Сигналы о кредитоспособности компании и их значение на российском финансовом рынке

Антон ПОЛОУС,
Санкт-Петербургский государственный университет (СПбГУ)



В экономической науке теория сигналов сформировалась в начале 70-х годов XX века благодаря работе Майкла Спенса, посвященной сигнализированию на рынке труда (Spence, 1973). Особое место теория сигналов получила при анализе финансовых рынков, для которых роль информации крайне велика.

Издержки на подачу эффективного сигнала находятся в обратной зависимости от скрытого качества отправителя

Суть сигнализирования заключается в том, что информированная сторона добровольно совершает определенное действие, которое может быть воспринято неинформированной стороной как сигнал, позволяющий достоверно выявить скрытые характеристики первой. Сигнализирование является способом преодоления информационной асимметрии, благодаря которому может быть достигнуто лучшее для обеих сторон равновесие. Не любой сигнал несет в себе информационную ценность — согласно М. Спенсу, эффективным является сигнал, издержки на подачу которого находятся в обратной зависимости от скрытого качества отправителя. В данной работе предпринята попытка найти конкретные показатели, которые могли бы являться эффективными сигналами на российском рынке заемного капитала.

Для решения этой задачи была построена модель множественной регрессии, отражающая влияние ряда регрессоров на зависимую переменную — G-спред по корпоративным облигациям. Данные по характеристикам корпоративных облигаций и ряд финансовых показателей эмитентов были взяты из базы данных Cbonds. Сформированная выборка включает в себя 752 наблюдения. Для построения регрессионной модели использовались следующие переменные.

Gspread (G-спред) — зависимая переменная. Удобность использования кредитного спреда заключается в возможности сопоставлять выпуски за разные периоды, так как спред будет учитывать конъюнктуру рынка. Чем выше G-спред, тем более рискованными являются облигации по отношению к безрисковым ценным бумагам и наоборот. G-спред, рассчитанный на дату размещения выпуска, характеризует затраты эмитента на обслуживание долга. Компания с более высоким G-спредом по своим облигациям будет вынуждена столкнуться с большими

расходами по долговому финансированию в сравнении с компанией, чьи бумаги имеют меньший спред. В контексте проводимого исследования основная задача заемщика — снизить G-спред при размещении облигаций с помощью посылаемых сигналов о кредитоспособности.

Rating — детерминирующая переменная, представляющая из себя кредитный рейтинг эмитента, составленный российскими рейтинговыми агентствами «Эксперт РА» и «АКРА». Кредитный рейтинг является комплексным показателем, отражающим ряд важных качеств компании, таких как финансовая стабильность, конкурентная позиция на рынке, качество управления и другие. Несмотря на то что деятельность и методология рейтинговых агентств регулируются Банком России, существует положительная вероятность возникновения конфликта интересов при присвоении рейтинга, так как оплата рейтинга производится самим эмитентом. С одной стороны, это может поставить под вопрос объективность кредитного рейтинга как оценки кредитоспособности, но с другой — факт оплаты рейтинга эмитентом позволяет рассматривать кредитный рейтинг как полноценный сигнал, требующий определенных затрат на подачу. В построенной модели кредитный рейтинг может иметь значение и как самостоятельный сигнал, и как прокси-переменная, характеризующая общее финансовое положение эмитента. В составленной выборке каждый эмитент либо имеет рейтинг одного из двух рейтинговых агентств («Эксперт РА» или «АКРА»), либо не имеет присвоенного рейтинга. Так как рейтинговые шкалы двух агентств во многом совпадают, для возможности включения кредитного рейтинга в модель как регрессора было принято решение объединить рейтинги в одну совокупность, проранжировав их от наихудшего к наилучшему и тем самым сформировав дискретную переменную.

Guaranteed — фиктивная переменная, означающая гарантированность выпуска облигаций. Принимает значение 1, если бумага является гарантированной, 0 — в противоположном случае.

Результат проведенного исследования указывает на направленность надежных компаний к выпуску долгосрочных облигаций

E_A (Equity/Assets) — коэффициент автономии. Он характеризует долю собственного капитала для финансирования общих активов компании и вычисляется как отношение собственного капитала к активам. Данный коэффициент показывает, насколько компания независима от кредиторов. Коэффициент был рассчитан для сопоставления разных компаний по величине собственного капитала. Величина собственного капитала как сигнал о кредитоспособности впервые была рассмотрена в работе Леланда и Пайла (1977). Их логика заключается в том, что собственники фирмы и инвесторы, обладающие частной информацией о кредитоспособности компании и качестве будущих проектов, могут совершить действие, являющееся сигналом для внешнего кредитора, а именно вложиться в данную компанию. Затратами для подачи такого сигнала выступают упущенные выгоды от вложения средств в другие проекты с таким же уровнем риска. Чем больший размер средств инсайдеры готовы вложить в компанию, тем выше уровень сигнала.

D_E (Debt/Equity), D_A (Debt/Assets) — коэффициенты финансового левериджа и финансовой зависимости соответственно. Оба коэффициента выступают показателями величины долга компании и позволяют сравнивать доли заемного капитала разных эмитентов. Впервые величина заемного капитала компании как сигнал о скрытом качестве была проанализирована Россом (1977). В своей работе Росс показывает, что менеджеры, обладающие информацией о действительной кредитоспособности компании, могут подать положительный сигнал о внутреннем качестве компании через увеличение заемного капитала. Похожую логику развивают и другие авторы, например Myers & Majluf (1984), Epure & Guasch (2020). Они делают вывод о пересмотре структуры капитала фирмы в сторону заемного капитала как о положительном сигнале для внешних инвесторов.

TimeToMaturity — переменная, обозначающая количество дней с даты размещения до даты погашения облигации. Согласно Фланнери (1986), компании с высоким уровнем кредитоспособности могут

Таблица 1
Описательные статистики переменных в выборке

	Среднее	Минимум	Максимум	Стандартное отклонение	5 % перцентиль	95 % перцентиль
Gspread	318.09	6.98	1265.20	264.29	47.30	875.02
Rating	5.17	0.00	14.00	4.81	0.00	11.00
E_A	0.33	0.00	1.00	0.25	0.03	0.78
D_E	10.31	0.00	137.67	34.57	0.28	28.56
D_A	0.66	0.00	1.00	0.26	0.22	0.97
TimeToMaturity	2514.39	106	12740	2199.03	728	5460

Источник: рассчитано автором

Таблица 2
Оценки коэффициентов в итоговой модели

Источник: рассчитано автором

	Коэффициент	Ст. ошибка	t-статистика	P-значение	
const	407.089	25.3394	16.07	<0.0001	***
Rating	-11.9292	1.76773	-6.748	<0.0001	***
TimeToMaturity	-0.0411982	0.00457	-9.002	<0.0001	***
D_A	79.1505	27.6740	2.860	0.0044	***
R^2_{adj} = 0.23					

* P-значение < 0.1; ** P-значение < 0.05; *** P-значение < 0.01

сигнализировать о своем скрытом качестве через выбор финансирования с помощью долговых инструментов с коротким сроком погашения. По его мнению, компании, реализующие более рисковые проекты, будут реже полагаться на краткосрочное долговое финансирование из-за повышенной вероятности банкротства в краткосрочном периоде.

В Таблице 1 представлены описательные статистики для всех перечисленных переменных, кроме фиктивной переменной Guaranteed.

При построении модели регрессоры Guaranteed, E_A, D_E оказались незначимы. После удаления статистически незначимых коэффициентов уравнение итоговой модели приобретает вид:

$$Gspread_i = const + \beta_1 Rating_i + \\ + \beta_2 TimeToMaturity_i + \beta_3 D_A_i + \varepsilon_i.$$

Для целей проводимого исследования важны знаки коэффициентов и их значимость. Коэффициент при регрессоре TimeToMaturity имеет отрицательный знак, что означает, что при увеличении срока погашения облигации G-спред будет в среднем снижаться. Такой результат противоречит гипотезе, выдвинутой Фланнери, заключающейся в том, что положительным сигналом могут быть короткие сроки погашения долговых инструментов. Результат проведенного исследования указывает на направленность надежных компаний к выпуску долгосрочных облигаций, но в рамках рассмотренной модели подтвердить сигнальную функцию временной структуры долга проблематично.

Коэффициент при переменной D_A имеет положительный знак, то есть при увеличении коэффициента финансовой зависимости G-спред в среднем растет. Этот результат соответствует экономическому смыслу самого коэффициента финансовой зависимости, который при больших своих значениях означает низкую надежность компании и высокую зависимость от заемного капитала. Одновременно с этим полученный результат не соответствует теории долгового сигнализирования, описанной Россом.

Коэффициенты при регрессорах Guaranteed и E_A оказались незначимыми, что не позволяет на основе построенной модели выявить их сигнальную функцию.

Коэффициент при регрессоре Rating имеет отрицательный знак, на основании чего можно сделать вывод, что при увеличении кредитного рейтинга компании G-спред по выпускаемым облигациям будет снижаться. Такой результат полностью соответствует теории и здравому смыслу. Является ли кредитный рейтинг самостоятельным сигналом о кредитоспособности? На основании построенной модели ответ не очевиден, ведь кредитный рейтинг организации будет тем выше, чем лучше ее финансовое состояние. То есть сигналом может выступать не сам рейтинг, а финансовая отчетность компании. Несмотря на это, кредитный рейтинг может являться самостоятельным сигналом о кредитоспособности в нескольких случаях. Во-первых, рейтинг может быть эффективным сигналом о кредитоспособности для частных инвесторов, доверяющих рейтинговым агентствам и не обладающих возможностью самостоятельно оценить финансовое положение компании. В этом случае инвесторы перекладывают необходимость производства информации о надежности эмитента на рейтинговое агентство и воспринимают результат оценки кредитоспособности как сигнал. Во-вторых, частные инвесторы и институциональные инвесторы, которые обычно самостоятельно оценивают кредитоспособность объекта инвестирования на основе финансовой отчетности и прочих источников, могут воспринимать кредитный рейтинг как сигнал из-за положительных затрат компании на его присвоение. Только компания, уверенная в своем высоком уровне кредитоспособности, будет нести затраты на получение кредитного рейтинга, который публично отражает этот уровень. Таким образом, самостоятельное решение менеджеров и собственников о присвоении кредитного рейтинга может служить положительным сигналом о кредитоспособности компании.

Только компания, уверенная в своем высоком уровне кредитоспособности, будет нести затраты на получение кредитного рейтинга, который публично отражает этот уровень