Владимир Порошин,
руководитель проекта «Рейтинги предприятий нефинансового сектора», Национальное Рейтинговое Агентство

НЕЛИНЕЙНЫЙ расчет

НАЦИОНАЛЬНОЕ РЕЙТИНГОВОЕ АГЕНТСТВО ЗАПУСТИЛО СИСТЕМУ ОПРЕДЕЛЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА ОБЛИГАЦИЙ. О ТОМ, КАК ВЫСТРОЕН АЛГОРИТМ ЭТОЙ СИСТЕМЫ, СПЕЦИАЛЬНО ДЛЯ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ОДИН ИЗ ЕЕ РАЗРАБОТЧИКОВ ВЛАДИМИР ПОРОШИН.

Из подобных аналитических продуктов на российском финансовом рынке существует система дисконтных коэффициентов Центрального банка России, который используется для целей ломбардного кредитования. Оценки кредитного качества со стороны профессионального независимого рейтингового агентства опираются на кредитные рейтинги (которые комплексно отражают кредитоспособность эмитента), а также на количественные характеристики деятельности компаний. Вместе с тем, учитываются не только кредитные качества эмитента облигации, а также и параметры каждой конкретной облигации. Сравнительный анализ коэффициентов ЦБР и НРА показывает, что по большинству облигационных эмиссий значения близки, однако существуют и расхождения.

На сегодняшний день исследование затрагивает облигационные займы банков (российских и иностранных дочерних), предприятий нефинансового сектора, а также регионов России (субфедеральные облигации). Все охваченные исследованием облигации являются списочными, допущены к торгам на ММВБ с листингом А1, А2, Б и В. Обязательным условием для оценки кредитного качества списочной облигации является наличие у эмитента такой облигации рейтинга кредитоспособности НРА.

По итогам февраля коэффициент кредитного качества НРА рассчитан для 215 эмиссий, в том числе для 92 облигаций, эмитентами которых являются предприятия нефинансового сектора, 68 облигаций банков и 55 субфедеральных облигаций.

При определении коэффициента кредитного качества облигации в расчет принимались шесть критериев. Два из шести критериев являются общими для всех трех групп эмитентов.

1. Рейтинг кредитоспособности Национального Рейтингового Агентства как комплексный показатель кредитного качества эмитента имеет наиболее высокий вес при оценке кредитного качества эмиссий. Каждой рейтинговой группе по рейтинговой шкале НРА соответствует определенная бальная оценка от 0 до 1 (например, рейтингам AAA и AA+ соответствует оценка, равная 1).

Рейтинг НРА является базой при определении кредитного качества облигаций. Введение в методику остальных критериев служит для построения более полной и прозрачной системы дисконтирующих коэффициентов для отдельных облигаций.

2. Среднедневной биржевой оборот облигации за месяц как показатель ликвидности торгов ценной характеризует непосредственно качество конкретной эмиссии. По мнению НРА, биржевая ликвидность торгов является единственной общедоступной характеристикой востребованности биржевой ценной бумаги со стороны рынка, а также отражает уровень доверия к ценной бумаге со стороны инвесторов и кредиторов.

Среднедневной биржевой оборот рассчитывается за месяц, так как пересмотр кредитного качества облигаций производится на ежемесячной основе.

Построение системы определения кредитного качества облигаций началось с октября 2007 года. На протяжении нескольких месяцев проводились расчеты среднедневного биржевого оборота по каждой облигации. В результате распределения всех облигаций по уровню ликвидности на восемь примерно одинаковых групп в течение срока предварительного тестирования методики экспертным образом удалось установить границы каждой из восьми групп. Исходя из уровня ликвидности и соответствия уровня биржевого оборота той или иной группе, каждой облигации присваивается бальная оценка по ликвидности от 0.6 до 1.

Подобным образом определялись предельные уровни и устанавливались бальные оценки от 0.7 до 1 для каждой группы экономических показателей. По мнению НРА, наиболее важные количественные характеристики деятельности компаний должны учитывать:

- масштаб основной деятельности;
- динамику развития;
- эффективность деятельности;
- уровень долговой нагрузки.

По нашему экспертному мнению, которое реализовано в модели, такими показателями стали:

для предприятий нефинансового сектора:

♦ размер валовой выручки по данным за квартал;

♦ темп роста выручки на конец квартала по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года;

♦ рентабельность собственного капитала;

♦ отношение размера чистого долга компании (обязательства за вычетом наиболее ликвидных активов) к размеру валовой выручки;

для банков и кредитных организаций:

♦ размер капитала за квартал;

♦ темп роста активов за квартал по сравнению с предыдущим кварталом;

♦ доля долговых обязательств в совокупных обязательствах;

♦ рентабельность собственного капитала;

для регионов России:

♦ размер валового регионального продукта за год;

♦ годовой темп роста валового регионального продукта;

♦ отношение государственного долга региона (на конец квартала) к размеру валового регионального продукта;

♦ отношение сальдо регионального бюджета к размеру доходов регионального бюджета.

Все количественные значения соответствуют ежеквартальным рейтингам НРА. Информацию о деятельности предприятий нефинансового сектора НРА получает из ежеквартальных отчетов эмитентов, о деятельности банков — с сайта Центрального банка, о регионах России — из официальных справочников Росстата. Информацию об оборотах торгов ценными бумагами НРА получает напрямую от бирж ежедневно.

Расчет коэффициента кредитного качества облигаций осуществляется на основе нелинейной формулы, входящими данными которой являются бальные оценки по каждой группе показателей. При расчете коэффициента доходность облигационных займов не учитывается. В большинстве случаев чем выше кредитное качество эмиссии, тем ниже уровень доходности по облигации.

Итоговым результатом оценки кредитного качества является значения коэффициента, которое находится в диапазоне от 0 до 1. Чем выше значение коэффициента для облигации, тем выше ее кредитное качество и тем ниже кредитные риски, связанные с владением этой облигацией.

Таким образом, по методике НРА различие в значении коэффициентов кредитного качества для разных облигаций одного эмитента обусловлено исключительно различием между облигациями по уровню ликвидности, то есть по среднедневному обороту торгов ценной бумагой.

С целью наглядного представления результатов исследования все анализируемые облигации ранжируются в соответствии со значением коэффициента кредитного качества НРА от большего к меньшему. Итоговая форма представления — список в виде таблицы.

Исходя из требований, предъявляемых финансовым сообществом, Национальным Рейтинговым Агентством определены три уровня кредитного качества ценных бумаг (в зависимости от значения коэффициента): максимальный, приемлемый и спекулятивный.

Облигации, значение коэффициента которых находится в диапазоне от 0.85 до 1, характеризуются максимальным уровнем кредитного качества. Вероятность потерь низкая. Специальные знания для операций с данными облигациями не требуются.

Облигации, значение коэффициента которых находится в диапазоне от 0.7 до 0.85, характеризуются приемлемым уровнем кредитного качества. Существует вероятность потерь. Необходима диверсификация вложений в данные ценные бумаги. Требуются общие финансовые знания.

Облигации, значение коэффициента которых менее 0.7, характеризуются спекулятивным уровнем кредитного качества. Высокая вероятность потерь. Необходим тщательный выбор объектов инвестирования. Требуется профессиональный опыт работы на финансовых рынках и специальные знания.

Выбор таких границ кредитного качества обусловлен нахождением в каждой из групп определенных эмитентов, корреляцией с рейтингами кредитоспособности НРА, а также количественным распределением эмитентов, приведенным ниже на диаграмме.

По результатам оценки кредитного качества облигаций за февраль 2008 года среднее значение коэффициента кредитного качества НРА равнялось 0.8024. Значение коэффициента кредитного качества НРА большей части облигаций находится в диапазоне от 0.7 до 0.9, что подтверждает статистический закон нормального распределения.

Лишь незначительное число эмиссий характеризуется или очень высоким кредитным качеством (некоторые выпуски города Москвы, «Трубной Металлургической Компании», УРСА Банка) или низким кредитным качеством (некоторые выпуски правительства республики Калмыкия, АПК «Аркада», Банка Проектного Финансирования).

Планируется, что обновление таблицы с отранжированными по убыванию значениями коэффициента кредитного качества НРА будет происходить на ежемесячной основе. Обновление будет обусловлено изменением уровня ликвидности торгов облигациями, публикацией обновленных рейтингов и ренкингов НРА.

Допускаются разные толкования значений коэффициента кредитного качества. С одной стороны, можно использовать числовое значение коэффициента для установления дисконтов при кредитовании под залог ценных бумаг. С другой стороны, разницу между 1 и фактическим значением коэффициента можно рассматривать как вероятность реализации кредитных рисков при владении ценной бумагой.