

**ВЛИЯНИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА СТРУКТУРУ КАПИТАЛА  
РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ****Елена Анатольевна ФЕДОРОВА<sup>а\*</sup>, Татьяна Михайловна ДЕНИСОВА<sup>б</sup>,  
Инна Владимировна ЛУКАШЕНКО<sup>с</sup>**

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

<sup>б</sup> студент магистратуры департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация  
denisovatm@bk.ru

<sup>с</sup> 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 20.06.2017Получена в доработанном  
виде 19.07.2017

Одобрена 28.08.2017

Доступна онлайн  
28.09.2017

УДК 338.12

JEL: G02, G32

**Ключевые слова:**структура капитала,  
корпоративное  
управление, СЕО,  
финансовые показатели,  
совет директоров**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.

© 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 определение структуры 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. Bolanos<sup>1</sup>, 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 не облагаемыми 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

<sup>1</sup> 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. Hossein [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, выражающемся 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. Bolanos<sup>2</sup> 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

<sup>2</sup> 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.

Результаты проведенного исследования, представленные в данной работе, могут быть полезны менеджерам российских компаний, членам советов директоров и другим заинтересованным лицам в целях внутреннего мониторинга компании, прогнозирования влияния корпоративного управления на ее структуру капитала.

**Таблица 1**

Результаты оценки модели

**Table 1**

The results of model evaluation

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X10	-0,013032	0,004748	-2,744715	0,0096
X11	-0,016131	0,010707	-1,506558	0,1412
X14	-0,001618	0,000701	-2,310122	0,0271
X16	3,74E-07	2,49E-07	1,503141	0,142
X17	-1,69E-08	1,42E-08	-1,191649	0,2417
X2	0,049388	0,024483	2,017229	0,0516
X3	-0,006913	0,004175	-1,6558	0,107
X5	0,031671	0,012767	2,480569	0,0182
X8	-0,041984	0,016174	-2,595826	0,0138
X9	0,002698	0,005251	0,513732	0,6108
C	1,262558	0,311465	4,053611	0,0003
R-squared	0,46037	Mean dependent var		0,599137
Adjusted R-squared	0,301655	S.D. dependent var		0,27544
S.E. of regression	0,230177	Akaike info criterion		0,108654
Sum squared resid	1,801376	Schwarz criterion		0,550283
Log likelihood	8,55274	F-statistic		2,900611
Durbin-Watson stat	2,069484	Prob(F-statistic)		0,009861

Источник: составлено авторами

Source: Authoring

**Таблица 2**

Анализ результатов моделей, построенных по данным российских компаний

**Table 2**

Analysis of the results of models developed according to the Russian companies' data

Гипотезы	Факторы	Результаты
Гипотеза 1. Рентабельность активов, рентабельность собственного капитала, прибыльность, налоги и стоимость компании влияют на структуру капитала компании	Рентабельность активов, рентабельность собственного капитала, прибыльность, налоги и стоимость компании	+ -
Гипотеза 2. Чем больше количество женщин в составе правления, тем больше заемных средств использует компания	Процент женщин в составе совета директоров	-
Гипотеза 3. Чем старше возраст управляющего, тем доля заемных средств в структуре капитала выше	Средний возраст совета директоров, председателя совета и CEO	+ -
Гипотеза 4. Чем больше опыт работы на должности управляющего, тем компания использует больше заемных средств	Срок на посту председателя совета и CEO	-
Гипотеза 5. Чем больше размер совета директоров, наличие независимых директоров, количество исполнительных и неисполнительных директоров, тем большая доля заемных средств в структуре капитала, нежели собственных	Размер совета директоров, наличие независимых директоров, количество исполнительных и неисполнительных директоров	+ -

Источник: составлено авторами

Source: Authoring

**Список литературы**

1. *Canyon M.J., Peck S.I.* Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries. *European Journal of Finance*, 1998, vol. 4, iss. 3, pp. 291–304.  
URL: <http://dx.doi.org/10.1080/135184798337317>
2. *Bertrand M., Schoar A.* Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economic*, 2003, vol. 118, iss. 4, pp. 1169–1208.  
URL: <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
3. *Liu Y., Jiraporn P.* The Effect of CEO Power on Bond Ratings and Yields. *Journal of Empirical Finance*, 2010, vol. 17, iss. 4, pp. 744–762.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.03.003>
4. *Cronqvist H., Makhija A.K., Yonker S.E.* Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage. *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 103, iss. 1, pp. 20–40. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>
5. *Strebulaev I.A., Yang B.* The Mystery of Zero-leverage Firms. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 109, iss. 1, pp. 1–3.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
6. *Chang C., Chen X., Liao G.* What Are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China? *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, vol. 30, pp. 87–113.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.06.001>
7. *Frank M.Z., Goyal V.K.* Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 2009, vol. 38, iss. 1, pp. 1–37.  
URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x/epdf>  
doi: 10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x
8. *Федорова Е.А., Муратов М.А.* Влияние внутренних и внешних факторов на структуру капитала в российских компаниях: эмпирический анализ // *Финансы и кредит*. 2015. № 1. С. 9–18.
9. *Modigliani F., Miller M.H.* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 1958, vol. 48, no. 3, pp. 261–297.
10. *Peni E.* CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. *Journal of Management & Governance*, 2014, vol. 18, iss. 1, pp. 185–205. URL: <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
11. *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.
12. *Rajan R.G., Zingales L.* What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, no. 5, pp. 1421–1460.  
doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
13. *Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V.* Capital Structures in Developing Countries. *Journal of Finance*, 2001, vol. 56, iss. 1, pp. 87–130.  
URL: <http://fir.nes.ru/~agoriaev/Papers/Booth%20Capital%20Structures%20in%20Developing%20Countries%20JF01.pdf>

14. *Habib A., Hossain M.* CEO/CFO Characteristics and Financial Reporting Quality: A review. *Research in Accounting Regulation*, 2013, vol. 25, iss. 1, pp. 88–100.  
doi: 10.1016/j.racreg.2012.11.002
15. *Graham J.R., Harvey C.R.* The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 2001, vol. 60, iss. 2-3, pp. 187–243.  
URL: [http://ac.els-cdn.com/S0304405X01000447/1-s2.0-S0304405X01000447-main.pdf?\\_tid=c7f608aa-99fc-11e7-9a40-00000aacb362&acdnat=1505469842\\_6fb57247ec05e36bfc64b41068634191](http://ac.els-cdn.com/S0304405X01000447/1-s2.0-S0304405X01000447-main.pdf?_tid=c7f608aa-99fc-11e7-9a40-00000aacb362&acdnat=1505469842_6fb57247ec05e36bfc64b41068634191)
16. *Федорова Е.А., Персидская Е.Ю.* Исследование влияния внутренних факторов на структуру капитала на разных стадиях жизненного цикла российских компаний // *Финансы и кредит*. 2016. № 42. С. 2–12.
17. *Jiraporn P., Chintrakarn P., Liu Y.* Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance. *Journal of Financial Services Research*, 2012, vol. 42, iss. 3, pp. 139–158.  
URL: <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0109-8>
18. *Mak Y.T., Kusnadi Y.* Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, vol. 13, iss. 3, pp. 301–318. URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.09.002>
19. *Weisbach M.S.* Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, pp. 431–460. doi: 10.1016/0304-405X(88)90053-0
20. *Guest P.M.* The Determinants of Board Size and Composition: Evidence from UK. *Journal of Corporate Finance*, 2008, vol. 14, iss. 1, pp. 51–72.  
URL: [https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/bitstream/1826/3713/3/The\\_determinants\\_of\\_board\\_size\\_and\\_composition-2008.pdf](https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/bitstream/1826/3713/3/The_determinants_of_board_size_and_composition-2008.pdf)
21. *Chen C.H., Al-Najjar B.* The Determinants of Board Size and Independence: Evidence from China. *International Business Review*, 2012, vol. 21, iss. 5, pp. 831–846.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2011.09.008>
22. *Stulz R.* Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 1990, vol. 26, iss. 1, pp. 3–27.  
URL: <https://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/Managerial-Discretion.pdf>
23. *Fama E.F., French K.R.* Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 2002, vol. 15, no. 1, pp. 1–33.  
URL: [http://ecsocman.hse.ru/data/854/126/1231/fama\\_french\\_-\\_tradeoff\\_2002.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/854/126/1231/fama_french_-_tradeoff_2002.pdf)

### **Информация о конфликте интересов**

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**AN IMPACT OF CORPORATE MANAGEMENT ON THE CAPITAL STRUCTURE OF RUSSIAN COMPANIES****Elena A. FEDOROVA<sup>a,\*</sup>, Tat'yana M. DENISOVA<sup>b</sup>, Inna V. LUKASHENKO<sup>c</sup>**<sup>a</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
[ecolena@mail.ru](mailto:ecolena@mail.ru)<sup>b</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
[denisovatm@bk.ru](mailto:denisovatm@bk.ru)<sup>c</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
[anelal@mail.ru](mailto:anelal@mail.ru)

\* Corresponding author

**Article history:**Received 15 May 2017  
Received in revised form  
20 June 2017  
Received in final form  
19 July 2017  
Accepted 28 August 2017  
Available online  
28 September 2017**JEL classification:** G02,  
G32**Keywords:** capital structure,  
corporate management,  
CEO, financial indicator,  
board of directors**Abstract****Importance** In this paper, we investigate the capital structure of the biggest Russian companies.**Objectives** We aim to identify and analyze the impact of corporate management, as well as other internal factors, on the capital structure of Russian public companies.**Methods** The article studies the degree of dependence with the help of econometric models such as linear regression and least squares.**Results** We have partially confirmed the following hypothesis: the larger the value of the company's financial indicators, the greater share of borrowed funds the company has. The hypothesis that the higher the manager's age, the more borrowed funds in the capital structure, has been also partially confirmed. Besides, we partially confirmed hypothesis that the larger the size of the board of directors, the greater the amount of borrowed funds in the capital structure.**Conclusions and Relevance** The research carried out can be used when forecasting the capital structure of firms operating on the Russian market. The results can be useful to Russian managers and members of boards. It can help them to predict the impact of corporate management on its capital structure.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

**Please cite this article as:** Fedorova E.A., Denisova T.M., Lukashenko I.V. An Impact of Corporate Management on the Capital Structure of Russian Companies. *Finance and Credit*, 2017, vol. 23, iss. 35, pp. 2076–2087.  
<https://doi.org/10.24891/fc.23.35.2076>**References**

1. Conyon M.J., Peck S.I. Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries. *European Journal of Finance*, 1998, vol. 4, iss. 3, pp. 291–304.  
URL: <http://dx.doi.org/10.1080/135184798337317>
2. Bertrand M., Schoar A. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economic*, 2003, vol. 118, iss. 4, pp. 1169–1208.  
URL: <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
3. Liu Y., Jiraporn P. The Effect of CEO Power on Bond Ratings and Yields. *Journal of Empirical Finance*, 2010, vol. 17, iss. 4, pp. 744–762.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.03.003>
4. Cronqvist H., Makhija A.K., Yonker S.E. Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage. *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 103, iss. 1, pp. 20–40. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>

5. Strebulaev I.A., Yang B. The Mystery of Zero-leverage Firms. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 109, iss. 1, pp. 1–3.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
6. Chang C., Chen X., Liao G. What Are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China? *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, vol. 30, pp. 87–113.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.06.001>
7. Frank M.Z., Goyal V.K. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 2009, vol. 38, iss. 1, pp. 1–37.  
URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x/epdf>  
doi: 10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x
8. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 1958, vol. 48, no. 3, pp. 261–297.
9. Fedorova E.A., Muratov M.A. [The influence of internal and external factors on capital structure of Russian companies: an empirical analysis]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2015, vol. 21, iss. 1, pp. 9–18. (In Russ.)
10. Peni E. CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. *Journal of Management & Governance*, 2014, vol. 18, iss. 1, pp. 185–205.  
URL: <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
11. Barros L., Silveira A. Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure. *Revista Brasileira de Finanças*, 2008, vol. 6, iss. 3, pp. 293–335.
12. Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, pp. 1421–1460.  
doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
13. Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A. et al. Capital Structures in Developing Countries. *Journal of Finance*, 2001, vol. 56, iss. 1, pp. 87–130.  
URL: <http://fir.nes.ru/~agoriaev/Papers/Booth%20Capital%20Structures%20in%20Developing%20Countries%20JF01.pdf>
14. Habib A., Hossain M. CEO/CFO Characteristics and Financial Reporting Quality: A review. *Research in Accounting Regulation*, 2013, vol. 25, iss. 1, pp. 88–100.  
doi: 10.1016/j.racreg.2012.11.002
15. Graham J.R., Harvey C.R. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 2001, vol. 60, iss. 2-3, pp. 187–243.  
URL: [http://ac.els-cdn.com/S0304405X01000447/1-s2.0-S0304405X01000447-main.pdf?\\_tid=c7f608aa-99fc-11e7-9a40-00000aacb362&acdnat=1505469842\\_6fb57247ec05e36bfc64b41068634191](http://ac.els-cdn.com/S0304405X01000447/1-s2.0-S0304405X01000447-main.pdf?_tid=c7f608aa-99fc-11e7-9a40-00000aacb362&acdnat=1505469842_6fb57247ec05e36bfc64b41068634191)
16. Fedorova E.A., Persidskaya E.Yu. [A study of the impact of internal factors on capital structure at different stages of life cycle of Russian companies]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2015, vol. 22, iss. 42, pp. 2–12. (In Russ.)
17. Jiraporn P., Chintrakarn P., Liu Y. Capital structure, CEO Dominance, and Corporate Performance. *Journal of Financial Services Research*, 2012, vol. 42, iss. 3, pp. 139–158.  
URL: <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0109-8>

18. Mak Y.T., Kusnadi Y. Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2005, vol. 13, pp. 301–318. URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.09.002>
19. Weisbach M.S. Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 1988, vol. 20, pp. 431–460. doi: 10.1016/0304-405X(88)90053-0
20. Guest P.M. The Determinants of Board Size and Composition: Evidence from UK. *Journal of Corporate Finance*, 2008, vol. 14, iss. 1, pp. 51–72.  
URL: [https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/bitstream/1826/3713/3/The\\_determinants\\_of\\_board\\_size\\_and\\_composition-2008.pdf](https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/bitstream/1826/3713/3/The_determinants_of_board_size_and_composition-2008.pdf)
21. Chen C.H., Al-Najjar B. The Determinants of Board Size and Independence: Evidence from China. *International Business Review*, 2012, vol. 21, iss. 5, pp. 831–846.  
URL: <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2011.09.008>
22. Stulz R. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 1990, vol. 26, pp. 3–27.  
URL: <https://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/Managerial-Discretion.pdf>
23. Fama E.F., French K.R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 2002, vol. 15, iss. 1, pp. 1–33.  
URL: [http://ecsocman.hse.ru/data/854/126/1231/fama\\_french\\_-\\_tradeoff\\_2002.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/854/126/1231/fama_french_-_tradeoff_2002.pdf)

#### **Conflict-of-interest notification**

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.