

ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)



ВЫХОДИТ 4 РАЗА В МЕСЯЦ

ФИНАНСЫ[®] & КРЕДИТ

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

2017 ТОМ 23
выпуск 35

FINANCE[®] & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal
Volume 23, Issue 35
2017, September



Научно-практический и теоретический журнал

Основан в 1994 году
Выходит 4 раза в месяц
До января 2007 выходил 36 раз в год*
Статьи рецензируются

Рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций по следующим отраслям: – экономические науки (08.00.00)
Реферируется в ВИНТИ РАН
Включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)
Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-60938 от 02 марта 2015 г. выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций
Предыдущее Свидетельство о регистрации № 013007 от 03 ноября 1994 г. выдано Комитетом Российской Федерации по печати

Цель журнала – предоставить возможность научному сообществу и практикам публиковать результаты своих исследований, привлечь внимание к перспективным и актуальным направлениям экономической науки, усилить обмен мнениями между научным сообществом России и зарубежных стран

Главная задача журнала – публикация теоретических и научно-практических статей, освещающих взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие в процессе функционирования различных звеньев финансовой системы, финансовые потоки и кругооборот капитала, структурные элементы денежно-кредитной системы, объективные закономерности формирования системы денежно-кредитных отношений на микро- и макроуровне

Учредитель и издатель

ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»
Юр. адрес: 111411, г. Москва, Зеленый проспект, д. 8, кв. 1
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зеленый проспект, д. 20
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10

Редакция журнала

Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зеленый проспект, д. 20
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10
Тел.: +7 (495) 989-9610
E-mail: post@fin-izdat.ru
Website: http://www.fin-izdat.ru

Генеральный директор **В.А. Горохова**
Управляющий директор **А.К. Смирнов**
Зам. ген. директора по производству **А.А. Клюкин**

Главный редактор **В.А. Цветков**, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация

Зам. главного редактора
Ю.В. Горбачева, Москва, Российская Федерация

Редакционный совет

А.М. Батьковский, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
В.Н. Едрнова, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация
Г.Б. Клейнер, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация
О.П. Овчинникова, доктор экономических наук, профессор, Белгород, Российская Федерация
С.В. Ратнер, доктор экономических наук, доцент, Москва, Российская Федерация
А.Н. Сухарев, доктор экономических наук, доцент, Тверь, Российская Федерация
Е.Ф. Сысоева, доктор экономических наук, доцент, Воронеж, Российская Федерация
Е.А. Федорова, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
С.Н. Яшин, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация

Ответственный секретарь **И.Л. Селина**
Перевод и редактирование **О.В. Яковлева, И.М. Комарова**
Перевод **Н.А. Шагалова**
Верстка и дизайн **С.В. Голосовский**
Контент-менеджеры **Е.И. Попова, В.И. Романова**
Менеджмент качества **А.В. Бажанов, Е.И. Попова**
Корректоры **О.А. Ковалева, В.А. Нерушев**
Подписка и реализация **Т.Н. Дорохина**

Подписано в печать 22.09.2017
Выход в свет 28.09.2017
Валовый (сквозной) номер 755
Формат 60x90 1/8. Объем 7,5 п.л. Тираж 1 200 экз.
Отпечатано в ООО «КТК»
Юр. адрес: 141290, Российская Федерация, Московская обл., г. Красноармейск, ул. Свердлова, д. 1
Тел.: +7 (496) 588-0866

Подписка

Агентство «Урал-Пресс»
Агентство «Роспечать» – индекс 71222
Объединенный каталог «Пресса России»
Свободная цена

Журнал доступен в EBSCOhost™ databases
Электронная версия журнала: <http://elibrary.ru>, <http://dilib.ru>, <http://biblioclub.ru>

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции

Редакция приносит извинения за случайные грамматические ошибки

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»

СОДЕРЖАНИЕ**ФИНАНСОВЫЙ КАПИТАЛ**

Федорова Е.А., Денисова Т.М., Лукашенко И.В.
Влияние корпоративного управления на структуру капитала российских компаний 2076

БАНКОВСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Волкова Е.С., Гусин В.Б., Соловьев В.И. Методы теории нечетких множеств в кредитном скоринге 2088

БЮДЖЕТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Туманянц К.А., Синицына Е.Д., Интыкбаева С.Ж.
Влияние государственных закупок на развитие малого предпринимательства в России 2107

Краснов А.Ю. Бюджетная политика Кыргызской Республики: нормативно-правовой аспект 2123

FINANCE[®] & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal

Since 1994

4 issues per month

Until January 2007, the journal publication frequency was 36 issues per year*

The journal is recommended by VAK

(the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of theses for advanced academic degrees in Economic Sciences

Indexing in Referativnyi Zhurnal VINITI RAS

Included in the Russian Science Citation Index (RSCI)

Registration Certificate ПИ № ФС 77-60938

of March 02, 2015 by the Federal Service for

Supervision of Communications, Information Technology, and Mass Media

Previous Registration Certificate № 013007

of November 3, 1994 by the Committee

of the Russian Federation on Press

The objective of the journal is to provide an opportunity to the scientific and business community to publish original research findings, draw attention to promising and important fields of economic science, strengthen the comprehensive and useful exchange of views between the scientific and business communities in Russia and abroad

The journal's main task is to publish theoretical and practical articles highlighting the interrelationship and interdependencies arising in the operation of various links in the financial system, financial flows and the circulation of capital, structural elements of the monetary system, objective regularities of formation of the monetary system at the micro- and macrolevels

Founder and Publisher

Publishing house FINANCE and CREDIT

Office: 111397 (zip), Zelenyi prospekt 20, Moscow, Russian Federation

Post address: 111401 (zip), P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation

Telephone: +7 495 989 9610

Editorial

Office: 111397 (zip), Zelenyi prospekt 20, Moscow, Russian Federation

Post address: 111401 (zip), P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation

Telephone: +7 495 989 9610

E-mail: post@fin-izdat.ru

Website: <http://www.fin-izdat.ru>

Director General **Vera A. Gorokhova**

Managing Director **Aleksey K. Smirnov**

Chief Production Officer **Anton A. Kiyukin**

Editor-in-Chief **Valeri A. Tsvetkov**, Market Economy Institute, RAS, Moscow, Russian Federation

Deputy Editor

Yuliya V. Gorbacheva, Moscow, Russian Federation

Editorial Council

Aleksandr M. Bat'kovskii, Central Research Institute of Economics, Control, Systems and Information, Moscow, Russian Federation

Alikhan Z. Dadashev, Academy of Public Administration, Moscow, Russian Federation

Valentina N. Edronova, National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russian Federation

Georgii B. Kleiner, Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow, Russian Federation

Oksana P. Ovchinnikova, Belgorod National Research University, Belgorod, Russian Federation

Svetlana V. Ratner, Trapeznikov Institute of Control Science, RAS, Moscow, Russian Federation

Aleksandr N. Sukharev, Tver State University, Tver, Russian Federation

Elena F. Sysoeva, Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation

Elena A. Fedorova, Financial University under Government of RF, Moscow, Russian Federation

Sergei N. Yashin, National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russian Federation

Executive Editor **Inna L. Selina**

Translation and Editing **Olga V. Yakovleva**, **Irina M. Komarova**

Translation **Natalia A. Shagalova**

Design **Sergey V. Golosovskiy**

Content Managers **Elena I. Popova**, **Valentina I. Romanova**

Quality Management **Andrey V. Bazhanov**, **Elena I. Popova**

Proofreaders **Oksana A. Kovaleva**, **Viktor A. Nerushev**

Sales and Subscription **Tatiana N. Dorokhina**

Printed by KTK, Ltd., 141290 (zip), ul. Sverdlova, 1, Krasnoarmeysk, Russian Federation

Telephone: +7 496 588 0866

Published September 28, 2017. Circulation 1 200

Subscription

Ural-Press Agency

Rospechat Agency

Press of Russia Union Catalogue

Online version

EBSCOhost™ databases

Scientific electronic library: <http://elibrary.ru>

University Library Online: <http://biblioclub.ru>

Not responsible for the authors' personal views in the published articles

This publication may not be reproduced in any form without permission

All accidental grammar and/or spelling errors are our own

Disclaimer

We use the English-language translation versions (bracketed article titles in **References**) of the Russian-language source titles provided in public domain to ensure easy searching for the precise location of published titles throughout the existing citation databases only. Possible errors and/or omissions found in the translation versions of the kind belong to the original source titles.

© Publishing house FINANCE and CREDIT

CONTENTS

FINANCIAL CAPITAL

- Fedorova E.A., Denisova T.M., Lukashenko I.V.*
An impact of corporate management on the capital structure of Russian companies 2076

BANKING

- Volkova E.S., Gisin V.B., Solov'ev V.I.* Methods of fuzzy set theory in credit scoring 2088

BUDGET REGULATION

- Tumanyants K.A., Sinitsyna E.D., Intykbayeva S.Zh.*
The impact of public procurement on the development of small business in Russia 2107

- Krasnov A. Yu.* Fiscal policy of the Kyrgyz Republic: Normative and legal aspects 2123

* For information on the journal publication frequency change please visit: <http://www.fin-izdat.ru/journal/fc/about.php>

**ВЛИЯНИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА СТРУКТУРУ КАПИТАЛА
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ****Елена Анатольевна ФЕДОРОВА^{а*}, Татьяна Михайловна ДЕНИСОВА^б,
Инна Владимировна ЛУКАШЕНКО^с**

^а доктор экономических наук, профессор департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
ecolena@mail.ru

^б студент магистратуры департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
denisovtm@bk.ru

^с кандидат экономических наук, старший преподаватель департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
anelal@mail.ru

• Ответственный автор

История статьи:

Получена 15.05.2017

Получена в доработанном виде 20.06.2017

Получена в доработанном виде 19.07.2017

Одобрена 28.08.2017

Доступна онлайн
28.09.2017

УДК 338.12

JEL: G02, G32

Аннотация**Предмет.** Зависимость структуры капитала крупнейших российских компаний от факторов корпоративного управления компаний.**Цели.** Определить и проанализировать влияние корпоративного управления, а также других внутренних факторов на структуру капитала российских публичных компаний с помощью методов экономико-математического моделирования.**Методология.** Исследование проводилось с помощью эконометрических моделей: линейной регрессии и метода наименьших квадратов. Исследуемая эмпирическая база состоит из данных по 135 наблюдениям, крупнейших компаний по капитализации в России за 2013–2015 гг. В качестве показателей, определяющих структуру капитала компаний, были приняты балансовая стоимость общей задолженности, деленная на балансовую стоимость общих активов.**Результаты.** Частично подтвердились гипотезы о том, что чем выше значение финансовых показателей компании, чем старше управляющий, чем больше размер совета директоров, наличие независимых директоров, количество исполнительных и неисполнительных директоров, тем значительнее доля заемных средств в структуре капитала. Не подтвердились гипотезы о том, что чем больше количество женщин в составе правления и что чем больше опыт работы на должности управляющего, тем компания использует больше заемных средств.**Область применения.** Исследование может быть использовано при прогнозировании структуры капитала фирм отечественного рынка. Результаты могут быть полезны российским менеджерам компаний, членам совета директоров и другим заинтересованным лицам для внутреннего мониторинга компании, оценки влияния корпоративного управления на структуру капитала.**Ключевые слова:**

структура капитала, корпоративное управление, СЕО, финансовые показатели, совет директоров

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Для цитирования: Федорова Е.А., Денисова Т.М., Лукашенко И.В. Влияние корпоративного управления на структуру капитала российских компаний // Финансы и кредит. – 2017. – Т. 23, № 35. – С. 2076 – 2087.
<https://doi.org/10.24891/fc.23.35.2076>

Одной из ключевых проблем при принятии стратегических решений любой компании является структура капитала. Данный показатель влияет на множество факторов, например, на потенциальные конфликты между менеджментом, собственниками и кредиторами, уровень инвестиционных

рисков компании и множество других показателей. Нельзя сказать, что компании довольно часто выбирают один тип капитала в своей деятельности. Как правило, управляющие определяют структуру капитала в соответствии с определенными финансовыми целями. Так, снижение или увеличение финансового рычага может повлиять на стоимость привлечения заемного и собственного капиталов, на урегулирование рисков и денежные потоки компании. Таким образом, структура капитала является одним из ключевых элементов управления стоимостью компании.

Целью данной работы стал анализ влияния корпоративного управления, а также других внутренних факторов на структуру капитала российских публичных компаний с помощью методов экономико-математического моделирования.

В научной литературе довольно часто освещается тема взаимосвязи между структурой капитала и многообразием различных факторов. Отмечается, что фирмы из одной отрасли и со схожими характеристиками выбирают различные соотношения между собственным и заемным капиталами [1]. Это приводит исследователей к определению влияния личностных особенностей руководителей высшего звена в компаниях, так как именно они являются немаловажным фактором в отношении принятия финансовых решений (M. Bertrand и A. Schoar [2], Y. Liu и P. Jiraporn [3], и H. Cronqvist [4], I.A. Strebulaev, B. Yang [5]). Кроме того, кризис последних лет делает актуальной тему влияния различных факторов на структуру капитала.

Гипотеза 1. Рентабельность активов, рентабельность собственного капитала, прибыльность, ставка налога на прибыль и стоимость компании влияют на структуру капитала компании.

Мы предполагаем, что структура капитала зависит от финансовых показателей компании. В нашем исследовании мы рассматриваем такие показатели, как рентабельность активов, рентабельность собственного капитала, прибыльность,

налоги и стоимость компании. Влияние этих переменных изучено: С. Chang, X. Chen, G. Liao [6], G. Gómez, A.M. Rivas, E.L.R. Bolanos¹, M.Z. Frank, V.K. Goyal [7], E.A. Федорова [8] и др.

Так, например, влияние налога на корпоративное финансирование исследовали еще Ф. Модильяни и М. Миллер [9]. Они утверждают, что структура капитала не имеет отношения к определению стоимости фирмы на идеальном рынке без налогов. Однако теория компромисса предполагает, что фирмы с высокими ставками налога должны использовать больше долгов, потому что они могут получить прирост налогового щита по процентам. Некоторые исследования структуры капитала сообщают о негативной связи между налогооблагаемыми налогом щитами и структурой капитала [10, 11]. Одной из первых работ, анализирующих влияние ставки налога на прибыль, была статья R.G. Rajan и L. Zingales [12]. В своей работе они исследовали влияние такого налога в странах G-7 (Японии, США, Германии, Италии, Франции, Канаде, Великобритании) и доказали, что компании в странах с более высокой ставкой налога имеют более высокий уровень долга. Кроме того, существуют работы, которые рассматривали данную зависимость в развивающихся странах, таких как Бразилия, Малайзия, Иордания, Пакистан, Южная Корея, Мексика, Турция, Зимбабве и Таиланд, например, работа L. Booth [13]. Исследование подтвердило положительное влияние ставки налога на прибыль на финансовый рычаг.

Также в литературе нет единого мнения о взаимосвязи между прибыльностью и структурой капитала. С одной стороны, предполагается, что у фирм с высокой прибылью, вероятно, будет больше нераспределенной прибыли. Таким образом, следует ожидать отрицательного

¹ Gómez G., Rivas A.M., Bolanos E.R.L. The Determinants of Capital Structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 2014, vol. 27, iss. 3, pp. 341–354.

отношения между показателями [13]. С другой стороны, некоторые ученые находят, что соотношение между прибылью и структурой капитала является положительным. Фирмы с большей прибылью, вероятно, захотят получать больше заемных средств, чтобы воспользоваться налоговым щитом [14].

Для исследования влияния корпоративного управления на структуру капитала нами были выбраны следующие переменные: размер совета директоров, процент женщин в составе совета, средний возраст совета директоров, возраст CEO, возраст председателя, количество исполнительных и неисполнительных директоров, срок пребывания на посту председателя и CEO. Ранее уже проводились подобные исследования в этой области. Н. Cronqvist, А.К. Makhija, S.E. Yonker [4] в своей работе определяют сильное влияние CEO на финансовое состояние компании. CEO (chief executive officer) – главный исполнительный директор (менеджер).

Гипотеза 2. Чем больше количество женщин в составе правления, тем больше заемных средств использует компания.

Влияние показателя «пол менеджера» на финансовые результаты организации в своих работах исследовали E. Peni [10], L. Barros, A. Silveira [11], A. Habib, M. Hossain [14].

Некоторые исследователи указывают на наличие различий в поведении управленцев в зависимости от гендерного признака. Считается, что женщины менее склонны к риску, нежели мужчины. Например, E. Peni [10] рассматривает широкий перечень работ, доказывающих, что мужчины более склонны к риску в принятии решений, в то время как женщины склонны избегать потерь и более консервативны. Следовательно, мужчины предпочитают использовать больше заемного капитала, который влечет за собой рост финансового риска. Также мужчины более подвержены воздействию разного рода эвристик и

отклонений, что сказывается на принимаемых решениях.

Кроме того, гендерные различия могут сказываться и на других аспектах принятия решений и управления компании. Так, A. Habib, M. Hossain [14] находят, что такой показатель, как «пол менеджера», рассматривается в исследованиях в качестве поведенческой характеристики вместе с чрезмерной уверенностью. Это объясняется тем, что данный показатель аккумулирует в себе множество отклонений.

Гипотеза 3. Чем выше возраст управляющего, тем доля заемных средств в структуре капитала больше.

Показатель «возраст менеджера» и его влияние на структуру капитала использовался следующими исследователями: J.R. Graham, C.R. Harvey [15], L. Barros, A. Silveira [11], а также в иных исследованиях из области корпоративных финансов – E. Peni [10] и др. Так же как и предыдущий рассматриваемый фактор, данная переменная может влиять на финансовые показатели компании согласно теории личных качеств менеджера [16]. Предполагается, что старшие по возрасту и опытные менеджеры в большей степени придерживаются консервативной политики управления капиталом, что подразумевает низкий уровень финансового рычага, то есть преимущественное использование собственных средств. Такие менеджеры в меньшей степени подвержены оппортунистическому поведению и отклонениям (M. Bertrand, A. Schoar [2]). Но E. Peni [10] находит, что чем старше менеджер, тем он более опытный и это является его конкурентным преимуществом. Кроме того, автор отмечает несогласованность результатов существующих исследований. Так, одни ученые утверждают, что перед выходом на пенсию менеджмент предпочитает менее рискованные и относительно краткосрочные проекты. (P. Jiraporn, P. Chintrakarn, Y. Liu [17]). В то время как другие находят, что именно более молодые менеджеры,

которые только строят свою карьеру и зарабатывают репутацию, склонны принимать краткосрочные решения с наименьшим риском.

Гипотеза 4. Чем больше опыт работы на должности управляющего, тем компания использует больше заемных средств.

Выдвигается гипотеза о том, что более опытные руководители лучше разбираются, более компетентны в специфике и деятельности компании, обладают лучшими навыками управления и контроля компании, и это позволяет им принимать наилучшие решения. Такие руководители чаще обращаются к заемным средствам [10]. Кроме того, менее опытные руководители могут обладать следующим отклонением, выражающимся в ограниченности контроля, что может отражаться на финансовых результатах компании не в лучшую сторону. Указывается, что именно руководители с меньшим опытом чаще используют собственные средства. Этот показатель рассматривается и при анализе факторов, которые влияют на структуру капитала [15].

Гипотеза 5. Чем больше размер совета директоров, наличие независимых директоров, количество исполнительных и неисполнительных директоров, тем выше доля заемных средств в структуре капитала, нежели собственных.

Тема размера совета директоров и его влияния на деятельность компании рассматривалась многими исследователями. Однако единого мнения на этот счет нет. Такие ученые как Y.T. Mak, Y. Kusnadi [18] определили, что чем больше размер совета директоров, тем он негативнее влияет на деятельность компании. В то же время, результаты исследователей G. Gómez, A.M. Rivas, E.R.L. Bolanos² показали, что существует положительная зависимость между

размером компании и результатами деятельности.

Совет директоров играет роль наблюдателя и консультанта в деятельности компании, то есть одними из основных функций совета директоров выступает предоставление консультаций и рекомендаций руководству компании и выполнение роли «витрины организации», или ее лица, а также надзорных и наблюдательных функций. Грамотная и качественная система управления функционирования совета директоров дает возможность смягчить конфликт между генеральным директором и владельцами. Все перечисленное делает совет директоров основным инструментом корпоративного управления и оказывает существенное влияние на уровень финансового рычага в компании.

Ученый M.S. Weisbach [19] утверждает, что генеральный директор столкнется с более активным мониторингом, когда в совете директоров будут доминировать независимые директора. M.J. Conyon, S.I. Peck [1] и P.M. Guest [20] указывают на то, что большой совет может увеличить свой мониторинг, тем самым уменьшив автономию принятия решений генерального директора.

Таким образом, выдвинутые нами гипотезы помогут в полной мере исследовать и определить характерные черты корпоративного управления российских компаний, а также измерить степень его влияния на структуру капитала компании.

Выборочная совокупность была сформирована благодаря информационно-аналитическим компьютерным системам и базам данных, в числе которых Ruslana-Bureau van Dijk и Bloomberg Professional.

Эмпирическая база исследования состояла из 135 наблюдений, отобранных для 300 крупнейших по капитализации российских компаний за 2013–2015 гг.

Выборочная совокупность состоит из абсолютных показателей и относительных коэффициентов, значения которых были

² Gómez G., Rivas A.M., Bolanos E.R.L. The Determinants of Capital Structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 2014, vol. 27, iss. 3, pp. 341–354.

получены из финансовой отчетности организаций. Что касается коэффициентов корпоративного управления, для этого были проанализированы все доступные сведения из информационной системы Bloomberg Professional о совете директоров. Далее эти данные были обработаны и изучены на предмет определения влияния факторов, известных из научной литературы [21–23].

Наша зависимая переменная – это структура капитала, которая может быть определена различными способами в соответствии с целью исследования. В данной работе мы опираемся на результаты исследования P. Jigarom, P. Chintrakarn, Y. Liu [17], которые рассчитывали структуру капитала как балансовую стоимость общей задолженности, деленную на балансовую стоимость общих активов. Наши объясняющие переменные – это размер совета директоров, процент женщин в его составе, средний возраст совета директоров, возраст CEO, возраст председателя, количество исполнительных и неисполнительных директоров, срок пребывания на посту председателя и CEO.

Далее все показатели были протестированы на значимость при помощи метода наименьших квадратов и путем построения логистической модели. Были отобраны только значимые показатели, представленные в табл. 1.

Итоговая модель принимает вид:

$$Y = 0,05 X_2 - 0,007 X_3 - 0,03 X_5 - 0,04 X_8 + 0,002 X_9 - 0,01 X_{10} - 0,02 X_{11} - 0,002 X_{14} + 3,7 X_{16} - 1,7 X_{17},$$

где Y – дамми-переменная, прогнозирующая наличие или же отсутствие влияния на структуру капитала;

X_2 – наличие независимого директора;

X_3 – процент женщин в совете директоров;

X_5 – количество исполнительных менеджеров в компании;

X_8 – количество неисполнительных директоров в компании;

X_9 – возраст CEO;

X_{10} – возраст председателя совета директоров;

X_{11} – срок на посту председателя;

X_{14} – ROE;

X_{16} – налоги;

X_{17} – стоимость компании.

Наблюдается наличие сильной корреляционной связи между объясняющей и зависимыми переменными, таким образом, можно характеризовать данную модель как адекватную, по критериям Шварца и Акаике модель также является адекватной.

Кроме того, знаки полученных оценок коэффициентов показывают то, что связь прямая, если знак при коэффициенте положительный, обратная – если отрицательный. Таким образом, по результатам исследования можно сделать вывод о том, что существует влияние входящих в модель показателей на зависимую переменную модели – структуру капитала. Это означает, что наши гипотезы частично подтвердились. Данный результат отражен в табл. 2.

Следовательно, по результатам проведенного анализа можно сказать, что показатели ROE, «налоговая ставка» и «стоимость компании» влияют на структуру капитала. Однако показатели, «рентабельность собственного капитала» и «стоимость компании» имеют обратную связь. Это значит, что чем больше ROE и стоимость компании, тем меньше доля заемных средств в структуре капитала. Показатель «налоги» имеет прямую связь. Это указывает на то, что чем выше налоговая ставка, тем больше заемных средств использует компания.

Что касается корпоративного управления компанией, показатель «процент женщин в составе совета директоров» оказался значимым, но имеющим обратную связь. Результат следует трактовать таким

образом, что чем больше женщин в составе совета директоров, тем меньше компания использует заемные средства. Это подтверждается теорией E. Peni [10], что мужчины более склонны к риску в принятии решений, в то время как женщины склонны избегать потерь и более консервативны.

Коэффициент показателя «возраст председателя совета директоров» также оказался значимым. Он имеет обратную связь, то есть чем старше председатель, тем меньше доля заемных средств в структуре капитала. Показатель «возраст CEO» тоже значим и имеет прямую связь: чем старше CEO, тем компания больше занимает средства. Показатель «средний возраст совета директоров» оказался незначим.

Показатель «срок на должности CEO» оказался незначим. Однако показатель «срок на посту председателя совета» значим и имеет обратную связь. То есть чем меньше срок, который председатель провел на посту, тем больше заемных средств будет использовать компания. Что подтверждает несогласованность результатов исследований E. Peni [10], M.Z. Frank, V.K. Goyal [7], которые утверждают, что возраст может иметь разнонаправленное значение.

Кроме того, незначимым оказался коэффициент «размер совета директоров». Значимыми же стали «наличие независимых директоров», «количество исполнительных и неисполнительных директоров». Такой показатель, как «наличие независимых директоров» имеет положительный знак перед коэффициентом, а, следовательно, имеет прямую связь, что значит, чем больше независимых директоров, тем больше доля заемных средств по сравнению с собственными в структуре капитала. Показатели «количество исполнительных и неисполнительных директоров» имеют обратную связь, а именно: чем больше их количество, тем меньше заемных средств использует компания. Наши результаты совпадают с выводами, которые определили, что советы с большим числом

исполнительных директоров могут обеспечить увеличенные возможности мониторинга, тем самым уменьшается риск банкротства фирмы и вероятность случаев мошенничества, которые возникают из-за высокого уровня заемных средств в структуре капитала в компании.

Проведя анализ, мы пришли к выводу о том, что на структуру капитала влияет множество факторов. Частично подтвердилась гипотеза 1: чем больше значение финансовых показателей компании, тем больше доля заемных средств в структуре капитала. Гипотеза 2 о том, что чем больше количество женщин в составе правления, тем больше заемных средств использует компания, не подтвердилась. Гипотеза 3, утверждающая, что чем старше управляющий, тем доля заемных средств в структуре капитала выше, подтвердилась частично. Гипотеза 4 о том, что чем больше опыт работы на должности управляющего, тем компания использует больше заемных средств, не подтвердилась. Частично подтвердилась гипотеза 5: чем больше размер совета директоров, наличие независимых директоров, количество исполнительных и неисполнительных директоров, тем более доля заемных средств в структуре капитала превосходит собственные.

Стратегическая значимость выбора структуры капитала является архиважной практически для любой компании. Вне зависимости от рода деятельности, размера, целей и задач, поставленных перед компанией, определение структуры капитала – один из приоритетных вопросов, решаемых менеджментом организации. Следовательно, понимание роли факторов, оказывающих влияние на структуру капитала, – весьма актуальная тема для научных работ.

Проведенное нами исследование влияния различных факторов, в частности факторов корпоративного управления на примерах крупнейших участников российского рынка, может быть использовано при прогнозировании структуры капитала фирм, функционирующих в условиях существующего рынка.