

ЧТО ТАКОЕ РЫНОЧНАЯ ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИИ ИЛИ ПАРА ЗАМЕЧАНИЙ К ПРОЕКТУ ПОРЯДКА ОЦЕНКИ КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ

С.А.Пузенко

*Со всей толерантностью, на которую способен,
и еще толерантней по просьбе владельцев сайта*

Появилось два очередных гениальных изобретения рыночной стоимости того, что не имеет рынка:

- 1) новый порядок расчета рыночной стоимости права пользования земельным участком (по крайней мере, он новый для меня);
- 2) кривые безкупонной доходности ОВГЗ по которым определяются рыночные безрисковые ставки.

Первое обсуждать нет смысла. Два «научовця» уже больше 20 лет морочат всем желающим голову вещами, о которых не могут в силу совковой профессиональной подготовки и отсутствия знания английского языка, иметь никакого представления, как, впрочем, и те, кто их слушает. В постсоветской Средней Азии их упражнения может и выглядят безобидно, а вот в Украине, как по мне, – оскорбительно.

Во-вторых, рынка ОВГЗ как-то нет, а безрисковую доходность в стране как-то надо находить. Поэтому появляются очень похожие по шарлатанству на предыдущую выдумку, кривые безкупонной доходности НБУ. Ну ладно они там в НБУ сами себе что-то считают. Это их горе без ума. Но теперь, с легкой руки фондовых методистов, оценщикам тоже придется мазаться в глупости очередных а-ля только что из Лондона. Что-то я на сайте американского казначейства никаких расчетных кривых доходности казначейских обязательств США не наблюдал. А вот для украинских оценщиков это так важно, что во Львове собирается целая конференция.

Что же общего в этих двух разных выдумках?

Мне видится следующее: поскольку ни право пользования земельными участками, ни ОВГЗ не имеют нормального эффективного рынка, вопрос об их рыночной стоимости некорректен изначально. Ответы на некорректные вопросы неизбежно становятся объектом всякого рода тщеславных псевдоинтеллектуальных, а точнее, шарлатанских потуг. Это ж так легко поумничать – проверить все равно никак нельзя. Вспоминаю цитату своего хорошего друга: «Вы можете задать любой вопрос и получите любой ответ».

Но, удивительно даже не это. Удивительна падкость Украинского общества оценщиков на подобные измышления. Она настолько красноречива и совершенна, что вопрос «Зачем для ознакомления с шарлатанством конференцию собирать?» становится риторическим.

Проект оценки прав требований свидетельствует о том, что люди в НБУ и ФГВФЛ не знают как определить рыночную доходность облигаций. Вопрос «Как они с таким счастьем попали туда на работу?» я тоже буду считать риторическим.

Из жалости к себе и немногим оценщикам, которых я люблю, вынужден повторить некоторые базовые понятия фондового рынка.

Так вот. Наблюдаемой на рынке величиной является, конечно же, котировка облигации. Но для многих приложений очень нужно знать рыночную доходность облигации. Например, рыночная доходность ОВГЗ очень нужна для определения безрисковой ставки доходности в Украине. Правда, зачем она понадобилась для определения прав требований по кредитам, я совершенно не понимаю (но это уже другая история).

Что же такое рыночная доходность облигации?

Рыночная доходность – это такая ставка дисконта, при которой дисконтированные на дату оценки будущие платежи по облигации равны ее котировке.

Т.е., для определения рыночной доходности облигации по ее рыночной котировке надо решить одно не очень простое уравнение. В общем виде написать его будет затруднительно для понимания, поэтому рассмотрим конкретный пример.

Надо определить рыночную доходность стандартной 3-х летней ОВГЗ. Обычно – это купонная облигация с выплатами купона раз в полгода и погашением в конце объявленного срока выпуска. Даты выплат купонов, погашения самой облигации, а также купонная ставка выплат и номинал облигации – известные величины, которые объявляются в проспекте эмиссии.

Допустим нам надо определить ее рыночную доходность на 200 день после выпуска (дата оценки). При этом имеем следующие исходные данные:

Котировка на дату оценки – 900 грн.

Номинал – 1000 грн.;

Номинальная доходность 12% годовых (это означает, что раз в полгода выплачивается 6% от номинала или 60 грн.);

Срок обращения – 3 года.

Первый купонный платеж (на 182 день после выпуска) мы уже пропустили, второй ожидается через 165 дней после даты оценки, третий – через 347 (165+182) и так далее. Всего ожидаем пять платежей. Тогда можно записать следующее уравнение:

$$S = \sum_{k=0}^4 \frac{60}{(1+i)^{(165+1325*k)/365}} + \frac{1000}{(1+i)^{(165+4*1325)/365}}$$

Это есть уравнение для определения i как ставки рыночной доходности облигации. Оно в явном виде не решается. Но его легко решить методом последовательных приближений, который является стандартной функцией *Excel* и называется подбор параметра. При заданных в примере исходных данных рыночная доходность равняется 18,24% годовых.

Замечу, что американское казначейство на своем сайте именно так определяет рыночную доходность казначейских обязательств США. Так же действуют фондовые игроки и аналитики во всем мире. Примечательно, что в данном подходе нет никаких подгоночных параметров, а только рыночная информация.

Альтернативно какие-то явные формулы якобы рыночной доходности фигурируют в постсоветских учебниках. Может быть, что то еще можно найти где-то в третьесортных европейских вузах, которые так любят посещать мажорные украинские дети. Но это просто приближенные решения приведенного выше уравнения (времен логарифмических линеек и инвестиционных калькуляторов). Смею предположить, что подгоночные параметры как они фигурируют в кривых безкупонной доходности¹, нужны НБУ для манипуляций в ручном режиме, поскольку реального рынка ОВГЗ нет. Кстати, НБУ в своей статистике искажает многие рыночные данные.

¹ Насколько идиотский термин.

Но оценщики – это не НБУ, надо же как-то их уважать², а не заставлять заниматься манипуляциями вместе с НБУ и ФГВФЛ. Это просто моветон какой-то.

Если же говорить еще о критике проекта, то могу сказать как минимум две вещи.

Во-первых, в Международных стандартах оценки нет формул, там есть принципы. У нас же норовят вместо принципов написать побольше формул, чтобы, в силу общей тупости и пренебрежения принципами, строем ходили.

Во-вторых, вероятностные формулы написаны вроде и верно, но параметры формул, такие как вероятность дефолта, сроки получения денег в случае дефолта и т.д. должны определяться из статистики банковской деятельности и деятельности ФГВФЛ по возвратам кредитов. Поскольку такая статистика очень нелицеприятна как для ФГВФЛ, так и для НБУ, обязательств по ее публикации в порядке мы не видим. А без этого любые формулы – это филькина грамота, поскольку туда подставлять нечего.

Да и практика работы с кредитами не бывает а-ля орел-решка. Т.е. нельзя рассматривать только два события – погашения или дефолт. Действительность немного разнообразнее. Вообще люди уже давно для описания таких случаев пользуются не теорией вероятности, а нечеткой логикой. Но опять же нужна хорошо структурированная статистика НБУ и ФГВФЛ. И если и был смысл писать этот порядок, то только ради того, чтобы заставить банки публиковать эту статистику. В противном случае этот порядок написан против оценщиков и оставляет огромный простор для манипуляций и оказания давления на оценщиков в отсутствие рыночной информации.

И последнее...

Рынок продажи кредитных портфелей очень закрытый. Поэтому еще одним обязательством НБУ в этом порядке должно было бы стать обязательство публикации данных о сделках с кредитными портфелями. Без этого сравнивать не с чем...

Список замечаний можно и продолжить, но я не вижу в этом особого смысла. Общих выводов из этой истории, зная немного положение дел в ФГВФЛ, можно сделать много, но о грустном пока хватит.

² Кто не может посчитать самостоятельно, есть сайт [c-bonds](http://c-bonds.com).