

ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ РИСКОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В РОССИЙСКИЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Мария Красникова
аналитик АКБ «Союз»



ПРОБЛЕМА КАЧЕСТВЕННОЙ ОЦЕНКИ РИСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ является одной из самых актуальных на российском рынке. В данной статье анализируются основные подходы к оценке кредитных рисков компаний нефинансового сектора со стороны рейтинговых агентств и российского банка АКБ «Союз».

Два года назад участники российского рынка корпоративного долга активно обсуждали последствия возможного дефолта. В 2004 г. произошел дефолт: на фоне банковского «кризиса ликвидности» банк «Кредитраст» не выполнил условия оферты. Впрочем, рынок не рухнул. За 3 мес. он полностью восстановился от последствий кризиса и сегодня продолжает развиваться ускоренными темпами. В течение 10 мес. 2004 г. компании привлекли с помощью корпоративных облигаций более 90 млрд руб. И только за октябрь текущего года дебютные эмиссии разместили 5 новых заемщиков.

Как известно, новые эмитенты — это новые, подчас неочевидные, риски. Для того чтобы минимизировать потери от возможных дефолтов, на Западе либо прибегают к оценкам кредитоспособности глобальных рейтинговых агентств, либо пользуются рекомендациями собственных подразделений по управлению рисками. В данной статье предпринята попытка проанализировать действующие на российском рынке методы оценки рисков инвестирования в корпоративные обязательства и выделить основные про-

блемы, с которыми сталкиваются отечественные риск-менеджеры.

Для оценки эффективности используемых в России методик была изучена статистика качественных спрэдов (разница между доходностями корпоративных долговых бумаг и «безрисковых» государственных бумаг). Статистика рассчитана за период с 1 апреля по 1 октября 2004 г. по данным 22 выпусков облигационных займов.

ВЗГЛЯД «ИЗВНЕ»

Значение внешних рейтингов в мире отлично характеризует высказывание одного из журналистов *New York Times*. По его мнению, после окончания «холодной войны» в мире известны две супердержавы — США и *Moody's*. В то время как США может ликвидировать любого врага военным путем, *Moody's* способно уничтожить заемщика финансовым путем, присвоив низкий рейтинг. Действительно, по разным оценкам, на рейтинги ориентируются от 60 до 80% инвесторов развитых рынков. И, как показало исследование рейтингового агентства *Fitch*,

кредитными рейтингами контролируется около 80% мировых потоков заемных капиталов.

В России на данный момент действует 3 глобальных рейтинговых агентства — *Fitch*, *Standard and Poor's*, *Moody's* — и одно национальное агентство — «Эксперт РА». До сих пор их рейтинги присвоены лишь небольшому числу эмитентов внутреннего российского рынка. Так из 20 эмитентов, для которых были рассчитаны качественные спрэды, рейтинги имеют только 9 заемщиков. При этом присвоенные рейтинговые оценки выставлены как по национальным, так и по международным шкалам, что существенно затрудняет процесс их сопоставления.

По утверждениям самих агентств, алгоритм составления рейтингов не основывается в чистом виде на статистическом анализе финансовой информации, а содержит еще и оценки экспертов, например, для таких трудно формализуемых параметров, как качество менеджмента, состояние отрасли заемщика, рыночная позиция эмитента, достоверность и качество финансовой отчетности (табл. 1).

Впрочем, несмотря на официальные заявления, можно предположить, что наличие неформальной компоненты в рейтингах не так уж велико и алгоритмическая составляющая играет наиболее важную роль.

Первые попытки смоделировать алгоритм рейтингования облигационных займов (по методике S&P) были предприняты *Horrigan* в 1966 г. и базировались на модели линейной регрессии. Типичный процент угадывания рейтинга в таких моделях составил около 60%, что, конечно, далеко от идеального.

Использование возможностей нейросетевого моделирования *Dutta, Shekhar* в 1988 г. показали гораздо лучшие результаты — на уровне 88% для воспроизведения отдельной градации рейтинга. При этом наиболее сложные нейросетевые модели способны с приемлемой точностью воспроизводить широкий диапазон рейтингов по набору ключевых финансовых индикаторов фирм-эмитентов.

Результаты проведенных исследований позволяют предположить, что большая часть рейтингового процесса, особенно в глобальных рейтинговых агентствах (имеющих статистику за десятки лет), происходит по накатанной схеме, без учета маркетинговых, производственных, финансовых особенностей деятельности того или иного эмитента.

На российском рынке к рекомендациям рейтинговых агентств инвесторы прислушиваются, но рейтинги не всегда учитываются при принятии инвестиционных решений. Как показали расчеты средних спрэдов по бумагам телекоммуникационного сектора, кредитные рейтинги редко отражают «справедливую» для рынка доходность (рис. 1). Средняя величина качественного спрэда облигаций межрегиональных телекоммуникационных компаний не соответствует кредитному качеству заемщиков. Более того, корреляция между этими двумя показателями отрицательная (-0,68).

ВНУТРЕННЯЯ КЛАССИФИКАЦИЯ

Предпочитая руководствоваться собственными оценками, большинство российских банков имеют в рамках своей структуры внутренние подразделения риск-менеджмента. Например, в АКБ «Союз» внутреннее подразделение, рассчитывающее риски корпоративных заемщиков, существует уже около 2 лет. За это время сотрудниками банка была проведена оценка в общей сложности около 190 эмитентов (российских облигаций, еврозаймов, векселей). В настоящее время

на облигации 64 корпоративных заемщиков открыты индивидуальные позиционные лимиты.

Действующая в АКБ «Союз» система управления риском отдельного долгового корпоративного обязательства состоит из элементов, которые представлены на рис. 2.

Во-первых, это методические разработки по оценке рисков инвестирования в отдельный облигационный заем и регламент, в соответствии с которым проводится подобная оценка.

Во-вторых, это подсистема интеграции уже осуществленной оценки в общую систему управления кредитным риском банка (подготовка заключений на финансовый комитет, включение лимита на обязательство в общую систему лимитов, определение финансового результата деятельности бизнес-подразделения с учетом принятого риска и др.).

В-третьих, это мониторинг оценки кредитного риска, с помощью которого возможно создание качественной статистической базы данных по производствен-

Рисунок 1. СООТНОШЕНИЕ «СПРЭД – КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО» ДЛЯ КОМПАНИЙ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОГО СЕКТОРА

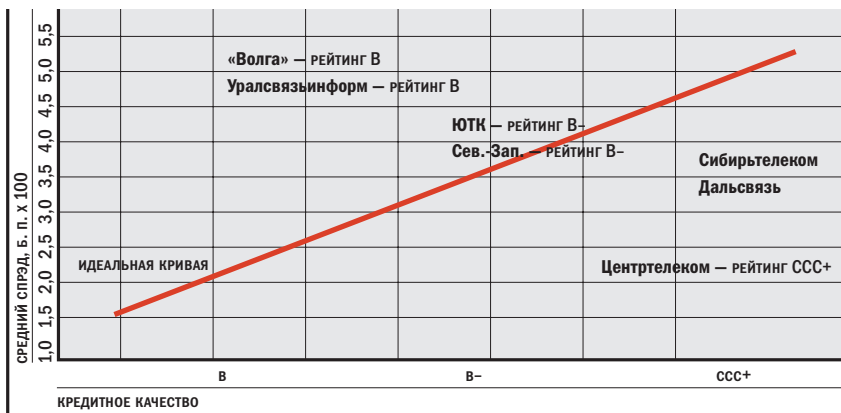
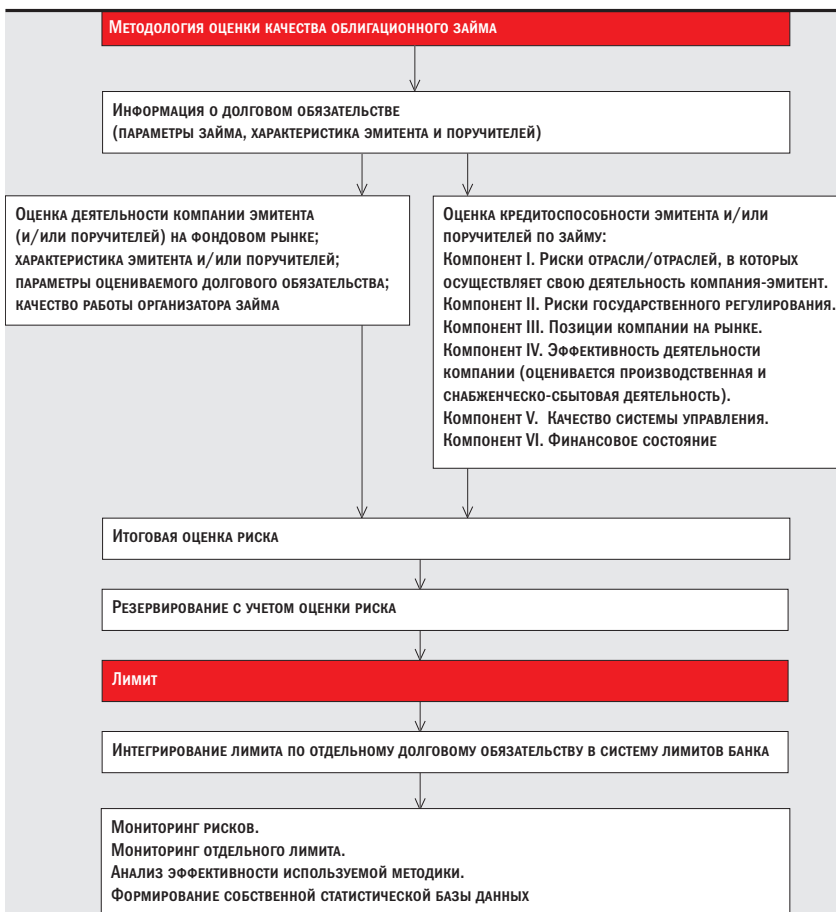


Рисунок 2. СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РИСКОМ ОТДЕЛЬНОГО ДОЛГОВОГО КОРПОРАТИВНОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА



Источник: АКБ «Союз».

ным и финансовым показателям корпоративных заемщиков.

Методика оценки риска инвестирования в долговое обязательство складывается в АКБ «Союз» из двух составляющих:

- оценки деятельности эмитента на фондовом рынке (в нее включается не только характеристика эмитента, но и параметров анализируемого долгового обязательства, качества работы организатора займа);

- оценки кредитоспособности непосредственно заемщика и/или поручите-

лей по займу (составлена из 6 основных компонентов – рис. 2). В состав отдельной компоненты входит до 5 интегральных факторов, каждый из которых в свою очередь объединяет от 10 до 15 показателей (пример Компонента V приведен в табл. 2). В рамках Компонента VI (финансовое состояние) разработана математическая модель зависимости уровня кредитного риска от финансовых показателей деятельности компании за 3 предыдущих календарных года.

Отличительной особенностью методики АКБ «Союз» является учет, во-первых, специфических рисков отдельного облигационного займа (ликвидности, структуры облигационного займа, состава синдикатов участников размещения и др.), во-вторых, некоторых других показателей. В ходе оценки учитываются не только финансовые результаты деятельности компании, но и показатели, которые отражают отраслевые риски (динамику объема производства отрасли, долю продукции отрасли в ВВП, уровень рентабельности компаний отрасли, уровень использования среднегодовой производственной мощности компаниями отрасли, экспортный потенциал и др.), риски государственного регулирования (особенности налогообложения компаний отрасли, регулирование экспорта и импорта продукции отрасли, регулирование цен на продукцию отрасли, лицензирование компаний отрасли), позиции на рынке (перспективы развития рынка/рынков сбыта продукции компании, динамику и цикличность спроса на продукцию компании, позицию компании на внутреннем рынке, динамику доли внутреннего рынка, оценку конкурентных преимуществ эмитента и пр.), характеристики производственной и снабженческо-сбытовой деятельности (динамику изменения объемов производства, полноту производственного цикла, соответствие используемых технологий мировым стандартам, структуру поставок основных видов сырья, конъюнктуру рынка сырья, структуру сбыта готовой продукции и др.). Следует отметить, что влияние нефинансовых показателей на итоговую оценку облигационного займа по методике АКБ «Союз» существенно и помогает создать наиболее полный образ заемщика, в том числе и нивелирует риски искажения его бухгалтерской отчетности.

И, в-третьих, оценка рисков в соответствии с внутренней методикой банка обеспечивает достаточный уровень дифференциации корпоративных заемщиков по степени риска. Итоговая величина риска непрерывна и определяется по 5-балльной шкале (от 0 до 5), что позволяет разбить всю совокупность эмитентов как на 3 класса надежности, так и на 5, 10 и т. д.

При подготовке данной статьи было проведено небольшое исследование кредитного качества 22 облигационных займов 20 корпоративных заемщиков. В соответствии с полученными оценками всю совокупность эмитентов разделили на 3 класса и рассчитали величину средневзвешенных качественных спрэ-

Таблица 1. ОСНОВНЫЕ КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ КОМПАНИЙ НЕФИНАНСОВОГО СЕКТОРА, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ РЕЙТИНГОВЫМИ АГЕНТСТВАМИ

STANDARD AND POOR'S	MOODY'S INVESTOR SERVICE	FITCH RATINGS	ЭКСПЕРТ РА
ХАРАКТЕРИСТИКИ БИЗНЕСА	Отраслевые риски	Качественные показатели	Производственный потенциал и динамика развития
СТРАНОВЫЕ РИСКИ	Риски политического и нормативно-правового характера	Отраслевые риски	Позиции эмитента на рынках
ОТРАСЛЬ	Рыночные позиции компании и эффективность ее бизнеса	Риски деятельности компании в данной отрасли	Уровень корпоративного управления
ПОЗИЦИЯ КОМПАНИИ В БИЗНЕСЕ	Качество управления компанией	Позиции компании на рынке	Финансовая устойчивость
МЕНЕДЖМЕНТ	Структура собственности	Эффективность управления	
СТРАТЕГИЯ	Финансовый риск	Оценка принципов бухгалтерского учета	
ФИНАНСОВЫЙ ПРОФИЛЬ		Количественные показатели	
ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА		Движение денежной наличности	
ПРИБЫЛЬНОСТЬ		Выручка и денежный поток	
ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ		Структура капитала	
СТРУКТУРА КАПИТАЛА		Гибкость управления финансовыми потоками	
ЛИКВИДНОСТЬ			

Источники: www.standardandpoors.com; www.moody's.com; www.fitchibca.com; www.raexpert.ru.

Таблица 2. МЕТОДИКА ОЦЕНКИ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ ЗАЕМЩИКА И/ИЛИ ПОРУЧИТЕЛЕЙ ПО ЗАЙМУ (КОМПОНЕНТ V)

НОМЕР И НАЗВАНИЕ КОМПОНЕНТА	НОМЕР И НАЗВАНИЕ ФАКТОРА	ПОКАЗАТЕЛИ
Компонент V «Качество системы управления»	Фактор 1 «Деятельность органов управления»	Концентрация прав собственности в компании
		Состав совета директоров
		Периодичность и формы проведения заседаний совета директоров
		Состав менеджмента компании
		Качество системы внутреннего контроля в компании
		Динамика инвестиций за последние 3 года
		Наличие и реализация инвестиционных проектов
		Дисциплина выполнения обязательств по привлеченным кредитным ресурсам
		Оценка политики компании в области слияний и поглощений
		Взаимоотношения с дочерними и зависимыми обществами
	Фактор 2 «Оценка уровня раскрытия информации и политики компании по отношению к инвесторам»	Взаимоотношения с поручителем
		Качество внешнего аудитора
		Прозрачность структуры собственности
		Наличие перекрестного владения акциями
		Наличие консолидированной отчетности
		Наличие отчетности МСФО
		Наличие в открытом доступе аудиторских заключений
		Качество годового отчета
		Наличие публичной кредитной истории
		Наличие кредитных рейтингов
История кредитных рейтингов		
Наличие программ АДР, ГДР		

Источник: АКБ «Союз».

дов между этими классами. Как показано на рис. 3, разница спредов между бумагами 1-й и 2-й групп надежности достигает 300–330 б. п., между 2-й и 3-й группами — 220–250 б. п.

Результаты внутренних оценок кредитоспособности часто легко подвергаются сомнениям, так как методики банков остаются закрытыми. Вероятнее всего, полученные данные в ходе нашей оценки достаточно достоверны. Доказательством тому служит модель, приведенная на рис. 4. В соответствии с этой

Большинство российских корпоративных заемщиков демонстрируют низкую информационную прозрачность. Несмотря на стандарты раскрытия информации, принятые бывшей ФКЦБ России (сегодняшней ФСФР), объективные данные о производственно-снабженческой деятельности эмитента, его позиции на рынках производимой продукции и качестве системы управления найти сложно.

Причины достаточно просты. Большую часть материалов для инвесторов подго-

практика выпуска облигаций эмитентом — SPV под поручительство 3–5 аффилированных компаний группы. При этом консолидированная финансовая отчетность по группе не составляется.

2. *Определение критериальных значений для оцениваемых показателей.*

Ключевой момент любой методики — трансформация значений оцениваемых показателей в балльную оценку. Сложность этого момента заключается в том, что оценка количественных показателей требует наличия объективных критериальных значений.

Использовать значения «на глазок» или воспользоваться ими из статистики крупнейших рейтинговых агентств в российской практике неэффективно. Как показывает опыт, это может привести к использованию неадекватных критериев и, как следствие, к искажению итоговой оценки риска.

Поэтому для оценки ряда показателей необходимо иметь собственную статистическую базу данных и желательно статистику по финансовым и производственным показателям как «плохим», так и «хорошим» корпоративным заемщикам. Особенно это касается финансовых коэффициентов, ведь при их оценке необходимо рассчитывать критериальные значения не только по совокупности промышленных компаний (эмитентов долгового рынка), но и по отраслям.

3. *Сложности тестирования моделей оценки кредитоспособности.*

Участники рынка заинтересованы в создании статистической модели оценки вероятности банкротства эмитента. Пока выполнить это невозможно по трем причинам. Во-первых, полной статистики «плохих» и «хороших» заемщиков на рынке нет, значит, и весовые коэффициенты в модели обоснованно определить невозможно.

Во-вторых, на рынке присутствуют только 168 эмитентов — небольшая по статистическим меркам выборка. Для практических расчетов было бы гораздо лучше, если количество «рыночных» эмитентов составляло более 1000.

И, в-третьих, несмотря на присвоение второго инвестиционного рейтинга, в России остается нестабильной макроэкономическая конъюнктура (подтверждение тому — летний банковский кризис). Соответственно, как нивелировать в процессе оценки фундаментальные риски, остается непонятным. ■

Рисунок 3. ДИНАМИКА СПРЕДОВ ПО БУМАГАМ ЭМИТЕНТОВ 3 ГРУПП НАДЕЖНОСТИ

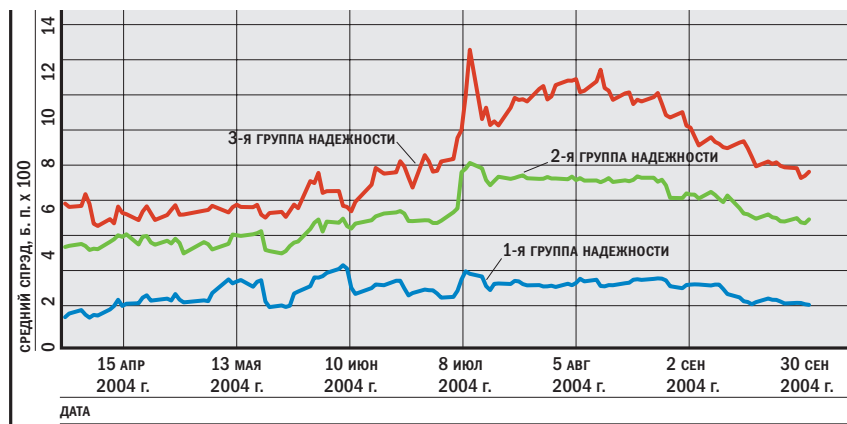
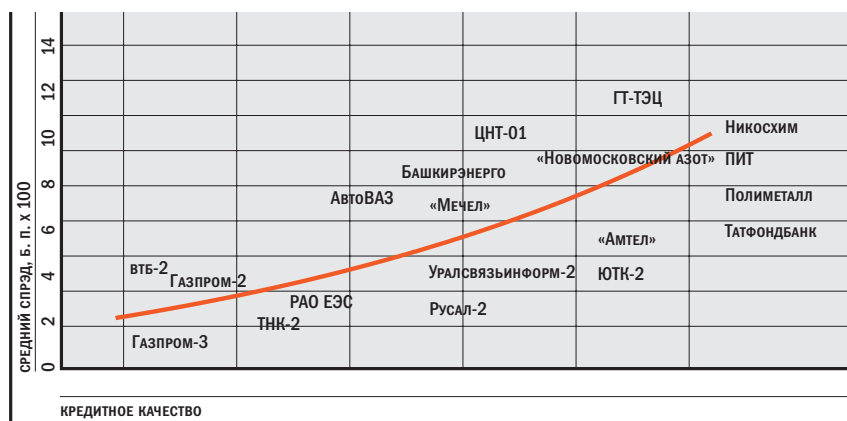


Рисунок 4. ЗАВИСИМОСТЬ «СПРЭД — КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО»



Источник: Оценка АКБ «Союз».

моделью взаимосвязь между оценками АКБ «Союз» и средней величиной спредов (за полгода) корпоративных заемщиков существует. Коэффициент детерминации при этом составляет около 0,7, что свидетельствует о высоком качестве полученных оценок.

ПРОБЛЕМЫ РИСК-МИНИМИЗАЦИИ

Практическая работа по оценке кредитных рисков на российском рынке сталкивается с рядом серьезных проблем.

1. *Низкая информационная прозрачность эмитентов и проблема достоверности информации.*

тавливают лица, заинтересованные в размещении — либо эмитент, либо организаторы его выпуска. Поэтому негативные стороны деятельности компании в них не отражаются, а раздел «Риски» Проспекта эмиссии остается номинальным разделом, шаблоном для заполнения.

Особой проблемой для количественного анализа кредитных рисков остается и достоверность финансовой отчетности. До сих пор многие крупные компании, особенно в регионах, подготавливают неаудированную финансовую отчетность, качество которой становится дополнительным риском для инвестора. Кроме того, на долговом рынке распространена