Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

Институт «Высшая школа менеджмента»

**СТРУКТУРА КАПИТАЛА И МЕХАНИЗМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ**

Выпускная квалификационная работа студента 4 курса направление 38.03.02 – Менеджмент, шифр образовательной программы СВ.5070.2014

**КРАСОВСКОЙ Полины Олеговны**

**\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**

Научный руководитель:

к.э.н., ИЛЬИНА Юлия Борисовна

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Санкт-Петербург

2018

## Заявление о самостоятельном выполнении Выпускной квалификационной работы

Я, Красовская Полина Олеговна, студентка 4 курса, осваивающая основную образовательную программу бакалавриата по направлению 080500 «Менеджмент» профиля «Финансовый Менеджмент», заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Структура капитала и механизмы корпоративного управления в российских компаниях», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата по направлению менеджмент для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.13 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись)

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Дата)

Оглавление

[Заявление о самостоятельном выполнении Выпускной квалификационной работы 2](#_Toc514613642)

[Введение 4](#_Toc514613643)

[Глава 1. Структура капитала и корпоративное управление 7](#_Toc514613644)

[1.1. Концепция структуры капитала и понятие финансового рычага 7](#_Toc514613645)

[Теория Модильяни-Миллера 9](#_Toc514613646)

[Теория иерархии (порядка финансирования) 9](#_Toc514613647)

[Теория компромисса 11](#_Toc514613648)

[Агентская теория структуры капитала 12](#_Toc514613649)

[Теория приспособления к рынку 14](#_Toc514613650)

[1.2. Обоснование влияния факторов на выбор структуры капитала в компаниях 16](#_Toc514613651)

[Бизнес-риск 16](#_Toc514613652)

[Корпоративное налогообложение 17](#_Toc514613653)

[Размер фирмы 18](#_Toc514613654)

[Издержки банкротства 19](#_Toc514613655)

[Структура активов 20](#_Toc514613656)

[Возможности роста компании 21](#_Toc514613657)

[Доходность активов компании 22](#_Toc514613658)

[Развитость рынков капитала 23](#_Toc514613659)

[1.3. Понятие корпоративного управления 25](#_Toc514613660)

[1.4. Особенности корпоративного управления в России 27](#_Toc514613661)

[1.5. Факторы КУ, являющиеся детерминантами структуры капитала 35](#_Toc514613662)

[Размер Совета Директоров 35](#_Toc514613663)

[Независимость Совета Директоров 37](#_Toc514613664)

[Гендерный состав Совета Директоров 40](#_Toc514613665)

[Средний возраст членов Совета Директоров 42](#_Toc514613666)

[Владение акциями компании членами Совета Директоров 44](#_Toc514613667)

[Выводы по первой главе 45](#_Toc514613668)

[Глава 2. Эмпирическое исследование взаимосвязи структуры капитала и корпоративного управления 46](#_Toc514613669)

[2.1. Методология исследования 46](#_Toc514613670)

[2.2. Описание выборки 48](#_Toc514613671)

[2.3. Описание переменных 50](#_Toc514613672)

[2.4. Эконометрический анализ 53](#_Toc514613673)

[Кейс «Мечел» 61](#_Toc514613674)

[2.5. Анализ результатов и выводы по работе 66](#_Toc514613675)

[Заключение 71](#_Toc514613676)

[Список использованных источников 74](#_Toc514613677)

[Приложение 82](#_Toc514613678)

## **Введение**

Взаимосвязь корпоративного управления и финансовых показателей компании была неоднократно изучено ранее. Теория предполагает, что механизмы корпоративного управления способы значительно снизить агентские издержки, результатом чего является повышение эффективности и результативности фирмы. Все больше исследований сейчас посвящается изучению корпоративного управления на развивающихся рынках и измерению уровню агентской проблемы в компаниях.

Также существует направление академических исследований, изучающих взаимосвязь структуры капитала и показателей рыночной эффективности [Grossman, Hart, 1988; Masulis, Mobbs, 2011; Dyck, Zingales, 2004; Nenova, 2000; Adams and Ferreira, 2009; Darmadi, 2013; Березинец, Ильина, 2014; Aras, 2015; Abobakr, Elgiziry, 2015]. Известны и работы по формированию структуры капитала в компаниях, которые делятся, в основном, на два направления – исследование детерминант структуры капитала в компаниях [Booth et al., 2001; Seifert, 2008; Ni, 2008; Delcoure, 2007; Seifert, Gonenc, 2008; Ивашковская, Солнцева, 2009] и применения на практике классических теорий капитала [Frank, 2005 (США); Shyam-Sunder, Myers, 1999 (США), DeMarzo et al., 2004 (Испания); Delcoure, 2007 (Центральная и Восточная Европа); Zou, Xiao, 2006 (Китай); Berk, 2007 (Словения), Chakraborty, 2010 (Индия); Березинец и др., 2010 (Россия)]. Существует ряд эмпирических исследований на выборках компаний из России, которые изучали влияние корпоративного управления на показатели результативности компаний, а также проблемы выбора оптимальной структуры капитала - [Березинец и др., 2010; Ивашковская, Степанова, 2011; Березинец, Ильина, 2014] (подробнее информация о более ранних исследованиях изложена в Приложении 1). Настоящая работа относится к первому типу исследовательских работ данной классификации и фокусирует свое внимание на детерминантах, обусловленных корпоративным управлением на развивающемся рынке.

Концепция корпоративного управления находится на стадии активного развития в России, и постепенно к российским инвесторам и главам компаний приходит осознание важности и комплексности влияния характеристик субъектов корпоративного управления на показатели компании. В настоящей работе корпоративное управление будет рассматриваться с точки зрения Совета Директоров в компании как коллегиального управляющего органа, который определяет политику в отношении раскрытия публичной информации, уровне транспарантности компании как для внешних стейкхолдеров, так и для акционеров, и политику мониторинга и управления рисками в компании.

Несмотря на то, что Россия является одним из крупнейших развивающихся рынков, проблема формирования эффективной структуры Совета Директоров и его взаимосвязи с финансовыми показателями компании была изучена относительно слабо. Известно около 30 исследований, посвященных изучению данной проблемы на выборках, состоящих как из публичных, так и непубличных компаний российского рынка. В основном, предметом исследований становятся компании, торгующиеся на российской бирже ввиду проблемы недостаточного раскрытия информации российскими компаниями, которое было упомянуто в более ранних работах [Iwasaki. 2008; Clarke, 2015]. Также в работе Березинец и Ильиной (2014) была сформулирована проблема недостаточной изученности именно Советов Директоров в российских компаниях, ссылаясь на наличие отчетов и исследований консалтинговых компаний и профессиональных ассоциаций, но не академических работ. В то же время Россия предоставляет огромные возможности для изучения проблемы формирования Советов Директоров и взаимосвязи характеристик его членов с финансовыми показателями компаний ввиду наличия законодательной специфики, большого количества разнообразных практик корпоративного управления, низкого уровня внедрения корпоративного права и кодов корпоративного поведения [Березинец, Ильина, 2014]. Настоящая работа адресует упомянутую проблему низкой изученности Советов Директоров.

Возросло также количество исследований, которые предоставляют эмпирические доказательства благоприятного эффекта корпоративного управления на финансовую структуру фирм на развивающихся рынках. Система корпоративного управления рассматривается как важнейший механизм контроля оппортунистического поведения менеджеров в компаниях-держателях долга. Со снижением уровня свободных денежных средств под контролем менеджеров снижаются агентские издержки, что приводит к снижению стоимости заемного капитала и, как следствие, возможному его увеличению в общей структуре капитала. Об этом говорится в исследованиях, посвященных взаимосвязи корпоративного управления и финансового левериджа [Ang et al. 2000; Byun 2007; Harris, Raviv, 1991; Byun, 2007; Zhang, Li, 2008; Aras, 2015]. Однако с увеличением долгового бремени компания становится более рисковой, так как увеличиваются риски банкротства, связанные с неспособностью своевременно выполнить свои обязательства. Таким образом, формирование структуры капитала – вопрос баланса выгод и рисков для компании, связанных с привлечением того или иного вида финансирования.

На выборке, полностью состоящей из российских компаний, не было проведено исследований, посвященных взаимосвязи одновременно демографических характеристик состава (пол, средний возраст) и структуры (размер, независимость, внутреннее владение акциями) Советов Директоров и решений о финансировании.

Целью работы является выявление взаимосвязи между структурой Совета Директоров и уровнем финансового левериджа компании. Для достижения данной цели были поставлены следующие задачи:

- Анализ известных теорий и детерминант структуры капитала;

- Анализ корпоративного управления, его особенностей в России, а также детерминант структуры капитала, обусловленных корпоративным управлением;

- Проведение эмпирического исследования с целью выявления взаимосвязи между характеристиками Совета Директоров и уровнем финансового левериджа в российских публичных компаниях;

- Анализ и обсуждение полученных результатов;

- Формулировка выводов и практических рекомендаций.

Структура работы соответствует логике поставленных задач и подразумевает введение, две главы настоящего исследования, заключение и приложение. Первая глава концентрирует внимание на теоретическом обосновании концепций структуры капитала и корпоративного управления. Сначала рассмотрены теории, объясняющие формирование структуры капитала в компаниях, затем рассмотрены внутренние и внешние детерминанты структуры капитала. Далее работа фокусируется на корпоративном управлении и специфике рынка корпоративного управления в России. Первая глава завершается рассмотрением детерминант структуры капитала в рамках корпоративного управления.

Вторая глава посвящена проведению эмпирического исследования взаимосвязи между уровнем финансового левериджа и проанализированными ранее показателями. В главе описана методология исследования, анализ выборки, описательная статистика переменных моделей, представлены результаты регрессионного анализа, далее – выводы и рекомендации. Кроме того, в настоящей работе представлен кейс компании «Мечел», корпоративное управление которой обладает типичными для российской компании характеристиками, которая в недавнем прошлом имела чрезвычайно высокий уровень долговой нагрузки.

Исследование, описанное в настоящей работе, было проведено на выборке из 92 публичных российских нефинансовых компаний на временном горизонте трех лет – с 2014 по 2016 год. Источники, использованные для формирования выборки, - ежегодные и ежеквартальные отчеты компаний, базы данных СКРИН и Thompson Reuters.

Результаты исследования устанавливают наличие взаимосвязи между структурными характеристиками Советов Директоров и уровнем финансового левериджа, который в данной работе рассмотрен как прокси к рискам фирмы.

# Глава 1. Структура капитала и корпоративное управление

Формирование структуры капитала компании является одной из центральных проблем финансового менеджмента. Однако сама концепция структуры капитала и вопрос ее оптимизации является спорной. За долгое время изучения данной проблемы было разработано большое количество зачастую противоречащих друг другу подходов и теорий формирования структуры капитала.

## Концепция структуры капитала и понятие финансового рычага

Капитал отражает величину средств, вложенных в активы компании, в денежном, материальном и нематериальном выражении и является одним из ключевых понятий управления финансами фирмы [Теплова, 2000].

Хорн определяет структуру капитала как «соотношение или структура ценных бумаг, используемых фирмой для финансирования» [Horn, 1992]. Согласно Бригхэму и Эрхардту, структура капитала представляет собой долю долгового финансирования фирмы [Brigham, Ehrhardt, 2009]. Самым распространенным является определение структуры капитала как «соотношение собственных и заемных средств компании» [Brealey, Meyers, 1997].

В настоящей работе будет также использовано понятие финансового рычага. Под финансовым рычагомпонимают долю займов в совокупном капитале предприятия [Лукасевич, 2012]. Также рычаг определяется как «наличие постоянно используемых заемных источников финансирования, т.е. таких источников, которые привлекаются на возвратной, срочной и платной основе» [Теплова, 2000]. Финансовый леверидж свидетельствует о финансовой зависимости компании от кредиторов. Чем выше доля заемного капитала в совокупном капитале, тем выше финансовый риск компании. Финансовый риск выражается в «увеличении вероятности непогашения обязательных к уплате процентных расходов как платы за полученные финансовые ресурсы» [Ковалев, 2014]. В настоящем исследовании будут использоваться термины «уровень финансового левериджа» и «уровень долговой нагрузки», которые являются эквивалентными в рамках данной работы и представляют собой отношение заемного капитала (банковских кредитов) к совокупному капиталу компании (debt-to-equity ratio).

Кроме того, в теории существуют понятия оптимальной и целевой структуры капитала. «Оптимальная структура капитала - это такое сочетание заемного и собственного капитала, которое позволяет добиться максимальной цены акций фирмы при неизменных инвестиционных возможностях». Тогда как «целевая структура капитала - такое соотношение собственного и заемного капитала, которое фиксирует менеджер при принятии инвестиционных и финансовых решений». Таким образом, понятием целевой структуры оперируют на практике, и оно является одним из главных аспектов финансовой политики компании, однако зачастую определяется как прокси измерения рисков финансовой неустойчивости в рыночных реалиях [Brigham, Ehrhardt, 2009].

При принятии решения относительно структуры капитала рассматривают все преимущества и недостатки каждого из способов финансирования, также берут во внимание целевое значение структуры капитала. Опрос Грэхэма и Харви, проведенный в США в 2001 году, выявил, что каждой десятой компании существуют жесткие нормативы относительно структуры капитала, треть компаний имеют значительную возможность вариативности целевой структуры и 37% преследуют гибкий подход к формированию структуры капитала, а остальные компании действуют оперативно в рыночных условиях, не имея целевых показателей. Авторы заключают, что структура капитала в компании зависит от внутренней стратегии компании и персональных характеристик лиц, способных влиять на решения относительно этой структуры [Graham, Harvey, 2001].

Повышение доли заемных средств приводит к увеличению риска банкротства и, следовательно, к появлению издержек банкротства(costs of financial distress), выражающихся в прямых затратах, связанных с ликвидацией компании в случае ее банкротства. Эти затраты могут иметь разные величины. В статье Э. Альтмана приводятся результаты исследования 26 фирм-банкротов, которые показывают что данный вид затрат могут достигать 20% стоимости компании. Кроме того, увеличивающийся риск банкротства влияет не только на оценку инвесторами рыночной доходности и перспектив развития компании, но и на текущую прибыль компании [Altman, 1984].

Бригхэм и Гапенски**,** исследуя риск финансовой стабильности, говорят о том, что он измеряется не только фиксированной величиной процента по уплате долга. Даже если считается, что долг не имеет риска дефолта - его присутствие в балансе компании перекладывает весь риск, связанный с бизнесом, на держателей обыкновенных акций компании. Таким образом, отдельно взятая компания с определенным уровнем бизнес-риска, связанным с рыночными операциями, заимствуя капитал, увеличивает уровень риска на единицу собственного капитала ("levering" effect) [Brigham, Gapenski, 1994].

История вопроса формирования оптимальной структуры капитала компании началась в 1958 году, когда Модильяни и Миллер впервые представили свою работу «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций». С этого момента было опубликовано большое количество исследований, и выдвинуто множество предположений и теорий. Все известные теории можно свести к двум подходам – статическому и динамическому. В рамках первого подхода фирме следует придерживаться определенной политики формирования структуры капитала, пока предельные выгоды от использования данной структуры превышают предельные издержки (теория компромисса). К выгодам использования заемных средств относится эффект снижения налоговых выплат, а также выгоды, связанные со снижением агентских издержек. К затратам же относятся издержки финансовых затруднений и банкротства, а также агентские издержки долгового финансирования. Теоретически каждая компания имеют оптимальную структуру капитала, максимизирующую ее рыночную стоимость (взгляд статистических теорий). Динамические же модели говорят о том, что компании действуют оперативно в зависимости от определенных рыночных обстоятельств. Принятие решения о структуре капитала рассматривается как более комплексная задача, включающая управление источниками финансирования как баланс между краткосрочными и долгосрочными источниками и управление собственными источниками (принятие решений по структуре собственного капитала).

Анализ теорий структуры капитала начинается с основополагающей теории Модильяни-Миллера, далее рассмотрены агентская модель, компромиссная теория, теория иерархии и гипотеза приспособления к рынку, которая относится к динамическим теориям капитала.

### Теория Модильяни-Миллера

Теория Модильяни—Миллера без учета налогов на доходы юридических и физических лиц состоит в том, что рыночная стоимость компании не зависит от структуры капитала и что стоимость собственного капитала финансово зависимой компании представляет собой сумму стоимости собственного капитала аналогичной (по доходу и уровню риска) финансово независимой компании и премии за риск. Эти утверждения показывают, что изменение структуры источников путем привлечения дешевых заемных средств не увеличивает рыночную стоимость компании, поскольку выгода от привлечения дешевого источника сопровождается повышением риска и, соответственно, стоимости собственного капитала.

Теория была подвержена критике из-за чрезмерно жестких базовых допущений, сделанных в ее рамках, которые невозможны на практике.

### Теория иерархии (порядка финансирования)

Далее была сформулирована теория порядка финансирования (pecking order theory), предложенная Майерсом и Майлафом [Myers, Majluf, 1984; Myers, 1984], в которой было сформулировано допущение, противоречащее теории ММ, об асимметрии информации на рынке. Согласно теории, в первую очередь менеджмент предпочитает финансирование за счет внутренних источников, таких, как нераспределенная прибыль. Если требуется дополнительное финансирование из внешних источников, то фирма предпочитает использовать заемные средства, так как с информационной точки зрения этот канал привлечения является достаточно безопасным. Последним источником финансирования в данной иерархии является выпуск новых акций, который считается наименее прогнозируемым и, как следствие, самым рисковым источником капитала. Теория не предполагает оптимального уровня долговой нагрузки, однако подчеркивает важность использования наиболее безопасных источников финансирования в первую очередь.

Менеджмент компании обладает большей информацией о возможностях фирмы, чем внешние инвесторы и кредиторы, в связи с этим, при появлении инвестиционных возможностей менеджеры могут пренебречь ими, если требуется внешнее финансирование. Это связано с тем, что инвесторы, не обладающие полной информацией, оценивают стоимость капитала компании, исходя из готовности менеджеров выпускать новые акции. Инвесторы интерпретируют новый капитал рационально и воспринимают это как необходимость дополнительного финансирования. В этом случае, их справедливая цена за него ниже, чем требуемая менеджерами. В таком случае, менеджеры принимают решение о неисполнении инвестиционного проекта, который мог бы потенциально увеличить стоимость фирмы.

Таким образом, исходя из теории иерархии финансирования, можно сделать вывод о том, что степень информационной асимметрии является важной детерминантой решений о финансировании. Данная теория гласит о том, что чем меньше степень информационной асимметрии между менеджментом и участниками рынка капитала, тем дешевле для фирмы привлекать капитал, а также, тем более склонны фирмы привлекать акционерный капитал как наименее прогнозируемый источник финансирования.

Исследования, проведенные для тестирования данной гипотезы в большей степени были реализованы на выборках американских компаний. Из недавних можно выделить работу С. Бхарата, П. Паскарелло и Дж. Ву [Bharath, Pasquariello, Wu, 2009]. На горизонте данных за 1973–2002 гг. они проверяют, как влияет асимметрия информации на решения о финансировании в американских компаниях (асимметрия информации в компаниях была рассчитана на основе индекса по теории микроструктуры рынка (market microstructure theory)). Они эмпирически доказывают, что компании, которым присущ более высокий уровень асимметрии, склонны иметь более высокий уровень долговой нагрузки. Также они заполняют дефицит собственных средств с помощью заемного финансирования, так как для данного источника характерна наибольшая прогнозируемость и транспарентность. Таким образом, была доказана рыночная актуальность данной теории в ситуации высокой асимметрии информации.

### Теория компромисса

Еще одной альтернативой теории ММ является теория компромисса (trade-off theory), впервые появившаяся в работах [Kraus, Litzenberger,1973; Kim, 1978; Bradley, Jarrell, Kim, 1984] и основанная на допущении, что у компании есть издержки банкротства. Авторы заключают, что в таких условиях существует некая оптимальная структура капитала, которая балансирует выгоды от использования заемного капитала, которые заключаются, прежде всего, в налоговых выгодах («щитах»), и издержки использования долговых средств, которые заключаются в повышенных рисках банкротства. С точки зрения данной теории, компании формируют структуру капитала таким образом, чтобы издержки, обусловленные привлечением заемного капитала, были равны выгодам его использования.

Вышеупомянутые теории были эмпирически проверены в известных исследованиях [Frank, Goyal, 2005; Shyam-Sunder, Myers, 1999], и было доказано, что гипотеза о том, что структура капитала не оказывает влияние на рыночную результативность компании не релевантна для несовершенных рынков с налогами, издержками банкротства и т.д.

Работа Фрэнка и Гойала (2005), включившая обзор публикаций по структуре капитала компаний и являющаяся одним из самых масштабных метаисследований по вопросу ее формирования, частично опровергла и подтвердила использование теорий компромисса и иерархии источников финансирования на практике. Были выявлены закономерности, согласующиеся с обеими теоретическими предпосылками – в длительном периоде уровень долговой нагрузки компании остается стабильным и стремится к среднему значению, отношение долга к рыночной оценке активов компании в длительном периоде также является постоянной величиной, что согласуется с теорией компромисса. При возникновении дефицита средств для инвестиций он восполняется за счет заемных средств, что согласуется с теорией порядка финансирования [Frank, Goyal, 2005].

Применительно к компаниям стран Центральной и Восточной Европы (Польши, России, Чехии, Словакии) за период с 1996 по 2002 год анализ детерминант выбора структуры капитала не позволяет сделать однозначное заключение о преобладании одной из классических теорий [Delcoure, 2007]. Эмпирические данные исследований по выборкам компаний из этих стран скорее соответствуют предположению об использовании теории иерархии источников финансирования, которая декларирует следующую последовательность финансирования для компаний на развивающихся рынках: сначала - внутренние источники финансирования, затем – акционерное финансирование, после – банковский и, возможно, рыночный, долг [Ивашковская, Макаров, 2010].

### Агентская теория структуры капитала

Отделение прав собственности от управления в компании привело к возникновению «агентской проблемы», которая заключается в том, что интересы менеджеров не всегда совпадают с желаниями инвесторов. Действия менеджеров обычно направлены не на максимизацию выгод кредиторов и акционеров, но на удовлетворение личных потребностей самих менеджеров. Агентские модели посвящены анализу взаимного влияния агентских конфликтов и структуры капитала. Агентские конфликты бывают двух видов - между акционерами и кредиторами и между акционерами и менеджерами, их появление сопряжено с агентскими затратами. Этому посвящена работа классиков - М. Дженсена и У. Меклинга [Jensen, Meckling, 1976].

Первый вид противоречий заключается в конфликте между акционерами и кредиторами. Основаниями для этого является то, что акционеры несут ограниченную ответственность по долгам компании, и в случае банкротства они теряют только вложенные в компанию средства. Таким образом, большая часть убытков ложится на источники заемного капитала. То есть, принимая заемный капитал, компания повышает риски банкротства, которые являются более существенными для кредиторов компании нежели акционеров.

К проявлениям конфликта между акционерами и кредиторами относятся:

- проблема замещения активов (выбор высокорисковых проектов с целью обеспечить рост доходности с помощью переноса рисков на кредиторов);

- высокий уровень дивидендных выплат, снижающий возможности компании выплачивать проценты по долгам;

- привлечение нового заемного капитала и перенос части риска на старых кредиторов.

Чтобы ограничить акционеров в принятии решений, которые могут повлечь неблагоприятные для кредиторов последствия, используется механизм введения ковенант. Ковенанты – условия контракта, которые ограничивают акционеров компании в принятии некоторых управленческих решений, в результате которых стоимость заемных средств возрастает. Таким образом, возникают агентские издержки долгового финансирования, которые порождаются проблемой замещения активов.

Второй вид агентских издержек связан с проявлением агентской проблемы между менеджерами и собственниками. Собственники преследуют цели максимизации своего благосостояния, а менеджеры должны действовать в их интересах. Зачастую менеджеры могут преследовать иные интересы, например, расширение компании (empire building) или улучшение своей репутации. Таким образом, если денежные потоки, генерируемые компанией, достаточно велики, то менеджеры могут направлять их в низкодоходные инвестиционные проекты, приобретение материальных активов, в то время, как для акционеров было бы выгоднее повышать доходность, увеличивая инвестиции в более рисковые проекты с более высокой ожидаемой доходностью или выплачивая дивиденды. Данный вид конфликта порождает издержки, связанные со свободными денежными потоками. Как показали работы Дженсена и Меклинга [Jensen, Meckling, 1976], Дженсена [Jensen, 1986] и Уильямсона [Williamson, 1988] увеличение заёмных средств ограничивает свободу действий менеджеров, поскольку снижает уровень денежных средств в распоряжении менеджеров.

Исследования показывают, что с ростом величины заемного капитала может возникнуть проблема недоинвестирования, связанная с тем, что издержки обслуживания долга сокращают фонды финансирования и в результате компания вынуждена отказываться от вложений в выгодные проекты [Stulz, 1990]. В таком случае, оптимальная величина заемного капитала представляет собой нахождение баланса между дисциплинирующим эффектом заемного капитала (ограничение свободных денежных потоков в руках менеджеров) и издержками недоинвестирования в высокодоходные проекты.

Работа Гроссмана и Харта [Grossman, Hart, 1982] обращает внимание на дисциплинирующую функцию заемного капитала и утверждает, что увеличение долга компании может значительно повысить эффективность работы менеджмента, если издержки банкротства высоки. При увеличении обязательств риски компании увеличиваются, и, как следствие, увеличивается вероятность банкротства, при этом часть издержек банкротства ложится на менеджеров, которые, стремясь предотвратить негативный исход для компании, будут стремиться действовать более эффективно.

Описанная причинно-следственная связь предполагает, что для менеджеров может быть выгоднее избегать привлечения заемного капитала, чтобы избежать рисков банкротства. В этом случае, акционеры и участники рынка капитала получают сигнал о том, что действия менеджеров не направлены на максимизацию капитализации компании и увеличение эффективности деятельности. Как следствие, стоимость заемного финансирования для данной компании увеличится, а рыночная стоимость активов снизится.

Гроссман и Харт выделяют основные случаи, когда менеджеры действуют с целью максимизации рыночной стоимости компании:

- заработная плата менеджеров привязана к величине рыночной стоимости фирмы или ее изменения по сравнению с базисным периодом;

- чем выше рыночная стоимость компании, тем ниже вероятность враждебного поглощения и возможного смещения менеджера с его управленческого поста.

Таким образом, в модели исследования [Grossman, Hart, 1982] показано, что использование заемных средств может быть связано со значительными выгодами, возникающими за счет снижения остроты конфликтов интересов между менеджерами и акционерами.

### Теория приспособления к рынку

Впервые данная теория появилась в работе Майерса в 1984 году, и она гласит, что фирмы принимают решения относительно структуры капитала, принимая во внимание рыночную конъюнктуру. Влияние динамики рынка акций и цен на нем напрямую влияет на выбор источника финансирования – решения о выходе на IPO, об эмиссии и выкупе акций. Теория подразумевает изучение рынка и выбор времени для привлечения акционерного капитала [Meyers, 1984]. М. Бейкер и Дж. Ваглер в своей работе доказали, что отслеживание рынка оказывает решающее влияние на структуру капитала, добавив рыночный фактор в модель [Baker, Wurgler, 2002]. Теория отслеживания рынка утверждает, что существует долгосрочное влияние отслеживания рынка акций на структуру капитала в компаниях. Согласно данной теории, структура капитала есть кумулятивный эффект всех прошлых действий компании по мониторингу рынка. Это означает, что не существует целевой или оптимальной структуры капитала, так как она формируется в результате изменений на рынке и использования благоприятных возможностей, появляющихся на рынках капитала. Также теория утверждает, что если, по мнению менеджеров, компания недооценена на рынке, то следует привлекать долгое финансирование, тогда как при переоценке лучшим решением будет эмиссия акций. [Baker, Wurgler, 2002].

Свидетельством того, что данная теория работает на практике, может послужить анкетирование менеджеров, произведенное Дж. Грэхемом и Харви в их исследовании. В исследовании на основе опроса менеджмента американских и канадских компаний было выявлено, что степень недооценки/переоценки акций компании рынком и недавний рост цены обыкновенных акций компании являются вторым и третьим по значимости факторами, учитываемыми при принятии решения о привлечении дополнительного финансирования. Более двух третьих опрошенных CEO указали на это [Graham, Harvey, 2001]. Кроме того, исследования [Shyam-Sunder, Myers, 1999; Frank, Goyal, 2003; Leary, Roberts, 2005; Frank, Goyal, 2008] также эмпирически подтверждают актуальность данной теории для практического применения.

Еще одним распространенным направлением в исследованиях является тестирование теорий капитала на рыночную актуальность. Их задача в том, чтобы изучить, как компании оптимизируют свою структуру капитала, принимая во внимание теоретические основания (зачастую противоречащие друг другу) ее формирования. Данной задаче посвящены следующие эмпирические исследования теории компромисса [Frank et al., 2005; Shyam-Sunder, Myers, 1999], проверке теории иерархии источников финансирования [Meyers, 1984], и сигнальной и агентской теорий [Baker, 2002; DeMarzo et al., 2004].

Исследование, проведенное Д’Мелло, показывает на примере нефинансовых американских компаний на временном промежутке 1980-2014 гг., что важным фактором при выборе структуры капитала и его изменении с течением времени является оценка акционерами стоимости дополнительной единицы долга, который доступен компании. Данная работа доказывает, что акционеры при оценивании стоимости долга обращаются не только к заявленному проценту по долгу и издержкам, связанным с увеличением риска компании, но также взвешивают и другие факторы – как изменятся доходы компании, как можно будет использовать данные средства для реинвестирования, как это повлияет на агентские издержки, дивидендную политику, величину налогового щита. Таким образом, работа эмпирически доказывает использование теории компромисса на уровне восприятия акционерами долговых обязательств [D’Mello et al., 2017].

Исследование И. Березинец и др. (2010) выборки российских компаний эмпирически доказало актуальность теории иерархии для российских игроков – подтвердилось, что рост объемов инвестиций фирмы ведет к росту потребности в финансировании, и что компания в первую очередь обращается к банковским займам, тем самым увеличивая долговую нагрузку. Также было найдено, что с ростом операционной эффективности уменьшается доля долгосрочной задолженности, а с увеличением планируемых капиталовложений и инвестиций – увеличивается. При этом риски фирмы не влияют на объем привлекаемых инвестиций [Березинец, Размочаев, Волков, 2010].

Работа [Greenwood, Hanson, Stein, 2010] предполагает, что сроки погашения задолженности и графики выплат по долговым обязательствам также влияют на структуру капитала в компаниях, что соотносится с теорией заполнения «разрывов» в финансировании (gap-filling theory), Badoer and James (2016) связывают финансовые решения в компании с предложением долгосрочных государственных облигаций. Graham et al. (2015) и D’Mello et al. (2017) дополняют данный тезис результатами исследования зависимости между корпоративным и государственным долгом, заключая, что увеличение предложения федерального долга в значительной мере снижает спрос на корпоративные долговые обязательства. Они объясняют это эффектом «вытеснения» (crowding out) корпоративного долга федеральным.

## Обоснование влияния факторов на выбор структуры капитала в компаниях

На структуру капитала компании оказывают влияние большое количество факторов, как внутренних, так и внешних. К внешним относятся экзогенные факторы, которые так или иначе оказывают воздействие на компанию, примерами таковых являются: институциональная среда, в которой реализует свою деятельность компания, национальные особенности страны, а также отраслевые тренды. В исследовании структуры капитала на данных 34 развивающихся стран Т. Миттон [Mitton, 2008] показал, что внешние факторы, такие, как доступность заемного капитала, степень открытости экономики иностранным контрагентам, оказывают меньшее влияние на уровень долговой нагрузки в фирмах, чем внутрифирменные факторы. К внутренним детерминантам структуры капитала относят те, что обусловлены стратегическим выбором компании относительно принятия инвестиционных, операционных и финансовых решений - размер компании, структура активов, показатели роста. Де Джонг и др. [De Jong et al., 2008], проведя анализ структуры капитала в компаниях из 42 стран, заключили, что детерминанты и степень и направление их влияния могут различаться в разных странах. Однако более важным выводом стало то, что внешние макроэкономические факторы влияют на формирование структуры капитала через воздействие именно на внутрифирменные детерминанты.

### Бизнес-риск

Важным внешним фактором является бизнес-риск или производственный риск, присущий деятельности компании. Данный вид риска отражается в волатильности выручки компании, которая сопряжена с изменениями спроса на ее продукцию или цены на рынке. Следовательно, он оказывает влияние на спрос на заемные средства со стороны компании. Фактором высокого риска является высокая доля постоянных затрат в структуре затрат и скорость устаревания продукции на рынке. Зачастую данный вид риска задается отраслью, в которой функционирует компания [Frank, Goyal, 2009]. Отраслевые особенности определяют структуру материально-технической базы компании, используемую технологию, структуру затрат, риски поставщиков, потребителей [Ross, Westerfield, Jaffe, 2008]. Зачастую средний показатель финансового левериджа компании отрасли берется за целевую структуру капитала [Gilson, 1997; Flannery, Rangan, 2006; Hovakimian, Opler, Titman, 2001]. Данные работы показывают, что фирмы активно корректируют свою политику в отношении структуры капитала в зависимости от среднего значения по отрасли. Ханусек и Шамшур эмпирически доказывают отраслевое влияние на структуру капитала отдельных компаний – например, компании, функционирующие в капиталоемких отраслях склонны использовать больше заемного финансирования, чем те, которые работают, например, в высокотехнологичной сфере [Hanousek and Shamshur, 2011].

Фирма, используя заемные средства, перекладывает риски на держателей обыкновенных акций – высокий уровень риска негативно влияет на стоимость акций на рынке. Высокая волатильность выручки может привести к неспособности компании покрыть постоянные издержки, в результате чего долговая нагрузка снизится, так как возрастет риск дефолта (платежи по займам фиксированы). Рынок учитывает эту информацию и определяет ставку процента и возможный объем долговых обязательств для компании с известным уровнем бизнес-риска. Цена привлечения внешних финансовых ресурсов и возможные количественные ограничения оказывают влияние на структуру капитала [Ковалев, 2007].

Фрэнк и Гойал рассматривают в работе средний рост отрасли как детерминанту структуры капитала, высокий темп которого ведет к меньшему коэффициенту долга. Также в работе было рассмотрено отраслевое государственное регулирование и выявлено, что в отраслях с высокой степенью государственного вмешательства компании склонны использовать больше заемных средств, так как имеют более прогнозируемые денежные потоки и меньшие издержки финансовых затруднений (а также более низкий риск финансовых затруднений) [Frank, Goyal, 2009].

### Корпоративное налогообложение

Как уже было отмечено, обязательства уменьшают налогооблагаемую базу, создавая эффект налогового щита, играющий центральную роль в теории компромисса. Повышение налоговых сборов приводит к снижению прибыли, однако увеличивает эффект налогового щита, следовательно, ведет к увеличению доли заемного капитала. Данный тезис подтверждается исследованиями Грэхэма и Бинсбергена [Graham, 2002, Binsbergen, 2010], которые выявили, что фирмы, являющиеся недостаточно закредитованными, стремятся увеличить свою долговую нагрузку, чтобы получать выгоды от эффекта налогового щита. Макарова и Великороссова делают вывод из компромиссной теории о том, что компаниям, имеющим большую налогооблагаемую прибыль, следует использовать высокую долговую нагрузку, чтобы увеличить эффект налогового щита [Макарова, Великороссова, 2014].

Согласно исследованию Де Анджело и Масулиса [DeAngelo, Masulis, 1980], компании, у которых вычеты, уменьшающие налогооблагаемую прибыль, такие как амортизация, достигают высоких значений (большая доля основных средств в активах), склонны использовать заемное финансирование в меньшей степени, так как данные вычеты являются субститутами для эффекта налогового щита. Однако результаты, получаемые на данных компаний развивающихся стран, нередко декларируют обратную связь между ставкой налога и структурой капитала компаний, что может быть объяснено теорией порядка финансирования [Céspedes et al., 2010].

Хотя ставка корпоративного налога является макроэкономическим заданным показателем, существуют различия в схемах выплаты налогов, возможные налоговые вычеты и льготы и различия между налогообложением в разных регионах. Таким образом, данная величина перестает быть полностью экзогенной и может корректироваться в зависимости от политики компании [Ивашковская, 2011]. Таким образом, налоговый щит может быть детерминирован эффективной налоговой ставкой компании.

Также исследована связь между корпоративным налогообложением и процентной ставкой по корпоративных облигациям в работе [Nejadmalayeri, Singh, 2012], в результате чего было заключено, что налоговые выгоды прямо коррелируют со снижением кредитного спреда корпоративных облигаций (разницы между доходностью и государственными облигациями), из чего авторы делают вывод о том, что кредиторы видят сниженные налоговые выгоды как значимый фактор при установлении ставки по кредиту.

### Размер фирмы

Размер фирмы является важным аспектом при формировании целевой структуры капитала. Согласно исследованию [Michaelas et al., 1999], маленькие фирмы имеют меньшую долю долга, чем большие из-за высоких издержек банкротства, меньшего уровня маржинального корпоративного налога и большей степени асимметричности информации, что вызвано отсутствием обязательств раскрывать финансовую информацию. Согласно исследованию, проведенному в Новой Зеландии (2004), 29% маленьких фирм (от 1 до 15 работников) запрашивали внешнее финансирование наряду с 40% крупных компаний. Это может быть связано с кредитным рейтингом крупных организаций и более высокой степенью раскрытия информации, которая снижает информационную асимметрию на рынке [Subadar, 2011]. Еще одной причиной может быть цель максимизирования налоговых льгот [Rajan, Zingales, 1995], что более актуально для крупных фирм.

Matemilola et all (2013) в своем исследовании компаний Южной Африки также выявил статистически значимую прямую связь между размером компании и ее долговой нагрузкой, объясняя это возможностями компании привлекать заемные ресурсы, зачастую имея для этого достаточное количество активов, используя в качестве залоговых. Эти результаты подтверждаются более ранними работами Делкура [Delcoure, 2007] и исследованиями на выборках из развивающихся стран Центральной и Восточной Европы и Азиатских компаниях [Supanvanij, 2006].

Также крупные компании являются более диверсифицированными и зрелыми (в терминах жизненного цикла компании), что делает их менее подверженными рискам финансовых затруднений и банкротства. Таким образом, крупные компании зачастую имеют более высокий уровень заемного капитала, что подтверждается эмпирическими исследованиями [Harris, Raviv, 1991; Frank, Goyal, 2009].

При изучении структуры капитала в компаниях из развивающихся стран - России, Бразилии и Китая, наблюдалось, что размер компании положительно влияет на финансовый леверидж компании. Однако, в Бразилии наблюдается отрицательная связь между размером компаний и финансовым рычагом, что авторы объяснили нарушением теории порядка финансирования [Ивашковская, Солнцева, 2009]. Исследование Макаровой и Великороссовой, анализировавшее финансовые решения 53 российских компаний на временном горизонте 2007-2011, показало, что размер фирмы имеет положительую связь с объемом заемных средств компаний, однако эта связь имеет нелинейный характер, как предполагалось в других исследованиях.

### Издержки банкротства

Как уже было отмечено, работа Гроссмана и Харта говорит о негативной взаимосвязи величины издержек банкротства фирмы и величины заемного капитала фирмы. Это объясняется тем, что при увеличении доли заемного капитала повышается риск банкротства, как следствие, компания привлекает более дорогое финансирование и на более жестких условиях (возможно, с использованием ковенант). Таким образом, компании больше не стремятся повышать уровень займов в структуре капитала [Grossman, Hart, 1982].

Важно отметить, что издержки банкротства связаны со структурой активов компании, а они, в свою очередь, определяются отраслью, в которой осуществляет свою деятельность компания. Например, если у фирмы большое количество узкопрофильных неликвидных активов, то издержки банкротства у нее выше. Это связано с тем, что высокоспецифичные активы представляют меньшую ценность за пределами фирмы и тем меньшие средства могут получить кредиторы после их реализации. Модельное исследование [Gale, Gottardi, 2015] показало, что даже при продаже активов компаниям той же отрасли, их реализация осуществляется со значительным дисконтом. Работы [James, Kizilaslan, 2014; Keasey, Pindado, Rodrigues, 2015; James, 2016] также указывают на обратную взаимосвязь доли специфических активов и структуры капитала.

Также издержки банкротства зависят от законодательства страны относительно процедуры банкротства. Например, законодательные нормы Франции подразумевают повышенные требования к залоговому имуществу в целях обеспечения защиты своих финансовых вложений, так как права кредиторов в этой стране менее защищены, чем в Германии или Великобритании [Davydenko, Franks, 2005].

### Структура активов

Компании, владеющие большим количеством материальных активов в отношении к нематериальным, способны обеспечить свои обязательства залоговым имуществом, что является критически важным в случае банковского заимствования. Кроме того, стоимость материальных активов, таких, как здания, оборудования, проще оценить, чем нематериальные, такие, как бренд, репутацию, гудвил. Все это призвано уменьшать издержки финансовых затруднений [Frank, Goyal, 2009]. В российских реалиях банковские кредиты легче получить крупным государственным предприятиям и тем предприятиям, которые обладают большим объемом основных фондов на балансе и могут использовать это имущество в качестве залогов.[[1]](#footnote-1) Также агентская теория гласит, что ссуда, подкрепленная залоговым имуществом может снизить издержки, связанные с асимметричностью информации в финансировании. Таким образом, владение материальными активами снижает издержки банкротства, так как они имеют высокую ликвидационную стоимость [Frank, Goyal, 2009; Harris, Raviv 1991; Titman, Wessels, 1988; Bevan and Danbolt, 2000, 2002; Van-der-Wijst and Thurik, 1993; Stohs and Mauer, 1996]. Следовательно, можно утверждать о прямой взаимосвязи между материальными активами и уровнем внешнего финансирования.

Исследования американских компаний и изменения их структуры капитала с течением времени, проведенные Corrado et al. (2009) и Falato et al. (2013), показали, что с увеличением нематериальных активов в структуре активов фирм (например, при усилении бренда или при сделках слияний и поглощений - «гудвил») становится тяжелее увеличивать объем долговой нагрузки.

Работа Т. Холла, представляющая результаты исследования на данных 11 развивающихся стран, посвящена глубокому анализу взаимосвязи уровня долговой нагрузки, степени его долгосрочности и структуры активов. После построения панельной линейной регрессии было установлено, что взаимосвязь между исследуемыми показателями намного сильнее в странах с менее строгими ограничениями относительно залоговой стоимости активов. Среди стран, взятых к рассмотрению в работе, были: Болгария, Чехия, Эстония, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Россия, Украина [Hall, 2012].

Согласно исследованию Ивашковской и Солнцевой, для российских компаний на временном горизонте 2002-2009 гг. было выявлено, что данный фактор имеет статистически значимое влияние на определение структуры капитала. В данной работы этот вывод теоретически подкрепляется теорией компромисса. Эти результаты согласуются c полученным в работе Делкура [Delcoure, 2007]. В то же время в других работах [Ивашковская, Солнцева, 2009; Nivorozhkin, 2002, 2004] для выборки компаний из России, Чехии, Болгарии и Венгрии была получена обратная зависимость уровня долговой нагрузки и доли материальных активов. Это может быть объяснено разными периодами наблюдения [Ивашковская, 2010].

### Возможности роста компании (growth opportunities)

Теория компромисса гласит, что фирмы с большими возможностями роста являются рискованными из-за того, что во время финансовых затрудений они сталкиваются с сильным снижением стоимости [Rahan, Zingales, 1995]. Более того, кредиторы не извлекают дополнительные выгоды при реализации компанией своих возможностей, однако несут значительные потери при условии финансовых затруднений. Это и сильная информационная асимметрия, возникающая при менее стабильной и предсказуемой рыночной конъюнктуре, культивируют усиленный агентский конфликт при высоких возможностях роста [Ивашковская, 2011]. Таким образом, многие исследования декларируют обратную зависимость между возможностями роста компании и ее финансовым левериджем [Harris, Raviv, 1991; Frank, Goyal, 2008].

Предыдущие исследования Брейля [Brails-ford, 2002] обосновывают влияние данного фактора тем, что если компания является быстрорастущей, то внутренних источников финансовых средств ей не хватает, чтобы расширять свою деятельность, реализуя стратегию роста, как следствие, она прибегает к заемному финансированию. В этом случае, согласно теории иерархии, растущие компании будут привлекать кредиты, а не эмитировать акции, так как акции являются более дорогостоящим и менее предсказуемым источником финансирования.

Исследования Дж. Миао показали, что в отраслях с высоким темпом роста функционируют высоко эффективные компании, имеющие более высокую рыночную оценку собственного капитала, а также относительно низкий уровень финансового левериджа [Miao, 2006]. У таких фирм есть много возможностей внешнего финансирования, и из-за асимметрии информации возникают агентские издержки [Myers, 1977, Al-Najjar, Taylor, 2008]. В связи с тем, что возможности роста в большей мере определяются нематериальными активами, имеющимися у фирмы, что значит, что они не подкреплены ничем физически, компании стремятся ограничить внешний долг, чтобы не увеличивать риски деятельности и не ставить под угрозу возможности роста компании. Это описывает возможную негативную взаимосвязь между возможностями роста и уровнем финансового левериджа.

В эмпирическом исследовании Ивашковской и Солнцевой (2010) компаний Восточной и Центральной Европы было выявлено, что переменная перспектив роста компании прямо связана с уровнем долговой нагрузки. Теоретически это может быть объяснено теорией порядка финансирования. В работе данные результаты объяснены двумя факторами – во-первых, компании с хорошими перспективами роста имеют возможность использовать больше заемного капитала, будучи уверенными в возможности выполнить свои обязательства перед кредиторами. Во-вторых, возможность реализовать перспективы роста обусловлена заемным капиталом [Fama, French, 2002].

### Доходность активов компании

Рентабельность совокупных активов фирмы (ROA) имеет значительное влияние на формирование структуры капитала, и это зафиксировано в большом количестве работ на соответствующую тему.

Работы, фокусирущиеся на изучении выборок российских компаний [Nivorozhkin, 2014; Ивашковская, Солнцева, 2007, Данилов, 2007], подтверждают предпосылки теории порядка финансирования и постулируют, что более прибыльным компаниям свойственен более низкий коэффициент долговой нагрузки. Фама и Френч также заключают, что прибыльные фирмы, в среднем, обладают меньшим уровнем долговой нагрузки. Это связано с тем, что более высокий уровень прибыли позволяет финансировать инвестиционные проекты засчет внутренних финансовых фондов, не увеличивая тем самым уровень риска компании, обусловленного привлечением заемного финансирования [Березинец, Размочаев, Волков, 2010].

Противоположный взгляд продиктован компромиссной теорией, согласно которой у более прибыльной компании есть больше возможностей для выхода на рынки капитала, не говоря о ее инвестиционной привлекательности. Более того, как уже было отмечено, для более прибыльной компании более релевантен эффект налогового щита, а также такие компании характеризуются меньшей вероятностью возникновения финансовых затруднений. Кроме того, более прибыльные компании с помощью долговой нагрузки имеют возможность снизить агентские издержки свободных денежных потоков [Березинец, Размочаев, Волков, 2010]. Эмпирические исследования связи между уровнем долговой нагрузки и доходностью активов были проведены в работах [Céspedes et al., 2010, Delcoure, 2007].

### Развитость рынков капитала

Состояние рынков капитала определяет доступность внешних ресурсов финансирования для компании, а также возможность размещения на нем денежных средств, акций или облигаций. Состояние банковской системы, уровень раскрытия информации, доступ к информации о финансовых рынках – факторы, определяющие уровень развитости рынков капитала. Чем более развит рынок капитала, тем дешевле компания может привлекать ресурсы на нем, больше альтернатив и возможностей эффективного использования привлеченных средств [Никитушкина, Макарова, 2013].

Эмпирическое исследование компаний из разных стран, проведенное в работе [Fan et al., 2012], включает институциональные переменные в модель формирования структуры капитала. Было выяснено, что законодательные нормы и требования в значительной мере влияют на использование заемных средств компаниями – более слабая институциональная защита инвесторов, менее четко прописанные процедуры, коррупция ведут к использованию меньшей доли заемных средств. В то время, как страны с эффективным законодательством в области страхования средств, процедур банкротства склонны привлекать больше заемного капитала. Также к похожим выводам приходят [Gungoraydinoglu, Oztekin, 2011], которые утверждают, что внутрифирменные факторы объясняют две трети вариации структуры капитала, тогда как остальная треть может быть объяснена институциональными факторами.

Исследования, проведенные на выборке компаний из 10 стран [Booth и др., 2001] и на выборке из 23 стран [Sayfert, 2008], приводят к следующим выводам – тогда как выше описанные внутрифирменные детерминанты финансового левериджа определяют его величину единым образом во всех странах, такие индивидуальные характеристики стран как рост ВВП, темп инфляции и развитость рынка капитала могут оказывать разное влияние на финансовый леверидж компаний.

Ниворожкин (2005) и Дробетц и Ванзенрайд (2006) заключают, что влияние степени развитости рынка заемного капитала на структуру капитала в компаниях не может быть однозначно определено: долгосрочные отношения между кредиторами и заемщиками уменьшают возможность и, в какой-то мере, необходимость менять структуру капитала во времени, и развитый рынок заемного капитала облегчает доступ к финансовым ресурсам, что стимулирует компании находиться в постоянном поиске более выгодных предложений. С другой стороны, развитость корпоративных рынков, характеризующаяся притоком прямых иностранных инвестиций, может быть обратно взаимосвязана с уровнем финансового левериджа, будучи альтернативной заемному капиталу [Nivorozhkin, 2005; Drobetz, Wanzenraid, 2006].

Фрэнк и Гойал, рассматривая данный фактор, опираются на теорию порядка финансирования (pecking order theory) и заключают, что фирмы, не имея доступа к рынкам заемного финансирования, обращаются к рынкам капитала, таким образом, уменьшая коэффициент долга. Также, на рынках заемного финансирования компании присуждается кредитный рейтинг, который отражает ее возможности погасить данный долг. Фирмы с более высоким кредитным рейтингом, как правило, имеют меньше долга в структуре капитала - проявление эффекта «неблагоприятного отбора» (adverse selection) [Frank, Goyal, 2009].

Неразвитость рынка акций не является непреодолимым препятствием к привлечению внешних инвестиций. Существуют инвестиционные возможности развивающихся рынков, которые привлекают иностранных инвесторов, например, высокие доходности, которые обусловлены неэффективностью системы корпоративного управления и защиты акционеров [Бородина, Швырков, 2010]. Работа [Becht et al., 2002] обозначила пять возможных способов защиты прав инвесторов: концентрация собственности; рынок корпоративного контроля; степень концентрации контроля в руках членов Совета Директоров; предоставление менеджменту стимулов, согласованных с интересами акционеров; использование судов (fiduciary duty) для наказания менеджеров в случае их некомпетентного или оппортунистического поведения перед акционерами. Действительно, как показано в работе [Bergloef and Bolton, 2002], в большинстве стран Центральной и Восточной Европы рост инвестиций имеет место на фоне неразвитого фондового рынка. Одним из главных источников капитала для компаний в этих странах являются прямые иностранные инвестиции. Несмотря на то, что банковская система этих стран является более конкурентоспособной, чем в России, благодаря присутствию иностранных представительств банков, банковские займы в основном используются для финансирования оборотного капитала, а не долгосрочных инвестиционных вложений.

Берглоеф и др. утверждают, что в переходных экономиках мажоритарные акционеры играют значительно более важную роль в развитии компаний, чем миноритарные держатели. Более того, усиление защиты прав мелких инвесторов может привести к увеличению издержек приобретения контрольного пакета акций и управления предприятием крупными акционерами, тем самым увеличивая транзакционные издержки на рынке корпоративного контроля [Bergloef et al., 1999].

Большое количество исследований посвящено эффекту заемного капитала на агентские издержки компаний в условиях развивающихся рынков и переходных экономик, которые, в основном, характеризуются экстремально высоким уровнем агентской проблемы [Driffield, Mahambare and Pal, 2005; Faccio, Lang and Young, 2001; Harvey, Lins and Roper, 2004]. Источником агентских издержек в фирмах из таких стран является сложная структура владения и контроля и малая степень отделения собственности от контроля, которые усугубляются малой развитостью рынка корпоративного управления как такового. Однако даже в таких условиях компании зачастую используют большую долю заемного капитала к собственному, чем, например, в США, где рынок является развитым и зрелым, а собственность - распыленной. В компаниях на развивающихся рынках долговые обязательства используются как дисциплинирующий механизм со стороны внешних держателей аций или как инструмент контроля со стороны внутренних агентов с целью экспроприации денежных потоков. Известные межстрановые исследования, проведенные на компаниях, действующих в подобных рыночных условиях, говорят об использовании заемного финансирования как дисциплинирующего механизма в меньшей мере, чем инструмента экспроприации прибыли [Faccio, Lang and Young, 2001; Harvey, Lins and Roper, 2004].

Влияние внешних трансформационных процессов в экономике, проходящих на развивающихся рынках, на компании в этих странах являются объектом исследования на протяжении многих лет. Г. Бекаерт и К. Харви указывают на эффект бума банковских заимствований с помощью эмпирического исследования выборки компаний развивающихся стран [Bekaert, Harvey, 2003]. В работе П. Дэвиса и М. Стоуна также установлен высокий уровень зависимости компаний от внешнего банковского финансирования [Davis, Stone, 2004].

## 1.3. Понятие корпоративного управления

Концепция корпоративного управления представляет интерес как для академического изучения, так и для разработки практических рекомендаций. Фундаментальными исследованиями в этой области явились классические работы Берле, Минса, Дженсена и Меклинга, которые впервые подняли вопрос о разделении собственности и контроля и потенциальных проблемах и последствиях, связанных с этим [Berle, Means, 1932, Jensen, Meckling, 1976]. В работе [Claessens, Yurtoglu, 2012] поднимается вопрос об определении корпоративного управления как феномена и концепции. Они группируют все известные исследования и теории в две различные группы определений – первые описывают корпоративное управление как правила, которым подчиняется деятельность фирмы, такие как правовое регулирование, судебная система, рынки труда и капитала; вторые концентрируют внимание на таких паттернах, как результативность компании, ее финансовое положение, способности роста, финансовая структура, отношения организации с держателями акций, кредиторами и стейкхолдерами.

Согласно [Shleifer and Vishny, 1997], корпоративное управление представляет собой «механизмы, гарантирующие отдачу на свои инвестиции поставщики капитала для компании». Несостоятельность корпоративного контроля в организациях приводит к неправильным решениям менеджеров и неспособности привлечь заемное финансирование. Все это отражается как на внутренней продуктивности, так и на возможностях роста и развития компании. Особенно отчетливо это наблюдается в странах Центральной и Восточной Европы [Bergloef and von Thadden, 1999; McGee, 2008], предположительно, из-за позднего начала развития концепции корпоративного управления в этих странах.

На сегодняшний день наиболее остро стоит вопрос о важности корпоративного управления для институционального развития развивающихся экономик, а также для их стабильного и продолжительного экономического роста [Clarke, 2015]. В общем и формальном смысле корпоративное управление направлено на установление правил для рынков капитала, регулирования инвестиционных вложений в компании, торгующихся на бирже, выдвижении специфических требований к публичным компаниям, их внутреннему делопроизводству, раскрытии бухгалтерской отчетности и защите прав миноритарных акционеров. Все это сопряжено с увеличением спектра возможностей финансирования, снижением цены капитала, повышением ценности фирм на рынке, лучшей рыночной результативностью, обусловленной более эффективным распределением ресурсов, снижением рисков банкротства и финансовых затруднений, более транспарентными отношениями со стейкхолдерами, а также обращением к социальным проблемами через политику корпоративной социальной ответственности [Claessens and Yurtoglu, 2013]. Введение корпоративных механизмов в компании имеет также целью наиболее полно учесть и согласовать интересы разных групп людей, тем или иным способом причастных к деятельности фирмы и принятию решений.

Известны исследования, которые рассматривали, как механизмы корпоративного управления зависимы со стоимостью привлечения финансирования. Примером является работа [Bradley and Chen, 2011], которые наблюдали прямую взаимосвязь между стоимостью капитала и качеством корпоративного управления: они утверждают, что «окапывание» менеджеров может быть выгодно для держателей облигаций ввиду того, что данный феномен предполагает низкие риски, которые являются важной характеристикой такого финансового инструмента как облигация. Напротив, [Lorca et al., 2011; Fields et al., 2012] говорят о том, что для фирм с более эффективными Советами Директоров (большая степень консультирования и мониторинга) стоимость привлечения финансирования меньше, так как снижаются агентские издержки заемного финансирования (agency cost of debt financing). Они утверждают, что мониторинг со стороны Советов Директоров ведет к снижению оппортунистического поведения менеджеров и информационной асимметрии, что находит отражение в реакции потенциальных кредиторов компании – снижению стоимости заемного финансирования. Два данных противоречащих вывода могут быть объяснены тем, что действия менеджеров, направленные на снижение вероятности поглощения, и эффективность Совета Директоров оказывают противоположное влияние на стоимость заемного капитала. Таким образом, были сделаны выводы о том, что «окапывание» менеджеров более выгодно для держателей облигаций, в то время, как эффективные СД выгодны для акционеров [Fields et al., 2012].

## 1.4. Особенности корпоративного управления в России

Российский рынок представляет собой подходящий пример для изучения проблем корпоративного контроля, так как, во-первых, рынки капитала и корпоративного контроля еще не полностью развиты и, как следствие, имеют большое количество проблем управления [Sugiura, 2007], во-вторых, российские реалии подразумевают экономическую нестабильность и присутствие большого количества экономических шоков на относительно коротких временных горизонтах, и, в-третьих, российский корпоративный рынок часто испытывает значительные изменения в законодательстве [Муравьев, 2017].

В результате финансового кризиса 2008 года, было выявлено, что управленческий аппарат в российских компаниях действует неэффективно. Т. Долгопятова выделяет несколько последствий экономического кризиса: усиление оппортунистического поведения со стороны менеджмента, новая волна перераспределения корпоративных средств между мажоритарными акционерами, пренебрегая интересами миноритариев, и приостановление разделения собственности и исполнительного менеджмента (приостановление процесса «размывания» блокирующих пакетов акций) [Долгопятова, 2009].

Еще одной важной характеристикой российского рынка корпоративного контроля является его относительная неразвитость и, как следствие, слабая защита прав собственников. Таким образом, на рынках с несовершенным механизмом защиты инвесторов они несут большие риски, что характеризуется более высокими премиями за риск инвестирования в корпоративные ценные бумаги. Как следствие, в странах с неэффективными рынками капитала компании отдают предпочтение финансовым займам.

В таких турбулентных экономических условиях, российские компании стараются проводить усиленный внутренний контроль, используя бенчмаркинг развитых рынков, чтобы обеспечить дисциплинирующую функцию управленческого аппарата. Согласно Bollard (2003), корпоративное управление играет ключевую роль в рыночной результативности организации и гибкости ее реакции на рыночные и экономические шоки.

В России традиционными драйверами повышенного интереса к улучшению качества корпоративного управления в компаниях являлись требования к листингу на российской бирже – зачастую компании выполняют только минимальные требования, предъявляемые к ним [Clarke, 2015]. Помимо этого, существуют факторы, обусловленные международными финансовыми рынками и привлечением иностранных инвесторов. Однако вследствие сложной геополитической обстановки данный фактор теряет свою первостепенную значимость [Deloitte, 2015]. Главный документ, предлагающий рекомендации по построению системы корпоративного управления, называется «Кодекс корпоративного поведения». Он декларирует основную цель корпоративного управления как создание атмосферы доверия, прозрачности и подотчетности для стимулирования долгосрочных инвестиций и экономического роста, что является актуальным для российской экономики сегодня [доклад Национального Комитета по Корпоративному Управлению в России, 2017]. Так, в ходе круглого стола ОЭСР по вопросам корпоративного управления в России представителем Московской биржи было отмечено, что в целом лишь 10% эмитентов соблюдает все рекомендации нового Кодекса корпоративного управления [Смирнов, 2017].

Существует несколько механизмов, которые обеспечивают прозрачность управляющей системы и помогают нивелировать остроту агентской проблемы между менеджерами и акционерами, а также между мажоритарными и миноритарными владельцами акций. К данным механизмам относятся рынок корпоративного контроля, институциональные акционеры, способы вознаграждения менеджеров и Советы Директоров в компании, которые являются ключевым институтом, призванным находить консенсус между конфликтующими интересами сторон [Nordberg, 2011].

В Федеральном законе РФ «Об акционерных обществах» Совет Директоров определяется как «избираемый на определённый срок собранием акционеров коллегиальный орган управления, осуществляющий руководство деятельностью акционерного общества в период между ежегодными собраниями акционеров в соответствии с компетенцией, предоставляемой ему законодательством и уставом, причём он имеет право обсуждать и принимать какие-то решения, касающиеся только тех вопросов, которые прописаны в уставе общества» [ФЗ «Об акционерных обществах», 1995].

На формирование и функционирование Советов Директоров в России влияет волатильная институциональная среда. Главными законодательными актами, регулирующими корпоративный рынок в России, являются конституция РФ, которая была принята в 1994 году, а также Федеральный закон «Об акционерных обществах», принятый в 1995 году. Согласно этому закону (№208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995, редакция от 21.07.2014) в компетенции СД в России входит определение направления деятельности компании и выстраивание бизнес-процессов – осуществление стратегического руководства, формирование приоритетных целей, защита прав акционеров, урегулирование корпоративных конфликтов, формирование дивидендной политики, решение вопросов управления активами и уставным капиталом, утверждение годовой отчетности и обеспечение прозрачности деятельности.

В работе [Zahra, Pearce, 1989] авторы обозначают три важнейшие роли Совета Директоров в компании – мониторинг, обслуживание и стратегическое планирование. Этот управляющий орган в компании, как правило, ответственен за осуществление стратегического планирования, назначение высшего менеджмента [Mace, 1986], диверсификацию портфеля бизнесов [Kroll, Walters, Wright, 2005], реорганизацию и реализацию активов в случае банкротства [Johnson, Hoskisson, Hitt, 1993], разрешение конфликта «агент-принципал» [Eisenhardt, 1989; Fama & Jensen, 1983; Gibbs, 1993] и защиту от возможных враждебных поглощений [Mallette & Fowler, 1992].

Одной из обязанностей Советов Директоров в компании является финансовый контроль (financial oversight). В рамках этого контроля члены СД должны отслеживать, принимаются ли решения в компании согласно соответствующим требованиям и правилам, продиктованным финансовой системой и политикой компании, и регулярно отслеживать финансовые результаты компании. Также СД должен следить за тем, чтобы компания была финансово устойчива, для этого члены Совета должны быть причастны к стратегическому финансовому планированию. Кроме того, задачей СД является оценка рисков и управление ими. Например, согласно проанализированной отчетности российских компаний, в большинстве из них в зону ответственности Совета Директоров входит мониторинг рисков отклонения величины показателя «Долг/EBITDA» в сравнении со значениями, которые установлены в бизнес-плане или представлены в финансовой политике.

Совет Директоров принимает решения об уровне контроля и мониторинга менеджмента с их стороны, а также определяет уровень транспарантности функционирования компании через политику публичного раскрытия информации о компании.

Важно упомянуть, что несмотря на то, что Совет Директоров призван снижать остроту агентской проблемы, интересы и цели директоров и акционеров также могут быть различны. Главной целью акционеров, как уже было отмечено, является максимизация рыночной ценности фирмы, в то время, как одним из главных интересов директоров, ровно как и менеджмента, является снижение рисков смещения их с должности.

На эффективных рынках Совет Директоров принимает решение о раскрытии информации с целью достижения равенства между маржинальными выгодами от внутреннего и внешнего контроля. Однако исследования показывают, что чем больше расходятся интересы СД и акционеров, тем менее выгодно и целесообразно для СД осуществлять эффективный и более серьезный мониторинг менеджмента и преследовать политику транспарантности информации [Alves, 2014].

Присутствие Совета Директоров в компании не является панацеей для устранения агентского конфликта – его формирование поднимает вопросы о его оптимальной структуре, которые включают количество членов Совета, присутствие независимых директоров, баланс между исполнительными и неисполнительными директорами и т.д. Таким образом, проблема формирования оптимальной структуры Совета Директоров в компании является комплексной и актуальной задачей. Кроме того, существует проблема недостатка релевантных эмпирических исследований на развивающихся рынках в следствие отсутствия качественных данных [Ararat et al., 2014]. Наличие независимых директоров в составе Совета, баланс между исполнительными и неисполнительными директорами, наличие комитетов при Совете, осуществляющих узконаправленный контроль - средства, позволяющие Совету Директоров осуществлять свои критически важные функции – контроль менеджмента и повышение эффективности деятельности фирмы [Lefort and Urzua, 2008, Ararat et al., 2014]. Кроме того, в российской практике важной функцией является выполнение роли арбитра в корпоративных конфликтах, что становится более эффективным при наличии независимых директоров в составе [Розанов, 2014]. Кроме того, стоит отметить, что эффективность независимых директоров увеличивается со степенью его возможности осуществлять влияние на принятие решений в компании и с увеличением его экспертизы [Радыгин, 2007].

Лебланк и Гиллис в своей работе рассматривали проблематику внедрения стандартов корпоративного управления (в контексте Совета Директоров). В частности, они, наблюдая Советами Директоров, заключили, что, во-первых, независимость членов Совета не всегда совпадает с определением независимости регулирующих органов. Во-вторых, действительно независимые члены совета необязательно являются эффективными директорами. Причина в том, что они могут быть очень далеки от отрасли или бизнеса корпорации, что не будут способны привнести новую, актуальную перспективу в зал заседаний» [LeBlank, Gillis, 2006].

Советы Директоров в компаниях с различной структурой акционерного капитала могут играть различные роли. Выделяют две принципиально различные системы корпоративного управления – первая характеризуется большим распылением акционерного капитала на ликвидных развитых рынках, где участники рынков капитала владеют доступом к информации и их права защищены, и вторая – характеризующаяся высокой концентрацией акционерного капитала в руках нескольких мажоритариев, меньшей степенью информационной прозрачности и, зачастую, надзирательной ролью банков или государства [Coffee, 2002, Clarke and Chanlat, 2008]. Данные системы могут быть детерминированы как модели W (widely held) и B (blockholder model). Первая может быть охарактеризована как англосаксонская модель, однако существует еще модель, присущая компаниям Германии и Японии, не входящая в данную классификацию [Бухвалов, Ильина, Бандалюк, 2007].

Насколько концентрирована или распылена структура акционерного капитала оказывает непосредственное влияние на принятие решений о структуре капитала. Распыленный характер АК характерен для англо-саксонской модели бизнеса и подразумевает, что ни один из акционеров не располагает единоличным правом принятия решений. Напротив, структура акционерного капитала, подразумевающая наличие одного или нескольких крупных держателей акций (более 20% АК), характерная для компаний в России, предполагает сосредоточение власти в руках данных акционеров. Разделение контроля и собственности усугубляет агентские конфликты в компании – миноритарные держатели акций не имеют возможности оказывать влияние на принятие тех или иных решений, однако ожидают требуемый уровень доходности на вложенный капитал. В такой ситуации привлечение капитала путем эмиссии акций является менее выгодным источником финансирования, и компания отдает предпочтение заемному финансированию.

Россия, как и другие страны Центральной и Восточной Европы, характеризуется моделью B. Согласно исследованиям, проведенным на российском рынке, компании можно разделить на две категории – те, на деятельность которых в большей степени влияет государство и те, которые находятся под влиянием политики нескольких мажоритариев (обычно, двух или трех). Крупные собственники в России зачастую проводят политику аккумулирования денежных ресурсов и не заинтересованы в размывании капитала [Clarke, 2015]. Полный отход ключевого акционера от управления компанией̆ в долгосрочной перспективе воспринимается как потеря бизнеса или серьезное обесценивание его стоимости. В связи с этим, в России актуальность систем управления, предполагающих полное отделение собственности от управления, сейчас низка [Национальный Доклад по корпоративному управлению, 2016]. В связи с этим, характерной особенностью российской корпоративной модели является агентский конфликт между миноритариями и мажоритариями, проявляющийся в дивидендной политике компании, которая, как правило, направлена на перераспределение средств между основными акционерами. Также в России существует проблема прозрачности деятельности компаний, проявляющаяся в нежелании раскрытия полной информации о структуре капитала компании или крупных собственниках [Киселев, 2010]. Однако, на данном этапе развития наряду с внедрением Кодекса Корпоративного поведения в России российские компания стремятся улучшить качество управления и получить доступ к большему количеству альтернативных источников финансирования, приближаясь к мировым стандартам корпоративного управления и используя за основу лучшие мировые практики [Black et al., 2006]. В данном случае, в первую очередь используется Совет Директоров как главный управляющий коллегиальный орган в компании и как инструмент повышения качества управления.

Еще одной особенностью российского рынка корпоративного управления является то, что государство играет важную роль в экономике РФ и судьбе крупных российских компаний, являясь зачастую мажоритарным акционером напрямую или через референтных лиц. Согласно исследованию Deloitte (2015), посвященному структурам корпоративного управления в публичных российских компаниях, было выявлено, что 34 из 120 наблюдаемых компаний напрямую или опосредованно находятся под контролем государства. В число этих компаний входят такие крупные публичные компании, как Газпром, Роснефть, Сбербанк и ВТБ (средний пакет акций государства в этих компаниях составляет 70%). По сравнению с предыдущим исследованием 2012 года, число компаний, торгующихся на бирже и контролируемых государством, уменьшилось с 39 до 34, однако это объясняется делистингом или снижением уровня листинга следующих компаний: ТГК-11, Якутсэнерго, Газпром Нефтехим Салават, ОГК-1, ОГК-3 и МРСК Северо-Кавказа [Deloitte, 2015]. В исследовании Г. Тонга и К. Грина было указано на то, что на развивающихся рынках действуют много компаний, в прошлом или на данный момент принадлежащих государству. Рыночные и финансовые стратегии данных компаний отличаются от стратегий полностью частных фирм, что говорит о том, что государственное участие также влияет на политику формирования структуры капитала [Tong, Green, 2005].

Что касается высокой концетрации акционерного капитала, исследование Deloitte (2015) выявило, что средняя доля владения блокирующими пакетами акций в выборке из 120 публичных российских компаний составляет 57,6%. В 95% компаний выборки, суммарно составляющих около 85% совокупной рыночной капитализации, имели хотя бы одного блокхолдера в структуре собственности, доля которого превышала 25% акций. Только 6 компаний из выборки декларировали умеренную концентрацию владения с крупнейшим пакетом акций в руках одного акционера менее 25%. К таким компаниям относятся «Глобал Транс», «Лукойл», «Новатек», «Петропавловск», «Полиметал Интернэшнл» и «Селигдар».

Наблюдались следующие наиболее типичные ситуации:

* в 29% обследованных компаний можно говорить о состоявшемся разделении функций, поскольку директор не является акционером компании, а крупные акционеры не работают менеджерами;
* в 71% компаний директор является собственником либо собственник сам занимается управлением [Национальный Доклад по корпоративному управлению, 2016].

Как было замечено авторами Вей и Генг, при высокой концентрации акционерного капитала Совет Директоров в компании находится под влиянием акционеров, владеющих блокирующими пакетами акций [Wei, Geng, 2008]. Существующие исследования показывают, что блок-холдеры снижают агентскую проблему: Фосберг показывает, что увеличение доли собственности под контролем акционеров с блокирующим пакетом акций ведет к улучшению качества мониторинга менеджеров и увеличению уровня долговой нагрузки в интересах фирмы [Fosberg, 2004]. Также присутствие одного мажоритарного собственника может служить сигналом для рынка о том, что менеджмент и члены Совета Директоров не имеют возможности принимать стратегические решения, которые могли бы способствовать уменьшению стоимости фирмы или неэффективным финансовым вложениям – другими словами, те, что не максимизируют ценность компании для акционеров. То есть наличие одного крупного держателя акций тоже способно уменьшить агентские издержки и снизить необходимость использования долга как сигнала для рынка [Zeckhauser and Pound, 1990].

Роль Совета Директоров как корпоративного института в российских компаниях менялась с течением времени. На начальном этапе (1990 - 1998) он играл формальную роль, не выполняя свою главную функцию – нивелирование агентской проблемы. Таким образом, в это время реальная власть фактически была сосредоточена в руках собственника. Следующий этап (1999 - 2007) ознаменовался изменением роли Совета – на этом временном этапе он являлся инструментом в руках собственников для привлечения внешнего финансирования. Прежде всего, Совет Директоров должен был служить гарантией эффективного функционирования компании и низких корпоративных рисков для потенциальных иностранных инвесторов. Текущая роль Совета Директоров (2008 – нынешнее время) заключается в реальном повышении эффективности деятельности и улучшении рыночной результативности компании. Во многом благодаря иностранным практикам, к российским инвесторам и владельцам компаний приходит понимание важности повышения качества корпоративного управления [Дуляк, 2013].

Тем не менее, некоторые российские инвесторы до сих пор склонны недооценивать роль корпоративных Советов из-за высокого уровня концентрации акционерного капитала и более высокой степени владения акциями менеджерами, чем в других западных странах [Iwasaki, 2008; Clarke, 2016]. Таким образом, в России целевой функцией Советов Директоров все еще является защита миноритариев, что сопряжено с определенными сложностями на слабо развитом рынке корпоративного управления [Лазарева и др., 2007].

Что касается формирования структуры Советов Директоров в российских компаниях, то на временном горизонте шестнадцати лет, были замечены следующие типичные характеристики Советов Директоров: доминирование Советов среднего размера, наличие независимых директоров, маленькая или незначительная доля владения акциями компании членами Совета Директоров, относительно низкий уровень присутствия женщин и иностранных представителей. Главными тенденциями на данном временном промежутке явились уменьшение Советов Директоров, увеличение доли присутствия иностранных директоров и женщин. Также в его исследовании наблюдалась прямая и статистически значимая взаимосвязь между результативностью компании на рынке и присутствием иностранных директоров [Муравьев, 2017]. Структура Советов Директоров в акционерных обществах отражена на рисунке 1.

1. Диаграмма, отражающая структуру СД в российских АО

В настоящем исследовании выдвигается предположение о том, что структура капитала связана с уровнем эффективности корпоративного управления в компании. А именно вероятность финансирования деятельности компании за счет капитала (эмиссии новых акций) прямо взаимозависима с деятельностью Советов Директоров как органа, призванного уменьшить агентскую проблему между акционерами и менеджерами, уменьшая при этом степень асимметрии информации между ними. Это согласуется с теорией иерархии финансирования, которая гласит, что при высоком уровне агентской проблемы фирма менее склонна привлекать капитал, так как это наименее прогнозируемый источник финансирования, а в связи с этим наиболее рискованный. Также рассматривается взаимосвязь между характеристиками членов Совета Директоров, таких, как пол, возраст, и их личным отношением к риску, который в данном исследовании в рамках компании измеряется именно уровнем финансового левериджа.

## 1.5. Факторы КУ, являющиеся детерминантами структуры капитала

### Размер Совета Директоров

При формировании Совета Директоров следует первостепенно поставить вопрос о его размере, который может меняться в течение жизненного цикла организации и в зависимости от целей и стратегии компании.

Размер данного управляющего органа должен быть достаточным для того, чтобы миноритарные акционеры могли выбирать своих представителей, но не избыточным, чтобы не возникало трудностей коммуникаций, проблемы «безбилетника» (freeride problem) и замедления процесса принятия решений [Методические рекомендации по организации работы Совета директоров в акционерном обществе, 2013]. В исследовании Т. Гараниной и Е. Кайковой эмпирически наблюдается увеличение агентских издержек с увеличением размера СД. Это связано с низким уровнем защиты прав акционеров и развитости управленческих механизмов, что повышает оппортунистическое поведение агентов [Garanina, Kaikova, 2016].

Согласно исследованию Spencer Stuart в 2015 году на выборке из 47 крупнейших российских компаний, Советы Директоров российских компаний по размеру практически не отличаются от организаций из других стран. Согласно данным этого исследования, в России в Совет Директоров в среднем входит 10,3 человека. Самый немногочисленный совет — у «Росгосстраха»: он насчитывает 6 членов, в то время как самый большой совет — у компании «РУСАЛ»: на момент проведения исследования в нем насчитывалось 19 директоров. В большинстве же компаний Совет Директоров включает от 9 до 11 человек, что соответствует размеру Советов европейских компаний - Бельгии (10,3), Швейцарии (10,3) и Нидерландов (10,7). В американских компаниях, относящихся к Англо-Саксонской системе корпоративного управления, количество директоров может варьироваться от 5 до 25 членов. Ивасаки (2008) утверждает, что в России размер Совета Директоров зависит именно от законодательных требований – многие компании назначают минимальное количество директоров в соответствии с федеральным законодательством.

Абор (2007) в своем исследовании наблюдает прямую взаимосвязь между структурой капитала и размером Совета Директоров на развитых и развивающихся рынках, что соотносится с результатами следующих исследований [Lefort, Walker, 2000; Butt, 2009; Rehman et al., 2010, Zheka, 2010, Hussainey, Aljifri, 2012]. Абор (2007) использует выборку из 22 фирм, торгующихся на фондовом рынке Ганы, и их характеристики за период 1998-2003 гг. Исследование Годфреда и Арко (2009) рассматривает компании, входящие в рыночный индекс, и факторы, связанные с корпоративным управлением и выбор структуры капитала. Ими было обнаружено, что размер Советов Директоров имеет положительную и статистически значимую связь с коэффициентом долга [Godfred, Arko, 2009].

Дженсен в своем исследовании показывает, что с увеличением размера Совета Директоров снижается его эффективность в терминах долгосрочного планирования и непосредственного влияния на стратегию компании в связи с увеличением сложности координации большего количества директоров [Jensen, 1993]. Адамс и Мехран, напротив, показали, что в некоторых фирмах есть потребность для многочисленных Советов Директоров для более эффективного управления и навигации менеджмента в принятии стратегических решений [Adams, Mehran, 2002].

Что касается принятия долгосрочных решений о финансировании деятельности - известные исследования не дают однозначного ответа на вопрос о влиянии размера Совета Директоров на уровень долговой нагрузки компании. Sheikha and Wang (2011), изучая выборку пакистанских компаний, выявили, что размер Совета Директоров и коэффициент долга связаны прямой зависимостью. Исследование, проведенное Hussainey and Aljifri (2012) на выборке компаний ОАЭ, также указывает на прямую взаимосвязь. Ganiyu and Abiodun (2012) заключили, что большие Советы Директоров склонны осуществлять более эффективный и тщательный мониторинг деятельности компании и менеджмента, благодаря достаточному количеству директоров, которые могут служить как регулярный орган надзора и контроля. Как следствие, такие компании нацелены на максимизацию ценности акционеров, что приводит к более высокому уровню долговой нагрузки.

Важно заметить, что фирмы с высоким уровнем финансового левериджа зависят от внешних ресурсов в значительной степени, а также склонны формировать Советы Директоров с целью повышения эффективности совещательной функции, таким образом, такие фирмы должны иметь относительно многочисленные Советы Директоров [Pfeffer, 1972; Klein, 1998, Coles et.al 2007].

Ресурсная теория утверждает, что более крупные Советы Директоров способны привлечь большее количество возможностей финансирования для компаний, так как каждый новый член обладает социальным капиталом и потенциально выгодными связями с другими экономическими агентами, что обеспечивает широкие возможности для поиска выгодного финансирования [Березинец, Размочаев, Волков, 2010]. Кроме того, пул уникальных знаний и навыков, которыми располагают члены Советов Директоров, расширяется с привлечением большего числа членов [Van den Berghe and Levrau, 2004]. Есть и другие примеры исследований [Jackling and Johl, 2009; Sahu and Manna, 2013; Onakoya, Fasanya, and Ofoegbu, 2014], которые заключают, что большие Советы Директоров ведут к более высокой результативности. Согласно работе Коулса, хорошо диверсифицированные компании имеют в среднем на 15% больше членов в Советах, чем компании, оперирующие в одной отрасли в связи с тем, что более сложная организационная структура требует более комплексное наблюдение и контроль и всесторонний взгляд при принятии решений [Coles et al., 2008].

Данный взгляд на размер Совета Директоров особенно актуально применить на российском рынке, так как большее количество членов дает возможность расширения возможностей компании привлекать заемные средства путем нетворкинга, так как в России социальный капитал членов СД и их связи играют очень важную роль [Kristensen, 2010].

Таким образом, в рамках настоящей работы правомерно выдвинуть следующую гипотезу:

*Гипотеза 1: Существует прямая взаимосвязь между размером Совета Директоров и уровнем финансового левериджа.*

### Независимость Совета Директоров

Важным аспектом формирования Совета Директоров является степень его независимости, которая вычисляется как доля «внешних» (outside directors) директоров, которые не связаны с менеджментом и помогают снизить агентские издержки между разными стейкхолдерами компании [Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983; Hermalin and Weisbach, 1998, 2003] .

Независимый директор – это член Совета Директоров, на суждения и решения которого не может повлиять его аффилированность по отношению к компании или к лицам, принимающим решения в ней, так как он не имеет ни прямых, ни косвенных связей с компанией [Логинов, 2006].

Для компаний, осуществляющих деятельность на международном уровне и нацеленных на получение финансирования со стороны международных кредиторов, критически важной рекомендацией является наличие независимых директоров в Совете. На иностранных биржах этот вопрос регулируется на законодательном уровне, так как в теории неисполнительные и независимые директора призваны обеспечивать объективность в принятии решений и прозрачность деятельности [Доклад Национального Комитета по Корпоративному Управлению в России, 2017].

В России независимые директора выполняют роль инструмента для повышения доверия в глазах инвесторов, а также консультантом для топ-менеджмента – их первостепенная роль повышения эффективности функционирования Совета еще не признана. Кроме того, их вхождение в состав Совета не регулируется законодательно. Это объясняет тот факт, что в Советах Директоров компаний, входящих в российский индекс, на данный момент независимыми являются только 33,4% из всех директоров, и их количество сократилось на 6% в сравнении с прошлогодним показателем (2016 год). Данный показатель является ниже среднего по компаниям из стран Европы, только в Турции он еще ниже – всего 33% директоров являются независимыми. Это объясняется действующими в Турции законодательными нормами, регламентирующими минимальное количество независимых членов, равное трети размера Совета. В США, как примере хорошо развитого и зрелого корпоративного рынка, независимые директора насчитывают 84% от общего числа членов СД (Доклад Национального Комитета по Корпоративному Управлению в России, 2017).

Внешние директора могут играть критически важную роль в преодолении агентских проблем и повышении качества принимаемых решений в компании [Fama and Jensen, 1983]. Однако результаты эмпирических исследований не однозначны. Например, Бергер выявил, что те исполнительные директора, которые в большей степени находятся под контролем и, возможно, наставничеством внешних директоров, склонны отдавать предпочтение финансовым займам, повышая уровень финансового левериджа [Berger, et al. 1997]. В то же время, была выявлена прямая взаимосвязь между наличием независимых директоров и уровнем долговой нагрузки компаний, предположив, что фирмы с большим количеством независимых директоров имеют более легкий доступ к заемному капиталу на более выгодных условиях и поэтому склонны его привлекать [Al-Najjar, Hussainey, 2011]. Это также подтверждается исследованием [Sheikh and Wang, 2011] в Пакистане.

Существующие работы утверждают, что размер компании является одной из важнейших объясняющих переменных для структуры Совета Директоров в компании. Более крупные фирмы нуждаются в большем количестве уникальных знаний и навыков – интеллектуальном и социальном капитале, носителями которого являются члены Совета Директоров. По этой же причине более крупным фирмам целесообразно иметь большое количество независимых директоров, чтобы обеспечить беспристрастность и объективность в принятии решений [Denis and Sarin, 1999; Booth et al., 2002; Lehn et al., 2005; Linck et al., 2008], а также нивелировать агентскую проблему [Boone et al., 2007]. Е. Федорова на примере крупных российских компаний доказывает, что показатель «наличие независимых директоров» имеет прямую взаимосвязь с коэффициентом долга компании, что означает, что, чем больше независимых директоров в Совете, тем большая доля заемных средств по сравнению с собственными в структуре капитала [Федорова, 2017].

Исследование Ивашковской выявило, что для российских компаний характерна прямая зависимость между долей независимых директоров и стратегической эффективностью – при включении одного независимого директора в состав Совета Директоров наблюдалось повышение эффективности на 19%. Это связано с повышением прозрачности российских компаний и дисциплинирующую функцию независимых членов [Ивашковская и др., 2013].

Напротив, есть и предположения относительно обратной зависимости между наличием независимых директоров и коэффициентом долга, предполагая, что большинство внешних директоров имеют непосредственную или опосредованную связь с менеджерами (исследование проводилось на выборке иранских компаний) [Abdoli et al, 2012]. Данное наблюдение может также быть релевантно в исследовании российских компаний. Кроме того, работы, изучающие компании Тайвани и Шри Ланки, выявили статистически значимую обратную корреляцию между данными показателями, заключая, что менеджеры склонны принимать меньшие риски, сталкиваясь с сильным корпоративным управлением и контролем [Chang Kuo et al., 2012; Wellalageand Locke, 2012]. Таким образом, можно выдвинуть предположение относительно тенденции к снижению уровня заемного капитала в совокупном капитале по мере увеличения присутствия независимых директоров именно благодаря более выскому уровню мониторинга и меньшими возможностями для экспроприации прибылей мажоритарными акционерами. Также согласно работе [Frank and Goyal, 2008], большая степень независимости СД ведет к снижению информационной асимметрии между менеджерами и инвесторами, что, в свою очередь, означает возможность привлечения финансирования с помощью выпуска акций, что декларируется теорией иерархии финансирования.

Таким образом, в настоящем исследовании целесообразно выдвинуть следующую гипотезу:

*Гипотеза 2: Доля независимых директоров обратно взаимосвязана с уровнем финансового левериджа.*

### Гендерный состав Совета Директоров

Экспериментальные экономические исследования заявляют, что существует разница между тем, как мужчины и женщины воспринимают риск [Croson and Gneezy, 2009; Bertrand, 2011]. Существуют исследования, изучающие, как методы заключения пари разнятся у мужчин и женщин [Bruce and Johnson, 1994; Powell, 1994] - женщины, в общем, демонстрируют меньшую склонность к риску и уверенность в своей правоте, чем мужчины. Поведенческая литература, изучающая гендерные различия, также указывает на то, что помимо большего избегания риска женщины склонны проявлять больший скептицизм в отношении будущего, тогда как мужчины, напротив, зачастую проявляют чрезмерную оптимистичность [Lundeberg, Punćochaŕ, 1994]. Этот эффект может находить отражение в завышенных ожиданиях насчет отдачи на инвестиции, которые могут заставлять менеджеров инвестировать больше, чем необходимо, или недооценивать риски, связанные с проектами [Malmendier and Tate, 2005, 2008; Malmendier, Tate, and Yan, 2011]. Чрезмерная уверенность мужчин в будущем, которая демонстрируется такими поведенческими паттернами, как недооценка рисков финансовых затруднений, волатильности доходов, переоценка доходностей проектов, обуславливает более высокую долговую нагрузку компаний с целью использования налоговых преимуществ в полной мере [Hackbarth, 2004]. Чрезмерная оптимистичность и уверенность (overconfidence) мужчин также были исследованы в поведенческих работах, приводя авторов к похожим выводам при включении в модель дополнительных факторов, – фактора информационной асимметрии и агентской проблемы [Fairchild, 2004]. Исследование, которое было посвящено выявлению связи между гендерной принадлежностью исполнительного директора компании и уровнем финансового левериджа, показало значимую статистическую взаимосвязь между полом CEO и коэффициентом долга. Таким образом, в компаниях, где исполнительные директора – женщины, значение этого коэффициента в среднем на 3,4% ниже [Faccio, Marchica, Mura, 2011]. Это подтверждается работой Е. Пени, заключающейся в том, что мужчины более склонны к риску в принятии решений, в то время как женщины более консервативны и стараются избежать потерь [Peni, 2014]. В исследовании российских компаний, проведенном Е. Федоровой, была обнаружена обратная связь между долей женщин в Совете Директоров и финансовым левериджем, что подтверждает рассуждения о консервативном подходе женщин к риску [Федорова и др., 2017].

Большинство эмпирических исследований показывают, что гендерная диверсификация Советов Директоров ведет к более успешному рыночному функционированию компаний, повышая эффективность деятельности коллегиального органа управления путем увеличения партисипативности, ответственности при принятии решений и учета альтернативных точек зрения [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013]. Адамс и Феррейра также замечают, что женщины – члены Советов Директоров более вовлечены в деятельность компании, посещая встречи и активно участвуя в деятельности компании и взаимодействуя с CEO [Adams, Ferreira, 2009]. Кроме того, гендерное разнообразие положительно влияет на ценность компании и на решения об инвестировании, благодаря более консервативному подходу к оцениванию сопутствующих рисков [Campbell and Vera, 2007; Alves et al., 2014].

Т. Ратникова изучает воздействие гендерной диверсификации на эффективность компаний из стран Западной Европы в период 2007-2012 гг. Эмпирически было показано, что увеличение числа женщин в составе СД ассоциируется с ростом эффективности компаний, но лишь до некоторого предела, после чего эффективность начинает снижаться [Ратникова, 2014]. [Nguyen, Faff, 2007; Gul et al., 2013; Harris, 2014] утверждают, что увеличение эффективности связано с тем, что женщины превносят новый и свежий взгляд на решение проблем в компаниях.

Изучения взаимосвязи гендерного состава Совета Директоров и финансовой результативности компаний сейчас очень актуальна. Были обнаружены результаты, выявляющие как прямую взаимосвязь между долей женщин в СД и финансовой успешностью компании на рынке [Ren, and Wang, 2011; Ujunwa, 2012; Березинец, Размочаев, Волков, 2010; Lückerath-Rovers, 2013; Ujunwa et al., 2012; Catalyst, 2004; Carter et al., 2003; Adler, 2001], так и обратную, объясняемую тем, что более гомогенным группам людей проще прийти к консенсусу при принятии решений [Fauzi & Locke, 2012; Dobbin & Jung, 2011; Adams & Ferreira, 2009; Shrader et al., 1997; Krishnan & Parsons, 2008; Gul et al., 2007], так и отсутствие статистически значимой связи как таковой [Jhunjhunwala, Mishra, 2012; Shukeri et al., 2012; Sun et al., 2011; Carter et al., 2010; Farrell, Hersch, 2005; Erhardt et al., 2003].

Настоящее исследование рассматривает структуру капитала как прокси для измерения рискованности компаний, таким образом, делая вывод из вышеизложенного, следует выдвинуть гипотезу об обратной взаимосвязи межу долей женщин в Совете Директоров и долговой нагрузкой компаний.

*Гипотеза 3: Доля женщин в составе Совета Директоров обратно взаимосвязана с уровнем финансового левериджа.*

### Средний возраст членов Совета Директоров

Согласно Индексу Spencer Stuart, в России средний возраст директоров - 52,2 года, что на несколько лет меньше, чем в странах Европы и в Бразилии (в этой стране директорам в среднем по 55,3 года); категория председателей СД ожидаемо старше—им в среднем 56,8 лет. Средний же возраст американских директоров составляет 63,1 года, что гораздо выше, чем в России, и многие крупные компании имеют возрастные рамки, требуя, чтобы члены советов покидали свой пост в возрасте 72 лет (Отчет Национального Комитета по Корпоративному Управлению в России, 2017).

Многие эмпирические исследования посвящены изучению влияния индивидуальных характеристик CEO на финансовые решения компании, в том числе на использование заемного финансирования. Поведенческие характеристики членов советов директоров и их личностные особенности напрямую влияют на качество принимаемых решений [LeBlank, Gillis, 2006]. Однако результаты не дают однозначного ответа о влиянии возрастной структуры управляющих лиц на финансовый леверидж. Таким образом, например, изучая взаимосвязь между возрастом лица, принимающего решения, и уровнем долговой нагрузки была выявлена обратная связь – чем старше лицо, тем меньше уровень рисков и, как следствие, уровень долговой нагрузки [Bertrand and Schoar, 2003]. Но существуют и исследования, доказывающие обратное [Frank and Goyal, 2009; Malmendier et al., 2010]. Тем не менее, Фрэнк и Гойал декларируют, что нельзя выстроить однозначную связь между данными показателями, так как отношение к риску больше связано с более глубинными персональными характеристиками и верованиями, которые не могут быть обнаружены формально.

Возраст оказывает влияние на степень готовности принятия риска индивидуумом и, как следствие, имеет взаимосвязь с корпоративным риском, который в настоящей работе рассматривается с точки зрения структуры капитала: более высокий уровень финансового левериджа ведет к финансовой неустойчивости компании (рискам). Большое количество исследований изучают персональную готовность к принятию риска с точки зрения инвестиционных портфелей инвесторов: в исследовании Акерта [Ackert et al., 2002] было обнаружено, что чем старше инвесторы, тем большая доля их активов была вложена в наименее рисковые ценные бумаги, такие, как облигации, что свидетельствует о паттерну к избежанию риска с увеличением возраста. Аналогично, в исследованиих [Bodie and Crane, 1997; Morin and Suarez, 1983; Samanez-Larkin et al., 2010] было показано, что возраст инвесторов отрицательно взаимосвязан с долей вложения в рисковые финансовые инструменты.

Vroom and Pahl’s (1971), тестируя поведенческие паттерны менеджеров относительно принятия рисковых решений, заключили, что более молодые менеджеры с большей готовностью идут на риск, чем их более взрослые коллеги. Переменную «возраст CEO» также наблюдали в исследованиях структуры капитала Грэхем и др. [Graham, Harvey, 2001], Баррос и Сильвейра [Barros, Silveira, 2008].

Исследование Schooley and Worden (1999) показало, что толерантность к риску снижается по мере приближения индивидом к возрасту 65 лет – после достижения этого возраста люди склонны быть намного более консервативными при принятии решений. Комплексное экспериментальное исследование, посвященное изучению поведенческих паттернов индвиидидов, представило результаты, которые утверждают, что на принятие решений индивидами в разные моменты жизни оказывает влияние не только их возраст и индивидуальные характеристики, но и контекстная составляющая самого решения: возможные ограничения при выборе альтернатив, насколько критичны последствия решения, насколько близок временной период, относительно которого принимается решение (более взрослые индивиды склонны больше «оттягивать» такие решения, как, например, начало инвестиционного проекта, что объясняется меньшим уровнем дисконта будущих выгод) [Henninger, Madden and Huettel, 2010].

Аналогично можно предположить, что возраст членов Совета Директоров также оказывает влияние на принимаемые ими решения относительно уровня долговой нагрузки компании. Данный показатель также был изучен в некоторых работах как один из детерминант уровня корпоративного долга - относительно молодые индивиды более склонны к риску, надеясь на большую отдачу, используя заемное финансирование в большей мере, чем их старшие и более консервативные коллеги [Bertrand, Schoar, 2003]. Исследование Е. Федоровой и др. (2017) находит статистически значимую обратную связь между возрастом председателя Совета Директоров и коэффициентом долга на примере российских компаний, однако показатель «средний возраст членов Совета Директоров» оказался незначимым. В работе [Aras, 2015] также наблюдалась переменная среднего возраста членов СД, которая была обратно взаимосвязано с уровнем финансового левериджа.

Делая вывод из психологической и поведенческой литературы, декларирующей прогрессирующий консерватизм в принятии финансовых решений с увеличением возраста индивидов, можно выдвинуть следующую гипотезу:

*Гипотеза 4: Средний возраст членов СД обратно взаимосвязан с уровнем финансового левериджа.*

### Владение акциями компании членами Совета Директоров

Если менеджеры владеют акциями компании, во главе которой они стоят, то существенно снижается уровень агентсткого конфликта в компании, так как в случае принятия недостаточно эффективных решений относительно уровня финансового левериджа, менеджеры снижают свое благосостояние наряду с другими инвесторами [Arbor, 2008]. Как следствие, у менеджеров есть стимул выбирать наиболее оптимальный уровень финансового левериджа [Berger et al., 1997]. Denis и Mihov (2003) также наблюдали позитивную корреляцию между долей владения акций менеджерами и уровнем долговой нагрузки. Аналогично, результаты других исследований, как более ранних [Kim and Sorensen, 1986], так и современных [Arko, Bokpin, 2009] выявили прямую связь между этими двумя показателями. С другой стороны, владение акциями может привести к более консервативному поведению менеджеров, заставляя их отдавать предпочтение снижению риска деятельности вместо максимизации доходности [Jensen, 1992, Friend, Lang, 1988]. Исследования Брэйлсфорда доказывают наличие U-зависимости между долей акций, находящихся в руках менеджеров, и уровнем долговой нагрузки. При низком уровне внутреннего владения акциями долг используется как дисциплинирующий инструмент, когда уровень владения возрастает, это снижает агентскую проблему, тем самым снижая вероятность действий менеджеров, потенциально снижающих ценность компании. Однако, затем, достигая определенного уровня внутреннего владения, менеджеры становятся консервативными в принятии решений и пытаются снизить риски банкротства компании путем снижения уровня долговой нагрузки [Brailsford, 2002].

Наличие собственности у членов Совета директоров также способствует смягчению возникающих противоречий между интересами стейкхолдеров компании [Agrawal, Knoeber, 1996; Weir, Laing, McKnight, 2002]. Однако, возвращаясь к российским особенностям корпоративного управления - часто встречающейся ситуацией является присутствие мажоритарных/контролирующих собственников в Советах Директоров и занятие ими постов председателя СД (кейсы компаний «Мечел», «Магнит», «Русал»). В таких случаях компании используют достаточно высокий уровень финансового рычага и перекладывают основные риски на кредиторов, увеличивая отдачу на свои вложения, выплату дивидендов и искусственно повышая рыночную капитализацию компании.

При увеличении доли заемного капитала к собственному, «внутренние» владельцы акций могут захватить больший контроль над ресурсами фирмы без необходимости приобретения большего количества акций [Harris and Raviv, 1988; Stulz, 1990]. Данное увеличение власти и контроля над фирмой может способствовать появлению большего количества возможностей для отчуждения других миноритарных собственников [Ellul, Guntay and Lel, 2006; Faccio, Lang and Young, 2001].

*Гипотеза 5: Совокупная доля акций, которыми владеют члены СД, прямо взаимосвязана с уровнем финансового левериджа.*

## Выводы по первой главе

Резюмируя написанное выше, стоит отметить, что темы формирования структуры капитала и корпоративного управления, а именно Советов Директоров в компаниях, были тщательно изучены по отдельности, однако их взаимосвязь все еще остается актуальной темой для исследований. В настоящей работе, как уже было отмечено, структура капитала в компаниях рассмотрена как прокси к рискам, которые фирма берет на себя, а роль субъекта корпоративного управления в вопросе формирования структуры капитала выполняет Совет Директоров в компании, в зону ответственности которого входит мониторинг и управление рисками фирмы, а также политика в области раскрытия информации и регулирование уровня информационной асимметрии внутри фирмы между акционерами и менеджерами. Настоящая работа посвящена изучению природы и направления связи между структурными характеристиками СД компании и уровнем финансового левериджа компании. Предпосылки для изучения этой связи и гипотезы для проведения эконометрического анализа были представлены в первой главе.

# Глава 2. Эмпирическое исследование взаимосвязи структуры капитала и корпоративного управления

В главе 1 был проведён анализ теоретических предпосылок формирования структуры капитала в компаниях, российских и зарубежных исследований о детерминантах финансового левериджа, а также описаны практики корпоративного управления в России и его особенности.

В данной главе на основании выше описанных теоретических предпосылок проведено эмпирическое исследование, направленное на выявление взаимосвязи между уровнем финансовых рисков компании, измеренным коэффициентом ее финансового левериджа и структурными характеристиками Совета Директоров.

## 2.1. Методология исследования

Большинство исследований, посвященных изучению детерминант структуры капитала и направлению их взаимосвязи, используют модели линейной множественной регрессии, отличающиеся между собой зависимыми и независимыми переменными, а также типом массива данных – панельные данные были использованы в исследованиях [Cespedes et al., 2010; Lemmon et al., 2008, Ивашковская, 2010, Березинец, Размочаев, Волков, 2010; Aras, 2015; Alves et. Al. 2014]. Также известны примеры построения нелинейных моделей [Sabiwalsky, 2010].

В настоящем исследовании будет использована модель линейной множественной регрессии с использованием панельных данных.

**Базовая модель**

Для построения модели сначала была построена базовая модель сквозной регрессии, основанная на проведенных исследованиях по структуре капитала на развивающихся рынках [Ивашковская, 2010; Frank, Goyal, 2008; Aras, 2015; Azami, 2016].

В первой модели в качестве показателя, характеризующего структуру капитала, был взят показатель рыночного левериджа компании, как в исследовании [Березинец, Размочаев, Волков, 2010].

;

– показатель рыночного левериджа компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

- рентабельность активов компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

– структура активов компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

– возможности роста компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

Также была предложена вторая модель, которая была построена на основе цитируемых в настоящей работе исследований. Данная базовая модель учитывает размер компании и берет во внимание балансовые характеристики [Lemmon et al., 2008; Delcoure, 2007]. В качестве показателя, характеризующего структуру капитала, был взят показатель балансового левериджа компании, как в работах [Aras, 2015; Березинец, Размочаев, Волков, 2010; Cook and Tang, 2010; Lemmon et al., 2008; Delcoure, 2007; Wen et al., 2002]

– показатель балансового левериджа компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

- рентабельность активов компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

–размер компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

– возможности роста компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014,2015,2016;

**Модель настоящего исследования**

;

где – показатель рыночного левериджа для компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

- рентабельность активов компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– структура активов компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– возможности роста компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– независимость СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– размер СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– гендерная структура СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– возрастная структура СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

Вторая модель, которая будет тестирована в этой работе, выглядит следующим образом:

;

где – показатель балансового левериджа для компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

- рентабельность активов компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– размер компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– возможности роста компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=1,2,3;

– независимость СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– размер СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– гендерная структура СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– возрастная структура СД компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

– доля внутреннего владения акциями компании i, i=1,2,3…, N, в момент времени t=2014, 2015, 2016;

Модель была использована в исследованиях [Wen et al., 2002; Aras, 2015], применена в настоящем исследовании с некоторыми изменениями.

## 2.2. Описание выборки

В настоящем исследовании были рассмотрены российские публичные компании, торгующиеся на российской бирже (ММВБ) в период с 2014 по 2016 гг. и обладающие первым или вторым уровнем листинга. В исследовании были рассмотрены только публичные нефинансовые компании, так как, во-первых, данные компании имеют доступ к различным источникам финансирования, обладая возможностью выбирать между привлечением средств на рынке капитала России, привлечением иностранных или институциональных инвесторов или использованием банковских займов. Кроме того, данные компании имеют сформированную систему корпоративного управления, которая регламентирована Уставом компании и представлена Советом Директоров, Правлением и комитетами. Большинство исследуемых компаний придерживаются рекомендаций лучших практик корпоративного управления (предложенные Кодексом КУ), ежегодно проверяя имеющуюся систему управления на соответствие им. Также публичные компании были взяты из соображений о том, что на российском рынке существует проблема нераскрытия финансовой отчетности при отсутствии законодальной необходимости – непубличные компании зачастую не раскрывают свои финансовые результаты. Еще одним ограничивающим аспектом изучения более широкой выборки компаний является факт отсутствия ведения финансовой отчетности по международным стандартам, что является обязательным для публичных российских компаний и необязательным для всех остальных. С различными форматами отчетности проведение регрессионного анализа не представляется возможным.

Для анализа были взяты нефинансовые компании российской биржи, так как организации финансового сектора придерживаются иных соображений и стратегий при формировании структуры капитала, кроме того их активы и пассивы формируются иным способом, а границы достаточности капитала регламентируются соответствующими законами РФ, такими, как ФЗ «О банках и банковской деятельности» или Базельским соглашением.

Компании были рассмотрены на временном промежутке, равном трем годам, с 2014 по 2016 гг. Данный временной интервал был выбран, исходя из внешней рыночной конъюнктуры, - российская экономика в это время находилась в периоде стагнации, что было обусловлено девальвацией российской валюты и осложнением геополитической обстановки в мире. Однако в рамках данного периода ситуация была достаточно однородна, что позволяет не контролировать влияние внешних факторов в модели формирования структуры капитала, которые могли повлиять на стратегию финансирования деятельности компаний. Следует также отметить, что из-за неблагоприятной внешнеполитической обстановки некоторые компании были лимитированы в получении финансирования из иностранных источников [Информационное агентство AK&M, 2015].

Для сбора финансовой информации по компаниям были использованы такие источники, как базы данных СКРИН и Thompson Reuters, а для сбора данных о системе корпоративного управления были проанализированы годовые отчеты российских компаний, попавщих в выборку.

Компании, попавшие в выборку, имеют разную отраслевую принадлежность (рис. 2): 10 из 92 компаний относятся к отрасли «Нефть и газ», треть выборки (31 компания) относятся к энергетической отрасли, 12 компаний отрасли «Металлургия и горное дело», представители данных отраслей в большинстве случаев контролируются государством. Из менее капиталоемких отраслей – четыре компании, функционирующие на рынках торговли и потребительских товаров, пять компаний фармацевтической и три - пищевой промышленности. Относительно мало представлены компании высокотехнологичной среды (Технологии и коммуникации) – четыре корпорации торгуются на бирже. Четыре компании выборки принадлежат к индустрии ритейла (Торговля и потребительский сектор). Такое несбалансированное присутствие компаний из разных отраслей может привести к смещению выборки при построении модели, однако данное явление является следствием проблемы доступности информации на российском рынке и уже было отмечено в статье Ивашковской и Солнцевой (2008).

1. Отраслевая принадлежность компаний выборки

Значения всех показателей были взяты на конец соответствующего календарного года (31.12). Выборка состоит из 264 компаний-лет и является несбалансированной, так как некоторые компании не торговались на протяжении всего выбранного периода.

## 2.3. Описание переменных

Главной задачей проведения эмпирического исследования по структуре капитала является выбор количественного показателя финансового левериджа. В общем виде в качестве показателя, измеряющего структуру капитала компании, используется соотношение заемного и собственного капитала (debt-to-equity ratio):

Сложность проведения эмпирических исследований структуры капитала состоит в неоднозначности подхода к численному измерению структуры [Макарова, Великороссова, 2014]. В существующих работах по изучению данного вопроса можно встретить следующие подходы к вычислению коэффициента долговой нагрузки: отношение балансовой стоимости долга к балансовой стоимости собственного капитала, отношение балансовой стоимости долга к рыночной стоимости собственного капитала [Harris, Raviv, 1991], отношение совокупного долга к совокупным активам, доля обыкновенных акций [Ferri, Wesley, 1979], нераспределенной прибыли и резервов в совокупных активах по балансовой стоимости [Scott, Martin, 1975].

Выбор показателя зависит от задач и целей исследования, а сами показатели могут быть разделены на две категории - основанные на балансовой или рыночной стоимости капитала.

Например, в исследованиях [Booth, 2001; Fama, French, 2002; Delcoure, 2007] был использован следующий показатель:

Данный показатель может быть подвержен критике из-за того, что не учитывает рыночных ожиданий инвесторов. Однако согласно работе С. Майерсу, балансовые показатели позволяют менеджерам осуществлять контроль над фактическими уровнем и обеспеченностью долговой нагрузки, не отражая возможную рыночную волатильность, которая исторически является высокой для развивающихся рынков [Myers, 1977].

Показатели финансового рычага, основанные на рыночной стоимости активов компании учитывают рыночную динамику, а также ожидания инвесторов относительно конкретной компании и ее перспектив развития. Такой показатель рассчитывается исходя из рыночной капитализации компании. При этом рыночная оценка долга в исследованиях не используется из-за сложности оценки или недоступности данных для нее – об этом говорят в своей работе М. Франк и В. Гойал [Frank, Goyal, 2008].

;

В работе Д. Кука и Т. Танга [Cook and Tang, 2010] при анализе целевой структуры капитала были использованы как рыночные, так и балансовые стоимостные оценки собственного капитала и получены непротиворечащие результаты.

Подробное описание всех использованных переменных представлено в таблице 1.

1. Описание переменных

|  |  |
| --- | --- |
| Переменная | Описание |
| **Зависимые переменные** | |
| MTDR | Показатель рыночного левериджа  Совокупный долг – сумма краткосрочных и долгосрочных процентных обязательств компании на 31.12 соответствующего года;  Обязательства – сумма всех обязательств компании на 31.12. соответствующего года;  Рыночная стоимость активов – рыночная капитализация компании на 31.12. соответствующего года; |
| TDR | Показатель балансового левериджа  Совокупный долг – сумма краткосрочных и долгосрочных процентных обязательств компании на 31.12 соответствующего года;  Собственный капитал – балансовая оценка капитала компании на 31.12 соответствующего года; |
| **Независимые переменные** | |
| **Базовые переменные** | |
| ROA | Рентабельность активов, характеризующая прибыльность компании, отражает отношение чистой прибыли, генерируемой активами компании, к балансовой стоимости активов на 31.12 соответствующего года  ЧП – чистая прибыль;  Активы – балансовая стоимость активов компании на 31.12 соответствующего года; |
| TANG | Переменная, характеризующая структуру активов компании, измеряется долей материальных активов в общей структуре активов  Основные средства – чистые (за вычетом амортизационных отчислений) материальные активы, включащие недвижимость, заводы, оборудование («Основные средства») на 31.12 соответствующего года;  Активы – балансовая стоимость активов компании на 31.12 соответствующего года; |
| SIZEREV | Переменная, характеризующая размер компании, вычисляемая как натуральный логарифм от величины годовой выручки компании:  Rev – совокупная годовая выручка; |
| GROWTHOPP | Переменная, характеризующая возможности роста (инвестиционные возможности) компании:  Обязательства – сумма всех обязательств компании на 31.12. соответствующего года;  Капитализация – рыночная капитализация компании на 31.12. соответствующего года;  Активы – балансовая стоимость активов компании на 31.12 соответствующего года; |
| **Переменные, относящиеся к корпоративному управлению** | |
| MEMB | Переменная, характеризующая размер СД, измеряется как общее количество членов в Совете Директоров компании; |
| IND | Переменная, описывающая независимость Совета Директоров, измеряется как отношение количества независимых членов к общему числу членов Совета Директоров; |
| WOMEN | Переменная, описывающая гендерную структуру Совета Директоров, измеряется как отношение количества женщин-членов СД к общему числу членов СД; |
| BIRTH | Переменная, описывающая возрастную структуру Совета Директоров, измеряется как средний возраст членов СД; |
| INSIDER | Переменная, описывающая владение акциями компании членами Совета Директоров, измеряется как совокупная доля акций, принадлежащая членам СД. |

## 2.4. Эконометрический анализ

В таблице 2 приведена описательная статистика переменных, включенных в модель настоящего исследования.

1. Описательная статистика переменных модели

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Среднее | Стандартное отклонение | Минимум | Максимум |
| MTDR | 0.320 | 0.2 | 0 | 0.9 |
| TDR | 0.337 | 0.24 | 0 | 1.49 |
| ROA | 0.010 | 0.12 | -0.52 | 0.36 |
| TANG | 0.461 | 0.251 | 0 | 0.890 |
| SIZEREV | 24.11 | 2.72 | 16.34 | 29.43 |
| GROWTHOPP | 1.195 | 0.367 | 0.417 | 4.58 |
| MEMB | 9.742 | 2.491 | 5 | 18 |
| IND | 0.237 | 0.176 | 0 | 0.86 |
| WOMEN | 0.085 | 0.099 | 0 | 0.36 |
| BIRTH | 49.08 | 6.666 | 37.33 | 69.82 |
| INSIDER | 0.144 | 0.14 | 0 | 0.52 |

Согласно собранным данным, присутствие женщин в Советах Директоров оставалось неизменным – на уровне 8%, в то время как доля независимых директоров возрастала равномерно на протяжении трехлетнего периода: с 24% до 30%. Последнее может быть связано с высокой частотой корпоративных конфликтов в российских компаниях. Показатель владения акциями членами находится на низком уровне – сущетвенно стремится к 0. Однако есть и заметные отклонения: в трех компаниях выборки акционер с блокирующим пакетом акций входит в состав СД – «Магнит», «Русал» и «Русская Аквакультура», что иллюстрирует типичную для российского рынка картину неполного отделения управления от собственности.

Средний размер Советов Директоров на протяжении трех лет равнялся 10, Минимальный размер Совета Директоров в выборке компаний составил 5 членов, что соответствует минимальным законодательным требованиям (компания «Ависма» в 2015 г., «Газкон», «Газ-сервис», «Газ-Тек»). Максимальный размер Совета Директоров в выборке, равный 18 членам, был зафиксирован у компании «Русал». Наиболее часто встречающимся размером СД оказалось количество, равное одиннадцати членам.

Анализируя переменные, относящиеся к корпоративному управлению, отдельно по отраслям, можно сделать несколько наблюдений: во-первых, в Советах Директоров компаний нефтегазовой отрасли наблюдается низкий уровень присутствия женщин (одна женщина была зарегистрирована в составе СД трех компаний из этой отрасли в одном из наблюдаемых годов), доля независимых директоров в основном удовлетворяет требованиям (около трети от размера СД), средний возраст членов СД равен 60 годам. Для компаний телекоммуникационной индустрии в большей степени характерно присутствие более молодых членов СД (средний возраст – 50 лет), доля независимых членов выше – около 40%, а вот присутствие женщин находится также на низком уровне. Для компаний, функционирующих в отрасли добычи драгоценных металлов, характерен еще более молодой состав СД – средний возраст равен 48 годам. Для одной из самых традиционных отраслей российской экономики – металлургической характерен средний возраст членов СД, равный 53 годам. Например, ПАО «Норильский никель» средний возраст членов СД равен 45 годам. Однако присутствие женщин в СД сохраняется на низком уровне – в 5 из 10 компаний женщины были зарегистрированы в СД в наблюдаемом периоде. В энергетическом секторе российской экономики наблюдается низкое присутствие независимых членов в СД (13%), что объясняется, во-первых, высоким уровням контроля государства и государственного владения долей в компаниях, а также тем, что некоторые компании в данном секторе, котирующиеся на бирже, находятся под контролем других компаний. Большая часть компаний (11 из 21) имеют хотя бы одну женщину в СД, а средний возраст членов в наблюдаемом периоде составил 44 года. Компании из отрасли «Недвижимость и девелопмент» в большей степени удовлетворяют требованиям московской биржи относительно минимальной доли независимых директоров в составе – в среднем 40% директоров являются независимыми; также доля женщин в составе выше, чем данный показатель в других отраслях (24%).

Также наблюдаются российские компании в выборке, у которых степень независимости Советов Директоров составляет больше 50%. Примерами являются Группа Черкизово и Челябинский Цинковый Завод, в котором в 2014 году независимыми директорами были признаны 6 из 7.

1. Средний уровень долговой нагрузки компаний по годам

Средний рыночный показатель финансового левериджа находится на уровне 32% на протяжении 3-х наблюдаемых лет (рис. 3). Если же проанализировать данный показатель по отраслям, то можно сделать выводы о том, что в отрасли «Нефть и газ» средний уровень равен всего 18%, тогда как в металлургической отрасли этот показатель равен 37%, а самые высокие показатели долговой нагрузки у компаний ПАО «Мечел» и ПАО «Трубная Металлургическая компания», в среднем на протяжении трех лет 72% и 58% соответственно. Однако, стоит отметить, что доля материальных активов в совокупных активах у компаний вышеописанных отраслей в среднем примерно одинакова – 55% у компаний отрасли «Нефть и газ» и 52% у металлургических компаний. Самая многочисленная группа энергетических гигантов представлена компаниями со средним уровнем долговой нагрузки, равным 42%. Самые высокие показатели долга в этой группе у компаний «Квадра» (70%) и «ФСК ЕЭС» (60%). Доля основных фондов в структуре активов компаний данной отрасли – на уровне 64%, однако стоит отметить, что у энергетических компаний с наиболее высоким рыночным рычагом доля материальных активов относительно низкая (приблизительно 20% и 40% соответственно). У компаний, представленных в отрасли добычи драгоценных металлов средняя долговая нагрузка находится на относительно низком уровне – всего 24%. Для сравнения, компании в более наукоемкой отрасли «Технологии и коммуникации» имеют в среднем значение рыночного рычага, равное 33%, а долю материальных активов на уровне, сопоставимом с капиталоемкими отраслями – 50%. У компаний, оперирующих в отрасли «Недвижимость и девелопмент», рыночный показатель долга находится на относительно невысоком уровне – 12%, как и доля материальных активов в общей структуре активов компании – 15%.

1. Рыночный показатель долговой нагрузки компаний по отраслевой принадлежности компаний

Если же рассмотреть показатель долговой нагрузки по отношению к балансовой стоимости капитала, то он более вариативен внутри отраслей – например, в отрасли «Нефть и газ» он в среднем равен 32%, однако эта цифра не репрезентативна, так как у компании «Сургутнефтегаз» коэффициент долга колеблется около 1%, а у «Башнефти» в 2015 и 2016 году он был равен 241% и 120% соответственно. В металлургической отрасли представлены компании со средним значением совокупных долговых обязательств к капиталу также на среднем уровне 30%, в то время, как компании отраслей «Технологии и коммуникации» и «добыча драгоценных металлов» имеют долю совокупных процентных обязательств к СК на уровне приблизительно 42%.

Анализируя динамику данного показателя на горизонте 3-х лет (рис. 5), можно наблюдать следующее: самый высокий уровень долга был зафиксирован в нефтегазовой отрасли в 2015 году, что может быть связано с геополитической обстановкой в стране, ослабеванием рубля и резким удорожанием валютных кредитов для российских крупных компаний, а также повсеместная индексация экспортных соглашений и договоров о поставках, связанная с валютной ситуацией. Также высокий уровень долговой нагрузки был зафиксирован среди компаний добывающей промышленности в 2016 году, что может быть связано с вышеописанными обстоятельствами. Наименьший балансовый уровень финансового левериджа наблюдается в строительной отрасли, а в металлургической и энергетической отраслях уровни долговой нагрузки находятся на среднем уровне.

1. Балансовый коэффициент долговой нагрузки по отраслям

Рентабельность активов также сильно варьируется в зависимости от отраслевой принадлежности компаний – так нефтегазовые компании имеют относительно высокий показатель ROA – 10%, а компании, принадлежащие к металлургическому и энергетическому секторам экономики, имеют отрицательную рентабельность - -3% и -1% соответственно. Данные по отраслям отражены на графике ниже (рис. 6).

1. Средняя рентабельность активов компаний по отраслевой принадлежности

Перед тем, как провести регрессионный анализ выбранных переменных они были проверены на коррелированность между собой. В результате данной проверки не обнаружено коэффициентов корреляции, превышающих 0,5. Также был проведен VIF-тест (Variation Inflation Factor) – результаты теста продемонстрировали отсутствие мультиколлинеарности в моделях.

Регрессионный анализ основывался на построении двух указанных в начале главы моделей. Каждая из двух моделей была построена по панельным данным, необходимо было выяснить, какая модель является более предпочтительной – модель сквозной регрессии, модель с фиксированными эффектами и модель со случайными эффектами. Для решения данной задачи, были использованы тесты Вальда, Бреуша-Пагана и тест Хаусмана. В приложениях приведена процедура выполнения тестов и полученные на основе тестов результаты. Ниже в таблице 3 представлены результаты регрессионного анализа тестирования первой модели:

1. Регрессионный анализ первой модели исследования

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Независимая переменная** | **Базовая модель** | **Сквозная регрессия** | **Модель с фиксированными эффектами** | **Модель со случайными эффектами** |
| women | - | -0.192\* | -0.0165 | -0.038 |
| birth | - | -0.0039\* | 0.0004 | -0.0013 |
| ind | - | -0.077 | -0.082 | -0.095\* |
| memb | - | 0.008\* | 0.015\*\* | 0.0156\*\* |
| roa | -0.884\*\* | -0.870\*\* | -0.167\*\* | -0.1979\*\* |
| tang | 0.186\*\* | 0.147\*\* | 0.132 | 0.041\* |
| growthopp | -0.0223\*\* | -0.0122\* | -0.04\*\* | -.0031\* |
| *R2* | *0.3367* | *0.3697* | *0.1229* | *0.2641* |
| *p-value* | *0.0000* | *0.0000* | *0.0026* | *0.0000* |
| *Число наблюдений* | *264* | *264* | *264* | *264* |

Примечание: Знаками \* и \*\* отмечены значимые переменные на 10% и 5% уровне значимости, соответственно.

По результатам тестирования данной модели наиболее статистически значимой и репрезентативной с точки зрения целей исследования является модель сквозной регрессии. На ее основе были приняты гипотезы относительно обратной связи между показателем долговой нагрузки и долей женщин в СД, средним возрастом членов состава СД. Также наблюдается прямая связь между количеством членов в составе СД и рыночным коэффициентом долга, что соответствует выдвинутым в исследовании гипотезам. На основании результатов тестирования модели нельзя принять или отвергнуть гипотезу о независимости СД.

Далее в таблице 4 представлены результаты регрессионного анализа второй модели настоящего исследования, где зависимой переменной является балансовый уровень финансового левериджа.

1. Регрессионный анализ второй модели исследования

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| TDR | | | | |
| **Независимая переменная** | **Базовая модель** | **Сквозная регрессия** | **Модель с фиксированными эффектами** | **Модель со случайными эффектами** |
| women | - | -0.163\* | -0.163 | 0.054 |
| birth | - | -0.0023\* | -0.0007 | -0.0015 |
| ind | - | 0.067 | 0.105\* | 0.100 |
| memb | - | 0.008 | 0.0004 | 0.009 |
| insider | - | 0.069 | 0.12 | 0.088 |
| roa | -1.182\*\* | -1.178\*\* | -0.514\*\* | -0.67\*\* |
| sizerev | 0.0078\* | 0.004\*\* | 0.064\*\* | 0.008 |
| growthopp | 0.105\*\* | 0.105\*\* | 0.105\*\* | 0.089\*\* |
| *R2* | *0.4032* | *0.4148* | *0.2989* | *0.2618* |
| *p-value* | *0.0000* | *0.0000* | *0.0000* | *0.0000* |
| *Число наблюдений* | *264* | *264* | *264* | *264* |

Примечание: Знаками \* и \*\* отмечены значимые переменные на 10% и 5% уровне значимости, соответственно.

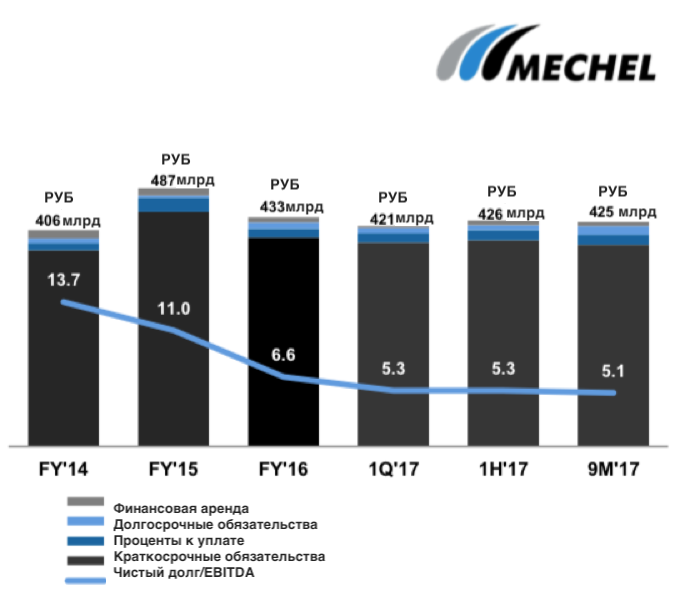
На основе полученных в рамках второй модели результатов можно сделать выводы о взаимосвязи тестируемых показателей, используя модель сквозной регрессии. Все проведенные тесты представлены в приложении. Таким образом, была выявлена статистически значимая обратная взаимосвязь между долей женщин в СД и балансовым уровнем финансового левериджа и между средним возрастом членов СД и уровнем левериджа, что подтверждает выдвинутые гипотезы. В рамках второй модели невозможно принять или отвергнуть гипотезы о независимости СД, его размере и внутреннем владении акциями членами СД ввиду статистической незначимости коэффициентов модели.

Далее в настоящей главе представлен кейс крупной российской публичной компании металлургической отрасли, который иллюстрирует взаимозависимость механизмов корпоративного контроля и долговой нагрузки в российской рыночной конъюнктуре, описанную и исследованную ранее в данной главе. Компания «Мечел» по своим характеристикам корпоративного управления представляет собой типичный пример российской компании с наблюдаемыми характерными чертами, описанными в настоящей работе.

### Кейс «Мечел»

Металлургическая отрасль является стратегически важной для российского ВВП и экспорта. Около 90% производства готового металлопроката представлено такими вертикально и горизонтально интегрированными холдингами, как ЕВРАЗ, НЛМК, ММК, Северсталь, Мечел. История группы "Мечел" связана с постоянными поглощениями других компаний сектора с момента ее основания. И на сегодняшний момент представляет собой компанию с полным циклом производства.

«Мечел» — самая закредитованная компания металлургической отрасли. Ее долг перед кредиторами на конец 2014 года составлял $7 млрд, на долю основных кредиторов- государственных финансовых институтов пришлось 67% совокупной задолженности. Долг компании перед Газпромбанком — $2,3 млрд, перед ВТБ — $1,6 млрд, перед Сбербанком — $1,4 млрд.[[2]](#footnote-2) Высокий уровень долговой нагрузки прежде всего и был связан с постоянными приобретениями более мелких игроков в отрасли, однако кризис привнёс изменения в рыночную конъюнктуру мирового сырьевого рынка и поставила под сомнение агрессивную стратегию компании. Доходы стали ниже, чем в докризисные года, а уровень долга продолжал увеличиваться. Менеджмент долго не решался продавать активы, чтобы сократить долг (пример «Евраза»), и в итоге, продажа активов уже не смогла существенно изменить ситуацию. Таким образом, компания "Мечел" оказалась на пороге кредитного дефолта.



1. Динамика уровня долговой нагрузки компании «Мечел»

[Источник: Отчет компании за 9М 2017 г.]

**Корпоративное управление компании «Мечел»**

Совет Директоров компании «Мечел» состоит из 9 директоров, четверо из которых являются независимыми. «Мечел» представляет типичный кейс российской компании с высоко концентрированной структурой акционерного капитала и феноменом слабого отделения собственности от управления, так как председателем Совета Директоров является Игорь Зюзин – владелец контрольного пакета акций ПАО «Мечел» (по данным на текущий момент – 50,1%). Также в состав Совета Директоров входят следующие участники: генеральный директор компании Олег Коржов, который является членом управленческого аппарата компании с 2005 года; Виктор Тригубко - старший вице-президент по взаимодействию с государственными органами ПАО «Мечел» с 2006 года, кроме того, является работником компании с 2002; Александр Шохин, в прошлом являющийся депутатом Государственной Думы трех созывов; независимый член Александр Орищин, избранный в СД ПАО «МЕЧЕЛ» в марте 2016 года, также до этого являлся являлся членом Совета директоров ОАО «Мечел-Майнинг» с 2011 по 2014 годы; Александр Коцкий, также признанный независимым участником Совета директоров, однако в период 2008-2014 гг. осуществлял деятельность в СД компании ОАО «Угольная компания «Южный Кузбасс», являющейся дочерней компанией «Мечела». По Уставу Общества, независимые члены СД определяются таковыми при условии, что признаны таковыми всеми членами СД. Можно отметить, что в большинстве случаев, данная «независимость» не совпадает с таковой, продиктованной требованиями законодательства.

Чтобы обеспечивать должный уровень объективизма относительно принимаемых решений, мировые практики декларируют назначение неисполнительных или независимых директоров на пост председателя. Теоретическая база, как уже было замечено в настоящей работе, характеризует чрезмерную концентрации прав принятия решений в руках узкой группы лиц (стейкхолдеров) или одного человека как опасную и неэффективную ситуацию, что является характерной особенностью «российской» корпоративной модели. Также присутствующие в Совете Директоров независимые члены явно не являются таковыми в терминах независимости, продиктованным Кодексом Корпоративного поведения [Доклад Национального Комитета по Корпоративному Управлению в России, 2017].

Компания еще до 2014 года была замешана в ряде корпоративных конфликтов, характеризующихся противостоянием миноритарных и мажоритарных акционеров. Один из них заключался в выдаче займов аффилированным лицам «Мечела» без обеспечительных активов на условиях заниженной ставки (ниже, чем ставка ЦБ), что сигнализировало о выводе средств из компании с целью неуплаты дивидендов. Другие корпоративные конфликты той же природы были спровоцированы трансфертным ценообразованием, неразглашением информации миноритарным собственникам и политика консолидации дочерних предприятий «Мечела» с головной компанией. Герман Греф, президент и председатель Правления «Сбербанка», не раз подвергал Зюзина критике за его «недальновидность, слишком рискованные финансовые решения (политика расширения путем приобретения большого количества предприятий на заемные средства до кризиса 2009 года)»[[3]](#footnote-3).

В 2016 году практика посягательства на права миноритарных акционеров продолжилась: Совет Директоров Коршуновского ГОКа, основным акционером которого является «Мечел», провел 92 заседания, на большинстве из которых совет директоров обсуждал сделки с заинтересованностью с участием активов компании «Мечел». Согласно ФЗ «Об акционерных обществах», если сумма таких сделок превышает 2% балансовых активов, они должны выноситься на общее собрание акционеров. Однако распространенной практикой в компании стало дробление сделок на более мелкие (не попадающие под регулирование) и одобрение их на собраниях СД. [[4]](#footnote-4)

**События кейса**

К концу 2013 года задолженность «Мечела» составила $9 млрд, а соотношение чистый долг/EBITDA — 11,9. Только на выплату процентов по долгам в 2013 году компания вынуждена была потратить больше, чем заработала, — $742 млн против $730 млн EBITDA. В ноябре 2013 года капитализация «Мечела» рухнула до $862 млн, при том, что еще в 2008 года компания на рынке стоила приблизительно $24 млрд. Данный факт иллюстрирует, что чрезмерная долговая нагрузка сигнализировала о финансовой неустойчивости компании и ее возможном банкротстве[[5]](#footnote-5).

Осенью 2014 года арбитражные суды имели дело с большим количеством исков к «Мечелу»: коэффициент «чистый долг к EBITDA» оказался на уровне 13, прибыль была недостаточной для процентного обслуживания долга - компания оказалась в ситуации дефолта по кредитам. Зюзину было предложено обменять часть своей доли в компании, равную 75% на $3 млрд, чтобы покрыть часть из совокупных $8,3 млрд долга, но он отклонил данное предложение. Еще одной доступной опцией для него стало предложение продать компанию кредиторам за $5, в то время, как рыночная оценка его контрольного пакета на бирже равнялась $500 млн. Данный вариант также был не выгоден для владельца акций. Реальной перспективой компании на тот момент могло быть ее банкротство, однако оно имело бы критические масштабы не только для кредиторов - долг «Мечела» составлял около 20% капитала Газпромбанка, примерно 10–15% капитала ВТБ, и 3% капитала Сбербанка, но и для экономики страны – «Мечел» обеспечивает 70 000 рабочих мест и является одним из системообразующих предприятий металлургической промышленности России[[6]](#footnote-6).

Тогда все заинтересованные стороны в этом конфликте пришли к наиболее выгодному исходу для всех – реструктуризации долга для компании «Мечел». Кроме того, после девальвации рубля в 2014 рублевый долг компании сократился на 23%, а больше половины выручки «Мечел» получает в валюте[[7]](#footnote-7).

Одним из осложняющих обстоятельств реструктуризации долгов компании стал ряд сознательных нарушений по ковенантам перед кредиторами (ВТБ, Газпромбанк и Сбербанк), а также перед держателями синдицированного кредита и валютных займов в конце 2015 года. Для того, чтобы осуществить реструктуризацию, было проведено внеплановое собрание акционеров, на котором состоялось голосование за план реструктуризации долга, предложенный компанией и уже согласованный с кредиторами – Газпромбанком, ВТБ, Сбербанком и синдикатом международных банков. Поскольку план реструктуризации «Мечела» предполагал передачу кредиторам в залог акций нескольких ключевых предприятий компании, основной владелец компании Игорь Зюзин не мог голосовать за эти сделки, и судьба компании была в руках ее миноритариев. Миноритарные акционеры одобрили данный план.

В итоге, в 2016 году – «Мечел» реструктуризировал 5,1 млрд долл. США долга от основных кредиторов, срок погашения был продлен до 2017-2022 гг. Для этого «Мечелу» пришлось пойти на выполнение некоторых условий: во-первых, в состав Совета Директоров вошел представитель Газпромбанка Тигран Хачатуров для осуществления оперативного мониторинга «Мечела и повышения его прозрачности для всех кредиторов, также в компании был принят новый Устав, накладывающий ограничения на деятельность компании; во-вторых, были кратно увеличены залоги по обязательствам. Кроме того, была осуществлена продажа доли в проекте освоения Эльгинского месторождения (крупнейшего угольного месторождения с запасами угля около 2,2 млрд т.) Газпромбанку, который также приобрел опцион на продажу Мечелу доли в Эльге в течение 3 лет по истечении 5 лет. Средства, полученные в рамках сделки с Газпромбанком, использованы для погашения задолженности Мечела перед Сбербанком и Сбербанк Лизингом[[8]](#footnote-8).

К концу 2017 года коэффициент «чистый долг к EBITDA» снизился до уровня 5,1, благодаря росту выручки на временном горизонте 2016-2017 гг. Выручка «Мечела» зависит от внешней рыночной конъюнктуры, в том числе от поведения главных конкурентов компании на мировое арене. Например, положительным обстоятельством стало снижение добычи коксующего угля в Китае. По данным отчета компании за 9 месяцев 2017 года, компания выплатила 11,6 миллиардов рублей кредиторам, средняя годовая ставка привлечения средств была равна 9% и имела положительный тренд к снижению, так как валютные заимствования были привязаны к ключевой ставке ЦБ и курсу рубля [Отчет компании «Мечел» за 9М 2017 года].

**Выводы**

Данный кейс иллюстрирует то, как система корпоративного управления в компании оказывает влияние на стратегические и финансовые решения в компании. Несмотря на то, что в СД «Мечел» достаточное количество независимых участников, как предписывает Кодекс Корпоративного поведения, реальная и единоличная власть принятия решений находится в руках мажоритарного акционера и председателя СД - Зюзина. Данный кейс иллюстрирует факт приоритизации максимизации долгосрочной ценности компании для акционеров путем увеличения финансового левериджа. Данный механизм, в свою очередь, увеличивает отдачу на вложенные акционерами средства за счёт привлеченного капитала кредиторов. В случае банкротства в этом кейсе именно кредиторы понесли бы колоссальные убытки. В описанном кейсе Совет Директоров не был так называемым посредником между разными группами акционеров, а также между акционерами и кредиторами, так как был подвластен мажоритарному собственнику и управляющей группе, пренебрегая интересами других стейкхолдеров.

## 2.5. Анализ результатов и выводы по работе

С помощью проведенного эконометрического исследования были приняты гипотезы, выдвинутые в первой главе настоящей работы, относительно присутствия женщин в Советах Директоров российских компаний, количества членов в составе, акций в руках членов Советов и возрастной структуры СД. На основе результатов тестирования гипотез оказалось невозможным принять или отвергнуть гипотезу о независимости СД, так как коэффициенты обеих регрессионных моделей исследования оказались незначимы.

При тестировании гипотез некоторые коэффициенты оказались статистически незначимыми в моделях, хотя есть теоретическое обоснование их взаимосвязи с исследуемыми показателями. Полученные результаты могут быть частично объяснены особенностями анализируемых фирм – во-первых, они представляют собой крупнейших игроков в соответствующих отраслях, во-вторых, в случае финансовых затруднений или риске дефолта могут быть поддержаны государством, благодаря государственному участию в уставном капитале или по причине колоссальных негативных последствий для экономики страны в случае их банкротства (кейс «Мечела»). Таким образом, фирмой не в полной мере воспринимаются риски финансовой неустойчивости при принятии решений в пользу заемного капитала, что делает теоретические предпосылки менее актуальными для данных компаний.

1. Результаты тестирования гипотез

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | Предполагаемая связь | Фактическая связь (модель 1) | Фактическая связь (модель 2) |
| Размер СД и уровень долга | Прямая | Прямая | - |
| Доля независимых директоров и уровень долга | Обратная | - | - |
| Доля женщин в СД и уровень долга | Обратная | Обратная | Обратная |
| Средний возраст членов СД и уровень долга | Обратная | Обратная | Обратная |
| Доля владения акциями членами СД и уровень долга | Прямая | - | - |

Доля женщин в Советах Директоров, как и предполагалось при выдвижении гипотезы, оказалась в обратной зависимости с уровнем финансового левериджа, что соотносится с результатами недавних работ [Федорова и др., 2017; Peni, 2014]. Это объясняется поведенческой теорией, описывающей, как женщины воспринимают риск и оценивают ожидаемые результаты, а также большей партисипативностью женщин при принятии решений и мониторинге менеджеров, что положительно сказывается на снижении агентской проблемы в компании.

Гипотеза относительно среднего возраста членов Совета Директоров также была принята, что свидетельствует о его обратной взаимосвязи с уровнем рисков компании, что подтверждается результатами более ранних работ [Bertrand, Schoar, 2003; Henninger, Madden, Huettel, 2010], которые указывают на снижающуюся толерантность к риску у индивидов с возрастом. Также в рамках данного исследования можно выдвинуть предположение о том, что более возрастные члены СД способствуют улучшению мониторинга и контроля менеджмента в компании, что также снижает агентскую проблему.

Необходимо отметить, что в рамках моделирования переменная независимости Совета Директоров оказалась незначимой, что может быть связано со следующими особенностями: во-первых, зачастую в российской практике директор, объявленный независимым в компании, не является таковым в терминах независимости, предлагаемых российским Кодексом корпоративного управления. Эта проблема была освещена в исследовании [LeBlank, Gillis, 2006] еще в начале 2000-х. Кроме того, во многих российских компаниях независимые директора назначены в Совет только для формального соблюдения требования Московской биржи и не принимают как такового участия в процессе принятия стратегических решений. Гипотеза в настоящей работе была выдвинута на основе предположений о том, что независимые директора способствуют более эффективному и объективному принятию решений относительно рисков, которые берет на себя фирма, но данный взгляд может иметь место только в условиях отсутствия какой-либо аффилированности директоров с компанией и оказания реального влияния на принятие решений. Таким образом, обратная зависимость, которая наблюдалась в исследованиях [Chang Kuo et al., 2012; Wellalageand Locke, 2012; Abdoli et al, 2012], не подтвердилась.

Гипотеза о взаимосвязи структуры капитала с размером СД была принята согласно результатам тестирования первой модели (модели рыночного уровня финансового левериджа), но не была принята или отвергнута в рамках тестирования второй модели (модели балансового уровня левериджа). Здесь может быть сказано следующее: гипотеза, выдвинутая в исследовании, опиралась на то, что если у компании больше директоров, то у нее есть больше возможностей финансирования благодаря социальному капиталу, который каждый из членов привносит в Совет и непосредственно в компанию. Таким образом, данная гипотеза соотносится с рыночным понятием рычага нежели с балансовым. Данные результаты также соотносятся с результатами работы [Garanina, Kaikova, 2016], которая утверждает, что более многочисленные СД повышают агентские издержки, и как следствие, повышают леверидж в среде со слабым корпоративным управлением.

Гипотеза об уровне внутреннего владения акциями была принята в процессе тестирования первой модели (модели рыночного уровня финансового левериджа), что соотносится с результатами работы [Arko and Bokpin, 2009]. Во второй модели коэффициент при данной переменной оказался статистически незначимым, что может быть связано с тем, что в среднем в исследуемых компаниях данный показатель находится на уровне, существенно равном нулю, что не оказывает влияние на уровень долговой нагрузки.

Результаты эмпирического исследования работы могут быть применены на практике. Во-первых, для потенциальных инвесторов результаты настоящего исследования могут служить сигналами для оценки рисков инвестиций помимо всех прочих рыночных или балансовых показателей и результатов фирмы, которые инвесторы принимают к рассмотрению. Этот уровень рисков, прежде всего, представлен уровнем агентской проблемы в компании, который важно оценить прежде, чем становиться акционером, с целью понимания приоритетов целей в компании. Например, если у компании уровень долговой нагрузки значительно выше, чем у компаний, сравнимых по активам и уровню бизнес-риска – это может значить, что в фирме остро стоит агентская проблема, а Совет Директоров действует неэффективно.

Также для инвесторов сами состав и структура Совета Директоров могут дать понимание о политике в области управления рисками и стратегического финансирования. Таким образом, для консервативного инвестора наличие в Совете Директоров женщин и относительно большей доли независимых членов может сигнализировать о большей консервативности в принятии финансовых решений в будущем, что может положительно повлиять на его решение о покупке акций данной компании. Напротив, для инвестора, ищущего высокие коэффициенты доходности (рентабельности собственных инвестиций), хорошим сигналом в данном контексте служил бы СД с более молодым составом и, возможно, с более высоким уровнем внутреннего владения. Во-вторых, данные результаты могут служить рекомендациями для компаний – для того, чтобы обеспечить рациональность финансирования компании в терминах рискованности, обусловленной выбором источников финансирования, акционерам следует с большим вниманием отнестись к формированию Советов Директоров. Критически важным в данном контексте является понимание ценности гендерного разнообразия в Советах. Хотя роль женщин в управлении и управленческих командах еще не окончательно признана в России – во многих странах уже существуют квоты и нормы по включению женщин-директоров в Состав. Как было замечено в исследовании [Ferreira, 2015], выгоды, связанные с гендерным разнообразием, гораздо более комплексы для управленческой команды и, возможно, не всегда наблюдаемы с помощью показателей результативности или структуры капитала. Во-вторых, важным аспектом является соблюдение возрастного баланса в Советах Директоров, имея представителей разных поколений в Совете. Следующим важным замечанием будет контролирование внутреннего владения акциями, так как сосредоточение большой доли акций в руках членов Советов Директоров может привести к увеличению финансового левериджа, что ведет к увеличению риска банкротства компании. Кроме того, для соблюдения «разумного» уровня риска в компании является важным привлечение истинно независимых директоров. Размер Советов Директоров должен отвечать не только формальным требованиям биржи, но и быть адекватным сложности управления и процедуры принятия решений в отдельной компании [Alves, 2014].

Кроме того, данное исследование дает понимание о том, как сформировать такую структуру Совета Директоров, чтобы снижать внутреннюю информационную асимметрию между акционерами и менеджерами. Таким образом, Совет Директоров будет действовать эффективно в случае соблюдения рекомендаций относительно размера, соответствующего сложности функционирования компании, гендерного разнообразия, возрастной структуры и степени независимости. В случае эффективной работы данного коллегиального органа компания будет привлекать собственный капитал, что позволит снизить риск дефолта.

Несмотря на то, что невозможно судить об оптимальной или чрезмерной долговой нагрузке компании, у кредиторов есть понимание о нормативах для оценки потенциальных заемщиков. Также компании имеют определенный кредитный рейтинг, который отражает вероятность риска дефолта заемщика или возникновения трудностей по уплате процентов по займам. Также у владельцев облигаций есть определенные ожидания относительно приемлемых рисков, связанных с использованием компанией финансового левериджа. Таким образом, хотя и сложно оценить некоторый «разумный» уровень рисков, связанного с использованием определенного уровня финансового левериджа, но важно понимать, что рынок и инвесторы способны оценить риски компании и ее рыночные перспективы.

# Заключение

Данная работа посвящена изучению взаимосвязи между структурой Совета Директоров и уровнем финансового левериджа фирмы. Целью работы стало выявление данной взаимосвязи и ее направления, используя выборку из российских публичных компаний в период 2014-2016 гг. Для достижения данной цели был поставлен и выполнен ряд задач.

Первая глава представила теоретическое обоснование настоящего исследования. В ней описаны основные теории формирования структуры капитала, внешние и внутрифирменные детерминанты структуры капитала. Вторая часть главы посвящена корпоративному управлению в компаниях, описанию особенностей рынка корпоративного управления в России и представлению детерминант структуры капитала в рамках корпоративного управления.

Вторая глава представляет собой описание эмпирического исследования, проведенного в рамках настоящей работы. В первую очередь были описаны методология исследования и непосредственно модели, использованные в работе. Первая модель в качестве зависимой переменной использует коэффициент рыночного левериджа, вторая – балансового. Далее работа концентрируется на описании выборки компаний, включенных в исследование. Выборка представлена 92 российскими публичными компаниями, акции которых обращались на Московской бирже в период с 2014 по 2016 год. Компании представляют собой крупных игроков российского рынка в различных отраслях – энергетика, металлургия, недвижимость, телекоммуникации, нефть и газ и др. Далее в главе приведены описательная статистика выборки и переменных и результаты моделирования.

Было показано, что теоретический базис не дает однозначного понимания о том, каков оптимальный уровень рисков фирмы, которые она берет на себя. Принимая решения об источниках финансирования, берутся во внимание большое количество факторов, таких, как риски, связанные с тем или иным источником, выгоды его использования. Кроме того, важной детерминантной является острота агентской проблемы в компании, а именно несогласованности целей принципалов и агентов, а также личные характеристики людей, имеющих влияние на принятие решений о финансировании. Так, финансируя свою деятельность с помощью заемного капитала, есть возможность снизить агентские издержки путем уменьшения денежных потоков в распоряжении менеджеров, что снижает остроту агентской проблемы и является субститутом эффективного корпоративного управления, в настоящем исследовании представленным с точки зрения Советов Директоров.

В настоящем исследовании наблюдались структурные характеристики состава Совета Директоров – его гендерная и возрастная структура, размер, независимость, совокупное владение акциями его членами – все это влияет на внутренние коммуникации в фирме и на процесс принятия решений о финансировании. Данные характеристики имеют разнонаправленную связь с показателем финансового левериджа. Так, доля женщин и средний возраст членов СД обратно взаимосвязаны с уровнем долговой нагрузки, размер СД - прямо. Выдвинутые гипотезы были приняты на основании результатов моделирования с помощью построения регрессионной модели. Гипотезы о независимости СД и о внутреннем владении акций невозможно было принять или опровергнуть на основании построенных моделей.

В работе были также даны некоторые рекомендации для формирования Советов Директоров в компаниях с точки зрения нивелирования агентской проблемы и, как следствие, снижения уровня потенциального риска дефолта компании.

В настоящей работе представлен кейс компании «Мечел», являющейся одним из крупнейших игроков металлургической отрасли в России. Корпоративное управление в данной компании представляет собой типичный кейс для российского рынка – слабое отделение собственности от управления, единоличность управления, мнимая независимость членов Совета Директоров. Было показано, что компания брала на себя экстремально высокие риски, связанные с высоким уровнем банковского финансирования. Подробно была описана эскалация конфликтов между миноритарными и мажоритарными собственниками, а также акционерами и кредиторами.

Для российских акционеров важно понимать критическую важность осознанного и беспристрастного формирования Совета Директоров как коллегиального органа, который призван действовать исключительно в интересах фирмы как совокупности заинтересованных лиц: нивелировать агентскую проблему, снизить асимметрию информационных потоков и вести финансовую политику с адекватным и приемлемым для фирмы уровнем риска.

Возможные ограничения, связанные с использованием результатов настоящего исследования на практике, могут быть связаны с тем, что выборка компаний была представлена крупнейшими публичными компаниями российской экономики, и описанные механизмы корпоративного управления могут работать иначе в фирмах среднего размера. Также в модели не учитывались такие переменные, как уровень раскрытия информации компанией, вознаграждение членов СД, наличие и состав комитетов, что тоже оказывает непосредственное влияние на качество корпоративного управления в компании и, как следствие, уровень агентских издержек.

Будущие исследования на российском рынке, относящиеся к взаимосвязи детерминант, обусловленных корпоративным управлением, и уровня финансовых рисков фирмы могут концентрировать свое внимание на более комплексном взгляде на корпоративное управление – анализ членов Правления, структуры комитетов.

# Список использованных источников

1. Березинец И.В., Ильина Ю.Б. Черкасская А.Д. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ [Электронный ресурс] / И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина, А.Д. Черкасская // Вестник С.-Петерб. ун-та. / Сер. Менеджмент – 2014. – вып. 2 – Режим доступа: http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/586.pdf.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-бизнес, 1997. Гл. 12.
3. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент / 10-е изд., СПб.: Питер, 2009. – 960 с.
4. ВЕДОМОСТИ – Мечел отдал активы [Электронный ресурс] : Мечел отдал активы - Электрон. дан. – сор. 1999-2015. – URL: https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/05/16/641161-mechel-otdal-aktivi (дата обращения 15.03.2018).
5. Ивашковская И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. М.: ИНФРА-М. 2009.
6. Ивашковская И. В., Макаров П. В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы // Корпоративные финансы. 2010. No 3.
7. Ивашковская И.В., Солнцева М.С. Структура капитала в российских компаниях как стратегическое решение // Вести Санкт-Петерб. ун-та. Серия-Менеджмент. 2008. №3. С. 3–32.
8. Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник. / В.В. Ковалев. - М.: Проспект. 2014. - 448 с.
9. КПМГ. Экспертно-аналитический доклад. Практики корпоративного управления в России: определение границ национальной модели / [Электронный ресурс]. – Москва, 2011. – Режим доступа: https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/...2011.pdf. – Загл. с экрана (дата обращения: 20.03.2018)
10. Логинов А. Независимый директор: кому он служит? // Корпоративные стратегии. – 2006.- № 6
11. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент: учебник. / И.Я. Лукасевич. - М.: Эксмо. 2014. - 616 с.
12. Макарова С. Г., Великороссова Е. Н. Особенности формирования структуры капитала компаний в различных отраслях российской экономики // Аудит и финансовый анализ. — 2014. — № 2. — С. 425–438.
13. Национальный доклад по корпоративному управлению, 2016 - Выпуск IX. Москва, 2016. 256 с
14. Национальный доклад по корпоративному управлению, 2017 - Выпуск IX. Москва, 2017. 288 с.
15. Об акционерных обществах : федер. закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_8743/ (дата обращения: 15.04.2016)
16. Отчет компании «Мечел» за 9М 2017г. [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании «МЕЧЕЛ» - Акционерам и Инвесторам - Режим доступа: http://www.mechel.ru/shareholders/report//, свободный. – Загл. с экрана.
17. Радыгин А.Д. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы / Радыгин А.Д., Энтонов Р.М., Абрамов А.Е. // Институт экономики переходного периода. – 2007.
18. РБК – Газпром выкупит у Сбербанка часть долга «Мечела» [Электронный ресурс] : Газпром выкупит у Сбербанка часть долга «Мечела» - Электрон. дан. – сор. 1999-2015. – URL: https://www.rbc.ru/business/13/04/2016/570e2eb49a79476962de0166 (дата обращения 15.03.2018)
19. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития/ Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ. 2007. С. 46.
20. Структура капитала корпорации: теория и практика: Монография. Под ред. к.э.н., доц. Никитушкиной̆ И.В., к.э.н., доц. Макаровой̆ С.Г. – М.: Экономический ф-т МГУ, 2013. – с.
21. Федорова Е.А., Влияние корпоративного управления на структуру капитала российских компаний // Финансы и кредит. 2017. № 42. С. 2–12.
22. Abobakr, Elgiziry, Khairy (2015) Accounting and Finance Research The Effects of Board Characteristics and Ownership Structure on the Corporate Financial Leverage
23. Adams, R. and Ferreira, D. (2009), “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”, Journal of Financial Economics, Vol. 94 No. 2, pp. 291-309.
24. Adams, R., Haan, J., Terjesen, S. and van Ees, H. (2015), “Editorial board diversity: moving the field forward”, Corporate Governance: An International Review, Vol. 23 No. 2, pp. 77-82.
25. Aguilera, R.V.; L.R.K. Castro; J. Lee; and J. You. 2012. “Corporate Governance in Emerging Markets.” In Capitalisms and Capitalism in the 21st Century, ed. G. Morgan and R. Whitley. Oxford: Oxford University Press
26. Alexander Muravyev. (2017) Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects. Economic Systems 41:1, pages 5-25.
27. Alves., P, Couto., A, B & Francisco., P.M. (2014). Board of directors’ composition and financing choices. Online at http://mpra.ub.uni-muenchen.de/52973/MPRA Paper No. 52973, posted 16. January 2014 03:47 UTC [Accessed 03 February 2013].
28. Al- Najjar, & Taylor, P. (2008). The Relationship between Capital Structure, and Ownership Structure: New evidence from Jordanian panel data. Managerial Finance, 34(12), 919-933.
29. Al- Najjar, B., & Hussainey, K.. (2011). Revisiting the Capital Structure Puzzle: UK Evidence. The Journal of Risk Finance, 12(4), 329-338.
30. Ararat, M., Aksu M. and Çetin, A.T. (2014). Impact of Board Diversity on Boards Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange
31. Aras, Guler (2015) The Effect of Corporate Governance Practices on Financial Structure in Emerging Markets: Evidence from BRICK Countries and Lessons for Turkey, Emerging Markets Finance and Trade, 24, vol. 52
32. Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, 2002, Market timing and capital structure, Journal of Finance, 57, vol. 32.
33. Barros L., Silveira A. Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure. Brazilian Review of Finance, 2008, vol. 6, no. 3, pp. 293–335.
34. Bekaert, G., and C.R. Harvey. 2002. “Research in Emerging Markets Finance: Looking to the Future.” Emerging Markets Review 3: 429–448.
35. Berglof, E. “Capital Structure as a Mechanism for Control: A Comparison of Financial Systems,” in M. Akoi, B. Gustafsson and O.E. Williamson, eds., The Firm as a Nexus of Treaties. London: Sage Publications, 1990, pp. 237–62.
36. Bertrand, M., Schoar, A. Managing with style: the effect of managers on firm policies.// Quarterly Journal of Economics. 2003
37. Black, B.S.I.; Love, I.; and A. Rachinsky. 2006. “Corporate Governance Indices and Firms’ Market Values: Time Series Evidence from Russia.” Emerging Markets Review 7: 361–379.
38. Bokpin, A.G., & Arko A.C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decision of firms. Journal of Economics and Finance, 26(4), 246-256. http://dx.doi.org/10.1108/10867370910995708
39. Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. Capital Structures in Developing Countries // Journal of Finance. 2001. Vol. 56. N 1. P. 87–130.
40. Bradley M., Jarrell G., Kim E. H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence // Journal of Finance. 1984. Vol. 39. N 3. P. 857–878.
41. Brailsford, T., Oliver, B., Pua, L. (2002). On The Relation of Ownership Structure and Capital Structure. // Accouting and Finance, 42: 1 – 26.
42. Campbell, K. and Minguez-Vera, A. (2007), “Gender diversity in the boardroom and firm financial performance”, Journal of Business Ethics, Vol. 83 No. 3, pp. 435-451.
43. Céspedes, Jacelly and González, Maximiliano and Molina Manzano, Carlos Alberto, Ownership and Capital Structure in Latin America (March 31, 2009). Journal of Business Research, Vol. 63, No. 3, 2010.
44. Chen J. Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies // Journal of Business Research. 2004. Vol. 57. N 12. P. 1341–1351.
45. Chen J., Strange R. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies // Economic Change and Restructuring. 2005. Vol. 38. N 1. P. 11–35.
46. Christopher James and Atay Kizilaslan (2014) Asset Specificity, Industry-Driven Recovery Risk, and Loan Pricing Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014, vol. 49, issue 03, 599-631
47. Coles, J., Daniel, N. and Naveen, L. (2008), “Boards: does one size fit all?”, Journal of Financial Economics, Vol. 87 No. 2, pp. 329-356.
48. Coles, J., Hoi, C New evidence on the market for directors: board membership and Pennsylvania Senate Bill 1310.// Journal of Finance. 2003
49. D'Mello, R., Gruskin, M., Kulchania, M. (2017) Shareholders valuation of long-term debt and decline in firms' leverage ratio, 2017
50. Delcoure N. The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies // International Review of Economics & Finance. 2007. Vol. 16. N 3. P. 400–415.
51. Deloitte. «Структуры корпоративного управления публичных российских компаний» / Исследование центра корпоративного управления «Делойт» в СНГ // «Делойт», СНГ. – 2015
52. DeMarzo, P., Sannikov, Y. (2004). A Continuous-Time Agency Model of Optimal Contracting and Capital Structure // NBER Working Papers 10615, National Bureau of Economic Research.
53. Dolgopyatova T. Integration Processes, Corporate Governance and Management in Russian Companies (2006) [Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях / под ред. Т.Г. Долгопятовой М.: Московский̆ общественный научный фонд, 2006].
54. Dolgopyatova, T., Iwasaki, I. and Yakovlev, A. (Eds) (2009), Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis, Palgrave Macmillan, Basingstoke, p. 326.
55. Douglas Gale Piero Gottardi (2015) Capital Structure, Investment, and Fire Sales: The Review of Financial Studies, Volume 28, Issue 9, 1 September 2015, Pages 2502–2533
56. Dulyak, Y. (2012) The Evolution of the Board of Directors Role in Russian Companies. Korporativnye Finansy, 21(1): 24-32.
57. Dyck, A., Zingales L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison // Journal of Finance, 59: 537 – 601.
58. Fama E., French K. R. (2002) Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt // The Review of Financial Studies. Vol. 15. N 1. P. 1–33.
59. Fama E., French K.R. Financing Decisions: Who Issues Stock? // Journal of Financial Economics. 2005. Vol. 76. N 6. P. 549–582.
60. Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control.// Journal of Law and Economics. 1983
61. Ferreira, D. and Kirchmaier, T. (2013) Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity. In Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post- Crisis Reforms, eds. M. Belcredi and G. Ferrarini, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 191-224.
62. FINANCIAL TIMES – Russian Mechel goes big [Электронный ресурс] : Russian Mechel goes big - Электрон. дан. – URL: https://www.ft.com/content/f26b2d3c-63d3-11e6-8310-ecf0bddad227 (дата обращения 16.03.2018)
63. Forbes - Совет директоров «Мечела» покинут экс-гендиректор Михель и независимый директор Гейл [Электронный ресурс] : Совет директоров «Мечела» покинут экс-гендиректор Михель и независимый директор Гейл - Электрон. дан. – URL: http://www.forbes.ru/news/258467-sovet-direktorov-mechela-pokinut-eks-gendirektor-mikhel-i-nezavisimyi-direktor-geil (дата обращения 16.03.2018)
64. Forbes - Черные лебеди. Аномальные события помогли владельцу «Мечела» [Электронный ресурс] : Черные лебеди. Аномальные события помогли владельцу «Мечела» - Электрон. дан. – URL: http://www.forbes.ru/biznes/336447-chernye-lebedi-anomalnye-sobytiya-pomogli-vladelcu-mechela (дата обращения 16.03.2018)
65. Frank M. Z., Goyal V. K. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 67. N 2. P. 217–248.
66. Global Board Diversity Analysis (2016) URL: https://www.egonzehnder.com/gbda
67. Graham, R.M., A. Rinke, L. Cohen, S.R. Hudson, V.P. Walden, M.A. Granskog, W. Dorn, M. Kayser, M. Maturilli, 2016: A comparison of the two Arctic atmospheric winter states observed during N‐ICE2015 and SHEBA,  *J. Geophys. Res. Atm*
68. Hanousek, J. and Shamshur, A. (2011), “A stubborn persistent: is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy”, Journal of Corporate Finance, Vol. 17 No. 5, pp. 1360-1376.
69. Hart, O. (1995). Firms, contracts, and financial structure. Clarendon Press
70. Himmelberg CP, Hubbard RG, Palia D (1999) Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. Journal of Financial Economics 53: 353-384.
71. Jensen M. C. Agency Costs of Free-Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review. 1986. Vol. 76. N 2. P. 323-329.
72. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305– 360.
73. Keasey, Pindado, Rodrigues (2015) The determinants of the costs of financial distress in SMEs Volume: 33 issue: 8, page(s): 862-881 Issue published: December 1, 2015
74. Kokoreva, M., and Stepanova, A. (2012) Financial Architecture and Corporate Performance: Evidence from Russia. Korporativnye Finansy, 2(22): 34–44.
75. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998), “Law and finance”, Journal of Political Economy, Vol. 106 No. 6, pp. 1113-1155.
76. Leblanc R., Gillies J. Inside the Boardroom. How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance. John Wiley & Sons. 2010.
77. Lemmon, M.L., M.R. Roberts, and J.F. Zender, 2008, “Back to the Beginning: Persistence and the Cross- Section of Corporate Capital Structure,” Journal of Finance 63, 1575-1608.
78. Lucas, D.J. and R.L. McDonald, 1990, “Equity Issues and Stock Price Dynamics,” Journal of Finance 45, 1019-1043.
79. Mehran, H. (1992), “Executive incentive plans, corporate control and capital structure”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27 No. 4, pp. 539-560.
80. Miao J. Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions, with Dirk Hackbarth, and Erwan Morellec, Journal of Financial Economics 82 (2006), 519-550.
81. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // The American Economic Review. 1958. Vol. 48. N 3. P. 655–669.
82. Myers S. C. Capital Structure // Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. N 2. P. 81–102.
83. Myers, S.C., Majluf, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.// Journal of Financial Economics. 1984
84. Nenova T. (2000). The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross Country Analysis. Harvard University Working Paper.
85. Ni J., Yu M. (2008). Testing the Pecking-Order Theory. Evidence from Chinese Lister Companies // The Chinese Economy, 41: 97-113.
86. Nordberg, D. (2011) Corporate Governance: Principles and Issues. Sage Publications, London.
87. Olaleke, Fasanya Ismail and Onakoya, Adegbemi B. O. and Ofoegb, Donald Ikenna, Corporate Governance as Correlate for Firm Performance: A Pooled OLS Investigation of Selected Nigerian Banks (August 5, 2014). The IUP Journal of Corporate Governance, Vol. XIII, No. 1, January 2014, pp. 7-18.
88. Oztekin, O. and Flannery, M.J. (2012), “Institutional determinants of capital structure adjust speeds”, Journal Financial Economics, Vol. 103, pp. 88-112.
89. Peni E. CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. Journal of Management & Governance, 2014, vol. 18, iss. 1, pp. 185–205.
90. Pfeffer J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors.// Administrative Science Quarterly. 1972
91. PwC – Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях [Электронный ресурс] : Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях- Электрон. дан. – сор. 2015. – URL: http://www.pwc.ru/boardsurvey/ru (дата обращения 08.05.2015)
92. Rajan R. G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data // Journal of Finance. 1995. Vol. 50. N 5. P. 1421–1460.
93. Salim Darmadi, (2013) "Board members' education and firm performance: evidence from a developing economy", International Journal of Commerce and Management, Vol. 23 Issue: 2
94. Santanu K. Ganguli, (2013) "Capital structure – does ownership structure matter? Theory and Indian evidence", Studies in Economics and Finance, Vol. 30 Issue: 1, pp.56-72
95. Serfling, James (2016) Firing Costs and Capital Structure Decisions (February 10, 2016). Journal of Finance
96. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997) A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52(2): 737–783.
97. Supanvanij, J. (2006), “Capital structure: Asian firms’ vs multinational firms in Asia”, The Journal of American Academy of Business, Vol. 10 No. 1, pp. 324-330.
98. Tatiana Garanina, Elina Kaikova, (2016) "Corporate governance mechanisms and agency costs: cross-country analysis", Corporate Governance, Vol. 16 Issue: 2, pp.347-360
99. Taylor, R. Age and experience as determinants of managerial information processing and decision making performance.// Academy of Management Journal. 1975
100. Titman, S. and Wessels, R. (1988) The determinants of capital structure choice, Journal of Finance, 43, 1–19.
101. Tsyplakov, S., 2008, “Investment Friction and Leverage Dynamics,” Journal of Financial Economics 89, 423-443.
102. Wei, G. and Geng, M. (2008), “Ownership structure and corporate governance in China: some current issues”, Managerial Finance, Vol. 34 No. 12, pp. 934-952.
103. Wolfgang Drobetz and Gabrielle Wanzenried. Applied Financial Economics, 2006, vol. 16, issue 13, 941-958.
104. Yermack, D. (1996), “Higher market valuation of companies with a small board of directors”, Journal of Financial Economics, Vol. 40 No. 2, pp. 185-211.
105. Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of principal-principal perspective. Journal of Management, 45, 196–220.
106. Yu Liu, Zuobao Wei and Feixue Xie (2014) Do women directors improve firm performance in China? Journal of Corporate Finance, 2014, vol. 28, issue C, 169-184

# Приложение

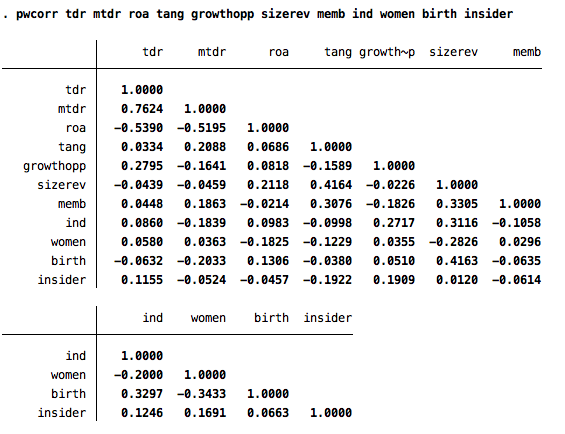
Приложение 1. Рассмотренные исследования в области изучения структуры капитала и практик корпоративного управления

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Авторы | Год | Цели | Выборка | Выводы |
| Iwasaki | 2008 | Детерминанты структуры и состава Советов Директоров в развивающихся странах, принимая во внимание такие факторы как специфика корпоративного права, приватизацию и наличие бизнес-групп | 2005-2007 гг.  Объем выборки = 730 | Советы Директоров формируются с точки зрения экономической и организационной логики применительно к капиталистическим странам. Правовая среда и исторические особенности имеют огромное влияние на формирование СД и на понимание его роли в России. |
| Березинец, Размочаев, Волков | 2010 | Финансовые решения российских компаний – тестирование теории иерархии | 33 публичные российские компании в период 2000–2006 гг. | Принята гипотеза о релевантности теории иерархии при принятии финансовых решений. Эмпирически установлено, что операционная эффективность фирмы отрицательно связана с уровнем долговой нагрузки – с ростом операционной эффективности потребность в заемном финансировании снижается. |
| Ивашковская, Макаров | 2010 | Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы | Данные о 400 компаниях из 10 стран за период 2004-2008 гг.  Объем выборки = 2000 | Не было получено однозначного подтверждения использования компаниями теории компромисса или порядка финансирования. Доля материальных активов и размер капитала положительно влияют на уровень финансового рычага. Доходность капитала отрицательно связана с уровнем финансового рычага, Выбор финансирования обусловлен разными факторами, среди которых: доля материальных активов, размер капитала, прибыльность, перспективы роста, размер капитала. |
| Ивашковская, Степанова | 2011 | Как финансовая архитектура компании, которая является совокупностью решений о структуре капитала, формировании СД и структуры АК влияет на результативность компании? | Кросс-секционные данные  178 компаний из 8 стран (Россия и развивающиеся страны Европы), 2007 год | Наличие хотя бы одного независимого директора в составе СД положительно влияет на результативность компаний |
| Saeed, Belghitar, Yousaf | 2014 | Детерминанты гендерного разнообразия в СД и его влияние на организационные характеристики | Панельные данные  72 российские компании в период 2005–2012 гг.  Объем выборки = 388 | Доля женщин-директоров низка – около 6%, но имеет позитивный возрастающий тренд  Уровень гендерного разнообразия выше в крупных компаниях, снижает уровень риска компаний, а также находится на более низком уровне в компаниях со значительной долей государственного участия |
| Березинец, Ильина, Черкасская | 2014 | Взаимосвязь между структурой СД и финансовой результативностью российских публичных компаний, измеренная коэффициентом Тобина Q. | Панельные данные  207 российских компаний в период 2007-2012 г.  Объем выборки = 834 | Нелинейная связь между размером СД и коэффициентом Тобина (минимум в точке, соответствующей размеру СД, равному 11 членов). Гендерное разнообразие положительно связано со значением Тобина. Не было выявлено взаимосвязи между присутствием независимых членов СД и рыночной результативностью, так же как и присутствие комитетов по аудиту, вознаграждению и стратегии. |
| Alves, Cuoto, Francisco | 2014 | Состав Совета Директоров и структура капитала | Панельные данные  2427 фирм из 33 стран  2006–2010 | Фирмы с большей долей независимых директоров склонны иметь большую долю рисковых финансовых ресурсов в структуре капитала: больше используют внешнее финансирование, чем НРП  Размер СД может иметь разную зависимость со структурой капитала в зависимости от сложности управления фирмой |
| Kumar | 2015 | Исследование взаимосвязи между структурой собственности компании и структурой капитала в Индии как развивающейся экономике и анализ связи корпоративной политики финансирования и системы корпоративного управления | Панельные данные  2000 публичных индийских компаний в период 1994 – 2000 гг. | Фирмы с менее эффективными корпоративным механизмами, распыленной структурной акционерного капитала, ярко выраженным эффектом «окапывания» менеджмента имеют более высокий уровень долговой нагрузки. Фирмы с низким государственным участием и с большими вложениями со стороны иностранных инвесторов, напротив, имеют более низкий уровень долга. |
| Aras | 2015 | Исследования эффекта влияния практик корпоративного управления на формирование финансовой структуры и финансовую результативность компаний | Панельные данные  Компании стран БРИК в период 2005- 2012 гг.  Объем выборки = 1735 | Анализируемые переменные: размер СД, доля независимых директоров, доля женщин-директоров, средний возрастов членов СД, среднее количество собраний СД за год, посещение собраний СД директорами  Применительно к России: финансовый леверидж прямо зависим с размером СД, переменная доли женщин в СД не значима |
| Дуляк | 2015 | Влияние структуры СД и персональных характеристик членов СД на результативность фирмы | Панельные данные  200 крупных российских компаний в период 2007-2011 гг.  Объем выборки = 738 | Результативность фирмы взаимосвязана с долей исполнительных директоров, опытом работы директоров в определенной отрасли, занятостью директоров |
| Abobakr, Elgiziry | 2015 | Взаимосвязь между характеристиками СД, структурой акционерного капитала и финансовым левериджем на развивающемся рынке Египта | Панельные данные  36 компаний в период 2007-2011 гг. | Институциональное и государственное владение акциями компании прямо взаимосвязано с финансовым левериджем; размер СД, доля женщин, блокирующее владение акциями обратно взаимосвязаны с количеством долговых обязательств. Египетские фирмы имеют низкий уровень развитости практик корпоративного управления, однако его характеристики имеют статистически значимую связь с уровнем долга в компаниях. |
| Garanina, Kaikova | 2016 | Анализ зависимости механизмов корпоративного управления и агентских издержек (измеренных коэффициентов ликвидности активов и коэффициентом использования активов) на выборке компаний США, России, Норвегии | Панельные данные  43 компании из США, 196 российских компаний и 175 компаний из Норвегии в период 2004-2012 гг. | Более многочисленные СД повышают агентские издержки для компаний из США, Норвегии и России. Увеличение доли женщин-директоров способствует снижению агентских издержек в компаниях из США, повышению издержек – в Норвегии. Взаимосвязь данных показателей в российских компаниях оказалась статистически незначимой. |

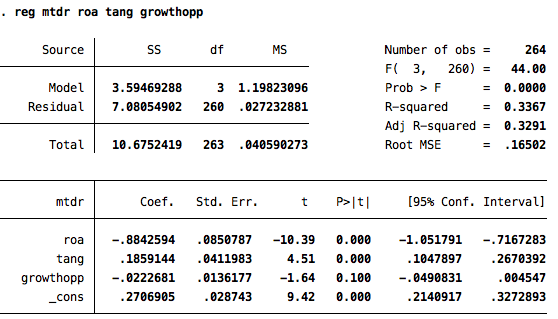
Приложение 2. Выборка компаний и их отраслевая принадлежность

|  |  |
| --- | --- |
| Отрасль | Название |
| Нефть и газ | NK Lukoil PAO |
| Нефть и газ | Gazprom PAO |
| Нефть и газ | NK Rosneft' PAO |
| Добыча золота, алмазов и драгоценных камней | AK Alrosa PAO |
| Химия и нефтехимия | Akron PAO |
| Транспорт и логистика | Aeroflot-Rossiyskiye Avialinii PAO |
| Металлургия и горное дело | GMK Noril'skiy nikel' PAO |
| Недвижимость и девелопмент | Gruppa Kompaniy PIK PAO |
| Недвижимость и девелопмент | Gruppa LSR PAO |
| Торговля и потребительский сектор | Gruppa Cherkizovo PAO |
| Торговля и потребительский сектор | Dixy Group PAO |
| Торговля и потребительский сектор | M.video PAO |
| Торговля и потребительский сектор | Magnit PAO |
| Металлургия и горное дело | Magnitogorskiy Metallurgicheskiy Kombinat PAO |
| Металлургия и горное дело | Mechel PAO |
| Технологии, телекоммуникации и медиа | Mobil'nye Telesistemy PAO |
| Металлургия и горное дело | Novolipetsk Steel PAO |
| Добыча золота, алмазов и драгоценных камней | Polyus PAO |
| Энергетика | Rossiyskiye Seti PAO |
| Автомобилестроение | Sollers PAO |
| Металлургия и горное дело | Severstal' PAO |
| Добыча золота, алмазов и драгоценных камней | Seligdar PAO |
| Нефть и газ | Tatneft' PAO |
| Энергетика | TGK-1 PAO |
| Металлургия и горное дело | Trubnaya Metallurgicheskaya Kompaniya PAO |
| Энергетика | Federal Hydro-Generating Company RusHydro PAO |
| Энергетика | FSK YeES PAO |
| Транспорт и логистика | TransContainer PAO |
| Энергетика | Enel Rossiya PAO |
| Энергетика | Yunipro PAO |
| Технологии, телекоммуникации и медиа | Rostelekom PAO |
| Энергетика | Mosenergo PAO |
| Металлургия и горное дело | United Company RUSAL Plc |
| Нефть и газ | Novatek PAO |
| Энергетика | Mezhregional'naya Raspredelitel'naya Setevaya Kompaniya Urala OAO |
| Нефть и газ | Surgutneftegaz OAO |
| Энергетика | Kuzbasskaya Toplivnaya Kompaniya PAO |
| Пищевая промышленность | Russkaya Akvakul'tura PAO |
| Фармацевтика и аптеки | Aptechnaya set' 36,6 PAO |
| Металлургия и горное дело | Ashinskiy Metzavod PAO |
| Пищевая промышленность | Beluga Group PAO |
| Энергетика | OGK-2 PAO |
| Энергетика | Dal'nevostochnaya Energeticheskaya Kompaniya PAO |
| Автомобилестроение | Kamaz PAO |
| Энергетика | Quadra-Generiruyushchaya Kompaniya PAO |
| Металлургия и горное дело | Korporatsiya VSMPO-Avisma PAO |
| Энергетика | Kurganskaya Generiruyushchaya Kompaniya PAO |
| Недвижимость и девелопмент | Mostotrest PAO |
| Энергетика | MRSK Volgi PAO |
| Энергетика | MRSK Severo-Zapada PAO |
| Энергетика | MRSK Sibiri PAO |
| Энергетика | MRSK Tsentra i Privolzh'ya PAO |
| Энергетика | MRSK Tsentra PAO |
| Энергетика | MRSK Yuga PAO |
| Энергетика | MOESK PAO |
| Транспорт и логистика | Novorossiyskiy morskoy torgovyi port PAO |
| Недвижимость и девелопмент | Ingrad PAO |
| Металлургия и горное дело | Raspadskaya PAO |
| Энергетика | Territorial'naya Generiruyushchaya Kompaniya No 14 PAO |
| Недвижимость и девелопмент | Tsentr mezhdunarodnoy torgovli PAO |
| Металлургия и горное дело | Chelyabinskiy Tsinkovyi Zavod PAO |
| Технологии, телекоммуникации и медиа | MegaFon PAO |
| Фармацевтика и аптеки | Protek PAO |
| Химия и нефтехимия | Phosagro |
| Нефть и газ | ANK Bashneft' PAO |
| Энергетика | Irkutskenergo PAO |
| Автомобилестроение | Kamaz PAO |
| Химия и нефтехимия | Nizhnekamskneftekhim PAO |
| Металлургия и горное дело | Uralkaliy PAO |
| Автомобилестроение | Avtovaz PAO |
| Нефть и газ | Gazkon OAO |
| Нефть и газ | Gaz-servis OAO |
| Нефть и газ | GAZ-Tek OAO |
| Энергетика | Territorial'naya Generiruyushchaya Kompaniya No2 PAO |
| Недвижимость и девелопмент | GALS-Development PAO |
| Транспорт и логистика | Dal'nevostochnoye Morskoye Parokhodstvo PAO |
| Энергетика | Lenenergo PAO |
| Энергетика | OGK-2 PAO |
| Фармацевтика и аптеки | OTCPharm PAO |
| Технологии, телекоммуникации и медиа | RBK PAO |
| Фармацевтика и аптеки | Pharmstandard AO |
| Транспорт и логистика | AK Transaero OAO |
| Энергетика | T Plus PAO |
| Энергетика | Inter RAO YEES PAO |
| Фармацевтика и аптеки | Veropharm AO |
| Пищевая промышленность | Novorossiyskiy Kombinat Khleboproduktov PAO |
| Автомобилестроение | NPK OVK PAO |
| Энергетика | Kurganskaya Generiruyushchaya Kompaniya PAO |
| Торговля и потребительские товары | Zhivoy ofis OAO |
| Энергетика | Mosenergosbyt PAO |
| Энергетика | RAO Energeticheskiye Sistemy Vostoka AO |
| Энергетика | GK TNS energo PAO |

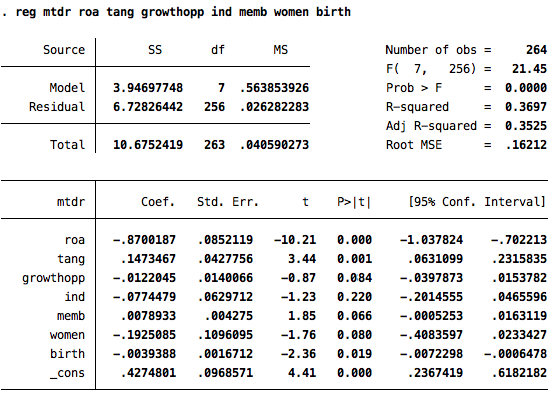
Приложение 3. Корреляционная матрица

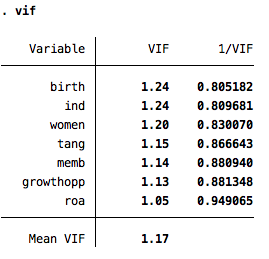


Приложение 4. Базовая модель 1

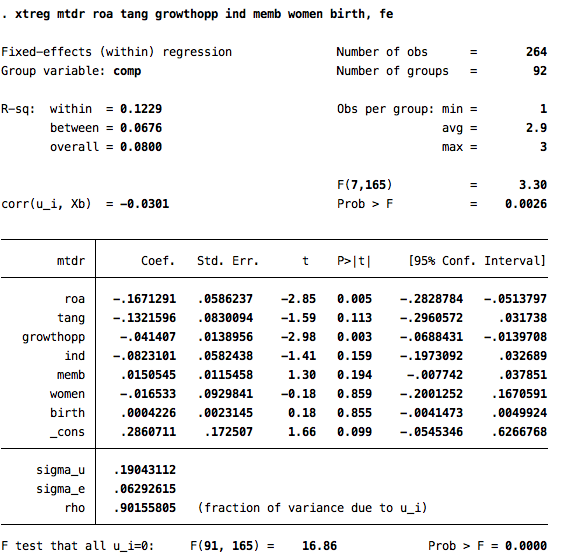


Приложение 5. Сквозная регрессия первой модели

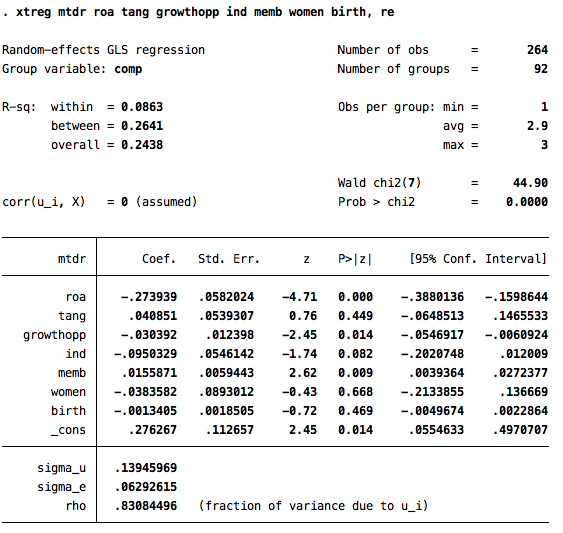


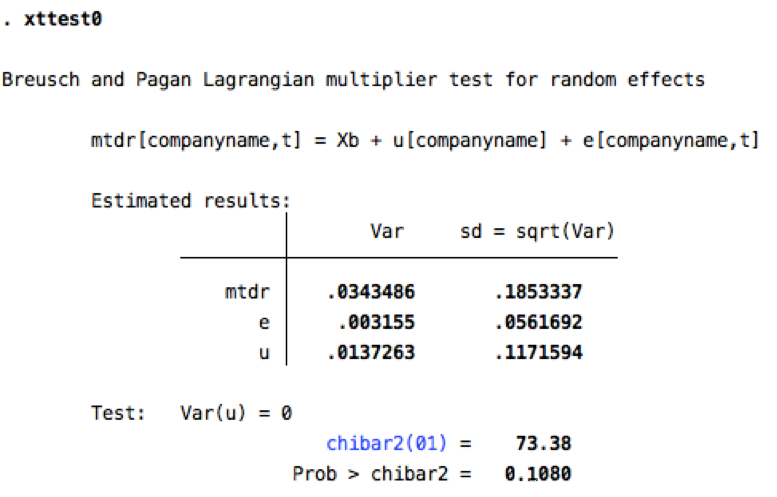


Приложение 6. Тест Вальда первой модели

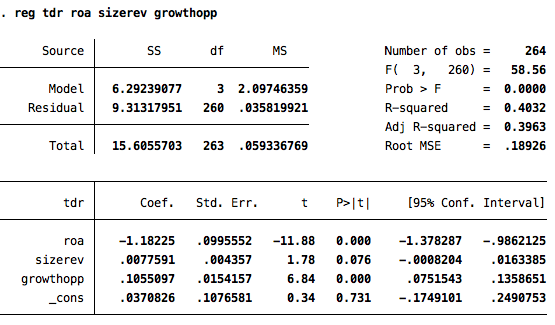


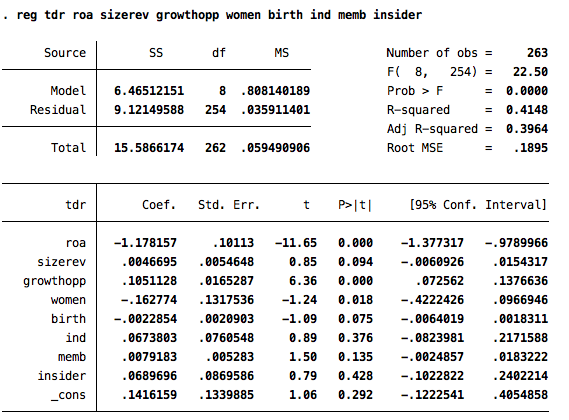
Приложение 7. Тест Бреуша – Пагана первой модели

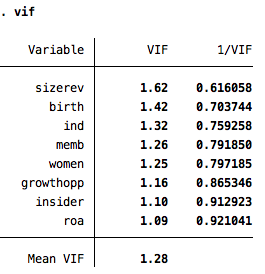




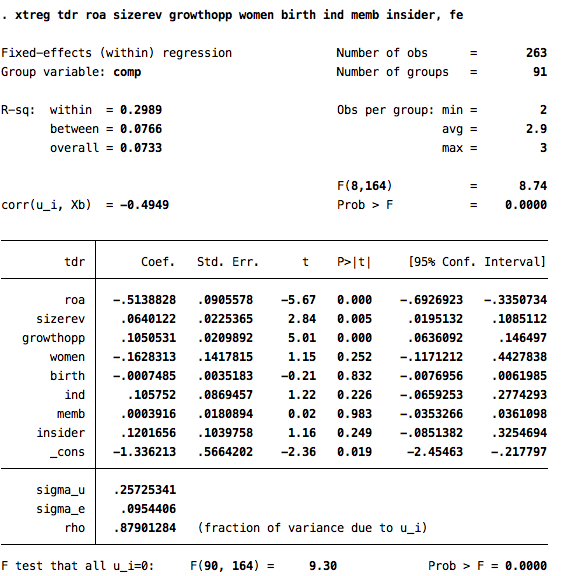
Приложение 8. Базовая модель 2



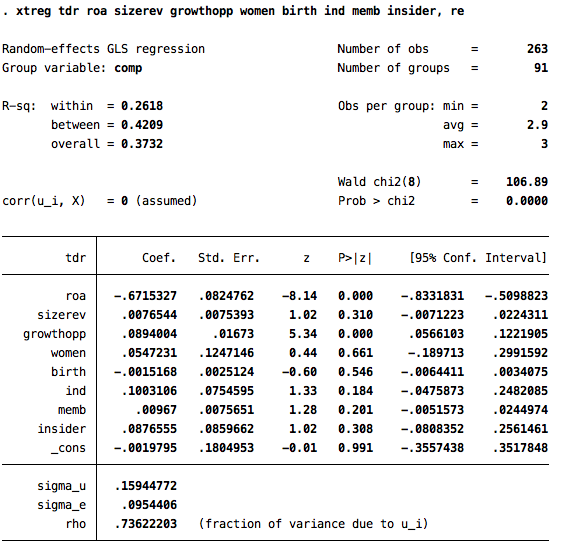
Приложение 9. Сквозная регрессия второй модели

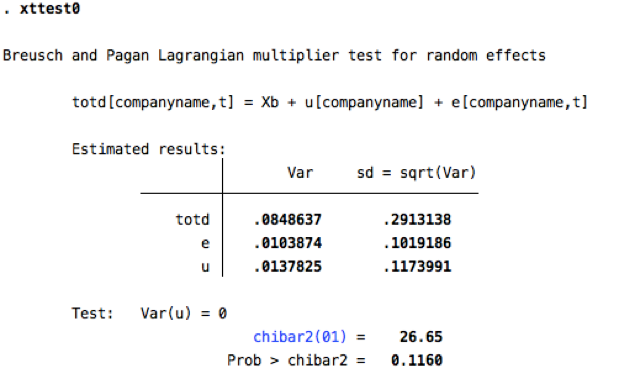


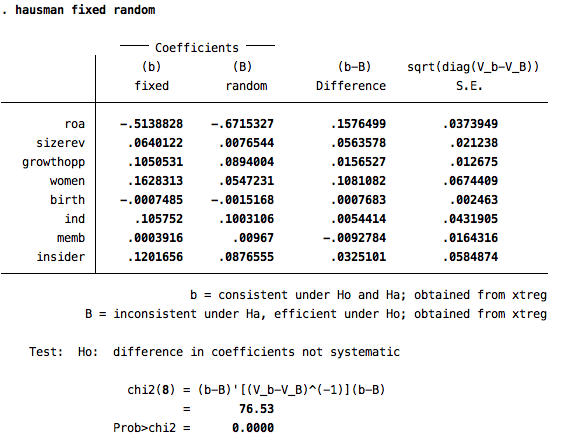
Приложение 10. Тест Вальда второй модели



Приложение 11. Тест Бреуша – Пагана второй модели







1. http://kapitalrus.ru/articles/article/goskompanii\_vytesnyaut\_chastnyi\_biznes\_pochemu\_v\_rossii\_fiksiruut\_rekordnoe/ [↑](#footnote-ref-1)
2. http://www.forbes.ru/news/258467-sovet-direktorov-mechela-pokinut-eks-gendirektor-mikhel-i-nezavisimyi-direktor-geil [↑](#footnote-ref-2)
3. https://www.rbc.ru/business/13/04/2016/570e2eb49a79476962de0166 [↑](#footnote-ref-3)
4. http://www.forbes.ru/kompanii/337843-trudolyubivye-metallurgi-zachem-sovet-direktorov-korshunovskogo-goka-zasedaet [↑](#footnote-ref-4)
5. http://www.forbes.ru/biznes/336447-chernye-lebedi-anomalnye-sobytiya-pomogli-vladelcu-mechela [↑](#footnote-ref-5)
6. https://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/05/16/641161-mechel-otdal-aktivi [↑](#footnote-ref-6)
7. https://www.ft.com/content/f26b2d3c-63d3-11e6-8310-ecf0bddad227 [↑](#footnote-ref-7)
8. https://neftegaz.ru/news/view/148373-Gazprombank-pomogaet-Mechelu-pokupaya-dolgi-kompanii-u-Sberbanka [↑](#footnote-ref-8)