

Ю. И. Погорлецкая

ОЦЕНКА НАДЕЖНОСТИ ЭМИТЕНТОВ ЦЕННЫХ БУМАГ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ

По данным Банка России¹, доля активов российских банков, размещенных в ценные бумаги, на сегодняшний день составляет в среднем 16%. Годовой рост объема таких вложений в 2006 г. был равен примерно 24,8%, причем почти на 30% возросли вложения в долговые ценные бумаги, на которые в портфеле кредитных организаций приходится чуть меньше 70%, тогда как на акции – около 20%. В 2006 г. доля расходов банков по операциям с ценными бумагами составила приблизительно 5% общей суммы расходов, а доходы по данным операциям (110 млрд руб.) соответствовали 30% общей суммы доходов. На настоящий момент инвестиционный портфель российских банков оценивается более чем в 1 трлн руб., и на долю банков приходится 40% совокупного годового объема торгов акциями и облигациями на ММВБ². Все это свидетельствует о продолжающемся увеличении активности коммерческих банков на рынке ценных бумаг. Хотя ряд специалистов прогнозировали в 2006 г. значительный рост фондового риска, а также рост системного кредитного риска³, эксперты Банка России подтверждают фактическое снижение данных показателей⁴.

На российском рынке основным механизмом привлечения инвестиций являются именно облигации, путем выпуска которых российские компании привлекли до 850 млрд руб. только в 2006 г.⁵, при этом средняя доходность облигаций составляла 7,6% годовых⁶. Вложения кредитных организаций в корпоративные облигации с 2005 г. возрастают гораздо более высокими темпами, чем вложения в долговые обязательства РФ, хотя удельный вес последних в активах банковского сектора по-прежнему вдвое больше (2,5 и 5% соответственно). Вложения кредитных организаций в акции увеличиваются, но их доля в активах банковского сектора пока не превышает 3%. Следует отметить, что примерно 3/4 всех торгуемых акций и более 40% облигаций составили ценные бумаги крупнейших российских сырьевых корпораций⁷, которые в настоящий момент оцениваются как наиболее перспективные⁸.

Юлия Игоревна ПОГОРЛЕЦКАЯ – аспирант кафедры теории кредита и финансового менеджмента экономического факультета СПбГУ. В 2006 г. окончила Калининградский государственный технический университет по специальности «Финансы и кредит». Сфера научных интересов – риск-менеджмент в кредитных организациях.

Рискованность банка как кредитного института значительно возрастает при высокой доле ценных бумаг в его активах, особенно для перепродажи. Для снижения риска (прежде всего, риска ликвидности) применяется комплекс специальных мероприятий, направленных на предупреждение ситуаций, когда банк не может реализовать имеющиеся у него ценные бумаги без ущерба по доходности операций. С этой целью Банком России введен ряд ограничительных мер по такого рода инвестициям⁹, в частности ограничение на приобретение ценных бумаг одного эмитента, что, по нашему мнению, является наиболее эффективной мерой. Значительно снизить соответствующие риски позволяет также создание кредитной организацией резерва под обесценение ценных бумаг.

Однако кредитная организация, работающая на фондовом рынке и приобретающая ценные бумаги, особенно если они являются инструментом долгосрочных вложений, а не предназначены для перепродажи, постоянно находится под угрозой понести убытки, связанные не только с колебаниями стоимости ценных бумаг, но и с неплатежеспособностью эмитентов. В последнем случае банк несет риск события, при котором эмитент, выпустивший ценные бумаги, окажется не в состоянии выплатить проценты по ним или основную сумму долга, что может подвергнуть банк опасности финансовых потерь¹⁰. Данный риск принято относить к категории кредитных рисков банка¹¹, однако он имеет значительную специфику по сравнению с прочими их разновидностями. Наиболее сходным с риском неплатежеспособности эмитента нам представляется риск некредитоспособности заемщика – юридического лица, так как субъектами в обоих случаях являются компании (компания-эмитент или компания-заемщик), а объектом – их финансовое состояние. Соответственно представляется, что управление кредитным риском эмитента может осуществляться по тем же этапам, что управление кредитным риском заемщика: формирование информационной базы, выделение факторов риска, оценка риска, присвоение компании кредитного рейтинга, принятие управленческого решения¹². Оценка кредитного риска эмитента при этом может осуществляться по скоринговой модели¹³, сходной с моделями, применяемыми для оценки кредитоспособности заемщика. Необходимо учесть, что информационная база по эмитентам (в отличие от заемщиков) достаточно ограничена, и наиболее надежным источником информации является публикуемая бухгалтерская отчетность. Поэтому, по нашему мнению, оценка надежности эмитента должна базироваться на системе показателей, которые можно рассчитать и проанализировать, опираясь, прежде всего, на бухгалтерскую отчетность.

Многие эксперты в настоящее время отмечают недостаточную эффективность управления рассмотренными рисками¹⁴, обусловленную, прежде всего, зависимостью российского фондового рынка от таких объективных факторов, как отсутствие стабильного и эффективного законодательства, неэкономические механизмы государственного воздействия и т. д. Это, в свою очередь, приводит к сохранению невысокого уровня доверия инвесторов к фондовому рынку. Другим фактором, обуславливающим неэффективность управления рисками инвестиционной деятельности на фондовом рынке в части риска неплатежеспособности эмитентов ценных бумаг, является отсутствие оптимальной системы оценки уровня платежеспособности во многих российских коммерческих банках.

Поскольку нормативная основа по данной проблематике отсутствует, кредитные организации разрабатывают подходы к управлению данным риском, и прежде всего методику оценки риска, самостоятельно. При этом система оценки, применяемая большинством крупных банков (примером может служить «Альфа-Банк»¹⁵), зачастую сводится к оценке

финансового и экономического состояния эмитентов, тогда как уровень деловой репутации, маркетинговое состояние и характеристики организационно-управленческой структуры не всегда учитываются, несмотря на то, что в зарубежной практике эти составляющие относятся к ключевым¹⁶. В небольших региональных банках¹⁷ система оценки платежеспособности эмитентов часто вообще отсутствует, и решения по приобретению ценных бумаг принимаются на основании их характеристик, а также исходя из данных кредитных историй (которые существуют не по всем эмитентам).

Для повышения эффективности управления рисками инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг кредитным организациям нами предлагается использовать методику оценки платежеспособности эмитента, основанную на применении рейтинговой модели оценки надежности эмитента ценных бумаг, в соответствии с которой на основании полученной информации об эмитенте рассчитываются коэффициенты и показатели, характеризующие финансовое и экономическое состояние, маркетинговую позицию, организационную структуру и уровень управления, а также деловую репутацию эмитента. Затем каждому коэффициенту (показателю) в зависимости от его значения (величины, динамики) присваивается балл по пятибалльной шкале. Поскольку значимость рассчитываемых в рамках анализа финансового состояния эмитента коэффициентов (показателей) неодинакова, средний коэффициент, характеризующий финансовое состояние эмитента, рассчитывается при помощи системы удельных весов. Средние коэффициенты по каждой из четырех остальных групп коэффициентов (показателей) определяются с использованием формулы средней арифметической, что в данном случае вполне корректно, поскольку показатели в рамках каждой из этих групп являются примерно равнозначными, а при определении интегрального показателя надежности эмитента удельный вес этих групп уступает значимости финансовых коэффициентов. Таким образом, невозможность рассчитать какой-то коэффициент из набора показателей будет учтена при расчете среднего балла по группе показателей. Интегральный показатель надежности эмитента определяется с учетом удельного веса (значимости) каждой группы коэффициентов (показателей), и в зависимости от его величины данному эмитенту присваивается рейтинг надежности.

В качестве информационной базы оценки надежности эмитента возможно использовать следующие источники: бухгалтерскую отчетность, аудиторскую информацию, данные информационных агентств, статистические и отраслевые сборники, Интернет-ресурсы, данные средств массовой информации (СМИ). Однако сведения, получаемые из Интернета и СМИ, часто не удовлетворяют требованию надежности, а аудиторские заключения – своевременности информации, тогда как статистические и отраслевые сборники и т. п. обычно не содержат данные об эмитентах второго и третьего эшелона, которые в последнее время вызывают у инвесторов все больший интерес¹⁸. Нам представляется, что наиболее эффективно при анализе эмитента использовать бухгалтерскую отчетность за два-три предшествующих квартала.

В рамках финансового анализа эмитента предлагается рассчитывать семь групп коэффициентов, характеризующих: 1) ликвидность; 2) финансовую устойчивость; 3) деловую активность; 4) рентабельность; 5) денежные потоки; 6) платежеспособность; 7) чистые активы. В числе показателей экономического состояния эмитента ценных бумаг предлагается рассчитывать следующие: прибыль на одного работающего, производительность труда одного работающего, фондоотдача, материалоотдача. В качестве основных показателей, характеризующих маркетинговую позицию эмитента, предлагается оценить: сегмент и долю рынка, чувствительность продукции (работ, услуг)

эмитента к рыночным изменениям, характеристики отрасли, филиальную сеть, ценовую стратегию, а также конкурентную среду, в том числе наличие зарубежных конкурентов. В составе показателей организационно-управленческой базы предлагается рассмотреть: наличие национального рейтинга корпоративного управления, успехи менеджеров, состав собственников, возможность собственников влиять на политику организации, место эмитента в холдинге. При проведении анализа уровня деловой репутации предлагается оценить следующие характеристики эмитента: наличие национального долгосрочного рейтинга, кредитного рейтинга, качество кредитной истории, общий уровень деловой репутации, личные качества руководства.

Значимость рассчитанных общих коэффициентов, характеризующих финансовое ($K1$) и экономическое состояние ($K2$), маркетинговую позицию ($K3$), организационно-управленческую систему ($K4$) и деловую репутацию эмитента ($K5$), является неодинаковой. С учетом данного фактора интегральный показатель надежности эмитента (H) предлагается рассчитывать при помощи системы удельных весов¹⁹ по следующей формуле:

$$H = 0,35K1 + 0,25K2 + 0,15K3 + 0,05K4 + 0,2K5.$$

В зависимости от значения показателя надежности эмитенту предлагается присвоить рейтинг по пятибалльной шкале, в соответствии с которым можно сделать вывод о степени надежности эмитента и величине соответствующего кредитного риска (таблица).

Присвоение рейтинга эмитенту ценных бумаг*

Значение показателя H	Рейтинг и характеристика эмитента
5,0– 4,5	«А» – эмитент характеризуется высокой степенью надежности, кредитный риск по данному эмитенту низкий, приобретение ценных бумаг наиболее желательно
4,4– 3,1	«В» – нормальная степень надежности эмитента, кредитный риск допустимый, вложения в ценные бумаги эмитента не ассоциируются с возможностью значительных финансовых потерь
3,0– 2,5	«С» – предельно допустимая надежность эмитента, кредитный риск значительный, но не критический, ценные бумаги допустимо приобретать в целях диверсификации портфеля, но рекомендуется применять инструменты минимизации кредитного риска
2,4– 2,1	«D» – низкая степень надежности эмитента, кредитный риск является значительным, вложения в ценные бумаги не рекомендуются
2,0– 1,0	«E» – состояние эмитента критическое, кредитный риск максимальный, вложения в ценные бумаги не рекомендуются

* Предлагаемая методика присвоения рейтинга надежности эмитенту ценных бумаг разработана нами на основании метода усредненных экспертных оценок.

Предлагаемая модель оценки надежности эмитента ценных бумаг разработана для применения коммерческими банками в условиях ограниченной информации об эмитентах в целях оптимизации инвестиционной деятельности на фондовом рынке. Модель является универсальной и может быть использована для оценки эмитентов различных категорий.

-
- ¹ Состояние внутреннего финансового рынка в декабре 2006 г. ([http:// www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).
- ² Состояние внутреннего финансового рынка по итогам 2006 г. (<http:// www.cbr.ru>).
- ³ *Воронин Д. В.* Банковский сектор: тенденции развития // Банковское дело. 2006. № 9. С. 21.
- ⁴ Обзор финансовой стабильности. Годовой выпуск. 2006 г. (<http:// www.cbr.ru>).
- ⁵ *Абрамов А., Радыгин А., Рогов К.* Ловушка госкапитализма // Ведомости. 2007. № 62.
- ⁶ Состояние внутреннего финансового рынка по итогам 2006 г. (<http:// www.cbr.ru>).
- ⁷ Там же.
- ⁸ *Рушайло П.* Нервы решают все // Коммерсантъ. Деньги. 2007. № 14.
- ⁹ *Федоров Н. А.* Институциональные инструменты коммерческих банков. М., 2004. С. 64.
- ¹⁰ *Кондратьев Е. А.* Понятие банковских рисков и их классификация // Деньги и кредит. 2004. № 6. С. 45.
- ¹¹ *Соколинская Н. Э.* Кредитные риски в российском банковском секторе: факторы и менеджмент // Банковские услуги. 2006. № 5.
- ¹² *Ендовицкий Д. А., Бочарова И. В.* Анализ и оценка кредитоспособности заемщика. М., 2005. С. 49.
- ¹³ *Енюков И.* Оценка кредитного риска (credit scoring) // Рынок ценных бумаг. 2006. № 2.
- ¹⁴ *Хестанов С.* Эффективный портфель // Риск-менеджмент. 2007. № 3.
- ¹⁵ *Ендовицкий Д. А., Бочарова И. В.* Анализ и оценка кредитоспособности заемщика. М., 2005. С. 66.
- ¹⁶ *Тарасов В.* Двухликий полис // Риск-менеджмент. 2007. № 3.
- ¹⁷ Примером может служить АКБ «Инвестбанк» (г. Калининград), где система комплексной оценки платежеспособности эмитентов ценных бумаг была внедрена лишь в 2006 г.
- ¹⁸ *Демин А.* Куда идет третий эшелон? // Риск-менеджмент. 2007. № 3.
- ¹⁹ Предлагаемая для применения система удельных весов разработана нами на основании метода усредненных экспертных оценок.

Статья поступила в редакцию 28 февраля 2008 г.