

МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

*О.И. КАШИНА, кандидат экономических
наук, доцент, доцент кафедры финансов
и кредита, Национальный исследовательский
Нижегородский государственный
университет им. Н.И. Лобачевского
e-mail: oksana_kashina@mail.ru*

*Е.М. БУЯНОВА, магистр кафедры финансов
и кредита, Национальный исследовательский
Нижегородский государственный
университет им. Н.И. Лобачевского
e-mail: ultrakate@yandex.ru*

Аннотация

В условиях периодически возникающих финансовых кризисов и экономических шоков долговой рынок выступает одним из надежных источников финансирования для экономического развития. В статье рассматривается методический инструментарий оценки облигаций, базирующийся на комплексной системе показателей надежности эмитента и инвестиционных характеристик его ценных бумаг. Предложенный подход был апробирован в отношении различных российских эмитентов на базе биржевой и финансовой отчетности за 2017–2021 гг.

Ключевые слова: долговой рынок, облигации, кредитоспособность, инвестиционная привлекательность, рейтинг.

DOI: 10.31429/2224042X_2023_69_17

Периодически возникающие мировые финансовые кризисы демонстрируют существенную уязвимость фондового рынка к влиянию экономических шоков [3]. Рецессия экономики приводит к тому, что финансовые результаты компаний ухудшаются, возможности выплаты дивидендов становятся ограниченными, что делает их акции менее привлекательными для инвесторов по сравнению с облигациями.

В то же время государственные облигации принято рассматривать как источник безопасных инвестиций. Привлекательность инвестирования средств в облигации во многом обуславливается налоговыми льготами и возможностью изменения горизонта владения облигациями для преумножения дохода, ком-

бинируя инвестиции в облигационные займы с различными сроками погашения.

В последние годы центральные банки многих стран мира наращивали объем приобретаемых облигаций. Однако перспективы развития рынка облигаций более сложны, чем рынка акций, что обусловлено следующими причинами. Прежде всего рецессия привела к росту государственных и корпоративных заимствований, значительный объем которых может оказать влияние на процентные ставки и стоимость облигаций на рынке.

В ряде научных работ, посвященных исследованию долгового рынка, неоднократно доказывалась взаимосвязь между уровнем развития долгового рынка и экономическим ростом (например, в [1, 4–5]). В связи с изложенным исследование долгового рынка и денежных потоков, формирующихся на данном рынке, является весьма перспективным с позиции обеспечения экономического развития, а формирование инвестиционного портфеля из облигаций — одним из наиболее надежных источников вложений денежных средств.

Методологические принципы оценки кредитоспособности эмитентов облигаций на основе рискориентированного подхода были разработаны и нашли свое отражение в работах ряда авторов [6–8]. В частности, в работе И.Р. Байбекова [1] был осуществлен анализ применимости принципов классической теории портфельного инвестирования и предложена система качественных и количественных критериев отбора облигационных займов для портфеля. Автором была установлена

невозможность использования классической портфельной теории для формирования портфеля на российском рынке облигаций [1].

Цель исследования — развитие методического инструментария оценки облигаций российских эмитентов с использованием комплекса показателей, характеризующих надежность и инвестиционную привлекательность выпущенных ценных бумаг. При формировании инструментария предполага-

ется более широкий набор критериев, чем в существующих индексах надежности облигаций, оценивающих их только с позиции кредитоспособности эмитентов.

В соответствии с разработанным инструментарием оценка надежности эмитента осуществляется с помощью расчета групп показателей, отражающих экономическую эффективность деятельности эмитента с различных позиций (табл. 1).

Предложенная система оценки надежности эмитентов облигаций

Наименование группы показателей	Показатель	Требование		Порядок присвоения баллов	Вес или значимость показателя при оценке кредитоспособности, %
		Max / Min	Нормативное значение		
1	2	3	4	5	
Показатели ликвидности	Коэффициент абсолютной ликвидности ($K_{\text{абс.лик.}}$)	Нормативное значение	Соответствие нормативному значению (минимальный балл)	10,0	
	Коэффициент текущей ликвидности ($K_{\text{т.л.}}$)				
	Коэффициент общей ликвидности ($K_{\text{ол}}$)				
Показатели рентабельности	Рентабельность активов (Рактивов)	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	4,0	
	Рентабельность собственного капитала (RCK)				
	Рентабельность заемного капитала (RЗК)				
	Рентабельность продаж, рассчитанная по чистой прибыли				
Показатели рентабельности	Рентабельность продаж, рассчитанная по валовой прибыли	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	4,0	
Показатели оборачиваемости	Коэффициент оборачиваемости активов	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	2,5	
	Коэффициент оборачиваемости оборотных активов				

Окончание табл. 1

1	2	3	4	5
	Коэффициент оборачиваемости внеоборотных активов	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	2,5
	Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	2,5
	Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	2,5
	Коэффициент оборачиваемости запасов	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	2,5
	Фондоотдача	Max	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)	2,5
	Фондоемкость	Min	Наименьшее значение показателя (минимальный балл)	2,5
Показатели финансовой устойчивости	Коэффициент автономии (финансовой независимости)	Нормативное значение	Соответствие нормативному значению (минимальный балл)	6,0
	Коэффициент задолженности (коэффициент финансирования)	Нормативное значение	Соответствие нормативному значению (минимальный балл)	6,0
	Коэффициент финансовой зависимости	Min	Наименьшее значение показателя (минимальный балл)	6,0
	Коэффициент маневренности собственных оборотных средств	Нормативное значение	Соответствие нормативному значению (минимальный балл)	6,0
	Коэффициент финансовой устойчивости	Нормативное значение	Соответствие нормативному значению (минимальный балл)	6,0

Вес или значимость рассматриваемых показателей при оценке кредитоспособности определялись с использованием эконометрических методов и метода экспертных оценок. Проведенное исследование показало, что наибольшее влияние на надежность и кредитоспособность эмитентов оказывают его ликвидность и финансовая устойчивость. В связи с этим значимость данных групп показателей (ликвидности и финансовой устойчивости) в целом оценивалась на уровне 30 %, которые равномерно распределялись между рассматриваемыми показателями. С помощью коэффициентов ликвидности оценивается платежеспособность эмитента, а показатели

финансовой устойчивости являются ее подтверждением. Один балл присваивался компаниям, показатели ликвидности которых соответствуют нормативному значению. Такой же подход был использован при составлении рейтинга для показателей финансовой устойчивости.

Показатели рентабельности и деловой активности следует анализировать в динамике. Значимость групп показателей рентабельности и оборачиваемости в целом была оценена на уровне 20 %, которые также равномерно были распределены между анализируемыми коэффициентами. Один балл присваивался эмитентам, коэффициенты рентабельности

и оборачиваемости которых имеют наибольшее значение, при этом компаниям, чьи показатели будут иметь наименьшие значения, присваиваются пять баллов. Таким образом, наиболее надежным будет признан тот эмитент, рейтинг которого характеризуется наименьшим количеством баллов.

Результаты расчета рейтингов надежности эмитентов подтвердили справедливость предложенной балльно-рейтинговой оценки эффективности деятельности и кредитоспособности эмитента. Предложенный методический инструментарий оценки надежности эмитента коррелирует с результатами кредитного рейтинга эмитента ведущего рейтингового агентства «Эксперт РА» (табл. 2).

Помимо системы критериев и балльно-рейтинговой оценки надежности эмитентов облигаций, предложенный методический инструментарий подразумевает разработку системы оценки инвестиционных характеристик облигаций.

Таблица 2
Сопоставление результатов предложенной балльно-рейтинговой оценки надежности эмитентов и присвоенного им рейтинга агентством «Эксперт РА»

Компания	Присвоенный рейтинг согласно предложен-ной методике оценки	Рейтинг, присвоенный компанией «Эксперт РА»
ПАО «Норильский никель»	41	AAA
ПАО «СИБУР Холдинг»	50	AAA
ПАО «Газпром нефть»	50	AAA
ПАО «Лукойл»	58	BBB+
ПАО «Роснефть»	62	BBB+

Одна из ключевых инвестиционных характеристик с позиции фундаментального анализа — расчетная справедливая стоимость облигаций (табл. 3). В соответствии с фун-

Результаты расчетов справедливой стоимости анализируемых облигаций

Инструмент	Справедливая стоимость	Рыночная цена приобретения	Разница	Оценка
Государственные облигации				
ОФЗ-25084-ПД	1 022,66	949,9	72,76	недооценена
ОФЗ-26233-ПД	1 381,81	838,9	542,91	недооценена
ОФЗ-26234-ПД	1 159,82	882,0	277,82	недооценена
ОФЗ-52003-ИИ	1 368,42	1 031,1	337,32	недооценена
ОФЗ-26235-ПД	1 573,69	858,5	715,19	недооценена
ОФЗ-26236-ПД	1 256,18	875,2	380,98	недооценена
Россия 26209 (ОФЗ-ПД)	1 450,45	997,6	452,85	недооценена
Муниципальные облигации				
Саха Респ-35014-об	385,28	846,2	-460,92	переоценена
Белгородская Обл-34014-об	356,60	930,0	-573,40	переоценена
Белгородская Обл-34015-об	352,37	950,0	-597,63	переоценена
Ульяновская область-35002	915,32	910,1	5,22	переоценена
СвердловскОбл-34007-об	1 023,10	928,2	94,90	недооценена
Московская Обл-34014-об	1 275,00	927,0	348,00	недооценена
Корпоративные облигации				
СИБУР Холдинг-10-об (в обращении)	2 793,77	1 000,7	1 793,07	недооценена
Газпром нефть-003Р-03Р (в обращении)	374,43	943,2	-568,77	переоценена
Норильский никель-5-боб (в обращении)	2 997,39	1002,2	1 995,19	недооценена
Роснефть-001Р-01-боб (в обращении)	270,66	1000,0	-729,34	переоценена

даментальным подходом к анализу ценных бумаг, наибольшей инвестиционной привлекательностью обладают недооцененные финансовые инструменты. С данной точки зрения из анализируемых ценных бумаг следует обратить внимание на облигации федерального займа (ОФЗ), муниципальные облигации Московской и Свердловской областей, а также облигации ПАО «СИБУР Холдинг» и ПАО «Норильский никель».

В табл. 4 представлены требования к присвоению рейтинга на основе инвестиционных характеристик корпоративных облигаций.

В качестве примера в табл. 5 представлены результаты ранжирования облигаций на основе надежности и кредитоспособности эмитентов и инвестиционной привлекательности выпущенных ценных бумаг.

Результаты комплексной оценки облигационных займов с учетом надежности эми-

тента и инвестиционной привлекательности выпущенных ими ценных бумаг могут быть интерпретированы следующим образом:

- менее 60 баллов — сектор наиболее надежных и инвестиционно-привлекательных облигаций;
- от 60 до 70 баллов — сектор инвестиционно-привлекательных облигаций с умеренным уровнем риска;
- от 70 до 80 баллов — сектор рискованных облигаций с невысокой инвестиционной привлекательностью;
- более 80 баллов — сектор высокорискованных облигаций с низкой инвестиционной привлекательностью.

Методика отбора эмитентов основана на составлении совокупного рейтинга компаний на основании данных об их финансовом состоянии и инвестиционных характеристиках выпущенных ими финансовых активов.

Таблица 4

Требования к присвоению рейтинга по инвестиционным характеристикам облигаций

Показатель	Требование		Порядок присвоения баллов
	Max / Min	Нормативное значение	
Номинал (N)	—	—	Облигации имеют идентичный номинал равный 1 000 р., соответственно каждому эмитенту будет присвоено по 1 баллу
Купонная доходность (k)	Max	—	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)
Периодичность купонных выплат (m)	Max	—	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)
Индекс ликвидности (LI)	—	0 < LI < 1 — уровень ликвидности облигации ниже рыночного уровня; LI = 1 — уровень ликвидности облигации соответствует рыночному уровню; LI > 1 — уровень ликвидности облигации выше рыночного уровня	Наибольшее значение показателя (минимальный балл)
Дюрация (D)	Min	—	Наименьшее значение показателя — минимальный балл
Рейтинг эмитента	Max	—	Наибольшее значение показателя — минимальный балл
Оценка недооцененности или переоцененности облигаций	—	—	Недооцененные облигации

Таблица 5

Результаты построенных рейтингов анализируемых компаний-эмитентов (фрагмент)

Наименование показателя	ПАО «Норильский никель»	ПАО «СИБУР Холдинг»	ПАО «Газпром-нефть»	ПАО «Роснефть»
Рейтинг кредитоспособности (P_k)	41	50	50	62
Рейтинг инвестиционной привлекательности ценных бумаг ($P_{ин}$)	11	12	13	16
Совокупный рейтинг	52	62	63	78
Тип облигаций	Наиболее надежные и инвестиционно-привлекательные облигации	Инвестиционно-привлекательные облигации с умеренным уровнем риска	Инвестиционно-привлекательные облигации с умеренным уровнем риска	Рискованные облигации с невысокой инвестиционной привлекательностью

На основе предложенного методического инструментария и метода иммунизации была апробирована возможность их применения для формирования инвестиционных портфелей (табл. 6). В табл. 6 представлены данные о приросте и просадке построенных на основе предложенного методического инструментария портфелей облигаций в сопоставлении с индексами Московской биржи, Российской торговой системы (РТС) и индекса государственных облигаций РФ (RGBI).

Таблица 6

Данные о приросте и просадке портфелей и индексов за 2017—2021 гг.

Активы в портфеле	Прирост стоимости портфеля, %	Просадка стоимости портфеля, %
Портфель 1 (государственные облигации)	118,79	44,96
Портфель 2 (муниципальные облигации)	62,64	82,13
Портфель 3 (корпоративные облигации)	93,69	52,21
ММВБ	43,08	30,86
РТС	40,32	34,82
RGBI	1,26	8,71

По расчетным данным можно сделать вывод, что наиболее доходным способом вло-

жения средств являются государственные облигации, но вложение средств в облигации муниципального и корпоративного секторов обладает наименьшим риском.

В условиях финансово-экономической нестабильности одним из наиболее надежных источников для вложений является формирование облигационного портфеля, направленного прежде всего на минимизацию риска инвестиций как частными и институциональными инвесторами (например, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами), так и государством в рамках стабилизационной денежно-кредитной политики.

Таким образом, предложенный методический инструментарий оценки облигационных займов объективно отражает финансовое положение компаний, а также инвестиционную привлекательность выпущенных ими ценных бумаг.

Данные принципы оценивания облигаций могут применяться для повышения эффективности частных и коллективных инвестиций, а также государства в нестабильных экономических условиях. Кроме того, рассматривается, что предложенные в работе методические принципы расширяют инструментарий эмитентов при планировании выпуска облигационных займов.

Библиографический список

1. *Байбеков И.Р.* Комплексная методика оценки кредитного качества эмитентов облигаций // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2014. № 4 (53). С. 74—78.
2. *Балюк И.А.* Тенденции развития международного рынка долговых ценных бумаг // Финансы: теория и практика. 2017. № 21 (2). С. 69—81.
3. *Кашина О.И.* Применение теории биржевого обмена к управлению портфелем финансовых активов // Аудит и финансовый анализ. 2017. № 5—6. С. 249—253.
4. *Ang J.B.* Survey of recent developments in the literature of finance and growth // Journal of Economic Surveys. 2008. № 22. P. 536—576.
5. *Bhattacharyay B.N.* Determinants of bond market development in Asia // Journal of Asian Economics. 2013. № 24. P. 124—137.
6. *Felman J., Gray S., Goswami M., Jobst A.A., Pradhan M., Peiris S., Seneviratne D.* ASEAN-5 bond market development: Where does it stand? Where is it going? // Asian-Pacific Economic Literature. 2014. № 28. P. 60—75.
7. *Samargandi N., Fidrmuc J., Ghosh S.* Is the relationship between financial development and economic growth monotonic? Evidence from a sample of middle-income countries // World Development. 2015. № 68. P. 66—81.
8. *Yashina N.I., Makarova S.D., Kashina O.I., Kuznetsov V.P., Romanovskaya E.V.* Methodical approaches to analysis of performance of budgetary obligations on the basis of the risk-oriented approach // Lecture Notes in Networks and Systems. 2020. № 87. P. 662—669.