

Електронний журнал «Ефективна економіка» включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки
(Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України від 11.07.2019 № 975)



Ефективна економіка № 8, 2014

УДК 339.7

Р. А. Павлов,

*к. э. н., доц., заместитель декана экономического факультета по научной работе
Днепропетровского национального университета имени Олеса Гончара*

НЕОИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЕ ОБОСНОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЕЙТИНГОВАНИЯ ЭМИТЕНТОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

R. A. Pavlov,

PhD in Economics, Associate Professor, Deputy Dean for Scientific Work of Economic Faculty, Dnipropetrovsk national university named after Oles Gonchar

NEO-INSTITUTIONAL JUSTIFICATION OF FINANCIAL RATING OF SECURITIES' ISSUERS

В данной статье исследуются противоречия в деятельности ведущих мировых кредитных рейтинговых агентств (Fitch Ratings, Moody's Investors Service и Standard & Poor's). Дано теоретическое обоснование перформативного характера их деятельности как социально-экономического явления с позиций модели "Les economies de la grandeur" в рамках социологического неoinституционализма, что позволяет разрешить противоречие относительно сильной оппозиции деятельности кредитных рейтинговых агентств и одновременно сохранением действующей системы нормативного использования финансовых рейтингов, и может учитываться при осуществлении недискреционной финансовой политики на рынке ценных бумаг и банковских услуг государственными регуляторами. Кризис оправдания, выявленный в деятельности кредитных рейтинговых агентств, укрепляет хрупкий и несовершенный компромисс, который существует между заинтересованными субъектами. Данное наблюдение, таким образом, иллюстрирует, что теоретический элемент недостаточно рассмотрен в организационных исследованиях: институт вместе со стабильностью, которая его характеризует и в тоже время оспаривает.

In this paper the contradictions in the work of the world's leading credit rating agencies (Fitch Ratings, Moody's Investors Service and Standard & Poor's) is explored. Theoretical justification about performative character as a socio-economic phenomenon is given in the aspect of the model "Les economies de la grandeur" within sociological neo-institutionalism. It helps to resolve contradiction between the strong opposition of credit rating agencies activity and the preserving current system of regulatory use of financial ratings. Also, this justification may be considered during implementation of non-discretionary fiscal policy on both securities market and bank services market by state regulators. The crisis of justification, identified in the credit ratings agencies activity, strengthens fragile and imperfect compromise that exists between stakeholders. This observation thus illustrates that the theoretical element is not adequately analyzed in organizational studies: institute together with the stability, which characterizes this institute and at the same time disputes.

Ключевые слова: *неoinституционализм, кредитные рейтинговые агентства, парадокс кредитных рейтинговых агентств, перформативность, финансовый кризис.*

Keywords: *neo-institution, credit rating agencies, paradox of credit rating agencies, performativity, financial crisis.*

Постановка проблемы. Изначально, в финансовой сфере, кредитные рейтинговые агентства работают в пользу инвесторов. Они присваивают рейтинг относительно вероятности дефолта и потенциального возврата инвестиций. Также речь идет об исследовании риска несвоевременной оплаты по долговому финансовому инструменту. Тем не менее, следует признать, что рейтинговые агентства работают также и для эмитентов. Во многих случаях, последние не могут найти покупателя на долговые обязательства, которые они намерены эмитировать без присвоения финансового рейтинга агентством. Безусловно, рейтинговая оценка долгового инструмента может улучшить условия финансирования для предприятий. Она также является инструментом финансовой коммуникации, когда финансово-кредитное учреждение предоставит более выгодные условия рефинансирования при ее высоком значении.

По мнению кредитных рейтинговых агентств, рейтинг должен информировать о вероятности дефолта и рекомендовать или, наоборот, не рекомендовать ценные бумаги к покупке, особенно, когда некоторые инвесторы стремятся структурировать свой портфель ценными бумагами, которым присвоен определенный рейтинг, например, только AAA. В таких случаях, часто можно заметить, что инвестор использует рейтинг, исключительно, в качестве рекомендации и не пытается его проанализировать. Хотя иногда наблюдается некоторая неясность по данному вопросу – рейтинг не является “зеленым светом” для покупки ценных бумаг. Он, по мнению рейтинговых агентств, представляет собой лишь их мнение.

Американская юриспруденция исторически институционализовала эту идею, согласившись рассматривать рейтинговую оценку в контексте права на свободу слова (free speech rights), и тем самым, в значительной степени, освободили рейтинговые агентства от всякой ответственности в случае расхождения между рейтингом и фактической оценкой.

До начала 2000-х годов проблема финансового рейтингования была латентной. Первые кризисы (Orange County, Penn Central и т.д.) бросили вызов оценке вероятности дефолта кредитными рейтинговыми агентствами. Тем не менее, компромисс вокруг агентств был сильный. После скандала с Enron, претензии начали ощущаться более сильно, но на самом деле без пересмотра системы финансового рейтингования. Необходимо было дождаться ипотечного кризиса 2008 года, чтобы оправдания отмечались с большей силой в форме кризиса оправдания деятельности кредитных

рейтинговых агентств.

Анализ последних исследований и публикаций. Деятельности ведущих мировых кредитных рейтинговых агентств (Fitch Ratings, Moody's Investors Service и Standard & Poor's) посвящено значительное количество научных работ, в частности: М. Abolafia, М. Callon, М. Deschamps, N. Fligstein, J-B. Jacquin, F. Lordon, L. Moreau, М. Poon, G. Pouzin, T. Sinclair, L. White и других. Однако, несмотря на значительный вклад исследователей в развитие теории финансового рейтингования, не решенным остается вопрос институциональной поддержки как обоснования оправдания противоречивой деятельности кредитных рейтинговых агентств в рамках нового социологического институционализма.

Цель статьи. Обосновать перформативный характер деятельности ведущих мировых кредитных рейтинговых агентств (Fitch Ratings, Moody's Investors Service и Standard & Poor's) с позиций неинституционализма.

Изложение основного материала. Вывод о наличии борьбы идей вокруг пересмотра господствующего порядка в системе деятельности агентств также имеет отношение к нашей готовности рассмотреть подход в рамках “Les économies de la grandeur” (“Экономика значимого”) [1]. Для подобных перспектив, предполагающих подход прагматичной социологии применительно к анализу общественных скандалов в финансовой сфере, можно рассмотреть работу [3]. Время противоречий, когда субъекты пытаются выдвинуть свое видение того, что им кажется справедливым, представляет собой момент раскрытия оснований, на которых строится реальность – то, что в работе [10] называется “социальной реальностью”, и которую никто не оспаривает в обычных условиях. В течение этого периода, субъекты, в целом, активизируются с целью поддержки их аргументов. Действительно, чтобы критика (или ответ на нее) считалась обоснованной, необходимо, чтобы ее формулировка выходила за рамки своего условного характера и принимала достаточную степень общности, и возражение не представлялось как мнение отдельного индивида.

Во время обострения споров, как, например, по деятельности кредитных рейтинговых агентств, их участники покидают “обычный мир”, а затем сталкиваются с ситуацией, когда неопределенность увеличивается. По этому поводу люди начинают спрашивать, что они делают на самом деле. Они сравнивают, что реальность дает им увидеть – через институт, “который им об этом говорит” [2] – с тем, что происходит с ними на самом деле. В нормальных условиях, институт, который поддерживает основы реальности, имеет способность отдалять “мир событий”, которые происходят. Разрешая это, институт позволяет субъектам избавиться от беспокойства, обеспечивая им стабильность. Во время спора, наоборот, просходит сопоставление между постулирующей реальностью и “миром”, тем самым вызывая беспокойство индивидуумов. Ибо это институт говорит о том, “что есть в реальности”, а затем проверяет. Следствием этой ситуации является тот факт, что когнитивные элементы, которые лежат в основе института кажутся более явными – определения и принципы категоризации используются. Отметим, что это не предполагает какого-либо результата и на данной стадии может привести к поддержке института, чем к его изменению.

Таким образом, неспособность кредитных рейтинговых агентств безупречно выполнять возложенные на них функции породило споры. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) начала исследование с целью предусмотреть более строгое регулирование деятельности кредитных рейтинговых агентств. Как оно имеет обыкновение делаться в американской демократической традиции (и даже вне ее), в соответствии с требованием оправдания институтов капитализма [2] SEC предоставило эти предложения для общественных консультаций. Например, “Предлагаемые правила” и “Концепт-релизы” SEC относительно реформирования деятельности кредитных [11, 12]. Любому желающему высказать свое мнение по этому вопросу, было предложено это сделать. Такого рода комментарии представляют то, что индивидуумы воспринимают как общее благо, которое должно продолжать быть таковым. Ибо настаивая на своих точках зрения, они соотносятся с общими принципами, которые описывают объекты и людей. В самом деле, когда необходимо кого-то убедить, то требуется дать нечто общее к отстаиваемой позиции, обращаясь к общим принципам. Таким образом, можно хотеть, чтобы телевизионная программа оставалась в эфире, утверждая, что она популярная или же, если программа является конфиденциальной, то можно поддержать ее, например, заявив о ее особой “креативности” и т.д. Таким образом, они извлекают из ситуации то, что им кажется значимым и умалчивают о том, что не отвечает их чувству справедливости. То, что привлекает внимание людей и то, что они извлекают из случайности, подчеркивает частичный характер в их когнитивном упорядочении. Мы увидим, что, в соответствии с подходом “Экономики значимого” [1], критика деятельности кредитных рейтинговых агентств в ее многообразии делает сильное испытание на возможность компромисса:

- 1) дебаты о конфликте интересов;
- 2) споры о преимуществе модели “эмитент-плательщик” по отношению к модели “инвестор-плательщик”;
- 3) дискуссии о монополии в рассматриваемой сфере деятельности;
- 4) сомнения в прозрачности методик расчетов рейтинговых оценок;
- 5) претензии к точности и своевременности присваиваемых рейтингов;
- 6) неоднозначные мнения о статусе национально признанного агентства (NRSRO) в США;
- 7) обвинения в мошеннической практике: “notching”, “rating shopping”, “shadow rating”).

Мы говорим о notching, когда кредитное рейтинговое агентство:

- а) присваивает или угрожает присвоить низкий кредитный рейтинг;
- б) отказывается присвоить кредитный рейтинг;

в) дает понять, что отзовет кредитный рейтинг структурированного финансового продукта, если часть активов, лежащих в основе его [структурированного продукта] не имеет рейтинга от агентства.

Когда речь идет о “rating shopping”, то понимается ситуация, когда эмитент долга покупает самый высокий, из предложенных ему рейтингов.

Когда рассматривается “shadow rating, то речь идет о рейтинге, который присвоен выпущенным облигациям, и который публично не разглашается.

Как отмечено в работе [6] в финансовую сферу сложно получить доступ, в частности, из-за характеризующей ее технической сложности и “новояза”, тем самым, исключая любое “не инсайдерское” понимание: “Чтобы об этом думали или нет, финансы процветают под покровом этакое эзотеризма, вдали от непосвящённых, и уничтожая первостепенные принципы возможности демократической дискуссии по этому направлению” [6, с. 24]. Одна из задач данного исследования кроется в желании сократить растущий разрыв, сформировавшийся между сферой деятельности кредитных рейтинговых агентств (и сопутствующих ей направлений) и имеющимся к ней доступом (а также понимаем характера такой деятельности). Использование вклада прагматической социологии представляется, на наш взгляд, средством, позволяющим удовлетворить наши устремления, извлекая аргументативное содержание из технических и “заумных слов” финансовых игроков.

За признанием того факта, что рамки “Экономики значимого” [1] представляются допустимыми, чтобы постичь вопрос институциональной поддержки, и дебатов вокруг организации деятельности кредитных рейтинговых агентств (с начала 2000-х годов и по настоящее время) – решение использовать данный теоретический подход одновременно отвечает цели нашего исследования.

Для уточнения, мы должны вернуться к главному противопоставлению, на котором построена прагматическая социология (называемая в этом исследовании еще как социология критики) по отношению к критической социологии. На самом деле, когда Boltanski отказался от взглядов Bourdieu в 80-е годы XX века, то это было желанием убрать из социологии основание, на котором базировалось критическое видение, ибо критическая социология дала последней власть разоблачения, позволяя ей обнаруживать у душевнобольных людей иллюзию действия частью которого они были. Однако идея, что социолог имеет в своей власти более высокую форму истинности суждений, чем у других субъектов, была отвергнута Boltanski. И, особенно, если пытаться сохранить строго научный аспект социологии, то есть, чтобы “убрать” субъективизм исследователя *a priori*. По мнению авторов работы [1], мы должны признать такую же значимость категоризаций субъектов, как и у исследователей. Следовательно, необходимо отказаться от доминирующей позиции в критической социологии и повернуться к другим субъектам.

Как отметил Boltanski, на одной из научно-практических семинаров – “мы говорим субъектам, что мы вам верим”.

Во-первых, эта формулировка, кажется, согласовывается с тем, что сторонники исследований институциональной работы в теории организаций пытаются реализовать через возвращение к изучению действия, несмотря на ограничения с этим связанные. На этом основании, данный подход, особенно нас заинтересовал. В своем первоначальном варианте, в действительности, подход нового институционализма имеет тенденцию давать структурам центральную роль. Это имеет в качестве последствия устранение способности воздействовать на отдельных индивидуумов. Таким образом, согласно этой теории, речь субъектов может быть сведена до элемента, выражающего вынужденный характер индивидуального действия. И, следовательно, категоризации субъектов стоит

изучать, так как они представляют институт, который в буквальном смысле подсказывает им формулировку. Для исследователя, действующего в рамках оригинального неoinституционализма, речь рассматривается как индикатор иллюзии действия, в которой находятся участники. Совсем недавно, однако, оказалось, что институт, если он был вынужденным, имел также признанный аспект, особенно через мнения субъектов. В работах [4; 9; 13; 8; 5; 14] указано, что речь имеет институциональные последствия, которые должны быть приняты во внимание, а это противоречит некоторым образом первоначальному восприятию, когда неoinституционализм делал “индивидуума-марионетку” (“individu-pantin”), буквально манипулируя институтами.

Но еще больше чем первый довод, о котором мы только упомянули, данный подход вызывает больше опасений, не демонстрируя благосклонности к методам эквивалентного участия. В рамках прагматической социологии, мы стремимся к тому, чтобы категоризация субъектов рассматривалась на таком же уровне, как и категоризации исследователей. Это требование, которое ведет к заинтересованности тем, что субъекты должны были нам сказать, и привело нас к акцентированию на субъекте – чем способствовать изучению отчуждения жертв “субъектов доминирующих на поле”, рискуя вновь ввести понятие доминирования. Другими словами, необходимо понимать наше исследование с двойной фокусировкой – во-первых, принимая непринужденность всех субъектов, а во-вторых, делая упор на элементы, которые ограничивают эту свободу.

Раз уж онтологическая и практическая совместимость модели “Экономики значимого” [1] и неoinституционализма обеспечена, то какой вклад ожидаем мы, привлекая идеи авторов данного подхода? Мы стремимся прояснить понятие об институциональной работе по обоснованию, привлекая понятие институциональной работы по оправданию [14]. Чтобы это сделать с помощью понятий *испытаний*, *компромисса* и *комплексного выражения*, мы намерены, во-первых, показать образ действий в ситуации, когда разные представления о легитимности служат в качестве опоры для действий, а субъекты продолжают на практике воздействовать на институты. Во-вторых, речь идет о том, чтобы использовать понятия *испытаний* и *компромисса* как инструмент реализации воли, с целью сбалансировать анализ в сторону субъекта и его свободы в поддержке построенного социального порядка. Мы увидим, что испытания делают видимой динамическую форму социального построения в борьбе с различными сосуществующими логиками через *формат испытаний* (т.е. речь идет о том, как субъекты форматируют различные объекты мира, чтобы они находили себя в общих категориях), и как это позволяет оспаривать или укреплять общее благо. Таким образом, использование понятия испытания позволяет объяснить действенную способность субъектов, так как испытание должно обязательно быть “испытанием чего-то там”, во время которого субъекты осуществляют реальную институциональную работу. Испытание имеет, по существу, неопределенный результат. Раз это наблюдение объединяет, понятно, что субъекты должны приложить усилия, сделать работу, чтобы достичь общей уверенности вокруг своего видения реальности. Без испытания нет работы – субъекты просто воспроизводят обычно существующее.

Выводы. Наш случай приводит нас к доказательству того, что кризис оправдания, выявленный в деятельности кредитных рейтинговых агентств, укрепляет хрупкий и несовершенный компромисс, существующий между субъектами. Данное наблюдение, таким образом, иллюстрирует, что теоретический элемент недостаточно рассмотрен в организационных исследованиях: институт вместе со стабильностью, которая его характеризует и в тоже время оспаривает.

Таким образом, можно утверждать, что с позиций модели “Экономики значимого” в рамках социологического неoinституционализма, характер деятельности кредитных рейтинговых агентств имеет перформативный характер, что позволяет разрешить противоречие относительно сильной оппозиции деятельности кредитных рейтинговых агентств и одновременно сохранением действующей системы нормативного использования финансовых рейтингов, и может учитываться при осуществлении недискреционной финансовой политики на рынке ценных бумаг и банковских услуг государственными регуляторами.

Литература.

1. Boltanski L. De la justification. Les économies de la grandeur / L. Boltanski, L. Thevenot. – Paris: Gallimard, 1991. – 256 p.
2. Boltanski L. Autour de De la justification. Un parcours dans le domaine de la sociologie morale. Compétences critiques et sens de la justice / L. Boltanski // Collection Etudes Sociologiques. – Paris: Economica, 2009. – p. 6-71.
3. De Blic D. Le scandale financier du siècle, ça ne vous intéresse pas?. Difficiles mobilisations autour du Crédit lyonnais / D. De Blic // Politix. – 2000. – Vol.13(52). – pp. 157-181.
4. Elsbach K. D. Managing organizational legitimacy in the California cattle industry: The construction and effectiveness of verbal accounts / K. D. Elsbach // Administrative Science Quarterly. – 1994. – Vol. 16. – pp. 57–88.
5. Lawrence T. Institutional work: actors and agency in institutional studies of organization / T. Lawrence, R. Suddaby, B. Leca. – New York: Cambridge University Press, 2009. – 347 p.
6. Lordon F. Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières / F. Lordon. – Paris: Gallimard. – 2008. – 374 p.
7. Patriotta G. Maintaining legitimacy: controversies, orders of worth and public justifications / G. Patriotta, J.-P. Gond, F. Schultz // Journal of Management Studies. – 2011. – Vol. 28. – pp. 134-151.
8. Philips N Taking social construction seriously: extending the discursive approach in institutional theory / N. Philips, N. Malhotra // The Sage Handbook of Organizational Institutionalism. – 2008. – Vol.25. – pp. 37-60.
9. Philips N. Discourse and institutions / N. Philips, T. Lawrence, C. Hardy // Academy of Management Review. – 2004. – Vol. 29(4). – pp. 635-652.
10. Searle, J. La construction de la réalité sociale / J. Searle. – Paris: Gallimard, 1998. – 387 p.
11. Securities and Exchange Commission [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-200.html>. – Назва з екрана.
12. Securities and Exchange Commission [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-113.html>. – Назва з екрана.
13. Suddaby R. Rhetorical strategies of legitimacy / R. Suddaby, R. Greenwood // Administrative Science Quarterly. – 2005. – Vol. 50. – pp. 35-67.
14. Zilber T. Institutional maintenance as narrative acts. Institutional work: actors and agency in institutional studies of organization / T. Zilber. – New York: Cambridge University Press. – 2009. – 238 p.

References.

1. Boltanski, L. and Thevenot, L. (1991), *De la justification. Les économies de la grandeur*, Paris, Gallimard.
2. Boltanski, L. (2009). *Autour de De la justification. Un parcours dans le domaine de la sociologie morale. Compétences critiques et sens de la justice*, Colloque de Cerisy. M. Breviglieri, C. Lafaye et D. Trom. Paris, Economica, Collection Etudes Sociologiques.
3. De Blic, D. (2000) “Le scandale financier du siècle, ça ne vous intéresse pas?. Difficiles mobilisations autour du Crédit lyonnais”, *Politix*, vol. 13(52), pp. 157–181.
4. Elsbach, K. D. (1994), “Managing organizational legitimacy in the California cattle industry: The construction and effectiveness of verbal accounts”, *Administrative Science Quarterly*, vol. 16, pp. 57–88.
5. Lawrence, T. Suddaby, R. and Leca, B. (2009), *Institutional work: actors and agency in institutional studies of organization*, New York, Cambridge University Press.
6. Lordon, F. (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*. Paris, Gallimard.
7. Patriotta, G. Gond, J.-P. and Schultz, F. (2011), “Maintaining legitimacy: controversies, orders of worth and public justifications”. *Journal of Management Studies*, vol. 28, pp. 134–151.
8. Philips, N. and Malhotra, N. (2008), “Taking social construction seriously: extending the discursive approach in institutional theory”, *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*, vol.25, pp. 37-60.
9. Philips, N. Lawrence, T. and Hardy, C. (2004), “Discourse and institutions”, *Academy of Management Review*, vol. 29(4), pp. 635–652.
10. Searle, J. (1998), *La construction de la réalité sociale*. Paris, Gallimard.
11. Securities and Exchange Commission (2009, September 17), “SEC Votes on Measures to Further Strengthen Oversight of Credit Rating Agencies”, available at: <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-200.html>.
12. Securities and Exchange Commission (2011, May 18), “SEC Proposes Rules to Increase Transparency and Improve Integrity of Credit Ratings”, available at: <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-113.html>.

13. Suddaby, R. and Greenwood, R. (2005), "Rhetorical strategies of legitimacy", *Administrative Science Quarterly*, vol. 50, pp. 35–67.
14. Zilber, T. (2009), *Institutional maintenance as narrative acts. Institutional work: actors and agency in institutional studies of organization*. New York, Cambridge University Press.

Стаття надійшла до редакції 13.08.2014 р.



(<http://www.poligrafua.net/>)

bigmir)net 2236 975

(<http://www.bigmir.net/>)

Вгору.

ТОВ "ДКС Центр"