

## 6.2. ВЛИЯНИЕ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ О ФИНАНСОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАХ НА ЗАТРАТЫ НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ

Макушина Е.Ю., старший преподаватель, департамента финансов, факультет экономических наук; Новосёлова К.А., студент магистерской программы, «Стратегическое управление финансами фирмы», факультет экономических наук

*Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики*

На любой стадии жизненного цикла компании нуждаются в инвестициях для развития своей деятельности, что ставит их перед выбором источника финансирования. Менеджеры компаний стремятся снизить издержки привлечения подобного финансирования, в частности, затраты на собственный капитал. Один из инструментов, с помощью которого они могут влиять на уровень риска, а следовательно, и на затраты на собственный капитал, – это раскрытие информации. Инвесторы, принимая решение об инвестировании в акционерный капитал, анализируют всю имеющуюся информацию о финансовом положении компании, результатах ее деятельности. Очевидно, что информация, представленная в финансовой отчетности, должна давать реальную оценку деятельности компании, ее финансового положения. На протяжении последнего десятилетия возрос интерес инвесторов к финансовой отчетности, в которой стоимость активов, обязательств, собственного капитала, доходов и расходов отражается по справедливой стоимости. Более того, руководство многих компаний уверено, что отражение финансовых обязательств по справедливой стоимости позволит снизить затраты на привлечение акционерного капитала. Однако существующие исследования, посвященные изучению зависимости отражения финансовых обязательств по справедливой стоимости и затрат на собственный капитал показывают противоречивые выводы. В данной работе было проведено исследование влияния отражения финансовых обязательств на затраты на привлечение собственного капитала на российском рынке путем тестирования регрессионной модели. Полученные выводы показывают, что волатильность оценки обязательств по справедливой стоимости существенно влияет на кредитный риск компании, что подтверждает гипотезу о том, что изменения справедливой стоимости финансовых обязательств могут быть использованы инвесторами как индикатор кредитного риска.

### ВВЕДЕНИЕ

Затраты на привлечение собственного капитала отражают компенсацию, которую требуют инвесторы за владение долевыми ценными бумагами компании-эмитента. Принимая решения о целесообразности вложений, инвесторы анализируют информацию о компании, чтобы оценить риск, связанный с инвестированием.

С другой стороны, управленческий персонал компаний, принимающий решения об источниках финансирования бизнеса, заинтересован в снижении затрат на собственный капитал, в связи с чем пытается выявить факторы, влияющие на затраты. Одним из таких инструментов может выступать раскрытие информации в финансовой отчетности с использованием справедливой стоимости. В частности, переход от учета обязательств и отражения информации в фи-

нансовой отчетности по первоначальной стоимости на справедливую может дать инвесторам дополнительную информацию, используя которую они могут оценивать кредитный риск компании. В результате такая методика отражения финансовых обязательств может приводить к снижению кредитного риска и, как следствие, затрат на собственный капитал.

Что касается российских компаний, то они раскрывают информацию с помощью как национальных стандартов учета (Положение по бухгалтерскому учету, ПБУ<sup>1</sup>), так и международных стандартов финансовой отчетности (International financial reporting standards, IFRS<sup>2</sup>). Последние используют во многом абсолютно иные принципы представления информации, в частности, учитывают финансовые обязательства по справедливой, а не по первоначальной стоимости. В связи с этим менеджменту компаний необходимо понимать, как данные различия влияют на оценку риска инвесторами и, как следствие, на величину затрат на собственный капитал.

Однако стоит заметить, что связь затрат на собственный капитал с раскрытием финансовых обязательств в Российской Федерации мало изучена, чем объясняется актуальность статьи, а проведенный эмпирический анализ показывает, каким образом инвесторы используют информацию о финансовых обязательствах компаний – эмитентов долевых ценных бумаг, представляемую двумя разными способами, при принятии решений о вложении средств в их активы.

### Сравнение подходов к раскрытию финансовых обязательств

Как было отмечено выше, выбор метода отражения финансовых обязательств в отчетности может влиять на затраты на собственный капитал. В связи с этим необходимо проанализировать имеющиеся подходы к их раскрытию, но сначала необходимо дать определение исследуемым объектам. Если обратиться к российскому законодательству [1], то можно убедиться в том, что оно не содержит определения финансовых обязательств. В связи с этим обратимся к накопленному международному опыту.

В частности, МСФО (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление информации» определяет финансовый инструмент как «договор, в результате которого возникает финансовый актив у одного предприятия и финансовое обязательство – у другого» [2, п. 11]. Из определения вытекает классификация финансовых инструментов на активы и обязательства<sup>3</sup>. В связи с этим отметим, что МСФО определяют *финансовые обязательства* как «договорную обязанность одной организации передать другой денежные средства или иные финансовые активы» [2, п. 11 (ii)]. К ним относятся обязательства по договорам займа, выданным векселям и облигациям, а также задолженность по финансовой аренде.

<sup>1</sup> Далее по тексту используется сокращение РСБУ (российские стандарты бухгалтерского учета).

<sup>2</sup> Далее по тексту используется сокращение МСФО (международные стандарты финансовой отчетности).

<sup>3</sup> Здесь и далее требования к раскрытию информации по МСФО будут рассмотрены в контексте обязательств.

Раскрытие информации в финансовой отчетности об обязательствах начинается с момента их первоначального признания, и МСФО (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» предписывает отражать обязательство при его возникновении в сумме его *справедливой* стоимости [3, п. 5], определяемой как «цена, которая была бы получена при продаже актива или уплачена при передаче обязательства в условиях операции, осуществляемой на организованном рынке, между участниками рынка на дату оценки» [4, п. 9], и транзакционных издержек, сопряженных с его выпуском.

Однако возможны случаи, когда компания выпускает обязательство по цене, отличной от справедливой стоимости. В такой ситуации требуется признать разницу между справедливой стоимостью обязательства и ценой операции как прибыль или убыток. Также компания может не признавать прибыль или убыток, если не находит на рынке аналогичного финансового инструмента, стоимость которого можно было бы использовать в качестве справедливой, но в этом случае необходимо раскрыть причины отсутствия [3, п. 5].

После первоначального признания финансового обязательства его справедливая стоимость может меняться. В связи с этим МСФО содержат правила последующей оценки – отражение изменения справедливой стоимости обязательства в качестве прибыли или убытка. Кроме того, компания обязана отражать изменение этой стоимости в каждом периоде и накопленным итогом, а также разницу между фактической стоимостью обязательства на конец отчетного периода и той суммой, по которой компания должна погасить это обязательство в срок, установленный договором с кредитором. Также от компаний требуется раскрытие всех видов рисков (валютного, кредитного, риска ликвидности), которые могут существенно повлиять на стоимость обязательства [5, п. 9].

Что касается российской учетной практики, то РСБУ, несмотря на отсутствие определения финансовых обязательств, содержат требования к раскрытию соответствующих объектов бухгалтерского учета в финансовой отчетности.

Согласно ПБУ №34н «Об утверждении Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в РФ», обязательства должны отражаться по стоимости, признаваемой организацией правительной, согласованной с контрагентом и совпадающей с суммой в соответствующей строке его баланса [6, п. 73, 74]. Кроме того, ПБУ 15/01 «Учет займов и кредитов и затрат по их обслуживанию» предписывает признавать обязательства в сумме, указанной в договоре с кредитором [7, п. 3]. Однако в РСБУ отсутствует информация о необходимости раскрывать изменение стоимости обязательств. Таким образом, финансовые обязательства отражаются в финансовой отчетности по первоначальной стоимости, что не отражает их реальную стоимость обязательств.

Обобщим основные выводы относительно подходов к раскрытию финансовых обязательств по МСФО и РСБУ (табл. 1).

Итак, обзор требований РСБУ и МСФО к раскрытию информации о финансовых обязательствах позволяет сделать вывод: МСФО ориентируются на

справедливую стоимость, в то время как в основе РСБУ лежит первоначальная стоимость.

В связи с этим можно утверждать, что учет финансовых обязательств по МСФО предлагает пользователям финансовой отчетности получать более актуальную и релевантную информацию о заемном капитале компании, что может помочь инвесторам в оценке кредитного риска.

Таблица 1

## РАСКРЫТИЕ ФИНАНСОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО МСФО И РСБУ

МСФО	РСБУ
Финансовые инструменты делятся на активы и обязательства, дается определение каждой категории	Отсутствует определение финансовых обязательств
Несколько стандартов, содержащих требования о раскрытии финансовых обязательств: IFRS 9 – классификация, первоначальное признание и последующее измерение; IFRS 7, IAS 32 – представление информации	Информация об учете долга содержится в двух документах: ПБУ №34н; ПБУ 15/01
Первоначальное признание по справедливой стоимости (если цена сделки отличается от справедливой, разница учитывается как прибыль или убыток)	Займы отражаются по цене, указанной в договоре с кредитором. Сумма задолженности должна совпадать с соответствующей строкой баланса контрагента
Последующая оценка по справедливой стоимости с отнесением изменений на прибыль / убыток	Переоценка не производится

Как было отмечено выше, объектом исследования являются российские компании, зарегистрированные на российском рынке капитала. Подчеркнем, что согласно Федеральному закону «О консолидированной финансовой отчетности» от 27 июля 2010 г. №208-ФЗ, организации, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам путем их включения в котировальный список, обязаны составлять консолидированную финансовую отчетность как по МСФО, так и в соответствии с Федеральным законом «О бухгалтерском учете» от 6 декабря 2011 г. №402-ФЗ, т.е. по российским стандартам учета.

Таким образом, компании, зарегистрированные на российском рынке капитала, используют два подхода к раскрытию информации о финансовых обязательствах, поэтому необходимо выявить связь между отражением обязательств в финансовой отчетности по справедливой стоимости и по первоначальной стоимости и затрат на привлечение собственного капитала.

Стоит отметить, что данная проблема была изучена как на развивающихся, так и на развитых рынках капитала, однако исследователи не пришли к единому мнению. Проиллюстрируем накопленный опыт и сформулируем гипотезы.

**Раскрытие финансовых обязательств и оценка компании инвесторами на развитых и развивающихся рынках**

Существует большое количество исследований, посвященных тому, как учет финансовых обязательств по справедливой стоимости влияет на оценку компаний инвесторами.

Канагаретнам и соавторы анализировали переход канадских компаний на учет финансовых обязательств по справедливой стоимости. В качестве факторов, отвечающих за переход, в данной работе используются изменения справедливой стоимости обязательств и чистая прибыль, учитывающая их. Авторы пришли к выводу, что на цену и доходность акций компании эти факторы влияют положительно. Таким образом, по их мнению, раскрытие информации о величине финансовых обязательств по справедливой стоимости улучшает качество информации, содержащейся в отчетности, и способствует увеличению рыночной стоимости и доходности ее акций [24, с. 364].

Что касается развивающегося рынка капитала, то переход китайских компаний на учет и отражение в отчетности финансовых обязательств и некоторых других элементов финансовой отчетности по справедливой стоимости состоялся в 2007 г. В результате произошел рост прибылей, который можно объяснить отнесением изменения справедливой стоимости обязательств на прибыль или убыток, а также снижение затрат на собственный капитал [13, с. 998]. Это подтверждает результаты для развитого рынка и указывает на необходимость раскрытия финансовых обязательств по справедливой стоимости.

Барт и соавторы утверждают, что изменения в справедливой стоимости обязательств связаны с изменением кредитного риска компании, который впоследствии отражается в котировках ее акций. Для компаний развитых рынков за период с 1986 по 2003 г. было получено, что при увеличении кредитного риска, связанного со снижением справедливой стоимости финансовых обязательств, доходность акций возрастает. Также изменение чистой прибыли влияет на доходность акций с плюсом [11, с. 658].

Кроме того, Лачманном и соавторами было эмпирически выявлено, что инвесторам сложнее оценивать компании, которые не раскрывают финансовые обязательства по справедливой стоимости, поскольку у них недостаточно информации для определения уровня кредитного риска [28, с. 400-402]. Еще одна причина, по которой раскрытие финансовых обязательств должно осуществляться по справедливой стоимости, – в ней находят отражение только рыночные условия, касающиеся всех компаний, функционирующих на рынке, т.е. справедливая стоимость является объективной [30, с. 10].

Придерживаясь позиции, что волатильность прибыли, вызванная отнесением изменения справедливой стоимости финансовых инструментов на финансовый результат в составе прибыли или убытка влияет на восприятие инвесторами уровня риска, Арури и соавторы исследовали французские компании, сменившие первоначальную стоимость для их раскрытия на справедливую. Но, вопреки ожиданиям, волатильность

прибыли оказалась незначимой при формировании цены акций [9, с. 217].

С другой стороны, в некоторых работах было выяснено, что отнесение изменений в справедливой стоимости финансовых обязательств на прибыль или убыток затрудняет анализ кредитного риска и может приводить к неправильным решениям инвесторов. Так, например, Гэйнор и соавторы утверждают, что при увеличении кредитного риска растет вероятность того, что расчет по долгам не будет произведен, в результате снижается справедливая стоимость обязательств, что отражается компанией как выигрыш от изменения справедливой стоимости, поскольку обязательства теперь стоят меньше, чем при первоначальном признании. Рост прибыли в данном случае может стать положительным сигналом для инвесторов, однако, так как он вызван ростом кредитного риска, такое восприятие может привести к неверным инвестиционным решениям [21, с. 127]. К аналогичному выводу пришли Эрнандез [23, с. 175] и Лачманн и соавторы [29, с. 36]. Конс и другие определили, что у инвесторов возникают трудности с принятием решений при поступлении информации об изменениях в справедливой стоимости финансовых обязательств, особенно долгосрочных [26, с. 2096].

При раскрытии финансовых обязательств по справедливой стоимости могут возникать и другие проблемы. Например, может быть затруднен поиск на рынке обязательства, аналогичного имеющемуся, чтобы точно определить справедливую стоимость. Кроме того, корректно и своевременно отразить в стоимости обязательств все изменения рыночных условий также представляется сложным [12, с. 105; 32, с. 522]. Итак, обобщим результаты описанных выше исследований (табл. 2).

**Таблица 2**

**ВЛИЯНИЕ РАСКРЫТИЯ ФИНАНСОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ НА ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОМПАНИИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ**

Автор	Выявленные последствия перехода на справедливую стоимость для финансовых обязательств
Kanagaretnam et al., 2009	Рост цены и доходности акций
Bewley, Peng, 2010	Рост прибылей и снижение затрат на капитал
Barth et al., 2008	Позволяет оценивать кредитный риск; обратная связь справедливой стоимости с доходностью акций
Lachmann et al., 2011	Улучшение качества информации о кредитном риске, приводящее к упрощению процесса оценки компании
Arouri et al., 2012	Волатильность чистой прибыли, вызванная изменениями справедливой стоимости финансовых обязательств, не влияет на поведение инвесторов
Gaynor et al., 2011 Hernandez, 2004 Lachmann et al., 2015 Koonce et al., 2011	Принятие инвестиционных решений более затруднительно вследствие неоднозначной трактовки изменений справедливой стоимости обязательств
Benston, 2008	Затруднен поиск аналогичного инстру-

Автор	Выявленные последствия перехода на справедливую стоимость для финансовых обязательств
Nobes, 2011	мента на рынке для определения справедливой стоимости и отражение в ней рыночных изменений

Таким образом, раскрытие финансовых обязательств по справедливой стоимости неоднозначно влияет на оценку целесообразности инвестирования. Однако, несмотря на большое количество исследований, проведенных как на развитых, так и на развивающихся рынках капитала, влияние различий в подходе к отражению в отчетности финансовых обязательств по справедливой и первоначальной стоимости на затраты на собственный капитал в РФ остается малоизученным. По этой причине необходимо эмпирически протестировать наличие этой связи на российском рынке, для чего будут сформулированы гипотезы и предложена модель. Однако прежде необходимо обратиться к работам, в которых наряду с раскрытием информации исследуются различные факторы затрат на собственный капитал.

### Детерминанты затрат на собственный капитал

Выявлению детерминантов, влияющих на затраты на собственный капитал, посвящена масса исследований. В данной статье будут рассмотрены те, в которых определяется влияние факторов, связанных с раскрытием информации, а также некоторых рыночных показателей для того чтобы определить набор переменных для модели.

Так, Ким и др. проанализировали компании в 34 развитых и развивающихся странах. Было получено прямое влияние роста, финансового рычага и темпа инфляции на затраты на собственный капитал, обратное – рентабельности активов и размера, вычисленного как натуральный логарифм активов [25, с. 490]. То же получает и Бол в своей статье [10, с. 19].

В свою очередь Жанг и Динг, изучавшие китайские компании, получили отрицательную корреляцию качества информации о компании (которое улучшается вследствие перехода с раскрытия по первоначальной стоимости, на справедливую) с затратами на собственный капитал, объяснив ее снижением асимметрии информации о компании [34, с. 398]. Фрэнсис и другие [20, с. 1152], а также Даске [18, с. 354] тоже доказывают это.

К аналогичному результату пришла и Ботосан [14, с. 343; 15, с. 34]. Также была получена отрицательная корреляция размера компании и затрат на собственный капитал, объясняемая тем, что компании с большой рыночной капитализацией – это компании, зарекомендовавшие себя на рынке и оцениваемые инвесторами как выгодный способ вложения средств. С противоположным знаком, по итогам этих исследований, на затраты на капитал влияет бета акций, что соотносится с моделью *CAPM*<sup>4</sup>.

Опираясь на эти результаты, Ричардсон и Уэлкер исследовали выборку из канадских компаний в период

1991-1993 гг. и тоже получили отрицательную связь между уровнем раскрытия и затратами на собственный капитал. Более того, было выявлено положительное влияние финансового рычага и отдачи от собственного капитала на затраты на капитал [33, с. 610].

В работе Гола и Моханрама в качестве объясняющих переменных были использованы индикаторы риска компании: бета, несистематический риск (дисперсия остатков регрессии дневных доходностей акций на дневной средневзвешенный индекс *CRSP*<sup>5</sup>) и волатильность прибылей. Кроме того, объясняющими переменными выступают размер компании, долгосрочный рост ожидаемых прибылей, *book-to-market*. В итоге направления всех связей совпали с ожиданиями [22, с. 414].

В исследовании Чена и соавторов, посвященном развивающимся азиатским рынкам, в качестве объясняющих переменных выступают следующие показатели риска: отношение балансовой стоимости капитала к рыночной, бета и размер компании. Первые два ожидаемо оказывают положительное влияние, а последний – отрицательное. Включение в модель переменной, отвечающей за качество раскрытия финансовой информации, показало отрицательную связь с затратами на капитал [16, с. 116]. К аналогичным выводам о влиянии размера и качества раскрытия пришли Кристандл и Бонтис [27, с. 587], Ли [31, с. 20], Фрэнсис и соавторы [20, с. 77].

Что касается исследований российских компаний, то Удальцов и Тихонова анализируют влияние индекса раскрытия информации компании на средневзвешенные затраты на капитал и идентифицируют отрицательный эффект. Индекс рассчитывается с использованием концепции специфической информации, содержащейся в рыночной цене акций [8, с. 10]. То есть специфика исследования заключается в том, что раскрытие информации выражается через рыночные показатели, в связи с чем этот подход не соотносится с целью настоящей работы, но результат, полученный авторами, представляет интерес в контексте факторов затрат на капитал и изучения российского рынка.

Таким образом, обзор исследований, посвященных детерминантам затрат на капитал, позволяет понять, что российские компании недостаточно исследованы в контексте взаимосвязи представления информации о финансовых обязательствах и затрат на собственный капитал, обнаружить неоднозначность результатов, а также очертить круг факторов для дальнейшего анализа.

### Методология исследования и выборка

На основе изученных исследований, а также различий в подходах к раскрытию финансовых обязательств по РСБУ и МСФО для достижения цели статьи сформулированы следующие гипотезы.

*Гипотеза 1.* Величина обязательств, отраженных в финансовой отчетности, составленной по РСБУ, статистически значимо отличается от величины обязательств, отраженных в отчетности, составленной по МСФО.

<sup>4</sup> Capital asset pricing model – модель ценообразования капитальных активов.

<sup>5</sup> The Center for Research in Security Prices – Центр исследований цен акций.

*Гипотеза 2.* Волатильность чистой прибыли (до учета прочего совокупного дохода), раскрываемой по МСФО, выше, чем волатильность чистой прибыли, раскрываемой по РСБУ.

*Гипотеза 3.* При прочих равных условиях, затраты на собственный капитал более чувствительны к волатильности обязательств, раскрываемых по МСФО, чем к волатильности обязательств, раскрываемых по РСБУ.

*Гипотеза 4.* Наряду с волатильностью обязательств на затраты на собственный капитал влияют уровень дивидендных выплат, размер компании, дивидендная доходность (*dividends-to-price*), доходность по прибыли (*earnings-to-price*) и финансовый рычаг.

Самым распространенным методом анализа влияния различных факторов на затраты на собственный капитал является регрессионный анализ, который будет также взят за основу в данной статье. В качестве зависимой переменной используются затраты на собственный капитал, рассчитанные с применением стандартной модели **CAPM**. Остановимся более детально на описании зависимой и каждой из независимых переменных.

Затраты на собственный капитал  $r_e$ , рассчитанные с помощью модели **CAPM**, где  $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$ . Для каждой компании определялись беты с учетом долга путем деления ковариации доходности рынка и акций компании на дисперсию рыночной доходности за год по недельным данным. В качестве рыночной премии за риск использовались значения, рассчитанные А. Дамодараном для РФ с учетом странового риска [7]. За безрисковую ставку принимается доходность российских государственных облигаций [17, подробнее см. 7]. Для получения более точных результатов был взят натуральный логарифм  $r_e$ .

Волатильность обязательств *vol*. Рассчитан натуральный логарифм стандартного отклонения обязательств за три года по каждому виду отчетности на основе годового баланса. Данная переменная в рамках исследования отвечает за разницу в раскрытии финансовых обязательств по МСФО и РСБУ, поэтому ее участие в анализе является определяющим для результатов данной работы. Так как анализ проводится для 2010-2013 гг., то необходимо наличие у компании отчетности двух видов за 2008-2013 гг.

Дивидендная доходность (*dividend-to-price*, **D/P**) отражает выгодность вложения в акции компании, если целью приобретения является извлечение дохода в виде дивидендов. Поэтому ожидается, что при более высокой дивидендной доходности инвесторы считают компанию менее рискованной, а влияние данного фактора на затраты на собственный капитал будет отрицательным.

Коэффициент дивидендных выплат **Payout**. Эффект этого показателя на затраты на собственный капитал может быть неоднозначным, поскольку дивидендную политику инвесторы могут расценивать по-разному. С одной стороны, согласно модели дисконтированных дивидендов, рост коэффициента дивидендных выплат увеличивает стоимость компании. С другой стороны, зная, что компания

направляет на выплату дивидендов небольшую часть своей прибыли, инвесторы могут расценивать это как положительный сигнал о будущем росте компании и считают ее менее рискованной, чем ту, у которой уровень дивидендных выплат высок.

Размер компании **Size**. В качестве переменной для размера компании используется натуральный логарифм рыночной капитализации на конец каждого года. Результаты описанных исследований говорят о том, что влияние размера компании на затраты на капитал как правило отрицательное, поскольку крупные компании обычно являются зарекомендовавшими себя на рынке и предполагают меньший риск, чем небольшие. Поэтому в рамках данного исследования также ожидается обратная связь.

Доходность по прибыли *earnings-to-price* (**E/P**), показывающая, сколько прибыли приходится на единицу средств, вложенных инвесторами в акции, использовалась для расчета затрат на капитал другими авторами, в связи с этим она включается в тестируемую модель, причем ожидается ее положительное воздействие на затраты на собственный капитал.

Финансовый рычаг *debt-to-equityratio* (**D/E**), рассчитанный как отношение рыночных стоимостей всех обязательств компании и собственного капитала. Если компания увеличивает объем заемных средств и величина рычага возрастает, то падает прибыль в силу дополнительных процентных расходов, а также растут издержки банкротства. Также финансовый рычаг отражает риск неуплаты по обязательствам компании, рост которого увеличивает затраты на капитал, поэтому ожидается положительный эффект.

Чтобы идентифицировать межвременные различия в затратах на собственный капитал, в модель также вводятся фиктивные переменные для годов **D2011**, **D2012**, **D2013** (2010 г. – базовый).

Итак, тестируемая в данной работе регрессионная модель выглядит следующим образом:

$$r_e = \alpha_0 + \alpha_1 * Vol_i + \alpha_2 * \frac{D}{P}_i + \alpha_3 * *Payout_i + \alpha_4 * Size_i + \alpha_5 * \frac{E}{P}_i + \alpha_6 * \frac{D}{E}_i + \alpha_7 * D2011 + \alpha_8 * D2012 + \alpha_9 * D2013 + \varepsilon_i.$$

Она будет протестирована дважды: с включением волатильности обязательств сначала для раскрытия по РСБУ, затем – по МСФО при прочих равных условиях, чтобы выявить наличие и направление влияния различий в раскрытии финансовых обязательств на затраты на собственный капитал. Таким образом будут проверены последние две гипотезы.

Модель проверяется на выборке компаний, публикующих финансовую отчетность одновременно по МСФО и РСБУ. Поэтому рассматриваются крупнейшие по рыночной капитализации российские компании, акции которых торгуются на Московской бирже и по которым значения необходимых переменных содержатся в базе данных Thomson Reuters Eikon. В статье анализируется посткризисный период 2010-2013 гг., поэтому необходимо, чтобы компании котировались на бирже в течение этого периода. После исклю-

чения наблюдений, для которых отсутствуют какие-либо данные, в выборке осталось 203 наблюдения.

### Результаты эмпирического анализа

Так как компании выборки раскрывают информацию двумя способами, то для каждой существует две величины обязательств и два значения волатильности. В связи с этим тестирование разниц для этих двух случаев проводится по критерию знаков, не требующему нормальности распределения. Для этого были рассчитаны парные разницы между величинами обязательств и волатильностью чистой прибыли для каждого наблюдения и сопоставлены с критическими значениями. Результаты приведены в табл. 3.

Таблица 3

#### РЕЗУЛЬТАТЫ ТЕСТИРОВАНИЯ G-КРИТЕРИЯ ЗНАКОВ

Показатель	Волатильность прибыли	Величина обязательств
G эмпирическое	74	0
G критическое	a = 1%	83
	a = 5%	78

Видно, что на уровне значимости 5% и даже 1% гипотезы о равенстве величин обязательств и значений волатильности прибыли, раскрываемых двумя разными способами, отвергаются, поскольку расчетное значение статистики ниже критического. То есть в целом различия в раскрытии финансовых обязательств по МСФО и РСБУ сильно статистически значимы. В связи с этим дальнейшее исследование с помощью регрессионной модели посвящено анализу влияния этих отличий на затраты компаний на собственный капитал.

Обратимся к результатам тестирования регрессионной модели, представленным в табл. 4 (сделана поправка на гетероскедастичность, мультиколлинеарность отсутствует, о чем свидетельствуют низкие значения парных коэффициентов корреляции и вздутия дисперсии).

Таблица 4

#### РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА<sup>6</sup>

РСБУ		МСФО	
переменная	коэффициент	переменная	коэффициент
$Vol_{RAS}$	-0,05	$Vol_{IFRS}$	0,006**
D/P	0,01	D/P	0,012
Payout	0,05	Payout	0,055
Size	0,03*	Size	0,032*
E/P	0,14**	E/P	0,16**
D/E	0,06*	D/E	0,06*
D2011	0,12	D2011	0,12
D2012	0,05	D2012	0,05
D2013	-0,03	D2013	-0,03
Const	-1,58	Const	-1,8

Получено, что при раскрытии финансовых обязательств по исторической стоимости волатильность обязательств незначима на уровне 10%. Этому можно найти объяснение: поскольку РСБУ используют для учета обязательств историческую стоимость, то это не отражает кредитный риск компании,

поэтому инвесторы не будут принимать во внимание величину обязательств при принятии решений и значимыми остаются лишь рыночные показатели: размер компании и соотношения  $E/P$  и  $D/E$ .

Результат относительно  $E/P$  соотносится с предыдущими работами, что может быть объяснено тем, что данный фактор используется как индикатор переоценки/недооценки акций компании. То есть чем он выше, тем сильнее компания недооценена.

Положительный коэффициент перед финансовым рычагом соответствует ожиданиям и объясняется тем, что данный показатель рассматривается инвесторами как мера риска. Если растет доля заемного капитала, это увеличивает расходы компании на выплату процентов, а также увеличивает риск невыплаты обязательств. В связи с этим инвесторы начинают требовать более высокую доходность.

Вопреки ожиданиям, эффект размера оказался положительным. Возможно, это связано с тем, что рассматривается период, когда российские компании начали восстанавливаться после кризиса и инвесторы опасались вкладываться в крупные компании, серьезно пострадавшие во время кризиса и долго восстанавливающиеся после него. Поэтому таким компаниям приписывали более высокий уровень риска.

Стоит отметить, что незначимыми оказались дивидендные факторы. Это можно объяснить низким уровнем дивидендов в целом по российским компаниям. Поэтому инвесторы понимают, что приобретать акции на долгий срок не имеет смысла, ведь они не принесут высокого дохода. В связи с этим, принимая решения о покупке акций, инвесторы не обращают внимания на дивиденды, а скорее ориентируются на возможность в скором времени перепродать акции по более высокой цене для извлечения дохода.

Сравнивая результаты двух моделей, отметим, что во втором случае фактор, отвечающий за раскрытие финансовых обязательств, оказался положительно значимым. Это соотносится с мнениями исследователей о том, что изменение стоимости финансовых обязательств при раскрытии по справедливой стоимости может расцениваться как показатель изменения кредитного риска компании. Помимо данного фактора, значимыми вновь остались те же два рыночных показателя: финансовый рычаг и доходность по прибыли.

Итак, с помощью регрессионного анализа было выяснено, что различия в раскрытии финансовых обязательств по первоначальной и справедливой стоимости являются существенными для затрат на собственный капитал российских компаний. При этом можно утверждать, что, несмотря на наличие противоположных точек зрения, результат для российских компаний совпал с мнением большинства. Возрастающая волатильность обязательств приводит к росту затрат на собственный капитал, поскольку она свидетельствует о нестабильной кредитоспособности компании, в результате инвесторы требуют более высокую доходность.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Вопрос определения факторов, влияющих на затраты, связанные с привлечением собственного капитала, является одним из ключевых для компании. Менеджеры стремятся снизить затраты привлечения акционерного капитала путем воздействия на факторы. Одним из существенных факто-

<sup>6</sup> Уровень значимости: \* – 1%, \*\* – 10%.

ров, влияющих на затраты на собственный капитал, является выбор метода учета и отражения в отчетности информации о стоимости финансовых обязательств. Однако исследователи, изучавшие развитые и развивающиеся рынки, не приходят к единому мнению по этому вопросу. Кроме того, связь раскрытия информации о финансовых обязательствах с затратами на собственный капитал российских компаний остается мало изученной. В связи с этим в статье проведен эмпирический анализ влияния различий в подходах к учету финансовых обязательств на затраты на собственный капитал российских компаний.

Методология была сформирована после изучения требований РСБУ и МСФО к раскрытию информации о финансовых обязательствах, а также существующих исследований по данной тематике, посвященных в основном иностранным компаниям. В результате анализа сначала с помощью G-критерия знаков было выяснено, что разница между значениями волатильностей прибылей и величинами обязательств, раскрываемых по справедливой (МСФО) и первоначальной (РСБУ) стоимости, статистически значима. Затем регрессионный анализ показал, что затраты на собственный капитал ожидаемо более чувствительны к волатильности обязательств, раскрываемых по МСФО, чем к волатильности обязательств, раскрываемых по РСБУ, так как изменение справедливой стоимости можно расценивать как индикатор кредитного риска. Однако среди других потенциальных детерминантов затрат на капитал незначимыми оказались дивидендные факторы, так как владельцы акций российских компаний, вероятно, более ориентированы на доход от перепродажи, чем на дивиденды.

Таким образом, полученные результаты несут в себе практическую ценность, поскольку затраты на собственный капитал являются одним из важнейших показателей того, насколько компания привлекательна для инвесторов. Также информация, которую они получают о кредитном риске компании, благодаря раскрытию финансовых обязательств по справедливой стоимости, находит отражение в размере компенсации, которую инвесторы требуют за владение рисковыми активами.

## Литература

1. Финансовые инструменты: представление информации [Электронный ресурс] : междунар. стандарт финансовой отчетности IAS 32 : утв. приказом М-ва финансов РФ от 25 нояб. 2011 г. №160. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
2. Финансовые инструменты, раскрытие информации [Электронный ресурс] : междунар. стандарт финансовой отчетности IFRS 7 : утв. приказом М-ва финансов РФ от 25 нояб. 2011 г. №160. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
3. Оценка справедливой стоимости [Электронный ресурс] : междунар. стандарт финансовой отчетности IFRS 13 : утв. приказом М-ва финансов РФ от 18 июля 2012 г. №106н. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
4. Представление финансовой отчетности [Электронный ресурс] : междунар. стандарт финансовой отчетности IAS 1 : утв. приказом М-ва финансов РФ от 25 нояб. 2011 г. №160. Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
5. Об утверждении Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в РФ [Электронный ресурс] : приказ М-ва финансов РФ от 29 июля 1998 г. №34н (ред. от 24 окт. 2010 г.). Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
6. Об утверждении положения по бухгалтерскому учету «Учет займов и кредитов и затрат по их обслуживанию» (ПБУ 15/01) [Электронный ресурс] : приказ М-ва финансов РФ от 2 авг. 2011 г. №60н (ред. от 27 нояб. 2006 г.). Доступ из справ.-правовой системы «Консультант Плюс».
7. Ставки рынка ГКО-ОФЗ [Электронный ресурс] / Центральный банк РФ. URL: [http://www.cbr.ru/hd\\_base/default.aspx?prtid=gkoofz\\_mr&pid=finr&sid=GKO\\_stavki](http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?prtid=gkoofz_mr&pid=finr&sid=GKO_stavki).
8. Удальцов В.Е. Выявление влияния информационной прозрачности на затраты на капитал и эффективность деятельности российских публичных компаний [Текст] / В.Е. Удальцов, Н.М. Тихонова // Новые исследования. – 2012. – №4. – С. 4-14.
9. Arouri M. et al. Relevance of fair value accounting for financial instruments: some French evidence [Text] / M. Arouri, M. Bellalah, N. Hamida, D. Nguyen // International journal of business. – 2012. – Vol. 17 ; no. 2. – Pp. 209-220.
10. Ball R. International financial reporting standards (IFRS): pros and cons for investors [Text] / R. Ball // Accounting and business research. – 2006. – Vol. 36. – Pp. 5-27.
11. Barth M. et al. Fair value accounting for liabilities and own credit risk [Text] / M. Barth, L. Hodder, S. Stubben // The accounting review. – 2008. – Vol. 83 ; no. 3. – Pp. 629-664.
12. Benston G. The short-comings of fair value accounting described in SFAS 157 [Text] / G. Benston // Journal of accounting and public policy. – 2008. – Vol. 27 ; no. 2. – Pp. 101-114.
13. Bewley K. Adaptability to fair value accounting in an emerging economy [Text] / K. Bewley, S. Peng // Accounting, auditing & accountability journal. – 2010. – Vol. 23 ; iss. 8. – Pp. 982-1011.
14. Botosan C. Disclosure level and the cost of equity capital [Text] / C. Botosan // The accounting review. – 1997. – Vol. 72 ; no. 3. – Pp. 323-349.
15. Botosan C. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital [Text] / C. Botosan, M. Plumlee // Journal of accounting research. – 2000. – Vol. 40 ; no. 1. – Pp. 21-40.
16. Chen K. et al. Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia's emerging markets [Text] / K. Chen, Z. Chen, K. Wei. – 2003. – 44 p.
17. DamodaranOnline [Electronic resource]. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
18. Daske H. Economic benefits of adopting IFRS or US GAAP – have the expected cost of equity capital really decreased? [Text] / H. Daske // Journal of business finance and accounting. – 2006. – Vol. 33 ; no. 3. – Pp. 329-373.
19. Francis J. et al. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world [Text] / J. Francis, I. Khurana, R. Pereira // The Accounting review. – 2005. – Vol. 80 ; no. 4. – Pp. 1125-1162.
20. Francis J. et al. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital [Text] / J. Francis, D. Nanda, P. Olsson // Journal of accounting research. – 2004. – Vol. 46 ; no. 1. – Pp. 53-99.
21. Gaynor L. et al. Fair value accounting for liabilities: the role of disclosures in unraveling the counterintuitive income statement effect from credit risk changes [Text] / L. Gaynor, L. McDaniel, T. Yohn // Accounting, organizations and society. – 2011. – Vol. 36. – Pp. 125-134.
22. Gode D. Inferring the cost of capital using the Ohlsson-Juettner model [Text] / D. Gode, P. Mohanram // Review of accounting studies. – 2003. – Vol. 8. – Pp. 399-431.
23. Hernandez F. Another step towards full fair value accounting for financial instruments [Text] / F. Hernandez // Accounting forum. – 2004. – Vol. 28. – Pp. 167-179.
24. Kanagaretnam K. et al. Usefulness of comprehensive income reporting in Canada [Text] / K. Kanagaretnam, R. Mathieu, M. Shehata // Journal of accounting and public policy. – 2009. – Vol. 28. – Pp. 349-365.
25. Kim J.-B. et al. International financial reporting standards, institutional infrastructures, and implied cost of equity capital around the world [Text] / J.-B. Kim, H. Shi, J. Zhou // Review of quantitative finance and accounting. – 2014. – Vol. 42. – Pp. 469-507.

26. Koonce L. et al. Judging the relevance of fair value for financial instruments [Text] / L. Koonce, K. Nelson, C. Shakespeare // The accounting review. – 2011. – Vol. 86 ; no. 6. – Pp. 2075-2098.
27. Kristandl G. The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting [Text] / G. Kristandl, N. Bontis // Journal of intellectual capital. – 2007. – Vol. 8 ; no. 4. – Pp. 577-594.
28. Lachmann M. et al. Acquisition and Integration of fair value information on liabilities into investors' judgments [Text] / M. Lachmann, A. Wohrmann, A. Wompener // Review of accounting and finance. – 2011. – Vol. 10 ; no. 4. – Pp. 385-410.
29. Lachmann M. et al. Fair value accounting for liabilities: presentation format of credit risk changes and individual information processing [Text] / M. Lachmann, U. Stefani, A. Wohrmann // Accounting, organizations and society. – 2015. – Vol. 41. – Pp. 21-38.
30. Leuz C et al. Aspects of the future in accounting: the use of market prices and "Fair Values" in financial reports [Text] / C. Leuz, D. Pfaff, A. Hopwood // Oxford scholarship online. – 2004. – Pp. 1-22.
31. Li S. Does mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union reduce the cost of equity capital? [Text] / S. Li // The accounting review. – 2010. – Vol. 85 ; no. 2. – Pp. 607-636.
32. Nobes C. On relief value (deprival value) versus fair value measurement for contract liabilities: a comment and response [Text] / C. Nobes // Accounting and business research. – 2011. – Vol. 41 ; no. 5. – Pp. 515-524.
33. Richardson A. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital [Text] / A. Richardson, M. Welker // Accounting, organizations and society. – 2001. – Pp. 597-616.
34. Zhang L. The effect of increased disclosure on cost of capital: evidence from China [Text] / L. Zhang, S. Ding // Review of quantitative finance and accounting. – 2006. – Vol. 27. – Pp. 383-401.

### Ключевые слова

Финансовые обязательства; затраты на собственный капитал; справедливая стоимость; первоначальная стоимость; кредитный риск.

Макушина Елена Юрьевна

Новосёлова Ксения Алексеевна

### РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы обусловлена тем, что в последнее десятилетие происходит постепенный переход российских компаний на МСФО, что теоретически должно приводить к повышению качества раскрываемой информации, а, следовательно, к более низким издержкам привлечения акционерного капитала.

Научная новизна и практическая значимость. В статье исследуется мало изученный ранее вопрос влияния раскрытия финансовых обязательств на затраты на собственный капитал на российском рынке. Исследование проводится на основе сравнения требований МСФО и РСБУ к представлению в отчетности финансовых обязательств и разностороннего обзора литературы, показывающего неоднозначность выводов, полученных авторами. Также применение регрессионного анализа позволило заключить, что в случае отражения финансовых обязательств по справедливой стоимости изменение их величины является важным для инвесторов при определении уровня риска компании, что подтверждает необходимость на переход к учету по справедливой стоимости. Этот результат иллюстрирует практическую ценность статьи.

Заключение. В целом статья представляет собой актуальное, самостоятельное, четко структурированное исследование и рекомендуется к публикации. *Чая В.Т., д.э.н., профессор, кафедра учета, анализа и аудита, Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова.*