

بنام خدا

رتبه اعتباری و ساختار سرمایه

Credit Rating & Capital Structure



مروری بر مقاله *Credit Ratings and Capital Structure* که در سال ۲۰۰۶ توسط

DARREN J. KISGEN در *Journal of Finance* منتشر شده است؛

بررسی اثر رتبه اعتباری بر ارزشگذاری اوراق بهادار شرکتها در بسیاری از مطالعات تجربی انجام شده و

نشان می‌دهد که رتبه اعتباری بر ارزشگذاری اوراق بهادار موثر است؛

این مقاله به بررسی اثر رتبه اعتباری بر تصمیمات ساختار سرمایه می‌پردازد؛

مقدمه

- آیا رتبه اعتباری بر تصمیمات ساختار سرمایه Capital Structure و نسبت بدهی و اهرم D/E اثر می‌گذارد؟
- شرکت‌هایی که در آستانه تغییر رتبه اعتباری (ارتقا و یا تنزل رتبه اعتباری) هستند، نسبت به سایر شرکت‌ها بدهی کمتری منتشر می‌کنند و اهرم کمتری دارند؛
- این موضوع با هزینه‌ها / منافع تغییر رتبه اعتباری مرتبط می‌باشد که تئوری‌های سنتی ساختار سرمایه آنها را توضیح نمی‌دهند؛
- در این تحقیق رتبه اعتباری، در چارچوب تئوری‌های معروف ساختار سرمایه (تئوری توازی ایستا و تئوری سلسله مراتب نیازهای مالی) بررسی می‌گردد؛
- مدیران هنگام تصمیم‌گیری راجع به ساختار سرمایه به رتبه اعتباری نیز اهمیت می‌دهند؛
- شرکت‌ها ممکن است برای ارتقای رتبه اعتباری خود و یا افزایش درجه سرمایه‌گذاری (مثلاً از درجه سفته‌بازی به سرمایه‌گذاری)، بدهی و اهرم خود را کاهش دهند؛
- ۵۷.۱ درصد از مدیران عالی می‌گویند که رتبه‌بندی اعتباری بر روی تعیین میزان بهینه بدهی اثر می‌گذارد؛

مقدمه

- این مقاله استدلال می‌کند که تاثیر رتبه اعتباری (با در نظر گرفتن هزینه‌ها / منافع گسسته) بر روی تصمیمات ساختار سرمایه قابل ملاحظه است؛
- بعضی از موسسات مالی مثل بانک‌ها و یا موسسات بازنشستگی از سرمایه‌گذاری در بعضی از سطوح پایین رتبه‌بندی ممنوع شده‌اند؛
- بعضی از موسسات مالی مثل بیمه‌ها و کارگزاران مشمول الزامات سرمایه‌ای برای نگهداری اوراق قرضه با رتبه‌بندی‌های مختلف شرکت‌ها می‌شوند؛
- رتبه اعتباری همچنین می‌تواند اطلاعاتی را راجع به شرکت برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد و به عنوان یک هشدار یا Signal در مورد کیفیت اعتباری شرکت باشد؛

مقدمه

- هزینه‌ها / منافع تغییر رتبه اعتباری:
- تغییر در نرخ کوپن اوراق قرضه؛
- زیان در قراردادها؛
- الزام به بازخرید اوراق قرضه؛
- زیان به دلیل عدم دسترسی به بازار اوراق تجاری؛
- دو معیار برای تمایز بین شرکت‌های در آستانه تغییر رتبه اعتباری (تنزل و یا ارتقا) بکار گرفته شده است؛
- برای کنترل متغیرهای بنیادی و ویژگی‌های خاص شرکت‌ها نیز بعضی از متغیرهای کنترل بکار گرفته شده است؛
- نتایج نشان می‌دهد که نگرانی از بابت هزینه‌های تنزل رتبه اعتباری و یا منافع ارتقای رتبه اعتباری می‌تواند بر تصمیمات ساختار سرمایه تاثیر بگذارد؛
- شرکت‌های با رتبه‌بندی اعتباری دارای علامت + یا - در دوره بعدی بدهی کمتری در مقایسه با سایر شرکت‌ها منتشر می‌کنند؛

مقدمه

- وقتی که شرکت‌ها براساس عوامل تعیین‌کننده کیفیت اعتباری طبقه‌بندی می‌شوند، و هر یک از رتبه‌های اعتباری (مثلاً BB+) به طبقات سه‌گانه‌ای تقسیم می‌شوند، یک سوم‌های بالا و پایین هر رتبه اعتباری بدهی کمتری نسبت به سرمایه در مقایسه با شرکت‌های موجود در میانه هر رتبه اعتباری منتشر می‌کنند؛
- شرکت‌هایی که در آستانه تغییر رتبه اعتباری هستند به طور متوسط سالانه ۱ درصد بدهی کمتری نسبت به سهام (بر اساس ارزش دارایی‌های شرکت) منتشر می‌کنند؛
- شرکت‌ها ممکن است برای افزایش رتبه اعتباری خود به درجه سرمایه‌گذاری، بدهی خود را کاهش دهند؛

اهمیت رتبه اعتباری

الف) قوانین محدودکننده راجع به سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه:

بعضی از قوانین موسسات مالی را از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه با درجات خاصی ممنوع نموده؛

- ▶ اتکا به رتبه‌بندی اعتباری برای تمام نهادهای نظارتی شامل نهادهای عمومی ناظر بر بانک‌ها، موسسات اعتباری، بیمه‌ها، شرکت‌های اوراق بهادار، صندوق‌های مشترک و بازنشستگی وجود دارد؛
- ▶ استفاده از رتبه اعتباری به عنوان مبنایی برای محاسبه الزامات سرمایه و تعیین ذخیره کاهش ارزش اوراق قرضه نگهداری شده توسط شرکت‌های کارگزاری نیز اهمیت رتبه اعتباری را افزایش می‌دهد؛
- ▶ شرکتی با یک رتبه اعتباری مشخص، ممکن است در دوره‌های نامناسب اقتصادی نتواند به بازار بدهی دست پیدا کند (به دلیل Credit Rationing) و بنابراین با هزینه‌های اضافی مواجه گردد؛

اهمیت رتبه اعتباری

ب) محتوای اطلاعاتی رتبه‌بندی:

- رتبه اعتباری می‌تواند حاوی اطلاعاتی راجع به کیفیت اعتباری شرکت‌ها باشد؛
- شرکت‌های رتبه‌بندی ممکن است اطلاعات بهتری را از شرکت داشته باشند که در دسترس عموم قرار نمی‌گیرد (مثلا برنامه‌های استراتژیک)؛
- شرکت‌های رتبه‌بندی همچنین در جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات متخصص هستند و دارای معیارهای قابل اتکاتری برای ارزیابی اعتبار شرکت‌ها می‌باشند؛
- موسسات رتبه‌بندی در جمع‌آوری اطلاعات و تحلیل آنها برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی نقش مهمی دارند. نقش این موسسات تصدیق ارزش شرکت‌ها و اوراق بهادار است؛

اهمیت رتبه اعتباری

اگر رتبه‌های اعتباری حاوی اطلاعاتی راجع به کیفیت اعتباری شرکت‌ها باشند بنابراین شرکت‌ها براساس رتبه‌بندی دریافت شده، احتمال نکول مشخصی خواهند داشت و شکاف اعتباری Yield Spread مشخصی برای اوراق آنها مشخص می‌گردد؛

به شرکت‌های دارای هر رتبه اعتباری، احتمال نکول مشابه و بنابراین شکاف اعتباری مشخصی تحمیل می‌گردد؛

همچنین به دلیل اینکه رتبه‌های اعتباری ترتیبی و ناپیوسته هستند، برای شرکت‌ها مشوق‌های زیادی وجود دارد که از تنزل رتبه خود جلوگیری نمایند (چون در اثر یک تغییر نهایی بسیار کوچک و قرار گرفتن در یک رتبه پایین‌تر، مشمول هزینه‌های زیادی می‌شوند). بنابراین شرکت‌ها تلاش می‌کنند که رتبه اعتباری خود را ارتقا دهند؛

رتبه اعتباری بر ارزشگذاری اوراق قرضه و سهام نیز موثر است. بازده متوسط اضافی (مثبت یا منفی) برای سهام و اوراق قرضه با اعلام تغییر رتبه اعتباری ممکن است ایجاد شود؛

تحلیل‌گران سهام، به دنبال اعلام تنزل رتبه اعتباری، پیش‌بینی‌های خود را به سرعت کاهش می‌دهند؛

اهمیت رتبه اعتباری

- (ج) هزینه‌هایی که مستقیماً به شرکت تحمیل می‌گردد:
- سطوح مختلف رتبه اعتباری هزینه‌های مستقیمی را به شرکت تحمیل می‌نماید؛
- رتبه اعتباری بر روابط شرکت با Third Party شامل کارکنان، تامین کنندگان و مشتریان نیز تاثیر می‌گذارد؛
- رتبه اعتباری بر عملیات شرکت نیز تاثیر می‌گذارد، مثلاً شرکت‌هایی که وارد قراردادهای قرضه بلندمدت می‌شوند ممکن است رتبه اعتباری بالاتری را برای اوراق قرضه از طرف مقابل الزام نمایند؛
- شرکت‌هایی که قصد دارند وارد قراردادهای SWAP یا معاملات ABS شوند نیز ممکن است رتبه اعتباری مشخصی برایشان الزام گردد؛

اهمیت رتبه اعتباری

- ادغام شرکت‌ها نیز می‌تواند مشروط به رتبه‌بندی باشد؛
- رتبه اعتباری می‌تواند به طور معکوس بر روابط مشتری و کارکنان تاثیر بگذارد؛
- رتبه اعتباری بر دسترسی شرکت به بازارهای اوراق بهادار مثل اوراق تجاری نیز اثر می‌گذارد. رابطه قوی بین رتبه بندی بلندمدت و رتبه‌بندی شرکت‌ها در بازار اوراق تجاری مشاهده شده است. شرکت‌هایی که رتبه اعتباری کمتر از BBB دارند، نمی‌توانند وارد این بازار شوند؛
- رتبه اعتباری برای مدیران شرکت‌ها نیز اهمیت دارد. چون مدیران برای حفظ شهرت خودشان ترجیح می‌دهند که شرکت آنها رتبه اعتباری بالاتری داشته باشد. بعلاوه ممکن است جبران خدمات آنها نیز مرتبط با رتبه اعتباری و تغییرات آن باشد؛

اهمیت رتبه اعتباری

- ▶ رتبه اعتباری بر دسترسی شرکت به بازارهای اوراق بهادار مثل اوراق تجاری نیز اثر می‌گذارد. رابطه قوی بین رتبه اعتباری بلندمدت و رتبه اعتباری شرکتها در بازار اوراق تجاری مشاهده شده است. بنابراین شرکتهایی که رتبه اعتباری کمتر از BBB دارند، نمی‌توانند وارد این بازار شوند؛
- ▶ رتبه اعتباری بر الزامات افشا نیز اثر می‌گذارد. شرکتهای دارای درجه سفته‌بازانه مقررات شدیدتری برای افشای اطلاعات دارند؛
- ▶ نرخ کوپن اوراق نیز متأثر از رتبه اعتباری است؛
- ▶ تغییر رتبه اعتباری ممکن است منجر به اعمال الزاماتی شود که در قراردادهای وام و اوراق بدهی گنجانده شده است (Covenants). این موضوع به عنوان Rating Triggers مطرح شده است؛
- ▶ تغییر رتبه اعتباری ممکن است هزینه‌های الزام به بازخرید اوراق قرضه را ایجاد نماید، مثلاً انرون با ۳.۹ میلیارد دلار تسریع در پرداخت‌های بدهی به دلیل کاهش رتبه اعتباری مواجه گردید؛

رتبه اعتباری و تئوری‌های ساختار سرمایه

۱- تئوری توازی ایستا

شرکت‌ها برای حداکثرسازی ارزش شرکت، بین منافع بدهی (صرفه‌جویی‌های مالیاتی) و هزینه‌های آن (هزینه‌های ورشکستگی) توازن ایجاد می‌کنند تا بتوانند اهرم بهینه را مشخص نمایند؛

در نتیجه شرکت‌ها به سوی یک اهرم هدف حرکت می‌کنند؛

CRCS بیان می‌کند که سطوح مختلف رتبه‌بندی اعتباری نیز هزینه‌های گسسته‌ای را بر شرکت‌ها تحمیل می‌کند؛

بنابراین اگر هزینه‌های / منافع تغییر رتبه اعتباری مهم باشد، مدیران باید آنها را نیز در تئوری توازی ایستا مورد توجه قرار

دهند و باید شاهد تغییراتی در ساختار سرمایه و اهرم بهینه با ترکیب کردن هزینه‌ها / منافع رتبه‌بندی اعتباری باشیم؛

رتبه اعتباری و تئوری‌های ساختار سرمایه

وقتی که شرکت در چارچوب تئوری توازی ایستا اهرم را به تدریج بالامی‌برد تا به سطح اهرم بهینه برسد ممکن است هزینه‌های تنزل رتبه اعتباری، باعث شود که سطح اهرم بهینه به صورت مقطعی کاهش یابد و نمودار رابطه اهرم و ارزش شرکت دچار گسست شود؛

بنابراین شرکت به یکباره اهرم خود را با سرعت بیشتری کم می‌کند تا از تنزل رتبه اعتباری جلوگیری کند چون هزینه‌های تنزل رتبه اعتباری بیشتر از منافع استفاده از بدهی می‌باشد؛

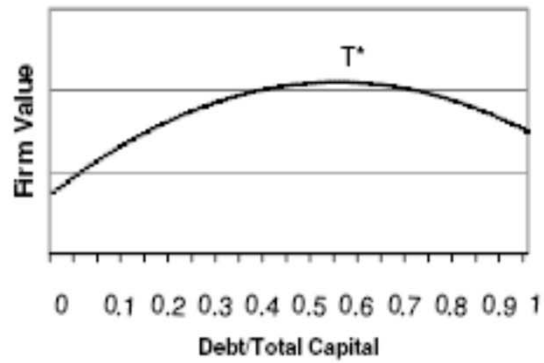
همین استدلال در جهت معکوس نیز در زمان کاهش اهرم برای رسیدن به اهرم بهینه وجود دارد: شرکت به یکباره اهرم خود را با سرعت بیشتری کم می‌کند تا ارتقا یابد، چون منافع ارتقای رتبه اعتباری بیشتر از هزینه‌های عدم استفاده از بدهی است؛

بنابراین شاهد تغییرات پرشی در نمودار رابطه اهرم و ارزش شرکت خواهیم بود؛

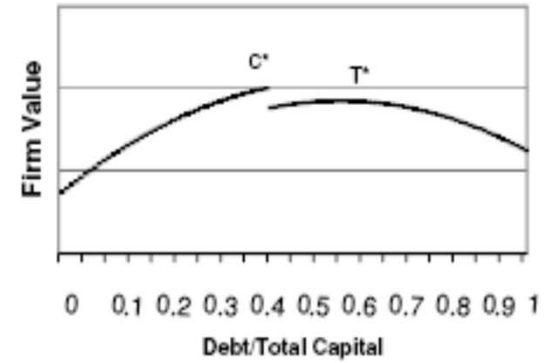
رتبه اعتباری و تئوری‌های ساختار سرمایه

- تأثیر هزینه‌ها و منافع تئوری توازی ایستا نسبت به CRCS بستگی به رتبه اعتباری شرکت نیز دارد، هرچه شرکت رتبه اعتباری بالاتر یا پایین‌تری داشته باشد، اثرات CRCS کمتر می‌شود؛
- هر چه رتبه اعتباری پایین‌تر باشد منافع استفاده از بدهی بر هزینه‌های ناشی از تنزل رتبه اعتباری غالب می‌شود؛
- هر چه شرکت بیشتر در آستانه تغییر رتبه اعتباری باشد، اثرات CRCS نسبت به توازی ایستا بیشتر می‌شود؛
- موضوع دیگری که اهمیت دارد و باید کنترل شود اندازه و میزان انتشار بدهی یا سهام است، شرکتی که در آستانه تغییر اعتباری نیست، راجع به عرضه کوچک بدهی یا سهام نگرانی ندارد، ولی همچنان نگرانی راجع به عرضه‌های بزرگ را خواهد داشت؛

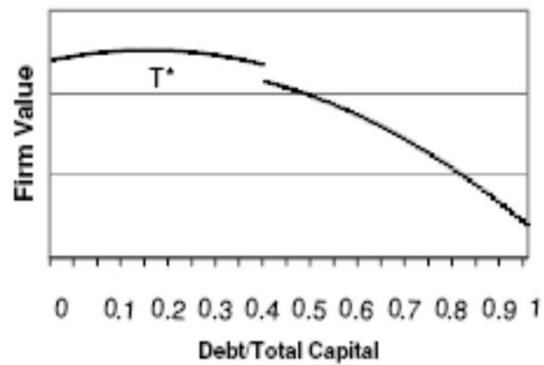
Panel A: No credit rating level costs (benefits)



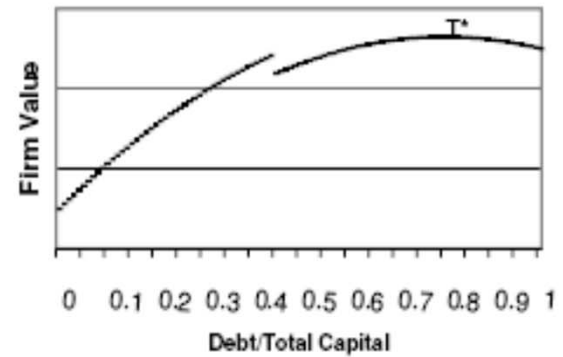
Panel B: One rating cost, firm near rating change



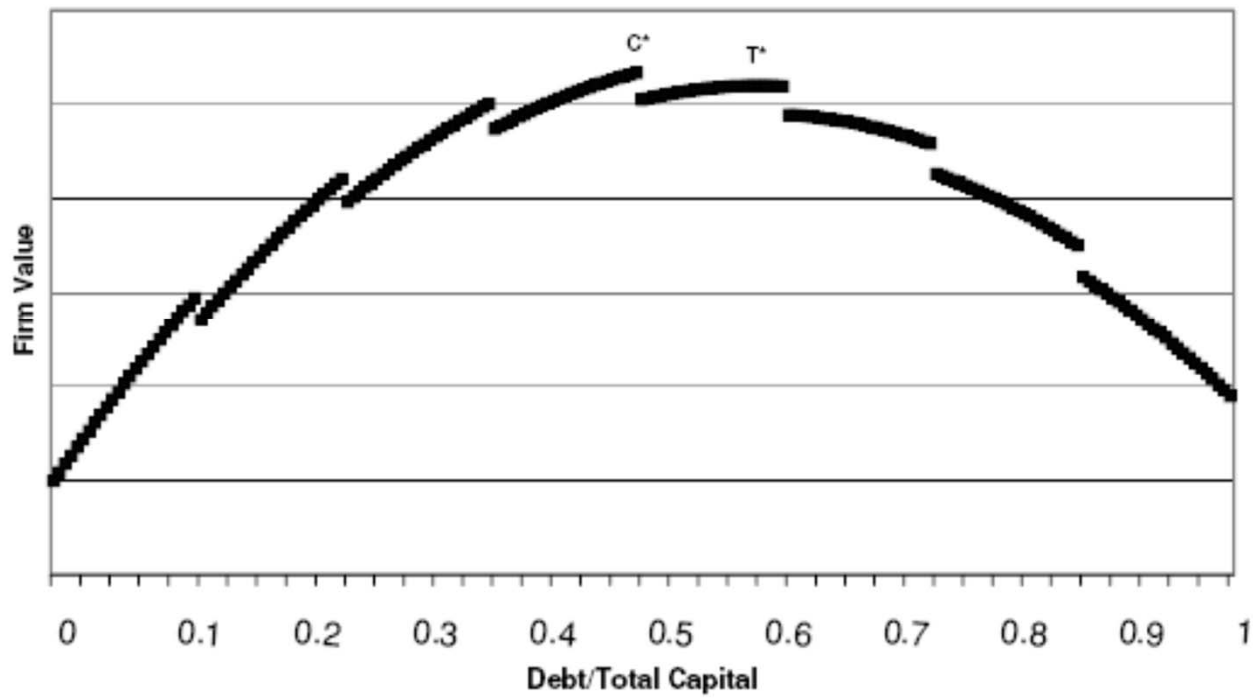
Panel C: One rating cost, firm not near change



Panel D: One rating cost, firm not near change



Panel E: Tradeoff theory and discrete costs (benefits) at multiple credit rating levels



رتبه اعتباری و تئوری‌های ساختار سرمایه

۲- تئوری سلسله مراتب نیازهای مالی:

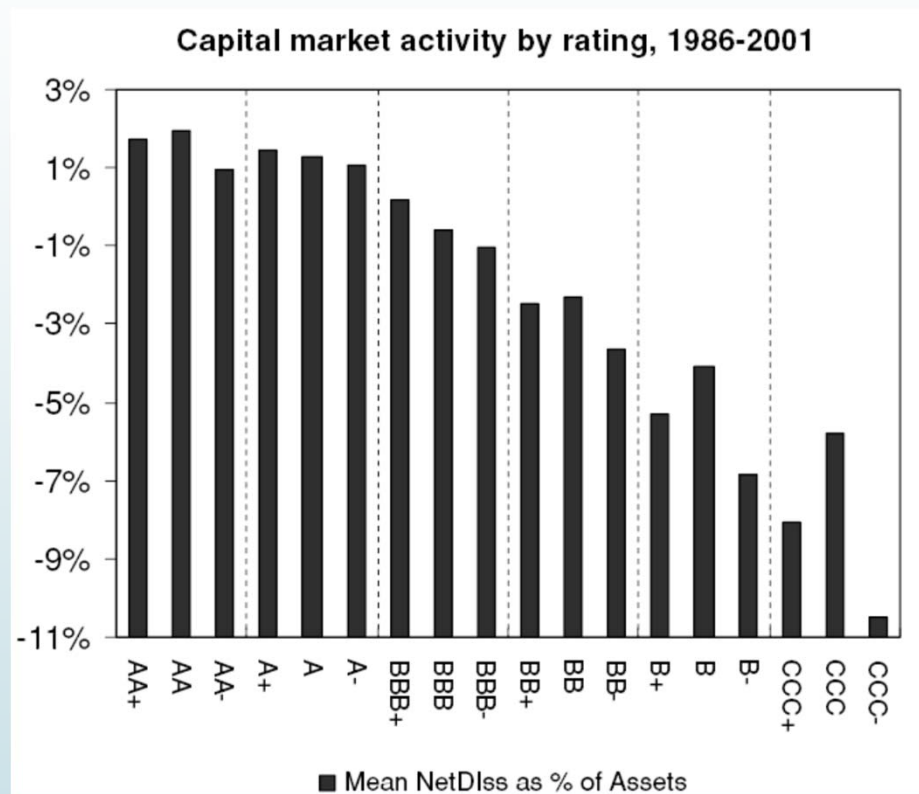
این تئوری استدلال می‌کند که شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی از انتشار سهام امتناع می‌کنند و برای تامین مالی از منابع داخلی و در مرحله بعد انتشار بدهی و در نهایت انتشار سهام استفاده می‌کنند؛

هنگامی که نیازهای مالی از منابع داخلی فراتر رود اهرم بالا می‌رود و هنگامی که منابع داخلی بر نیازهای سرمایه‌گذاری غلبه پیدا کند، اهرم کاهش می‌یابد؛

در این تئوری استدلال می‌شود که اهرم واکنش قوی کوتاه‌مدت به تغییر سودآوری و سرمایه‌گذاری دارد؛

شرکتی که در آستانه تنزل (ارتقای) رتبه اعتباری است احتمال کمتری دارد که بدهی منتشر کند و برخلاف پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب سهام بیشتری منتشر می‌نماید. این تعارض بین دو تئوری وجود دارد؛

رابطه خالص انتشار بدهی نسبت به دارایی - با رتبه اعتباری

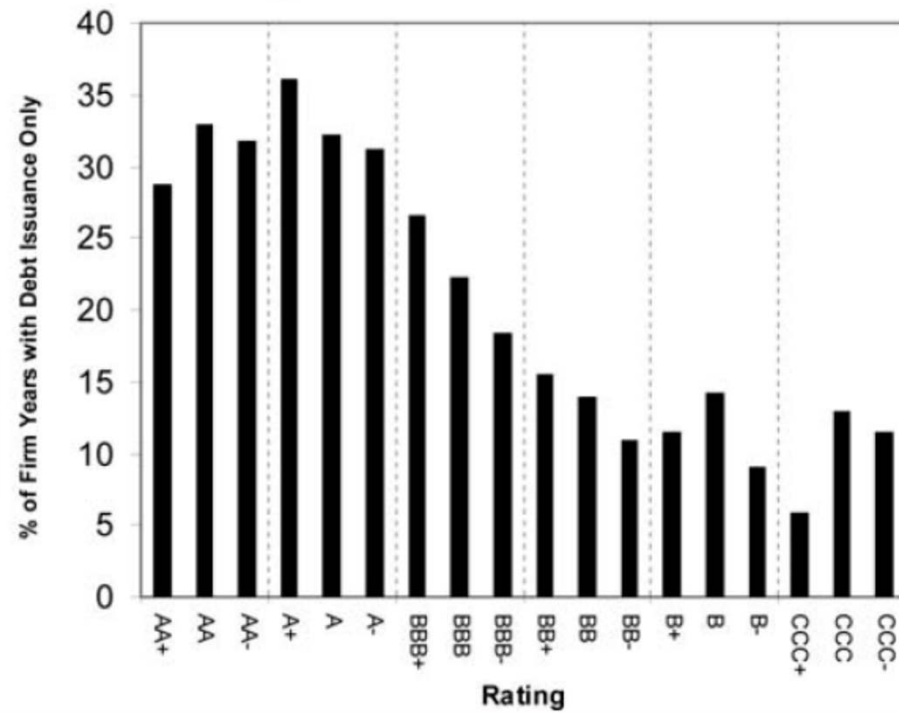


➤ شرکت‌های با کیفیت بالاتر اعتباری بدهی بیشتر و سهام کمتری منتشر می‌کند؛

➤ شرکت‌های نزدیک به تغییر اعتباری بدهی کمتر و سهام بیشتری منتشر می‌کنند؛

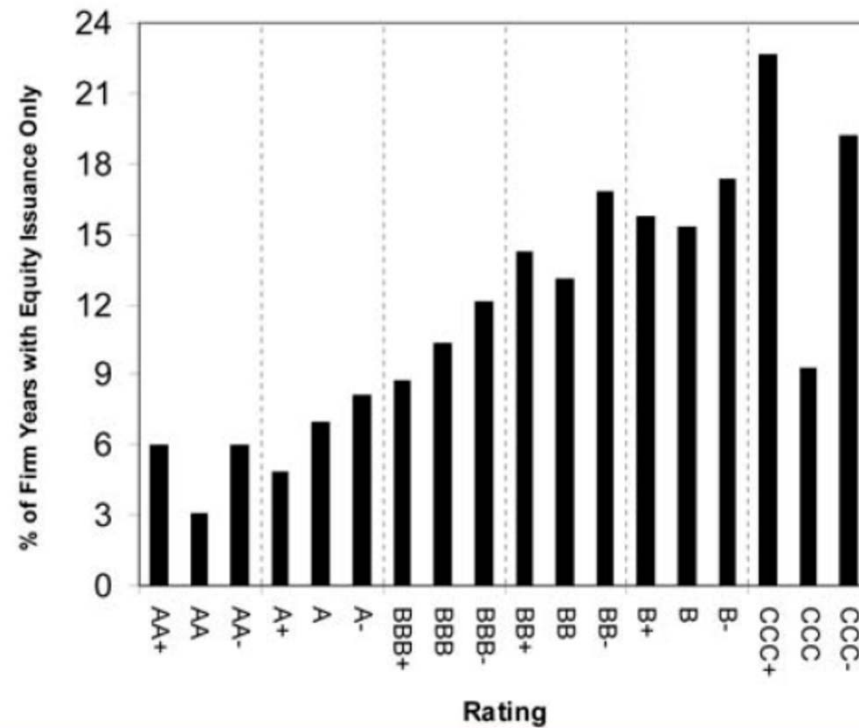
رابطه انتشار بدهی با رتبه اعتباری

Panel B. Debt offerings, 1986 to 2001



رابطه خالص انتشار سهام با رتبه اعتباری

Panel A. Equity offerings, 1986 to 2001



یافته‌ها

- شرکت‌های در آستانه تغییر رتبه اعتباری بدهی کمتری نسبت به سهام منتشر می‌نمایند تا از تنزل رتبه اعتباری خود اجتناب کنند و یا احتمال ارتقای رتبه اعتباری خود را بالا ببرند؛
- شرکت‌های در آستانه تغییر رتبه اعتباری، دارای سیاست ساختار سرمایه محافظه‌کارانه‌تری هستند؛
- شرکت‌ها وقتی که در آستانه تنزل رتبه اعتباری هستند نسبت به وقتی که در آستانه ارتقا هستند برای انتشار بدهی حساسترند؛
- شرکت‌های بالای سطح بدهی بهینه بدون توجه به رتبه اعتباری، بدهی خود را کاهش می‌دهند؛
- شرکت‌های در آستانه تغییر اعتباری تمایل بیشتری به کاهش بدهی دارند (در زمانی که بالاتر از سطح بدهی بهینه قرار دارند)؛
- دسترسی به بازار اوراق تجاری نیز می‌تواند یک فاکتور مهم مرتبط با رتبه اعتباری شرکت‌ها باشد؛

یافته‌ها

- ▶ رتبه‌بندی مستقیماً بر تصمیمات ساختار سرمایه توسط مدیران اثر می‌گذارد؛
- ▶ شرکت‌های در آستانه تغییر اعتباری به طور متوسط سالانه ۱ درصد بدهی کمتری نسبت به سهام منتشر می‌کنند؛
- ▶ نتایج نشان می‌دهد که تصمیمات ساختار سرمایه توسط هر دو احتمال ارتقا و تنزل تحت تاثیر قرار می‌گیرد؛
- ▶ تغییر از رتبه‌های اعتباری سرمایه‌گذاری به سفته‌بازی نیز برای شرکت‌ها اهمیت دارد؛
- ▶ شرکت‌ها نگران تاثیر رتبه اعتباری شرکت بر رتبه شرکت در بازار اوراق تجاری و بنابراین دسترسی به بازار اوراق تجاری و نقدشوندگی اوراق می‌باشند؛
- ▶ مدیران به رتبه اعتباری اهمیت زیادی می‌دهند، این موضوع در نشریات مختلف و از طریق نتایج پیمایشی نیز مشاهده شده است؛