, Aa2, Aa3). Рейтинговые шкалы, которые используют компании Standard & Poor's и Fitch Ratings, совпадают [35, 36] и представляют собой шкалу диапазоном от «AAA» до «D» (табл. 1).

В отечественной практике сопоставление шкал кредитных рейтингов рейтинговых агентств, аккредитованных в порядке, установленном законодательством РФ, регулируется нормативными актами и публикуется Министерством финансов РФ (табл. 2).

Нормативное регулирование деятельности рейтинговых агентств

Интерес к исследованиям, связанным с рейтингами, начал расти около десяти

лет назад, в связи с принятием в 2004 г. Базельским комитетом по банковскому надзору документа «Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы» [37] («Базель II»), содержащего требования по оценке риска на всех уровнях: оценки заемщиков банками, оценки банков Центробанками стран и учета финансовыми регуляторами рейтингов, присвоенных частными международными рейтинговыми агентствами (Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings и др.).

Заметный скачок интереса к рейтингам и исследователей, и законодателей стал результатом кризиса 2008–2009 гг., когда предметом судебных разбирательств стала ответственность за финансовые потери в результате доверия инвесторов к рейтингам [38]. После этого многие государства начали предпринимать ряд мер по регулированию деятельности рейтинговых агентств. В частности, «в 2009 г. Европейский парламент принял законопроект об обязательной регистрации и контроле деятельности рейтинговых агентств в ЕС» [15, с. 40]. Банковские нормативы, принятые Банком России в соответствии с базельскими соглашениями, также требуют учитывать рейтинги крупнейших агентств при оценке деятельности и перспектив российских банков [39].

В нашей стране действует федеральный закон о деятельности кредитных рейтинговых агентств (КРА) в Российской Федерации [40], который передает полномочия по регулированию их деятельности Банку России (ЦБ РФ)⁵⁾ (помимо прочего и перечни КРА, рейтинги которых применяются Банком России для различных целей [42, 43]), действуют общественные Экспертные советы по деятельности рейтинговых агентств при Министерстве финансов [44] и ЦБ РФ [45].

Тенденции в исследованиях рейтингов кредитоспособности

Большинство исследований, посвященных рейтингованию экономических

⁵⁾ До принятия этого закона регулирование деятельности КРА осуществляло Министерство финансов РФ [41].



Таблица 1

Рейтинговые шкалы долгосрочных обязательств
Источник: [6, 16]

S&P, Fitch	Moody's	Интерпретация
Инвестиционные рейтинги		
AAA	Aaa	Высшая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства
AA+	Aa1	
AA	Aa2	
AA-	Aa3	Высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства
A+	A1	Умеренно высокая способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	Достаточная способность своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях
BVB	Baa2	
BVB-	Baa3	
Спекулятивные рейтинги		
BV+	Ba1	Вне опасности в краткосрочной перспективе, однако более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях
BV	Ba2	
BV-	Ba3	
B+	B1	Более высокая уязвимость при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий, однако в настоящее время имеется возможность исполнять долговые обязательства в срок и в полном объеме
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Ca1	На данный момент существует потенциальная возможность невыполнения эмитентом своих долговых обязательств; своевременное выполнение долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий
CCC	Ca2	
CCC-	Ca3	
C	Ca	В отношении эмитента возбуждена процедура банкротства или предпринято аналогичное действие
D	D	Дефолт по долговым обязательствам

Таблица 2

Соответствие кредитных рейтингов рейтинговых агентств, аккредитованных в порядке, установленном законодательством РФ
 Источник: [48, 49]

Уровень кредитного рейтинга	Moody's Investors Service		Standard and Poor's		Fitchratings		«Рейтинговое агентство „Эксперт РА“» (RAEX)	«Рейтинговое агентство „Анализ, Консалтинги и Маркетинг“»	«Национальное рейтинговое агентство»	«Рус-Рей- тинг»
	Междуна- родная шкала	Нацио- нальная шкала	Междуна- родная шкала	Нацио- нальная шкала	Междуна- родная шкала	Нацио- нальная шкала				
	Baa1	Aaa.ru	BBB+	ruAAA	BBB+	AAA(rus)				
	Baa2	Aaa.ru	BBB	ruAAA	BBB	AA+(rus)				
Минимальный инвестиционный	Baa3	Aaa.ru	BBB-	ruAA+	BBB-	AA+(rus)				
1	Ba1	Aa1.ru	BB+	ruAA+	BB+	AA(rus)				
2	Ba2	Aa2.ru	BB	ruAA	BB	AA-(rus)	A++	A++	AAA	A-
3	B1	A2.ru	B+	ruA	B+	A-(rus)	A+	A+	AA-	BBB-
4	B3	Baa3.ru	B-	ruBBB-	B-	BB-(rus)	A	A	A-	BB-
5	Caа2	B3.ru	CCC	ruB-	CCC	B-(rus)	B+	B++	BBB-	B-
6	Caа3	Caа3.ru	CCC-	ruCCC-	CCC	B-(rus)	B	B+	BB-	CCC



субъектов с целью оценки их кредитоспособности (платежеспособности, финансовой устойчивости и т. п.) касается выборки компаний, относящихся к различным отраслям или сегментам бизнеса.

Исследований, проводившихся для фирм конкретной отрасли экономики, крайне мало: так, например, академических публикаций по моделированию и построению кредитных рейтингов пассажирских авиакомпаний нами вовсе не было найдено, хотя сами рейтинги международных авиакомпаний существуют. Небольшое количество работ отраслевой направленности или их отсутствие обусловлено тем, что отраслевая специфика сильно ограничивает размер выборки, по которой строятся модели; исследователи же стремятся к тому, чтобы их модель позволяла максимально точно прогнозировать кредитные оценки, для чего требуются большие массивы данных. Отметим, что в связи с реализацией базельских соглашений в последние годы все больше исследовательских работ касается рейтингов банков.

При анализе рейтингов внутренней финансовой стабильности рассматриваются в первую очередь качественные факторы: рыночные позиции и перспективы (стабильность прибыли, диверсификация деятельности, доля рынка и устойчивость), риски (корпоративное управление, качество финансовой отчетности, управление ликвидностью), операционная среда (устойчивость и перспективы развития экономики, прозрачность и коррупция), регулятивная среда (надзор, лицензирование, регулирование капитала). Среди количественных факторов выделяют следующие финансовые показатели: прибыльность, ликвидность, эффективность, структура и достаточность капитала, качество активов (см., напр., [5]). Кроме того, в рейтинговую оценку включаются факторы, влияние которых обусловлено спецификой отрасли компании. В частности, для отрасли пассажирских авиаперевозок Moody's рекомендует рассматривать средний возраст и структуру самолета парка, географическую диверсификацию, долю арендованных активов и событийные риски [46]; Fitch Ratings

считает нужным учитывать формы государственной поддержки авиакомпаний, наличие бонусных программ для постоянных клиентов, а также операционные показатели — эксплуатационные затраты на место-милю или место-километр, предполагаемый пассажиро-километраж, коммерческий оборот в пассажиро-милях, коэффициент загрузки судна и др. [47].

В анализе внешних факторов выделяют прежде всего те, которые характеризуют макроэкономическую среду и общий риск, присущий экономической ситуации в стране, в которой находится объект рейтингования: показатели ВВП, особенности исторического развития стран («старых» и «новых» членов ЕС [17], развивающихся экономик [31]), особенности развития банковской системы [27] и отношений банков с компаниями реального сектора в стране [8], уровень инфляции и уровень коррупции в стране [9, 20].

В анализе рейтингов львиная доля работ — это эмпирические исследования на основе эконометрического моделирования. Основные гипотезы касаются, как правило, того, какие факторы влияют на рейтинг, как интерпретировать рейтинг и как на него повлиять.

Так, в работе [4] проведен анализ факторов, которые в наибольшей степени влияют на рейтинги корпораций. Подтверждена гипотеза о том, что на корпоративный рейтинг могут влиять отрасль и регион, в которых компания функционирует.

Оценка предсказательной силы и качества рейтингов трех мировых рейтинговых агентств для крупных банков была рассмотрена в статье [24], где авторы подтвердили гипотезы о том, что качество рейтингов зависит от состояния финансовой системы и фазы экономического цикла; агентства при выставлении рейтингов учитывают страновые различия в требованиях к финансовой отчетности и других экономических факторах; рейтинг зависит от отношений между агентством и оцениваемым субъектом, от размера и особенностей бизнеса этого субъекта и от стоимости рейтинга. Авторы обсуждают также возможные последствия конфликта интересов между оцениваемым субъектом и рейтинговыми агентствами и отмечают растущую роль

прозрачности и доступности информации на финансовых рынках.

Проверке нескольких гипотез о влиянии прозрачности и доступности информации на величину рейтинга, посвящена работа [31], где показано, в частности, что «заказные» рейтинги (рассчитанные по заказу рейтингуемых субъектов и оплаченные ими рейтинговому агентству), выше, чем рейтинги независимые, составленные на основе информации, размещенной в открытом доступе, поскольку агентства таким образом «наказывают» за неуплату вознаграждения за свою работу. Во всех случаях полнота раскрытия информации о деятельности банка в публичном пространстве оказывается значимым фактором, поскольку ведет к разному уровню институционального доверия к субъектам, выбирающим ту или иную политику раскрытия информации.

В работе [2] показано, что: 1) наиболее значимыми факторами, определяющими тенденции в присвоении рейтингов российским банкам крупнейшими агентствами являются показатели величины активов, ликвидности, рентабельности; кроме того, для рейтингов разных агентств в разные годы значимыми оказываются достаточность капитала, активность кредитования экономики, качество кредитного портфеля; 2) значимость показателей достаточности капитала банка, рентабельности и результативности управления активами (в том числе ликвидности) выше в периоды последующие и (особенно) предшествующие финансовым кризисам; 3) целенаправленная финансовая политика, проводимая менеджментом банка, может привести к изменению его рейтинга по крайней мере у некоторых агентств. Усилия менеджмента окажутся более результативными для повышения рейтинга у одних агентств, другие же агентства окажутся менее склонны реагировать на изменения финансовых показателей банков.

Результаты эмпирических исследований разных авторов могут быть согласованными, а могут и различаться. В частности, большинство авторов солидарны в том, что финансовые показатели хозяйствующих субъектов (компаний, банков и т. п.) оказывают значительное влияние на их рейтинги. Вместе с тем результаты исследований, касающихся отдельных конкретных факторов, банковских систем разных стран, разных периодов, существенно различаются.

Заключение

В процессе развития оценки кредитоспособности можно выделить два периода, поворотных для развития этой области экономического знания и практик:

- 1960-е гг., когда в практику оценивания кредитоспособности пришли статистические методы (множественный дискриминантный анализ, логит- и пробит-модели), а финансовые коэффициенты из главного инструмента превратились в набор данных для последующей обработки;
- 1990-е гг., когда развитие методов компьютерной обработки больших массивов данных дало возможности для развития эконометрического моделирования и оценки новых объектов, в том числе рейтингов. В это период сложился и стандарт эмпирического экономического исследования.

Поскольку методики составления рейтингов крупнейших агентств закрыты для пользователей или основаны на информации, не размещаемой в открытом доступе, важной аналитической задачей представляется поиск связей между опубликованными рейтингами экономических субъектов и доступными аналитикам экономическими и финансовыми показателями.

Литература/References

1. Волкова О. Н., Груздев С. И. Анализ факторов, влияющих на формирование кредитного портфеля российских банков // Финансовая аналитика. Проблемы и решения. 2013. № 45 (183). С. 32–42 /
Volkova O. N., Gruzdev, S. I. Analysis of factors influencing the formation of the credit portfolio of Russian banks // Finansovaya analitika. Problemy i resheniya. 2013. № 45 (183). P. 32–42. (in Russian)



2. Волкова О. Н., Львова И. В. Влияние финансовых показателей на международные рейтинги российских банков // Экономическая политика. 2016. Т. 11. № 1. С. 177–195 / *Volkova O. N., Lvova I. V. The Influence of financial performance on the international ratings of Russian banks // Ekonomicheskaya politika. 2016. T. 11. № 1. P. 177–195. (in Russian)*
3. Ефимова Ю. В. Внутренний рейтинг в системе управления кредитным риском // Банковское кредитование. 2010. № 2. С. 54–61 / *Efimova Yu. V. Internal rating system in credit risk management // Bankovskoe kreditovanie. 2010. № 2. P. 54–61. (in Russian)*
4. Карминский А. М. Модели корпоративных кредитных рейтингов. Препринт # WP/2010/086. М.: Российская экономическая школа, 2010. http://www.nes.ru/dataupload/files/programs/econ/preprints/2010/Karminsky_2010.pdf / *Karminsky A. M. Models of corporate credit ratings. Working paper # WP/2010/086. M.: New Economic School, 2010. (in Russian)*
5. Карминский А. М. Кредитные рейтинги и их моделирование. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ, 2015. <http://publications.hse.ru/en/view/150331794/> / *Karminsky A. M. Credit ratings and their modelling. M.: Publishing house HSE, 2015. (in Russian)*
6. Карминский А. М., Пересецкий А. А. Рейтинги как мера финансовых рисков. Эволюция, назначение, применение // Журнал Новой Экономической Ассоциации. 2009. № 1–2. С. 86–103 / *Karminsky A. M., Peresetsky A. A. Ratings as a measure of financial risk. Evolution, purpose, use // Journal Novoi Ekonomicheskoi Associacii. 2009. № 1–2. P. 86–103. (in Russian)*
7. Хейнсворт Р. Регулирование деятельности рейтинговых агентств // Деньги и кредит. 2009. № 7. С. 40–45 / *Hainsworth R. The Regulation of credit rating agencies // Dengi i kredit. 2009. № 7. P. 40–45. (in Russian)*
8. Abildgren K., Vølund Buchholst B., Staghøj J. Bank-firm relationships and the performance of non-financial firms during the financial crisis 2008–2009 — microeconomic evidence from large-scale firm-level data // Danmarks Nationalbank Working Papers. 2011. № 73. <http://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2011/09/DN.WP73.pdf>
9. Afonso A. Understanding the determinants of government debt ratings: Evidence for the two leading agencies. 2002. <http://papers.ssrn.com/sol3/>
10. Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // The Journal of Finance. 1968. V. 23. № 4. P. 589–609. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/>
11. Altman E. I., Haldeman R., Narayanan P. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations // Journal of Banking & Finance. 1977. V. 1 (1). P. 29–54.
12. Altman E. I., Marco G., and Varetto F. Corporate Distress Diagnostics: Comparisons Using Linear Discriminant Analysis and Neural Networks // Journal of Banking & Finance. 1994. V. 18 (3). P. 505–529.
13. Altman E. I., Saunders A. Credit risk measurement: Developments over the last 20 years // Journal of Banking & Finance. 1998. V. 21. P. 1721–1742.
14. Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy. 1973. V. 81. P. 637–659.
15. Butera G., Faff R. An Integrated Multi-model Credit Rating System for Private Firms // Review of Quantitative Finance and Accounting. 2006. V. 27 (3). P. 311–340.
16. Cantor R., Packer F. The credit rating industry // Journal of Fixed Income. 1995. № 5 (3). P. 10–34.
17. Caporale G. M., Matousek R., Stewart C. EU Banks Rating Assignments: Is There Heterogeneity between New and Old Member Countries? // DIW Berlin Discussion Paper. 2010. № 1009. <http://papers.ssrn.com/sol3/>.
18. Coats P., Fant L. Recognizing Financial Distress Patterns Using a Neural Network Tool // Financial Management. 1993. V. 22 (3). P. 142–155.
19. Distinguin I., Hasan I., Tarazi A. Predicting rating changes for banks: how accurate are accounting and stock market indicators? // Annals of Finance. 2013. T. 9. №. 3. P. 471–500.
20. Evans J., Simpson J., Mahate A. A., Evans R. Impact of operating and balance sheet performance of Japanese international banks on bank safety levels and risk ratings // Applied Financial Economics. 2004. V. 14. № 8. P. 599–610. <http://www.tandfonline.com/loi/rafe20?open=14>
21. Feng D., Gourieroux C., Jasiak J. The ordered qualitative model for credit rating transitions // Journal of Empirical Finance. 2008. V. 15 (1). P. 111–130.
22. Frydman H., Schuermann T. Credit rating dynamics and Markov mixture models // Journal of Banking and Finance. 2008. V. 32 (6). P. 1062–1075.

23. Hao C., Alam M. M., Carling K. Review of the Literature on Credit Risk Modeling: Development of the Past 10 Years // *Banks and Bank Systems*. 2010. V. 5 (3). P. 43–60.
24. Hau H., Langfield S., Marques-Ibanez D. Bank ratings: what determines their quality? // *Economic Policy*. 2013. V. 28. № 74. P. 289–333.
25. Hull J., White A. The Impact of Default Risk on the Prices of Options and Other Derivative Securities // *Journal of Banking & Finance*. 1995. V. 19. P. 299–332.
26. Jarrow R., Lando D., Turnbull S. A Markov model for the term structure of credit risk spreads // *Review of Financial Studies*. 1997. V. 10. P. 481–523.
27. Lazarides T. G., Drimpetas E. Defining the Factors of Fitch Rankings in the European Banking Sector. 2015. <http://ssrn.com/abstract=2601248>
28. Lennox C. Identifying Failing Companies: A Reevaluation of the Logit, Probit and DA Approaches // *Journal of Economics and Business*. 1999. V. 51. № 4. P. 347–364. <http://www.sciencedirect.com/science/journal/01486195/51/4> <http://www3.ntu.edu.sg/home/cslennox/JEB99.pdf>.
29. Merton R. C. On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates // *Journal of Finance*. 1974. V. 29. P. 449–470.
30. Santomero A., Vinso J. Estimating the Probability of Failure for Firms in the Banking System // *Journal of Banking and Finance*. 1977. V. 1. P. 185–206.
31. Van Roy P. Is There a Difference Between Solicited and Unsolicited Bank Ratings and, If So, Why? // National Bank of Belgium working paper. 2006. № 79. <http://www.nbb.be/doc/ts/publications/wp/wp79En.pdf>
32. Wilcox J. W. A Prediction of Business Failure Using Accounting Data // *Journal of Accounting Research*. 1973. V. 11. P. 163–179.
33. Standard & Poor's Financial Services. 2014. <http://www.standardandpoors.com/about-sp/key-statistics/ru/ru>
34. Rating Symbols and Definitions // Moody's. 2014. <https://www.moody.com/> (accessed: 09.12.2014)
35. Fitch Ratings Definitions // Fitch Ratings. 2014. <https://www.fitchratings.com/> (accessed: 09.12.2014)
36. Standard & Poor's Ratings Definitions // Standard & Poor's Financial Services. 2014. URL: <http://www.standardandpoors.com/> (accessed: 09.12.2014)
37. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: Уточненные рамочные подходы // Банк международных расчетов. Базель, Швейцария. 2004. <http://www.cbr.ru/today/ms/bn/Basel.pdf>, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework // Bank for International Settlements. Basel, Switzerland. 2005. <http://www.bis.org/publ/bcbs118.pdf>
38. Королева А. Губительный рейтинг // Эксперт. 2012. http://expert.ru/2012/11/6/gubitelnyij-rejting/Koroleva_A_Gubitelnyi_reiting/ (in Russian)
39. Инструкция Банка России от 3 декабря 2012 г. № 139-И «Об обязательных нормативах банков» (с изменениями и дополнениями) / Instrukciya Banka Rossii ot 3 dekabrya 2012 g. № 139-I «Ob obyazatel'nyh normativah bankov» (s izmeneniyami i dopolneniyami). (in Russian)
40. Федеральный закон от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона „О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)“ и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» / Federal'nyi zakon ot 13.07.2015 № 222-FZ «O deyatel'nosti kreditnykh reitingovykh agentstv v Rossiiskoi Federacii, o vnesenii izmeneniya v stat'yu 76.1 Federal'nogo zakona „O Central'nom banke Rossiiskoi Federacii (Banke Rossii)“ i priznanii utrativshimi silu otdel'nykh polojenii zakonodatel'nykh aktov Rossiiskoi Federacii». (in Russian)
41. Приказ Минфина России от 04.05.2010 37н «Об утверждении Порядка аккредитации рейтинговых агентств и ведения реестра аккредитованных рейтинговых агентств» / Prikaz Minfina Rossii ot 04.05.2010 37n «Ob utverjdenii Poryadka akkreditacii reitingovykh agentstv i vedeniya reestra akkreditovannykh reitingovykh agentstv». (in Russian)
42. Информация Банка России «Об установлении перечня рейтинговых агентств», а также уровней кредитных рейтингов для целей включения ценных бумаг в котировальный список первого (высшего) уровня в соответствии с Положением Банка России от 24 февраля 2016 года -534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам». 13 мая 2016 года. <http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=13052016.190008sbrfr2016-05-13T18.53.26.htm> (in Russian) Informatsiya Banka Rossii "Ob ustanovlenii perekrostnykh reitingovykh agentstv", a takzhe reytingov pervogo urovnya v sootvetstvii s Polozheniyem Banka Rossii ot 24 fevralya



- 2016 goda -534-P "O dopuske tsennykh bumag k organizovannomu Torgam ". 13 maya 2016 goda. (in Russian)
43. Информация Банка России «Об утверждении перечня рейтинговых агентств». 26 декабря 2014 года. http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=26122014_180242if2014-12-26t17_58_58.htm (in Russian)
44. Приказ Минфина России от 28 апреля 2011 г. № 158 «Об образовании Экспертного совета по деятельности рейтинговых агентств». http://minfin.ru/common/img/uploaded/library/2011/04/prik158_ot_280411.PDF / Prikaz Minfina Rossii ot 28 aprelya 2011 g. № 158 «Ob obrazovanii Ekspertnogo soveta po deyatel'nosti reitingovykh agentstv». (in Russian)
45. Приказ Банка России от 21 апреля 2015 года № ОД-855 «О создании экспертного совета по рейтинговой деятельности». http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/RA_regulations_0116.pdf; <http://ria.ru/economy/20150422/1060212609.html>; http://www.cbr.ru/finmarkets/?PrTld=supervision_ra / Prikaz Banka Rossii ot 21 aprelya 2015 goda № ОД-855 «O sozdanii ekspertnogo soveta po reitingovoi deyatel'nosti». (in Russian)
46. Rating Methodology: Global Passenger Airlines // Moody's. 2014. <https://www.moody's.com/>
47. Global Aviation — Coverage Book // Fitch Ratings. 2014. <https://www.fitchratings.com/>
48. Информация ЦБ РФ «Об установлении перечня рейтинговых агентств, а также уровней кредитных рейтингов для целей включения ценных бумаг в котировальный список первого (высшего) уровня в соответствии с Положением Банка России от 24 февраля 2016 года № 534-П „О допуске ценных бумаг к организованным торгам“». <http://www.cbr.ru/press/> / Informatsiya CB RF «Ob ustanovlenii perechnya reitingovykh agentstv, a takzhe urovnei kreditnykh reitingov dlya celei vklyucheniya cennykh bumag v kotiroval'nyi spisok pervogo (vysshego) urovnya v sootvetstvi s Polozheniem Banka Rossii ot 24 fevralya 2016 goda № 534-P „O dopuske cennykh bumag k organizovannym torgam“». (in Russian)
49. Приложение к Протоколу заседания Экспертного совета по деятельности рейтинговых агентств от 25 ноября 2011 г. № 2. <http://www.raexpert.ru/ratings/scales/> / Prilozhenie k Protokolu zasedaniya Ekspertnogo soveta po deyatel'nosti reitingovykh agentstv ot 25 noyabrya 2011 g. № 2. (in Russian) <http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2012/03/>



Матюхин Г. Г.

Проблемы кредитных денег при капитализме

В монографии впервые в отечественной экономической литературе современные кредитные деньги рассмотрены в качестве самостоятельной формы денег, обладающей специфическими денежными функциями.

Исходя из концепции историчности денег, автор показывает, что постепенный уход золота из обращения и его замена кредитными деньгами вызваны сменой способов товарного производства. Кредитные деньги тесно связаны с кругооборотом капитала, поэтому в наибольшей степени соответствуют капиталистическому производству. Данная закономерность определяет ход

эволюции денег как в рамках национальных границ, так и в международных отношениях. Но кредитные деньги, являясь движущей силой, в то же время подрывают капитализм, резко обостряя его внутренние противоречия. В этой связи в книге исследуются денежные и валютные кризисы, как тесно между собой связанные и взаимно переплетающиеся явления.