

Л. О. Шкляев (Москва, Финансовая академия при Правительстве РФ).
Моделирование кредитного риска эмитента корпоративных облигаций.

Все множество моделей, оценивающих кредитный риск эмитента облигационного займа, можно разделить на четыре класса: дискриминантные модели (Z -модель Альтмана), логит-модели (модель Credit Portfolio View), структурные модели (модель Мертона, модель EDF), модели упрощенной формы (модель миграции рейтингов Ярроу–Турнбулла, модели Даффи–Синглтона).

Автором работы, представленной данным сообщением, была проанализирована специфика российского рынка облигаций (были рассмотрены 163 облигации российских эмитентов, из них 82 дефолтных): его ликвидность и эффективность, а также была посчитана доля эмитентов, акции которых котируются на бирже.

Анализ показал, что российский рынок рискованных облигаций (второго и третьего эшелонов) является низколиквидным и неэффективным, а, значит, цены на облигации не являются полной репрезентативной характеристикой финансового состояния эмитента. Поэтому можно считать, что модели, основанные на анализе цен облигаций, не будут иметь хорошей прогностической способности.

На основе проведенного анализа организационно-правовой формы эмитентов облигаций и их поручителей было определено, что акции только 12,5% компаний, потерпевших дефолт, размещены на бирже, значит, только для 12,5% дефолтных компаний могли быть применены структурные модели, что является крайне низким показателем.

С учетом специфики российского рынка облигаций автором работы было принято решение осуществить оценку дискриминантного качества (под дискриминантные качества модели понимается возможность разделения всего множества эмитентов корпоративных облигаций на группу с высоким кредитным риском и на группу с низким кредитным риском) только двух моделей: Z -модели Альтмана и модели Даффи–Синглтона.

Результаты проведенных тестов показали, что наилучшее прогностическое качество показала Z -модель Альтмана.

Спецификация построенной модели Альтмана имеет вид

$$Z = 1,111K_{\text{об. СОК}}^{3\text{кв.}} + 0,814K_{\text{рент. СОК}}^{3\text{кв.}} - 3,395K_{\text{ДО}}^{2\text{кв.}} + 1,31K_{\text{рент. ДО}}^{2\text{кв.}},$$

$$\Lambda = 0,41, \quad p = 0,005, \quad \hat{C} = -1,311,$$

где $K_{\text{об. СОК}}^{3\text{кв.}}$ — коэффициент обеспеченности собственным капиталом на конец 3 кв. 2008 г., $K_{\text{рент. СОК}}^{3\text{кв.}}$ — коэффициент рентабельности собственного капитала на конец 3 кв. 2008 г., $K_{\text{ДО}}^{2\text{кв.}}$ — доля долгосрочных обязательств в активах на конец 2 кв. 2008 г., $K_{\text{рент. ДО}}^{2\text{кв.}}$ — рентабельность долгосрочных обязательств на конец 2 кв. 2008 г.

При $Z \geq -1,311$ анализируемую компанию можно отнести к классу финансово устойчивых компаний в среднесрочной перспективе (1,5 месяца–3 месяца). При $Z < -1,311$ анализируемую компанию необходимо отнести к классу финансово неустойчивых компаний в среднесрочной перспективе (1,5 месяца–3 месяца), для которых высока вероятность дефолта.