

**ЭКОНОМИКА МИНЕРАЛЬНОГО СЫРЬЯ
И ГЕОЛОГО-РАЗВЕДОЧНЫХ РАБОТ**

УДК: 338.23:336

**ОЦЕНКА КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ
МИНЕРАЛЬНО-СЫРЬЕВОГО КОМПЛЕКСА —
ЭМИТЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**

В.М. ЗАЕРНЮК

*Российский государственный геологоразведочный университет
117997, Россия, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, 23, e-mail: zvm4651@mail.ru*

Низкий уровень информированности о событиях, оказывающих существенное влияние на цены акций, является важным фактором снижения доверия внутренних инвесторов к вложениям в рискованные активы. Автором исследуются методологические особенности оценки кредитоспособности предприятий минерально-сырьевого комплекса, являющихся эмитентами рынка ценных бумаг. Предложен подход к оценке кредитоспособности корпоративных эмитентов, включающий теоретико-методологический базис и методику проведения оценки кредитного рейтинга, являющегося комплексной характеристикой кредитного риска, отражающего вероятность несвоевременного или неполного исполнения эмитентом своих обязательств. Разработаны границы интервалов возможных значений анализируемых коэффициентов количественного анализа и распределение коэффициентов по интервалам возможных значений для оценки финансового состояния эмитента.

Ключевые слова: минерально-сырьевой комплекс; фондовый рынок; эмитенты; кредитоспособность; кредитный рейтинг.

**ASSESSMENT OF THE CREDITWORTHINESS
OF MINERAL COMPLEX ENTERPRISES —
ISSUERS OF THE STOCK MARKET**

V.M. ZAERNYUK

*Russian State Geological Prospecting University
117997, Russia, Moscow, Miklouho-Maklay' street, 23, e-mail: zvm4651@mail.ru*

A low awareness of the events, influencing on the stocks prices, is an important factor of the decline of the inner investors' credibility to the investments in risky assets. The article examines the methodological features of the credit assessment of mineral complex enterprises, which are the issuers of the securities market. An approach to assessing the creditworthiness of corporate issuers is given, which includes theoretical and methodological basis and methodology for assessing credit rating, being an an integrated credit risk characteristic, reflecting the likelihood of untimely or incomplete fulfillment by the issuer of its obligations. Boundaries of the intervals of possible values of analyzed factors of quantitative analysis and distribution of the coefficients for the intervals of possible values for assessing the financial condition of the issuer are designed.

Key words: mineral resource complex; the stock market; issuers creditworthiness; credit rating.

Рынок ценных бумаг является необходимым атрибутом развитой экономики. Для компаний фондовый рынок предоставляет возможность привлекать капитал путем проведения IPO, SPO, выпуска облигаций. Кроме того, рынок ценных бумаг предоставляет возможность привлечения инвестиций зарубежных инвесторов в национальную экономику. Однако инвестиции в акции российских компаний всегда оставались и продолжают оставаться рискованным мероприятием. Проблемы стагнации экономического роста и санкций добавляют дополнительные трудности для инвесторов. Восстановление инвестиционного роста и доверия к этому рынку со стороны компаний и частных инвесторов требует целенаправленных действий по формированию культуры внутренних сбережений, основанной на объективном и всестороннем информировании инвесторов — компаний и частных лиц о возможностях и рисках инвестиционных активов.

Пример зарубежных инвесторов, инвестирующих в иностранные компании, показывает преимущества вложений на системной основе, исходя из сигналов и прогнозов стабильно работающих и прошедших проверку временем информационных источников. Российские инвесторы, особенно частные, предоставленные самим себе в агрессивной среде информационной асимметрии, подвергаются наиболее серьезным рискам на рынке акций национальных эмитентов. Это во многом является источником растущего нигилизма организаций, юридических лиц и граждан к вложениям в рискованные активы, без преодоления которого вряд ли можно добиться возобновления инвестиционного роста.

В целях оценки кредитоспособности эмитента в мировой практике в настоящее время широко используются кредитные рейтинги. Рейтинг присваивается независимым рейтинговым агентством и является выражением готовности и способности эмитента выполнять взятые на себя финансовые обязательства. В рамках процедуры присвоения кредитного рейтинга агентствами выполняется детальный анализ качественных и количественных показателей деятельности, а присвоенные рейтинги по данным исследования [8], показывают высокую предсказательную способность: коэффициент Джини в среднем превышает 80 %.

Широкую известность в текущей практике фондовых рынков получили рейтинги независимых рейтинговых агентств Standard & Poor's, Fitch и Moody's. Так, международная шкала кредитного

рейтинга эмитента Standard & Poor's дает возможность выразить мнение о кредитоспособности эмитента, его способности своевременно и в полном объеме выполнять свои долговые обязательства.

Исследователи Г.М. Гамбаров, С.В. Ивлиев и А.С. Бирилов [2] справедливо отмечают, что проблема использования данного подхода в российской практике заключается в том, что больше 70 % корпоративных эмитентов не имеют кредитных рейтингов, присвоенных международными агентствами, а более половины — ни международного, ни национального рейтинга. В связи с этим особую актуальность приобретает задача построения оценок внутренних кредитных рейтингов на основе данных финансовой отчетности. Данная задача является центральной в кредитном анализе.

В российской практике используется нормативный подход оценки финансового состояния предприятия, заключающийся в сравнении рассчитанных финансовых показателей (коэффициентов) с нормативным значением, утвержденным (рекомендованным) законодательно¹. Однако данный метод, являющийся достаточно простым в практике его применения, имеет существенный недостаток, связанный со спецификой отраслей.

Учёными Е.А. Федоровой и Я.В. Тимофеевым [7] проверена состоятельность действующих в Российской Федерации нормативных значений коэффициентов, определяющих финансовое состояние предприятий на основании финансовой отчетности 5040 российских предприятий, относящихся к строительству, сельскому хозяйству, электроэнергетике, торговле и телекоммуникациям. Ими было установлено, что общепринятые нормативы (в том числе и из законодательства) правильно классифицируют всего лишь приблизительно 57 % компаний. Причиной низкой классификации считают эти авторы, могут быть как неверно определенные пороговые значения по исследуемым шести коэффициентам, так и отраслевые различия.

Поэтому определяющим в предлагаемом автором данной работы подходе к оценке кредитоспособности предприятий минерально-сырьевого комплекса (МСК) — корпоративных эмитентов является сравнение рассчитанных показателей в «доверительном диапазоне», содержащимся в рейтинговой методике, рекомендуемой к применению на уровне отрасли.

Определение кредитного рейтинга предприятий МСК — корпоративных эмитентов предлагается осуществлять в три этапа: качественный анализ

¹Приказ Минэкономразвития Российской Федерации от 18.04.2011 № 175 «Об утверждении Методики проведения анализа финансового состояния заинтересованного лица в целях установления угрозы возникновения признаков его несостоятельности (банкротства) в случае единовременной уплаты этим лицом налога». [Режим доступа]: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_115519/ (дата обращения: 24.06.2015).

Методические рекомендации по реформе предприятий (организаций) — приложение к приказу Минэкономики Российской Федерации от 01.10.1997 № 118. [Режим доступа]: <http://www.lawbase.ru/content/view/7874/39/> (дата обращения: 24.06.2015).

Правила проведения арбитражным управляющим финансового анализа, утвержденные Постановлением Правительства Российской Федерации от 25.06.2003 № 367. [Режим доступа]: <http://base.garant.ru/12131539/> (дата обращения: 24.06.2015).

финансового состояния эмитента; количественный анализ финансового состояния эмитента; определение кредитного рейтинга эмитента и рекомендуемого для установления лимита.

Качественный анализ заключается в сборе и анализе качественной трудно формализуемой информации о деятельности эмитента, прямо или косвенно характеризующей финансовое состояние эмитента. В отличие от качественного анализа, количественный анализ заключается в сборе и анализе количественных показателей деятельности эмитента, непосредственно характеризующих его финансовое состояние эмитента.

Источниками информации для качественного анализа финансового состояния эмитента являются:

правоустанавливающие документы (учредительные документы, лицензии и др.); годовой отчет; аудиторское заключение; материалы рейтинговых агентств; материалы средств массовой информации; ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг; прочие источники информации об эмитенте.

Рассмотрим более подробно содержание качественного и количественного анализа.

Направления качественного и количественного анализа финансового состояния эмитента представлены в табл. 1, 2:

Источниками информации для количественного анализа финансового состояния эмитента являются бухгалтерская отчетность, составленная в со-

Таблица 1

Содержание качественного анализа эмитента		
Номер п/п	Направления качественного анализа	Содержание качественного анализа
1	Структура собственников	Изучается: форма собственности, реестр собственников; принадлежность эмитента к финансовым группам и холдингам; степень зависимости от аффилированных лиц и самостоятельность в принятии решений.
2	Бизнес эмитента	Изучается: общая информация об эмитенте, история эмитента; страновые риски; состояние отрасли, к которой относится эмитент, и тенденции ее развития; отраслевые риски, конкурентное положение эмитента в отрасли, конкурентные преимущества эмитента; рынки сбыта, клиенты и поставщики; зависимость от крупных клиентов и поставщиков; информация о различных аспектах бизнеса эмитента.
3	Рейтинги	Рейтинги российских и международных рейтинговых агентств; присвоенные эмитенту
4	Кредитная история эмитента	Кредиторы, объемы и сроки кредитов; долговые обязательства; гарантии, предоставленные за эмитента
5	Характеристика рынка ценных бумаг эмитента	Объемы торгов по ценным бумагам эмитента; котировки ценных бумаг эмитента.
6	Транспарентность	Прозрачность структуры собственников; доступность бухгалтерской отчетности эмитента; наличие публикаций об эмитенте в средствах массовой информации.
7	Деловая репутация	Деловая репутация эмитента и руководства организации-эмитента; качество управления организацией-эмитентом.
8	Стратегия развития	краткосрочная и долгосрочная стратегия развития; перспективы развития
9	Позитивная информация	Информация о присуждении эмитенту премий, наград и т.д.; другая информация, прямо или косвенно свидетельствующая об улучшении финансового состояния эмитента, а также способная оказать позитивное воздействие на финансовое состояние эмитента в перспективе
10	Негативная информация	Информация о наличии просроченной задолженности перед федеральными и внебюджетными фондами; информация о наличии просроченной задолженности перед работниками по заработной плате; информация о фактах неисполнения, несвоевременного или неполного исполнения эмитентом своих финансовых обязательств; информация о санкциях, наложенных на эмитента со стороны государственных надзорных органов; информация о вовлечении эмитента в судебные разбирательства в качестве ответчика; информация об изменениях в составе собственников или руководящих органов эмитента; информация об изменениях в составе собственников или руководящих органов эмитента; информация о конфликтах между собственниками эмитента; другая информация, прямо или косвенно свидетельствующая об ухудшении финансового состояния эмитента.

Таблица 2

Содержание количественного анализа эмитента

Номер п/п	Показатели	Алгоритм расчёта показателей
1	Структурный анализ активов и пассивов	
	В рамках структурного анализа активов и пассивов эмитента рассматриваются:	Основные статьи пассивов и активов эмитента; динамика отдельных статей баланса и общие тенденции развития.
2	Рентабельность	
	Рентабельность активов (ROA)	$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Среднегодовые активы}},$ среднегодовые активы — среднее арифметическое между совокупными активами эмитента на начало и на конец финансового года
	Рентабельность капитала (ROE)	$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Среднегодовой капитал}},$ среднегодовой капитал — среднее арифметическое между капиталом эмитента на начало и на конец финансового года
	Маржа валовой прибыли (M_{gp})	$M_{gp} = \frac{\text{Валовая прибыль}}{\text{Выручка}},$
	Маржа чистой прибыли (M_{np})	$M_{gp} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Выручка}},$
	Маржа операционной прибыли (M_{op})	$M_{np} = \frac{\text{EBIT (EBITDA)}}{\text{Выручка}},$ EBIT — брутто-прибыль от обычной деятельности до выплаты процентов и налогов; EBITDA — EBIT + амортизация основных средств и нематериальных активов
3	Оборачиваемость	
	Оборачиваемость активов (OA)	$OA = \frac{\text{Выручка}}{\text{Среднегодовые активы}},$
	Оборачиваемость дебиторской задолженности ($ODЗ$)	$ODЗ = \frac{\text{Выручка}}{\text{Среднегодовая дебиторская задолженность}},$
	Оборачиваемость кредиторской задолженности ($OKЗ$)	$OKЗ = \frac{\text{Выручка}}{\text{Среднегодовая кредиторская задолженность}},$
	Оборачиваемость запасов ($OЗ$)	$OЗ = \frac{\text{Себестоимость}}{\text{Среднегодовые запасы}},$
4	Долговая нагрузка	
	Размер долга на рубль капитала ($ДН_K$)	$ДН_K = \frac{\text{Долг}}{\text{Капитал}},$
	Размер долга на рубль прибыли от продаж ($ДН_П$)	$ДН_П = \frac{\text{Долг}}{\text{EBIT}},$
	Покрытие процентных платежей (K_{nn})	$K_{nn} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Процентные платежи}},$
	Структура долга (CD)	$CD = \frac{\text{Краткосрочные обязательства}}{\text{Долг}},$
	Имобилизация капитала ($ИК$)	$ИК = \frac{\text{Низколиквидные активы}}{\text{Капитал}},$

Номер п/п	Показатели	Алгоритм расчёта показателей
5	Ликвидность	
	Коэффициент текущей ликвидности ($K_{ТЛ}$)	$K_{ТЛ} = \frac{\text{Текущие активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}},$ текущие активы — оборотные активы за вычетом дебиторской задолженности, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты краткосрочные обязательства — обязательства за вычетом доходов будущих периодов
	Коэффициент быстрой ликвидности ($K_{БЛ}$)	$K_{БЛ} = \frac{\text{Ликвидные активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}},$ ликвидные активы — краткосрочные финансовые вложения плюс дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты
	Коэффициент мгновенной ликвидности ($K_{МЛ}$)	$K_{МЛ} = \frac{\text{Высоколиквидные активы}}{\text{Краткосрочные обязательства}},$ высоколиквидные активы — денежные средства плюс краткосрочные финансовые вложения
6	Денежные потоки	
	Достаточность денежных потоков от операционной деятельности для погашения долга ($ДДП_{ОД}$)	$ДДП_{ОД} = \frac{CFO}{\text{Долг}},$ CFO — чистые денежные средства от текущей деятельности
	Достаточность денежных потоков от операционной деятельности для осуществления эмитентом капиталовложений ($ДДП_{КВ}$)	$ДДП_{КВ} = \frac{CFO}{CapEx},$ CapEx — приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальных активов
	Достаточность свободных денежных потоков для погашения долга ($ДСДП$)	$ДСДП = \frac{FCF}{\text{Долг}},$ FCF — чистые денежные средства от текущей деятельности за вычетом средств на приобретение объектов основных средств, доходных вложений в материальные ценности и нематериальные активы ($FCF = CFO - CapEx$)

ответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета (формы по ОКУД - 0710001, 0710002, 0710003, 0710004, 0710005).

Дополнительными источниками информации для анализа финансового состояния эмитента являются финансовая отчетность, составленная по

Таблица 3

Уровни кредитного рейтинга геолого-разведочных организаций

Кредитный рейтинг	Описание
A	Эмитент, имеющий рейтинг «А», характеризуется исключительно высокой способностью отвечать по своим обязательствам в срок и в полном объеме. Вероятность изменения этой способности в худшую сторону под влиянием внешних и внутренних предсказуемых факторов крайне незначительна. Кредитный риск по обязательствам эмитента минимальный.
BB	Эмитент, имеющий рейтинг «BB» характеризуется высокой способностью отвечать по своим обязательствам в срок и в полном объеме. Вероятность изменения этой способности в худшую сторону под влиянием внешних и внутренних предсказуемых факторов незначительна. Кредитный риск по обязательствам эмитента низкий.
B	Эмитент, имеющий рейтинг «B» характеризуется средней способностью отвечать по своим обязательствам в срок и в полном объеме. Вероятность изменения этой способности в худшую сторону под влиянием внешних и внутренних предсказуемых факторов не высока. Кредитный риск по обязательствам эмитента умеренный.
CC	Эмитент, имеющий рейтинг «CC» характеризуется невысокой способностью отвечать по своим обязательствам в срок и в полном объеме. Вероятность изменения этой способности в худшую сторону под влиянием внешних и внутренних предсказуемых факторов значительна. Кредитный риск по обязательствам эмитента существенный.
C	Эмитент, имеющий рейтинг «C» характеризуется низкой способностью отвечать по своим обязательствам в срок и в полном объеме. Вероятность изменения этой способности в худшую сторону под влиянием внешних и внутренних предсказуемых факторов крайне высока. Кредитный риск по обязательствам эмитента высокий.
D	Эмитент, имеющий рейтинг «D», характеризуется крайне низкой способностью отвечать по своим обязательствам в срок и в полном объеме. Кредитный риск по обязательствам эмитента критический.

Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО, IFRS); управленческая отчетность (при наличии), а также бизнес-план эмитента, либо информация о существенных событиях в части финансово-хозяйственной деятельности эмитента, произошедших в течение ближайших к дате анализа 360 календарных дней.

По результатам качественного и количественного анализа финансового состояния эмитента определяется кредитный рейтинг эмитента по шкале, состоящей из шести уровней — от рейтинга «А» с характеризующего минимальный кредитный риск по обязательствам эмитента до рейтинга «D» с кредитным риском по обязательствам эмитента, оцениваемым как критический (табл. 3).

Для каждого коэффициента K на основе выборки по группе сопоставимых с анализируемым эмитентом организаций рассчитывается средний уровень по отрасли $\bar{K}_{отр}$. Организации признаются сопоставимыми, если они принадлежат одной отрасли и/или имеют схожую специфику бизнеса.

$\bar{K}_{отр}$ рассчитывается как среднее арифметическое полученных средних уровней по выборке сопоставимых организаций. Предварительно по каждой организации рассчитывается средний уровень значения коэффициента по данным на годовую отчетную дату. Расчет осуществляется по ближайшим трем годовым отчетным датам: на отчетную дату, на 31 декабря предыдущего года и на 31 декабря года, предшествующего предыдущему.

На основе среднего уровня коэффициента экспертным путем получены границы интервалов возможных значений данного коэффициента применительно к предприятиям МСК (табл. 4).

Финансовое состояние предприятий МСК — корпоративных эмитентов по результатам количественного анализа предлагается оценивать в зависимости от распределения коэффициентов, рассчитанных по конкретному эмитенту, по интервалам возможных значений (табл. 5).

Апробация предлагаемой методики проведена по трем предприятиям, добывающих нефть и газо-

Таблица 4

Границы интервалов возможных значений анализируемого коэффициента

Ограничение на коэффициенты	Интервал «D»	Интервал «C»	Интервал «B»	Интервал «A»
Рентабельность	$K < 0,3 \bar{K}_{отр}$	$0,3 \bar{K}_{отр} < K < 0,7 \bar{K}_{отр}$	$0,7 \bar{K}_{отр} < K < 1,5 \bar{K}$	$K < 1,5 \bar{K}_{отр}$
Оборачиваемость				
Ликвидность				
Достаточность денежных потоков эмитента				
Покрытие процентных платежей	$K > 3,0 \bar{K}_{отр}$	$3,0 \bar{K}_{отр} < K < 1,5 \bar{K}_{отр}$	$1,5 \bar{K}_{отр} < K < 0,7 \bar{K}_{отр}$	$0,7 \bar{K}_{отр} < K$
Уровень финансового рычага				
Погашение долга за счет операционной прибыли				
Структура долга				
Имобилизация капитала				

Таблица 5

Распределение коэффициентов по интервалам возможных значений для оценки финансового состояния эмитента по результатам количественного анализа

Финансовое состояние	Распределение коэффициентов по интервалам возможных значений			
	Рентабельность	Оборачиваемость	Долговая нагрузка	Ликвидность
Отличное	Не ниже, чем «выше средней»	Не ниже, чем «средняя»	Не выше, чем «ниже средней»	Не ниже, чем «средняя»
	Не ниже, чем «средняя»	Выше средней	Ниже средней	Выше средней
	Выше средней			
Хорошее	Не ниже, чем «средняя»	Не ниже, чем «ниже средней»	Не выше, чем «средняя»	Не ниже, чем «ниже средней»
	Не ниже, чем ниже средней	Не ниже, чем «средняя»	Не выше, чем «выше средней»	Не ниже, чем «средняя»
Удовлетворительное	Ниже средней	Существенно ниже средней	Не выше, чем «выше средней»	Существенно «ниже средней»
	Существенно ниже средней	Не ниже, чем ниже средней	Существенно выше средней	Не ниже, чем «ниже средней»
Неудовлетворительное	Во всех иных случаях			

вый конденсат: ОАО «Славнефть-Мегионнефтегазгеология», ОАО «Славнефть-Мегионнефтегазгеология» и ОАО «ННК-Печоранефть».

Рассчитанные коэффициенты по ключевым показателям качественного анализа, представленные в табл. 5, показывают достаточно широкий разброс по рассмотренным компаниям. Довольно значительные отраслевые различия выявлены для коэффициентов рентабельности, оборачиваемости и уровню долговой нагрузки, в отличие от коэффициентов ликвидности.

Сравнение рассчитанных групп показателей по оцениваемым геолого-разведочным организациям со средними показателями предприятий отрасли в диапазоне границ возможных значений коэффициентов, а также распределения коэффициентов по

интервалам возможных значений для оценки финансового состояния эмитента по результатам количественного анализа, позволили присвоить эмитенту ОАО «Славнефть-Мегионнефтегазгеология» рейтинг «ВВ», ОАО «Архангельское геологическое предприятие» рейтинг «СС» и, соответственно, ОАО «ННК-Печоранефть» — рейтинг «С».

Использование предложенной методики оценки кредитоспособности предприятий минерально-сырьевого комплекса — корпоративных эмитентов даст возможность инвесторам получить более полную и адекватную характеристику с учетом основных параметров эмитента, оценить уровень его кредитного риска, то есть способности отвечать по своим обязательствам в срок и в полном объеме.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бородин А.И., Кулакова И.С. Математическое моделирование процессов финансовой устойчивости предприятия в условиях рисков // Журнал исследований социальной политики. 2013.
2. Гамбаров Г.М., Ивлиев С.В., Бирилов А.С. Оценка внутреннего кредитного рейтинга эмитентов облигаций // 2011. № 3. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.reglament.net/bank/r/2011_3/get_article.htm?id=1458.
3. Зубарева В.Д., Мурадов Д.А. Анализ использования различных подходов к оценке степени банкротства компании. // Нефть, газ и бизнес. 2006. № 7. С. 35–39.
4. Коротин В.Ю., Ульченков А.М., Исламов Р.Т. Оценка вероятности дефолта нефтяной компании // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. 2014. № 11. С. 10–18.
5. Кораблева И. Измерение риска дефолта частных российских фирм с помощью модели Макеева Е.Ю., Бакурова А.О. Прогнозирование банкротства компаний нефтегазового сектора с использованием нейросетей // Корпоративные финансы. 2012. № 3(23). С. 22–30.
6. Лисов В.И., Курбанов Н.Х., Давтаев М.В., Брюховецкий О.С. Геология и нефть России: экономика, организация, кадры // Известия вузов. Геология и разведка. 2012. № 2. С. 84–87.
7. Федорова Е.А., Тимофеев Я.В. Нормативы финансовой устойчивости российских предприятий: отраслевые особенности // Корпоративные финансы. 2015. № 1(33). С. 38–45.
8. Default, Transition and Recovery: 2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions. // Standard & Poor's. 2011. [Electronic resource]. Access: http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Global_DefaultStudy.pdf.