

DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-2-25-37

УДК 65.011.14(045)

JEL M10

## Влияние корпоративного управления на структуру капитала отечественных компаний

Е.А. Федорова<sup>а</sup>, В.Г. Комлецова<sup>б</sup>, М.К. Трегубова<sup>в</sup>, А.Ю. Максимова<sup>д</sup>, В.Д. Емельянова<sup>е</sup>

<sup>а</sup> Финансовый университет, Москва, Россия; <sup>б</sup> МПФ «Хайнс Интернэшнл, Инк.», Москва, Россия;

<sup>в</sup> USM telecom group, Москва, Россия; <sup>д</sup> ООО «Хендэ Мотор СНГ», Москва, Россия;

<sup>е</sup> Educational management group, Москва, Россия

### АННОТАЦИЯ

Выбор оптимальной структуры капитала является одной из сложнейших задач, которая стоит перед руководством организации, от правильно выбранной стратегии зависит финансовая стабильность и инвестиционная привлекательность компании. **Целью** представленной работы является анализ и определение характера влияния факторов корпоративного управления на структуру капитала отечественных компаний. **Методологическую основу данной** статьи составляет анализ работ зарубежных и отечественных авторов, занимающихся исследованиями в области поведенческих финансов. **Эмпирическая база** исследования включала 60 крупных российских компаний. **Основные результаты** заключаются в доказательстве влияния факторов корпоративного управления на структуру капитала. На основе экономико-математического моделирования было выявлено: 1) положительная взаимосвязь между размером совета директоров, количеством независимых директоров и количеством заемных средств в структуре капитала отечественных компаний; 2) прямая зависимость между возрастом CEO и долей краткосрочных заемных средств в структуре капитала; 3) отсутствие влияния гендерного аспекта на структуру капитала отечественных компаний. Полученные результаты можно использовать при формировании оптимальной стратегии привлечения заемных средств. Кроме того, они могут быть полезны высшему руководству российских компаний, членам совета директоров и другим лицам для внутренней оценки деятельности предприятия, включая оценку влияния корпоративного управления на структуру капитала.

**Ключевые слова:** корпоративное управление; структура капитала; финансовые показатели; показатели корпоративного управления

**Для цитирования:** Федорова Е.А., Комлецова В.Г., Трегубова М.К., Максимова А.Ю., Емельянова В.Д. Влияние корпоративного управления на структуру капитала отечественных компаний. *Финансы: теория и практика*. 2022;26(2):25-37. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-2-25-37

## The Impact of Corporate Governance on the Capital Structure of Domestic Companies

E.A. Fedorova<sup>a</sup>, V.G. Komletsova<sup>b</sup>, M.K. Tregubova<sup>c</sup>, A. Yu. Maksimova<sup>d</sup>, V.D. Emel'yanova<sup>e</sup>

<sup>a</sup> Financial University, Moscow, Russia; <sup>b</sup> Hines International, Inc., Moscow, Russia;

<sup>c</sup> USM Telecom Group, Moscow, Russia; <sup>d</sup> Hyundai Motor SNG LLC, Moscow, Russia;

<sup>e</sup> Educational Management Group, Moscow, Russia

### ABSTRACT

The choice of the optimal capital structure is one of the biggest challenges that the company's top management faces due to the fact that the right strategy secures the company's financial stability, sustainable development and capital-raising potential. This study **aims** at establishing a connection between the capital structure of Russian companies and corporate governance. Literature background of the paper consists of foreign and Russian authors' works in the field of behavioral finance. Observations from 60 Russian companies were employed in the study. **The major findings** obtained by economic and mathematical modeling are as follows: 1. positive connection was established between the size of board of directors, number of independent directors and debt in capital structure; 2. positive connection between CEO's age and short-term debt in capital structure; 3. no correlation

between gender of directors and debt. The findings of this study may be used for determining the optimal capital structure strategy. Moreover, this information may be taken into account by top-management, directors, etc. for internal valuation of a company's operations including sound valuation of the corporate governance factors that influenced the company's capital structure.

**Keywords:** corporate governance; capital structure; financial indicators; corporate governance indicators

**For citation:** Fedorova E.A., Komletsova V.G., Tregubova M.K., Maksimova A. Yu., Emel'yanova V.D. The impact of corporate governance on the capital structure of domestic companies. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(2):25-37. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-2-25-37

## ВВЕДЕНИЕ

Выбор оптимальной структуры капитала является одной из сложнейших задач, которая стоит перед руководством компании. От правильно выбранной стратегии зависит финансовая стабильность и инвестиционная привлекательность предприятия, а также дальнейшие взаимоотношения между руководством компании, собственниками и кредиторами. В большинстве случаев менеджмент компании определяет структуру капитала исходя из поставленных финансовых целей S. Orlova, J. Harper, Li Sun [1]. Однако помимо финансовых факторов значительное влияние оказывают и показатели, характеризующие особенности корпоративного управления. Например, H. Cronqvist, A. K. Makhija и S. E. Yonker [2], опираясь на теорию «последовательности поведения», разработанную G. W. Allport [3] и D. C. Funder, C. R. Colvin [4], проанализировали 605 крупных американских компаний, входящих в индекс S&P 1500, и установили взаимосвязь между факторами корпоративного управления и структурой капитала. В научных работах как отечественных (Е. Т. Русанова [5], М. В. Попов [6]), так и зарубежных (Kavaus Ardalan, Mohammed Sowkat Hossain) авторов довольно много исследований, изучающих влияние различных внутренних и внешних факторов на ключевые финансовые показатели предприятий. Очевидно, что компании, оказывающие услуги в одной отрасли и имеющие схожие показатели и характеристики, могут иметь разные показатели структуры капитала. Отсюда возникает потребность в понимании и определении влияния на предприятие не только финансовых, но и нефинансовых факторов. К нефинансовым источникам влияния чаще всего относят различные особенности корпоративного управления, в частности роль и личностные данные CEO (Chief Executive Officer) [7], структуру и численность совета директоров [8]. Это обусловлено тем, что именно руководство высшего уровня во многом определяет ключевой вектор развития компании, включая принятие финансовых решений [9].

Несмотря на достаточно большое количество подобных исследовательских работ, универсаль-

ной и общепринятой теории, объясняющей методы финансирования компаний, нет, что и определяет актуальность выбранной темы.

Целью представленной работы является анализ и определение влияния корпоративного управления на структуру капитала российских компаний с применением экономико-математического моделирования.

## ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ И ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Существуют три основные теории структуры капитала: теория компромисса, порядка финансирования и агентская теория.

### Теория компромисса (trade off theory)

Теория компромисса была разработана и описана Краусом и Литценбергером в 1973 г. [10]. Основывается данная теория на том, что заемный капитал обходится компании дешевле, чем собственный, так как проценты по нему налогом не облагаются. Однако стоит учитывать и то, что слишком большая доля заемных средств в структуре капитала может привести к финансовой неустойчивости компании, соответственно, задача руководства состоит в том, чтобы найти компромисс между выгодой от заемных средств и издержками финансовой неустойчивости, которые компания понесет в случае банкротства. Издержки могут быть как прямыми, так и косвенными. К прямым можно отнести, например, снижение стоимости активов в процессе банкротства, а к косвенным — юридические и административные затраты [6].

### Теория порядка финансирования (pecking order theory)

Теория порядка финансирования или теория иерархии была впервые описана С. Майерсом в 1984 г. [11]. Согласно данной теории руководство компании выбирает источники финансирования в строго установленном порядке. В первую очередь привлекаются внутренние источники, например накопленная нераспределенная прибыль, затем заемные средства, при этом предпочтение отдается менее рискованному краткосрочному займу. Сле-

дующим источником финансирования будет долгосрочный займ, и только в случае, если заемный капитал уже не может быть использован, компания выпускает дополнительные акции [12].

#### Агентская теория (agency cost theory)

В рамках агентской теории выбор структуры капитала может рассматриваться в качестве средства разрешения агентских конфликтов. Такого рода конфликты могут возникать между собственниками и руководством компании, руководством и кредиторами, собственниками и кредиторами. Суть разногласий состоит в том, что собственники, как правило, хотят увеличить стоимость компании, в то время как руководство может быть больше озабочено собственной репутацией, карьерным ростом, заработной платой, т.е. их интересы могут расходиться, что в свою очередь может привести к тому, что руководство компании будет принимать невыгодные для компании решения, «давать дорогу» неэффективным проектам и т.д. В связи с этим собственники несут агентские издержки, чтобы контролировать фактическое руководство компании. Структура капитала, в свою очередь, играет очень важную роль, и правильный выбор поможет избежать конфликтов. Например, привлечение заемных средств может повлиять на эффективность работы руководства компании, ведь большая доля долговых обязательств может поставить компанию в финансово неустойчивое положение, и в таком случае от руководства потребуются дополнительные усилия, грамотный выбор стратегии корпоративного управления, чтобы сохранить свое рабочее место и, соответственно, улучшить финансовое положение компании. Стоит отметить, что в такой ситуации цели обеих сторон совпадают [13].

Однако на данный момент не существует теории, которая полностью могла бы объяснить почему у компаний, осуществляющих свою деятельность в одной отрасли и имеющих схожие характеристики, структура капитала может сильно отличаться.

Именно поэтому исследование влияния факторов корпоративного управления на структуру капитала в последнее время очень популярно. Как правило, в качестве основных показателей рассматривают состав совета директоров, включая его размер, долю независимых директоров, долю женщин и структуру собственности компании [14–16].

#### Гендерный фактор

Стоит отметить, что еще в 1991 г. Сох в своей работе выдвинул гипотезу, что с тех пор как движение за равноправие мужчин и женщин стало набирать все

большие обороты, компании, в составе совета директоров которых есть женщины, начали показывать лучшие финансовые результаты [17]. В своем исследовании он объясняет это тем, что гендерное разнообразие в составе совета директоров способствует многостороннему и более широкому взгляду руководства на дальнейшие пути развития компании, что в свою очередь повышает репутацию фирмы, а также привлекает клиентов и инвесторов. Влияние половой принадлежности управленцев на финансовые показатели организации были также исследованы в работе E. Peni [9], где утверждается, что женщины более основательны в принятии решений, нежели мужчины, для которых характерна склонность к риску. Таким образом, мужчины предрасположены к привлечению большего объема заемного капитала, который способствует росту финансовых рисков.

В своей работе Y. Liu, Z. Wei, F. Xie [18], взяв за основу исследования выборку из 2000 китайских компаний, проанализировали не только вклад женщин-директоров в такие показатели, как коэффициенты рентабельности собственного капитала и активов, но и определили взаимосвязь между женщинами в структуре топ-менеджмента, совета директоров и эффективностью компании. Проведя исследование, авторы пришли к выводам, что доля женщин в совете директоров оказывает положительное влияние на показатели эффективности компании. Помимо этого, D.D. Zelechowski, D. Bilimoria [19], проведя исследование в 73 странах с 1998 по 2008 г., утверждают, что компании, в которых доля женщин в совете директоров выше, имеют более высокие финансовые показатели, чем компании, в которых доля женщин в совете директоров ниже либо женщины вообще отсутствуют. Также они утверждают, что женщины по своей природе более осмотрительны и стараются снизить риски компании, отсюда доля заемных средств в структуре капитала будет ниже.

#### Возраст

Одним из факторов корпоративного управления, который оказывает влияние на принятие решений касательно структуры капитала, является возраст генерального директора. Взаимосвязь между показателями была описана в работах J. R. Graham, C. R. Harvey [20], L. Barros, A. Silveira [21]. Однако единого мнения о характере влияния не существует. Как правило, предполагается, что более возрастные и опытные управленцы, в большинстве случаев сторонники консервативной политики управления капиталом, преимущественно привлекают собственные средства, а не заемные. Такие управленцы

менее подвержены беспринципному и эмоциональному поведению [22].

При этом ряд ученых в своих работах отмечают, что перед выходом на пенсию управляющий предпочитает краткосрочные проекты [23]. Более того, согласно работе М.А. Serfling [24], по мере того, как руководители становятся старше, они предпочитают проводить менее рискованную политику. Так как деятельность крупной компании не может осуществляться исключительно за счет собственных средств, организация вынуждена привлекать заемные средства, и в этом случае возрастной руководитель предпочитает использовать краткосрочные обязательства, которые являются менее рискованными по сравнению с долгосрочными согласно теории порядка финансирования.

### Совет директоров

Совет директоров является одним из основных инструментов корпоративного управления, важность которого в структуре компании объясняется его основными функциями, среди которых представление и соблюдение интересов собственников, назначение руководства компании. Члены совета директоров напрямую влияют на наиболее существенные и стратегические решения деятельности и развития компании, устанавливая ключевые ориентиры функционирования. Отсюда возникает интерес в части количества членов совета директоров и его непосредственного влияния на финансовые показатели компании.

У.Т. Mak, У. Kusnadi [25], проведя исследование, обнаружили, что в компаниях с большим советом директоров доля заемных средств в структуре капитала больше, чем в компаниях, где совет директоров не так многочисленен.

### Независимые директора

В последнее время в составе совета директоров крупных компаний все чаще стали присутствовать независимые директора, являющиеся важным звеном в принятии решений, отвечающие за контроль выполнения управленческих решений, внутренний аудит, управление рисками. Отсюда возникает вопрос: каков характер и степень влияния присутствия независимых директоров на финансовые показатели компании? Так, ученый М.С. Weisbach [26] утверждает, что генеральный директор будет ожидать более активного мониторинга, если независимых директоров будет больше. При увеличении такого мониторинга со стороны совета автономия руководства может уменьшиться, что, в свою очередь, повлияет на финансовые показатели компании.

В результате изучения и анализа вышеперечисленных работ зарубежных и отечественных авторов нами были сформулированы следующие гипотезы:

*Гипотеза 1.* Чем больше женщин в совете директоров, тем меньше доля заемных средств в структуре капитала (Peni [9], Liu, Wei, Xie [18], Zelechowski [19]).

*Гипотеза 2.* Чем старше CEO (Chief Executive Officer), тем больше доля краткосрочных обязательств в структуре капитала (М.А. Serfling [24], А. Silveira [21]).

*Гипотеза 3.* Чем больше размер совета директоров (СД), тем выше доля заемных средств в структуре капитала, нежели собственных (У.Т. Mak, У. Kusnadi [25], Т. Тычинская [8]).

*Гипотеза 4.* Чем больше количество независимых директоров, тем выше доля заемных средств в структуре капитала (М.С. Weisbach [26]).

### Методология исследования

Существует несколько способов определения структуры капитала, отразим их в *табл. 1*. Так, например, Н. Cronqvist, А.К. Makhija и S. E. Yonker [2] в своей работе в качестве переменной «структура капитала» используют отношение краткосрочных и долгосрочных обязательств к рыночной стоимости активов. Помимо этого, достаточно часто используется отношение суммарных обязательств к балансовой стоимости компании. Например, именно это отношение использует в своих работах Т. Vo. Minh [27]. Кроме того, в его работах за переменную структуру капитала часто берется отдельно отношение краткосрочных обязательств к балансовой стоимости и долгосрочных обязательств к балансовой стоимости компании.

В данной работе в качестве зависимой переменной «структура капитала» принято отношение долговой переменной к активам компании. В свою очередь, долговая переменная представлена как суммой обязательств, так и отдельно краткосрочными и долгосрочными обязательствами. В связи с этим структура капитала в исследовании представлена в виде трех коэффициентов (*табл. 2*).

В качестве объясняющих переменных были взяты следующие показатели: количество членов в совете директоров, доля независимых директоров в совете директоров, доля женщин в совете директоров, среднее годовое вознаграждение члена совета директоров, количество членов в правлении, возраст CEO.

Стоит отметить, что, конечно, выбор структуры капитала обусловлен не только факторами корпоративного управления, помимо этого учитывается как отраслевая специфика, так и эффективность деятельности компании. Именно поэтому в качестве контрольных переменных были выбраны показатели



Таблица 1 / Table 1

**Обзор исследований методов определения задолженности и структуры капитала / Capital structure research methods review**

Автор / Author	Долговая переменная / Debt variable	Переменная структуры капитала / Capital structure variable
Cronqvist H., Makhija A.K., Yonker S.E. [2, p. 20]	Сумма краткосрочных и долгосрочных обязательств	1. Долговая переменная / активы. 2. Долговая переменная / рыночная стоимость компании
Barros L., Silveira A. [21, p. 293–335]	Долгосрочные обязательства	Долговая переменная / активы
Minh T.Vo [27]	1. Краткосрочные обязательства. 2. Долгосрочные обязательства. 3. Сумма краткосрочных и долгосрочных обязательств	1. Краткосрочные обязательства / активы. 2. Долгосрочные обязательства / активы. 3. Сумма краткосрочных и долгосрочных обязательств / активы

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Таблица 2 / Table 2

**Зависимые переменные / Dependent variables**

Обозначение / Designation	Коэффициент структуры капитала / Capital structure ratio
$Y_1$	Краткосрочные обязательства / Балансовая стоимость активов
$Y_2$	Долгосрочные обязательства / Балансовая стоимость активов
$Y_3$	Обязательства / Балансовая стоимость активов

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

финансового состояния компании (рентабельность собственного капитала (ROE), стоимость компании, коэффициент покрытия и коэффициент быстрой ликвидности) С. Chang, X. Chen, G. Liao [28].

Таким образом основная модель имеет следующий вид:

$$Y = a_0 + \sum a_i CG_i + \sum b_i F_i + \varepsilon, \quad (1)$$

где содержание и обозначение входящих в уравнение переменных представлено в табл. 3.

В представленной таблице отдельно приведены переменные корпоративного управления и финансового состояния компании. В качестве метода исследования будет применяться линейная регрессия.

**АНАЛИЗ ДАННЫХ**

Выборочная совокупность компаний была сформирована с помощью Ruslana-Bureau van Dijk и информации, полученной из годовых отчетов компаний, попавших непосредственно в выборку. Она содержит как абсолютные, так и относительные показатели, значения которых были найдены

и рассчитаны исходя из имеющихся данных. Эмпирическая база исследования включает финансовые показатели и показатели корпоративного управления 60 крупных российских компаний за 2018 г.

В табл. 4 приведена описательная статистика переменных корпоративного управления и переменных финансового состояния отечественных компаний.

По результатам описательной статистики видно, что среди анализируемых компаний есть корпорации, в совете директоров и правлении которых полностью отсутствуют независимые директора, иностранцы и женщины. Кроме того, в выборку попали организации, в составе совета директоров которых присутствуют исключительно представители других государств. Максимальная доля женщин в совете директоров и правлении корпораций — 40 и 50% соответственно.

Также можно заметить, что достаточно сильно варьируется показатель количества менеджеров в правлении — от 2 человек до 25. Большая разница наблюдается в возрасте CEO: самому молодому 36 лет, самому возрастному — 79 лет.

При анализе описательной статистики был выявлен среднестатистический состав совета директоров

и правления российских компаний, представленный на рис. 1 и 2.

В состав среднестатистического совета директоров российских компаний входят 10 человек, из которых четверо имеют статус независимого директора, а трое являются гражданами других государств. Гендерное разнообразие членов совета директоров остается на низком уровне, так как преимущественно в его составе присутствует лишь одна женщина (рис. 1). Среднее годовое вознаграждение члена совета директоров в анализируемых компаниях составило 18,4 млн руб.

Перейдем к рассмотрению среднестатистического состава правления отечественных предприятий (рис. 2).

В правление корпораций в среднем входят 10 топ-менеджеров, из которых только одна представительница женского пола. Возглавляет правление генеральный директор, возраст которого в среднем составляет 54 года (рис. 2).

Согласно статистике присутствие женщин в составе совета директоров и правления российских компаний на сегодняшний день не распространено, в доле соотношении оно составляет всего 7% от общего числа участников.

Для анализа взаимосвязи выбранных показателей была построена корреляционная матрица (рис. 3).

Согласно матрице устойчивая связь с финансовыми показателями наблюдается у таких переменных корпоративного управления, как размер совета директоров, доля независимых директоров, количество членов в правлении и возраст генерального директора (CEO).

## РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

По результатам анализа корреляционной матрицы были отобраны регрессоры и рассчитаны модели, представленные в табл. 5.

В ячейках напротив переменных указаны значение коэффициента для каждого показателя, а в скобках — стандартная ошибка.

Статистическая значимость на уровне: 0 «\*\*\*»; 0,001 «\*\*»; 0,01 «\*»; 0,05 «.»; 0,1 «.» 1.

Таким образом, по результатам исследования можно сделать вывод о том, что существует влияние входящих в модель показателей на зависимую переменную модели — структуру капитала. Это означает, что наши гипотезы частично подтвердились, результаты отражены в табл. 6.

Исходя из полученных данных, можно утверждать, что коэффициент при показателе «доля женщин в составе совета директоров» незначим, соответственно, выдвинутая гипотеза 1 о том, что чем больше количество женщин в составе совета

Таблица 3 / Table 3

### Обозначение и содержание переменных уравнения / Description of variables

Обозначение / Designation	Содержание / Content
<b>Переменные корпоративного управления</b>	
$CG_1$	Количество членов в совете директоров
$CG_2$	Доля независимых директоров в совете директоров
$CG_3$	Доля женщин в совете директоров
$CG_4$	Среднее годовое вознаграждение члена совета директоров
$CG_5$	Количество членов в правлении
$CG_6$	Средняя заработная плата директора (в составе совета директоров)
$CG_7$	Возраст председателя правления (генерального директора)
$CG_8$	Доля иностранцев в совете директоров
<b>Контрольные переменные (переменные финансового состояния компании)</b>	
$F_1$	Рентабельность акционерного капитала
$F_2$	Рентабельность активов
$F_3$	Рентабельность задействованного капитала
$F_4$	Прибыль
$F_5$	Коэффициент покрытия
$F_6$	Коэффициент быстрой ликвидности
$F_7$	Стоимость компании

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

директоров, тем меньше заемных средств использует компания, не подтвердилась. Хотелось бы отдельно обратить внимание на то, что данные результаты не противоречат полностью гипотезам, выдвинутым зарубежными авторами, например, Y. Liu, Z. Wei, F. Xie [17], D. D. Zelechowski, D. Bilimoria [19], так как, согласно описательной статистике, в среднестатистическом совете директоров круп-

Таблица 4 / Table 4

Описательная статистика / Descriptive statistics

Наименование переменной / Variable name	mean	sd	median	min	max
Совет директоров	11,05	2,41	10,00	5,00	15
Доля независимых директоров	30,93	16,93	28,79	0,00	77,78
Доля иностранных директоров	26,32	27,25	19,09	0,00	100
Доля женщин в совете директоров	7,67	9,03	7,42	0,00	40
Количество членов правления	9,5	4,09	9,00	2	25
Доля женщин в правлении	15,67	13,99	14,29	0,00	50
Средняя заработная плата в совете директоров	18 353 454	23 503 056	9 998 261	260 400	144 000 000
Средняя заработная плата в совете директоров (логарифм)	6,99	0,54	7,00	5,42	8,16
Возраст CEO	53,62	10,78	51,00	36	79
Рентабельность собственного капитала	25,07	59,45	15,09	-83,52	358,87
Рентабельность привлеченного капитала	16,18	50,10	9,20	-46,59	366,83
Рентабельность активов	5,52	11,42	3,88	-43,02	32,74
Коэффициент покрытия	1,26	0,73	1,05	0,14	3,59
Маржа прибыли	10,91	19,39	7,06	-45,09	54,41
Коэффициент ликвидности	1,14	0,85	0,84	0,06	3,43
Стоимость компании	640 035 622	1 108 838 353	186 600 000	143 500	458 400 000
Стоимость компании (логарифм)	8,12	0,97	8,27	5	10
Стоимость активов	1 728 212 861	4 643 190 055	299 459 696	1 202 293	27 112 200 000
Краткосрочные обязательства	468 022 515	1 449 075 719	78 467 204	660 311	9 470 480 000
Долгосрочные обязательства	698 739 148	2 243 664 235	86 314 300	9 181	14 205 720 000
Краткосрочные обязательства / активы	0,31	0,24	0,25	0,02	0,97
Долгосрочные обязательства / активы	0,30	0,23	0,27	0,01	0,93
Все обязательства / активы	0,61	0,28	0,64	0,10	1

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.



Рис. 1 / Fig. 1. Среднестатистический состав совета директоров российских компаний / Russian average board of directors

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

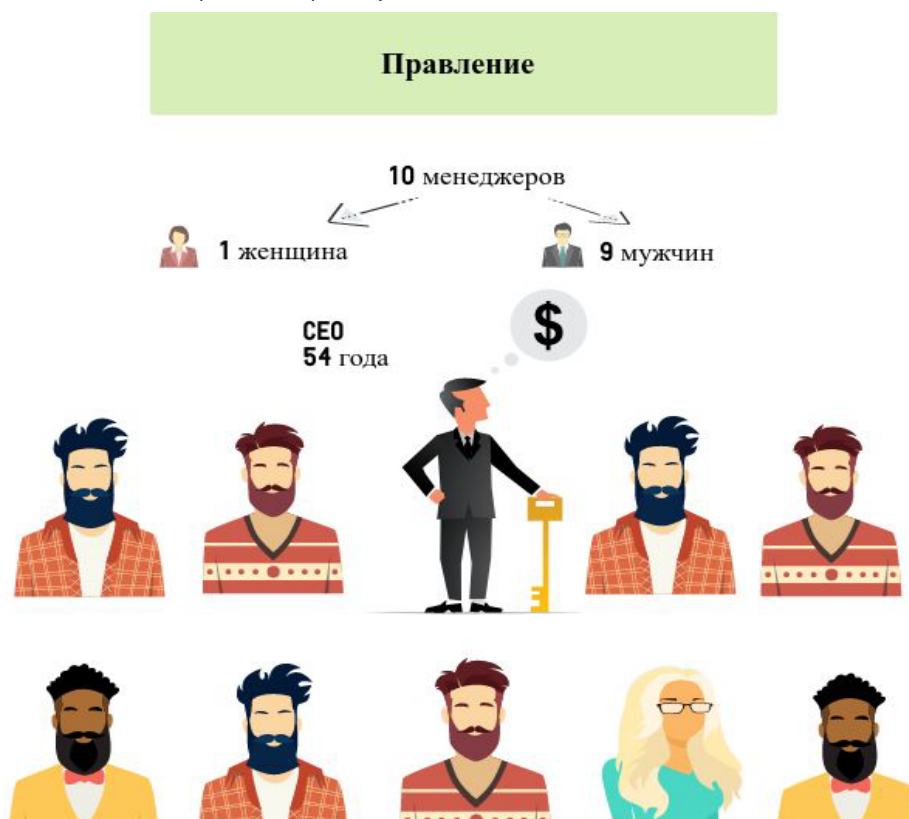


Рис. 2 / Fig. 2. Среднестатистический состав правления российских компаний / Russian average management team

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.



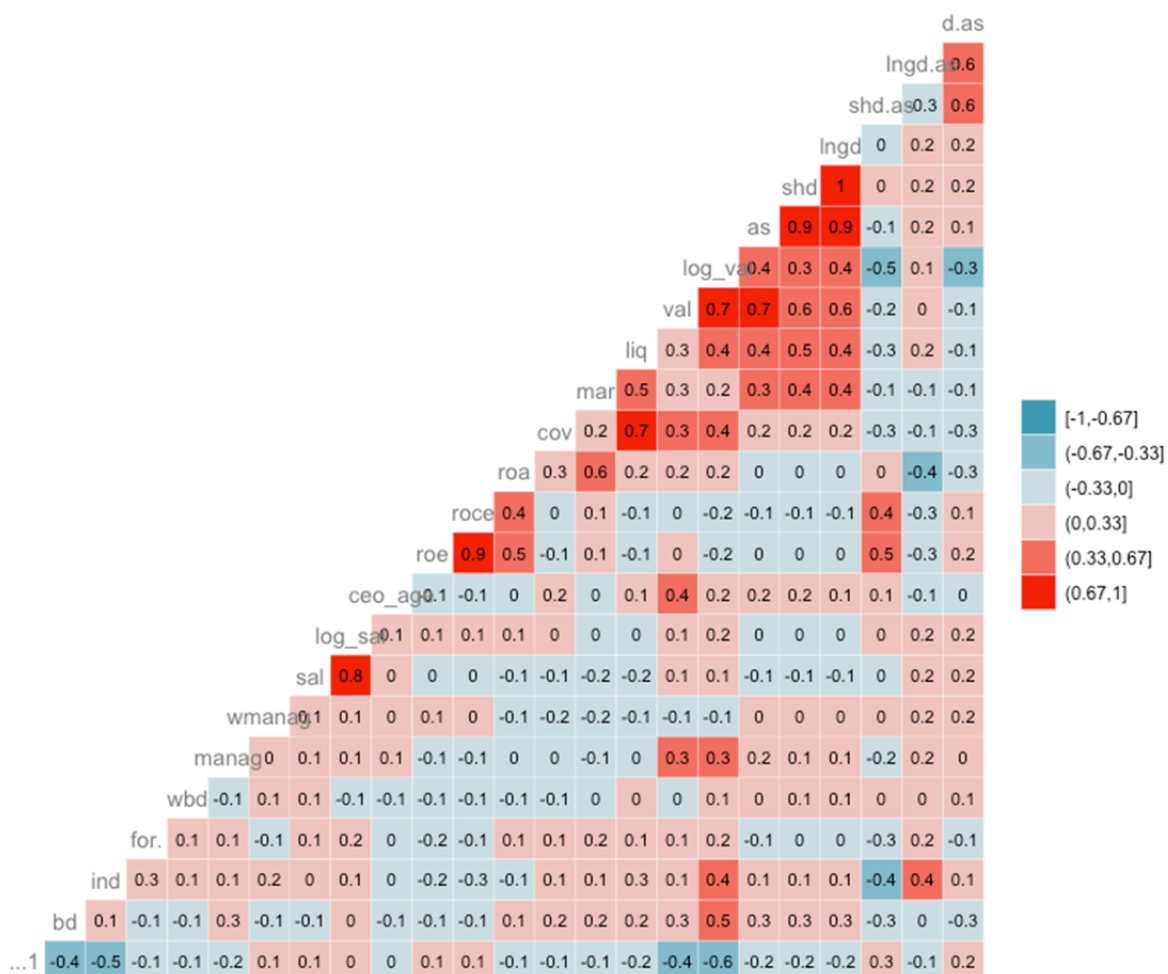


Рис. 3 / Fig. 3. Корреляционная матрица / Correlation matrix

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

ной российской компании состоит всего лишь одна женщина, что значительно отличается от числа женщин в руководстве зарубежных компаний. Исходя из этого, можно предположить, что данный фактор значим. Однако в российских реалиях за счет слабого гендерного разнообразия данный показатель фактически не оказывает особого влияния на структуру капитала.

Гипотеза № 2, согласно которой чем старше генеральный директор компании, тем больше доля краткосрочных заемных средств в структуре капитала, подтвердилась. Полученные данные соответствуют результатам ранее проведенных исследований М.А. Serfling [24]. Коэффициент показателя «возраст генерального директора» положителен и значим, что доказывает наличие прямой взаимосвязи между переменными.

На основании полученных результатов значимым оказался и коэффициент «размер совета директоров», отсюда выдвинутая гипотеза 3, утверждающая, что

чем больше размер совета директоров, тем выше доля заемных средств в структуре капитала, подтвердилась. Результат совпадает с полученными выводами Y. T. Mak, Y. Kusnadi [25].

Коэффициент показателя «доля независимых директоров» — также положителен и значим, что указывает на прямую связь и доказывает то, что чем больше независимых директоров в составе совета директоров, тем больше доля заемных средств по сравнению с собственными в структуре капитала отечественных компаний.

### ВЫВОДЫ

Выполнив эконометрический анализ с применением линейной регрессии, было подтверждено, что факторы корпоративного управления оказывают влияние на структуру капитала отечественных компаний. В частности, выявлена положительная связь между долей заемных средств в структуре капитала отечественных компаний

## Результаты исследования / Research results

Переменная / Variable	Модель 1 / Model 1	Модель 2 / Model 2	Модель 3 / Model 3
Нефинансовые показатели			
Стоимость компании log	-0,1182549 (0,0248227) ***		
Возраст генерального директора	0,0042298 (0,0022041)*		
Совет директоров			0,0256454 (0,0128185)
Доля женщин в совете директоров`	0,0023019 (0,0026010)	-0,0007659 (0,0025762)	-0,0004548 (0,0033271)
Доля независимых директоров		0,0040483 (0,0014464)**	
Правление		0,0087869 (0,0056402)	
Зарплата log		0,0909936 (0,0429113)*	
Финансовые показатели			
Рентабельность активов		-0,0082338 (0,0021021)***	-0,0114820 (0,0033499)**
Рентабельность собственного капитала	0,0015417 (0,0004034)***		0,0019316 (0,0006241)**
Коэффициент покрытия		-0,0952991 (0,0472095)*	-0,1595280 (0,0620133)*
Коэффициент ликвидности		0,1112057 (0,0406046)**	0,1312256 (0,0514884)*
Показатели модели			
R-Squared	0,4603	0,4973	0,393
Adj. R-Squared	0,421	0,4296	0,3243
F-statistic	11,73	7,349	5,719
p-value	5,89e-07	4,005e-06	0,0001217

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

и размером совета директоров, которая объясняется тем, что когда решение принимает большое количество людей, ответственность размыта, а это, в свою очередь, влечет за собой принятие более рискованных решений, в том числе относительно структуры капитала. Положительная связь между количеством независимых директоров и долей заемных средств в структуре капитала только подтверждает вышесказанное. Помимо этого, в ходе исследования обнаружена положительная связь между долей краткосрочных заемных средств в структуре капитала и возрастом генерального директора, что совпадает с ранее

выдвинутыми гипотезами зарубежных авторов, в которых утверждается, что чем старше руководитель, тем больше доля краткосрочных займов у предприятия ввиду того, что он стремится осуществить как можно больше проектов до завершения своей деятельности и, соответственно, рассчитывает на то, что все займы будут выплачены до завершения его карьеры.

Выбор структуры капитала является стратегически важным решением, ответственность за принятие которого лежит на руководстве компании. В связи с этим у управляющих и других заинтересованных лиц должно быть четкое понимание роли и характера

Таблица 6 / Table 6

## Анализ результатов по данным российских компаний / Analysis of the research results

Гипотезы / Hypotheses	Факторы / Factors	Результаты / Results
Гипотеза 1. Чем больше количество женщин в составе правления / совете директоров, тем меньше заемных средств использует компания	Доля женщин в составе правления / совете директоров	Не подтвердилась
Гипотеза 2. Чем старше CEO, тем больше доля краткосрочных обязательств в структуре капитала	Возраст CEO	Подтвердилась
Гипотеза 3. Чем больше размер совета директоров (СД), тем выше доля заемных средств в структуре капитала, нежели собственных	Размер совета директоров	Подтвердилась
Гипотеза 4. Чем больше количество независимых директоров, тем выше доля заемных средств в структуре капитала	Количество независимых директоров в совете директоров	Подтвердилась

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

влияния тех или иных факторов, включая факторы корпоративного управления, на структуру капитала. Именно поэтому данное исследование актуально на сегодняшний день. Оно дополняет уже существующие работы в рамках агентской теории структуры капитала и может являться базой для дальнейших исследований в данной области.

Помимо этого, результаты, полученные в ходе исследования, могут быть применены при прогнозировании и определении структуры капитала, что может быть полезно высшему руководству российских предприятий, членам совета директоров, аналитикам, специалистам в области финансового анализа и другим заинтересованным лицам.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

- Orlova S., Harper J.T., Sun L. Determinants of capital structure complexity. *Journal of Economics and Business*. 2020;110:105905. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2020.105905
- Cronqvist H., Makhija A.K., Yonker S.E. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*. 2013;103(1):20–40. DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.08.005
- Allport G.W. Traits revisited. *American Psychologist*. 1966;21(1):1–10. DOI: 10.1037/h0023295
- Funder D.C., Colvin C.R. Explorations in behavioral consistency: Properties of persons, situations, and behaviors. *Journal of Personality and Social Psychology*. 1991;60(5):773–794. DOI: 10.1037/0022–3514.60.5.773
- Русанова Е. Т. Обзор современных исследований по теории структуры капитала. *Финансы и кредит*. 2009;(38):63–72.  
Rusanova E.T. Review of modern research on the theory of capital structure. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2009;(38):63–72. (In Russ.).
- Попов М.В. Формирование целевой структуры капитала с позиций современной экономической мысли. *Инновации и инвестиции*. 2021;(3):53–55.  
Popov M.V. Formation of the target capital structure from the standpoint of modern economic thought. *Innovatsii i investitsii = Innovation & Investment*. 2021;(3):53–55. (In Russ.).
- Liu Y., Jiraporn P. The effect of CEO power on bond ratings and yields. *Journal of Empirical Finance*. 2010;17(4):744–762. DOI: 10.1016/j.jempfin.2010.03.003
- Тычинская Т.А. Качество корпоративного управления как фактор выбора структуры источников финансирования инвестиций. *Известия Уральского государственного университета. Серия 3: Общественные науки*. 2010;(1):46–58.  
Tychinskaya T.A. Corporate governance as a factor of financing investment sources structure. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya 3: Obshchestvennye nauki*. 2010;(1):46–58. (In Russ.).
- Peni E. CEO and chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance*. 2014;18(1):185–205. DOI: 10.1007/s10997–012–9224–7

10. Kraus A., Litzenberger R.H. A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*. 1973;28(4):911–922. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1973.tb01415.x
11. Myers S.C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*. 1984;39(3):574–592. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1984.tb03646.x
12. Ермакова Ю.С., Красюк В.А. Модели формирования структуры капитала. *Сфера услуг: инновации и качество*. 2018;(39):29–44.  
Ermakova Yu.S., Krasnyuk V.A. Models for formation of capital structure. *Sfera uslug: innovatsii i kachestvo = Services Sector: Innovation and Quality*. 2018;(39):29–44. (In Russ.).
13. Grossman S.J., Hart O.D. Corporate financial structure and managerial incentives. In: McCall J.J., ed. *The economics of information and uncertainty*. Chicago, IL: University of Chicago Press; 1982:107–140. (National Bureau of Economic Research Conference Report).
14. Gaitán S., Herrera-Echeverri H., Pablo E., How corporate governance affects productivity in civil-law business environments: Evidence from Latin America. *Global Finance Journal*. 2018;37:173–185. DOI: 10.1016/j.gfj.2018.05.004
15. Le T.P.V., Tannouk K. Ownership structure and capital structure: A study of Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*. 2016;55(4):319–344. DOI: 10.1111/1467–8454.12089
16. Prommin P., Jumreornvong S., Jiraporn P., Tong S. Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*. 2016;31:73–87. DOI: 10.1016/j.gfj.2016.06.006
17. Cox T.H., Lobel S.A., McLeod P.L. Effects of ethnic group cultural differences on cooperative and competitive behavior on a group task. *Academy of Management Journal*. 1991;34(4):827–847. DOI: 10.2307/256391
18. Liu Y., Wei Z., Xie F. Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*. 2014;28:169–184. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016
19. Zelechowski D.D., Bilimoria D. Characteristics of women and men corporate inside directors in the US. *Corporate Governance: An International Review*. 2004;12(3):337–342. DOI: 10.1111/j.1467–8683.2004.00374.x
20. Graham J.R., Harvey C.R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*. 2001;60(2–3):187–243. DOI: 10.1016/S 0304–405X(01)00044–7
21. Barros L., Silveira A. Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *Brazilian Review of Finance*. 2008;6(3):293–335.
22. Bertrand M., Schoar A. Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*. 2003;118(4):1169–1208. DOI: 10.1162/003355303322552775
23. Jiraporn P., Chintrakarn P., Liu Y. Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*. 2012;42(3):139–158. DOI: 10.1007/s10693–011–0109–8
24. Serfling M.A. CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*. 2014;25:251–273. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013
25. Mak Y.T., Kusnadi Y. Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2005;13(3):301–318. DOI: 10.1016/j.pacfin.2004.09.002
26. Weisbach M.S. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*. 1988;20:431–460. DOI: 10.1016/0304–405X(88)90053–0
27. Vo M.T. Capital structure and cost of capital when prices affect real investments. *Journal of Economics and Business*. 2021;113:105944. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2020.105944
28. Chang C., Chen X., Liao G. What are the reliably important determinants of capital structure in China? *Pacific-Basin Finance Journal*. 2014;30:87–113. DOI: 10.1016/j.pacfin.2014.06.001

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Елена Анатольевна Федорова** — доктор экономических наук, профессор департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

**Elena A. Fedorova** — Dr. Sci. (Econ.), Professor at the Corporate Finance and Governance Department, Financial University, Moscow, Russia  
<https://orcid.org/0000-0002-3381-6116>

Автор для корреспонденции / Corresponding author  
ecolena@mail.ru





**Варвара Григорьевна Комлецова** — сотрудник компании МПФ «Хайнс Интернэшнл, Инк.», Москва, Россия

**Varvara G. Komletsova** — Employee of Moscow Representative Office of Hines International, Inc., Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-0310-5476>

komletsovavarvara@gmail.com



**Мария Константиновна Трегубова** — сотрудник компании USM Telecom Group, Purchasing Alliance, Москва, Россия

**Mariya K. Tregubova** — Employee of USM Telecom Group, Purchasing Alliance, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-3316-2685>

mariya.treg@mail.ru



**Анна Юрьевна Максимова** — сотрудник компании ООО «Хендэ Мотор СНГ», Москва, Россия

**Anna Yu. Maksimova** — Employee of Hyundai Motor SNG LLC, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0001-5149-9030>

amaksimova.u@gmail.com



**Виктория Дмитриевна Емельянова** — сотрудник компании Educational Management Group, Москва, Россия

**Viktoriya D. Emel'yanova** — Employee of Educational Management Group, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-1311-8713>

viktoriya\_eme@mail.ru

#### **Заявленный вклад авторов:**

**Е.А. Федорова** — научное руководство исследованием; формулировка научных гипотез, проверяемых посредством модельных экспериментов.

**В.Г. Комлецова** — проведение вычислительных экспериментов, интерпретация полученных результатов.

**М.К. Трегубова** — критический анализ литературы, постановка проблемы, разработка концепции статьи.

**А.Ю. Максимова** — сбор статистических данных, описание результатов.

**В.Д. Емельянова** — табличное и графическое представление результатов, формирование выводов исследования.

#### **Authors' declared contribution:**

**E. A. Fedorova** — Academic Adviser of the research, formulation of scientific hypotheses, tested by model experiment method.

**V. G. Komletsova** — computational experiments, interpretation of the results.

**M. K. Tregubova** — literature analysis, problem statement, conceptual framework development.

**A. Yu. Maximova** — statistics collection, description of the results.

**V. D. Emel'yanova** — data visualization design, conclusions.

*Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила в редакцию 09.06.2021; после рецензирования 23.06.2021; принята к публикации 17.12.2021.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 09.06.2021; revised on 23.06.2021 and accepted for publication on 17.12.2021.*

*The authors read and approved the final version of the manuscript.*