

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

С. Г. Макарова¹

МГУ имени М. В. Ломоносова (Москва, Россия)

Е. А. Мацнева²

МГУ имени М. В. Ломоносова (Москва, Россия)

УДК: 334.01, 334.021

doi: 10.55959/MSU0130-0105-6-59-2-2

ВЛИЯНИЕ ДОЛГА НА ИЗДЕРЖКИ АГЕНТСКИХ КОНФЛИКТОВ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СОБСТВЕННОСТИ КОМПАНИЙ

Ключевой исследовательский вопрос данной публикации состоит в попытке определить, позволяет ли повышение долговой нагрузки снизить издержки агентских конфликтов в российских публичных компаниях с различными типами собственности. Предметом выступает взаимосвязь доли долга в структуре капитала с издержками агентских конфликтов. Основной целью авторов является разработка способов снижения издержек агентских конфликтов в российских компаниях с помощью управления структурой капитала, учитывая структуру собственности компаний. Для достижения этой цели авторами приводятся результаты эмпирического исследования по выявлению влияния долговой нагрузки в российских публичных компаниях на снижение издержек агентских конфликтов в зависимости от структуры их собственности. Новые результаты, полученные в ходе проведенного эмпирического исследования по 109 российским публичным компаниям за период с 2016 по 2020 год, доказывают влияние структуры капитала компаний на уровень агентских издержек в ней. Так, доказано, что долговая нагрузка имеет значимое негативное влияние на издержки агентских конфликтов в компаниях с государственным, управляемым и институциональным типами собственности. Концентрация управляемой собственности также имеет высокую значимость. Авторами было установлено, что долговая нагрузка более эффективна при низкой (<25%) концентрации собственности менеджмента. Кроме того, в ходе исследования была доказана нелинейная связь долга и издержек агентских конфликтов. Соответственно, для повышения эффективности данного инструмента необходимо соблюдать оптимальную структуру капитала (для компаний электроэнергетики она составляет около 37%, в то время как для других отраслей – около 25%). С учетом результатов исследования авторами предлагаются рекомендации

¹ Макарова Светлана Геннадьевна — к.э.н., доцент, кафедра финансов и кредита, Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова; e-mail: svtlmakarova@gmail.com, ORCID: 0000-0001-9474-1739.

² Мацнева Екатерина Александровна — магистр, Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова; e-mail: ekaterina.macneva@gmail.com, ORCID: 0000-0003-4126-1656.

© Макарова Светлана Геннадьевна, 2024 

© Мацнева Екатерина Александровна, 2024 

относительно управления структурой капитала в российских компаниях для снижения издержек агентских конфликтов. Данные результаты могут использоваться в акционерных компаниях как акционерами, так и менеджментом с целью снижения последствий агентской проблемы.

Ключевые слова: структура капитала, агентский конфликт, агентские издержки, структура собственности, концентрация собственности, публичные компании, конфликт между менеджерами и акционерами.

Цитировать статью: Макарова, С. Г., & Мацнева, Е. А. (2024). Влияние долга на издержки агентских конфликтов в зависимости от собственности компаний. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, 59(2), 21–45. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-59-2-2>.

S. G. Makarova

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

E. A. Matsneva

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

JEL: G32

DEBT IMPACT ON THE COSTS OF AGENCY CONFLICTS, CONSIDERING COMPANIES' OWNERSHIP STRUCTURE

The article attempts to determine whether the increase in debt burden reduces the costs of agency conflicts in Russian public companies with various types of ownership. The subject is the relationship between the share of debt in the capital structure and the costs of agency conflicts. The main goal is to develop the ways to reduce the costs of agency conflicts in Russian companies by managing the capital structure, taking into account the ownership structure of these companies. To achieve this goal, the authors present the results of an empirical study to identify the impact of debt in Russian public companies on reducing the costs of agency conflicts, depending on the type of ownership structure. New results obtained during an empirical study of 109 Russian public companies for the period from 2016 to 2020 prove the influence of company's capital structure on the level of agency costs. Thus, it has been proven that debt has a significant negative impact on the costs of agency conflicts in companies with state, managerial and institutional types of ownership. The concentration of managerial ownership is also of high importance. The authors argue that debt is more effective at low (<25%) concentration of management ownership. In addition, the study proves a non-linear relationship between debt and the costs of agency conflicts. Accordingly, in order to increase the effectiveness of this instrument, it is necessary to find the optimal capital structure (for electric power companies, it is about 37%, while for other industries – about 25%). Finally, the authors offer recommendations regarding the management of capital structure in Russian companies in order to reduce the costs of agency conflicts. These results can be used

in joint-stock companies by both shareholders and management to reduce the consequences of agency problem in companies.

Keywords: public companies, capital structure, agency conflict, agency costs, ownership structure, ownership concentration.

To cite this document: Makarova, S. G., & Matsneva, E. A. (2024). Debt impact on the costs of agency conflicts, considering companies' ownership structure . *Lomonosov Economics Journal*, 59(2), 21–45. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-59-2-2>

Введение

Несмотря на сравнительно долгий период исследования темы влияния долговой нагрузки на издержки агентских конфликтов (первые работы появились еще в 1970-х гг.), пока в научной литературе нет единой точки зрения по данному вопросу. Классическими исследованиями, связанными с темой агентских конфликтов, являются научные модели М. Дженсена и В. Меклинга (Jensen, Meckling, 1976), М. Дженсена (Jensen, 1986), М. Харриса и А. Равива (Harris, Raviv, 1991), Р. Шульца (Stulz, 1990) и др.

В последнее время, с увеличением раскрытия внутренней информации о компаниях, интерес к теме агентских конфликтов значительно возрос. Среди актуальных исследований взаимосвязи структуры капитала и агентских конфликтов в российских корпорациях можно выделить работы Е. Красильниковой (Красильникова, 2013), Т. Лисицкой и А. Тарасенко (Лисицкая, Тарасенко, 2017), А. Хорина и А. Бровкина (Хорин, Бровкин, 2020). Значительный вклад в разработку данного вопроса внесли публикации таких зарубежных авторов, как С. Анг с соавт. (Ang et al., 2000), Дж. Хай с соавт. (Hai et al., 2018), Дж. Макнайт и К. Вейр К. (McKnight, Weir, 2009), Э. Морелек с соавт. (Morellec et al., 2018), Р. Виджаякумараман (Vijayakumaran, 2019) и др.

Следует отметить, что в современных исследованиях долговая нагрузка рассматривается в совокупности с другими факторами, определяющими вероятность возникновения агентских конфликтов. Ключевым из таких факторов является структура собственности компаний. Анализу структуры собственности и ее взаимосвязи с агентскими конфликтами посвящены работы Т. Г. Долгопятовой (Долгопятова, 2004), М. Амина с соавт. (Amin et al., 2019), О. Фарука (Farooq, 2015), Дж. Саны с соавт. (Sun et al., 2015) и др.

Однако, как следует из приведенных исследований, этот интерес характерен в основном для иностранных работ, в то время как данные по российским компаниям не обновлялись в последние годы, что подтверждает отсутствие актуальных результатов и обуславливает потребность в проведении нового исследования. Поэтому цель данной публикации — выявление влияния долговой нагрузки в российских публичных компаниях на сни-

жение издержек агентских конфликтов с учетом формы их собственности. На основе полученных результатов исследования авторы предлагают рекомендации по снижению издержек агентских конфликтов в российских компаниях с помощью управления структурой капитала, учитывая их структуру собственности.

В первом разделе статьи проводится обзор литературы и выдвигаются гипотезы исследования. Далее авторы обосновывают дизайн эмпирического раздела: спецификацию модели, переменные для измерения используемых детерминант, формирование выборки. В третьем разделе формулируются результаты эмпирического исследования. В заключении приводятся рекомендации относительно способов снижения издержек агентских конфликтов на основе управления структурой капитала в российских компаниях. Выводы статьи сформулированы в ее заключении.

Обзор литературы и выдвижение гипотез исследования

Агентские конфликты возникают, когда принципал передает часть своих функций агенту, однако интересы принципала и агента различаются, и агент действует в своих собственных интересах. Это порождает агентские конфликты, одним из которых является конфликт между менеджерами компании и акционерами. Собственники рассчитывают на то, что менеджеры будут принимать управленические решения, направленные на повышение их благосостояния. Менеджмент заинтересован в росте размеров компании, стабильности работы, высокой заработной плате. Акционеры нацелены на высокие дивиденды и рост курсовой стоимости их акций. Поэтому акционерам необходимо проводить мониторинг деятельности менеджеров, в результате чего возникают издержки агентских конфликтов (проведение аудита, оплата органов контроля). Агентские издержки возникают также от некоторой потери эффективности деятельности компании и ее стоимости, связанной с тем, что менеджеры принимают к реализации проекты с низким значением чистой приведенной стоимости (NPV). Это возможно вследствие стремления менеджеров к контролю денежных потоков, к «построению империй» за счет контроля над активами, когда они отбирают к реализации масштабные проекты с низким NPV.

Управление долговой нагрузкой компании может стать эффективным инструментом снижения издержек агентских конфликтов. Привлечение долга сопряжено с систематическими выплатами процентных платежей и основной суммы долга, но если менеджмент инвестирует капитал в неэффективные проекты, то со временем ликвидных ресурсов будет недостаточно, чтобы погасить долг. Выполняя «дисциплинирующую функцию», долг мотивирует менеджмент работать лучше в интересах акционеров.

Вторым инструментом снижения издержек агентских конфликтов выступает структура собственности компаний. Она, несомненно, влияет

на характер агентских конфликтов в компаниях. Следует подчеркнуть, что меры по снижению остроты агентского конфликта могут быть эффективными, если только учитывается структура собственности в компаниях. По мнению Т. Г. Долгопятовой (Долгопятова, 2004), основной причиной возникновения или отсутствия конфликта интересов у менеджмента и акционеров является разделение или совмещение функций собственности и управления в компаниях. Дополнив модели корпоративного управления, предложенные Т. Г. Долгопятовой, авторами статьи была представлена следующая классификация типов собственности российских компаний (табл. 1).

Таблица 1
Классификация типов собственности для исследования

Тип собственности	Критерии отнесения к типу	Риск агентского конфликта
Управленческая (концентрированная)	Распыленное владение, при котором менеджмент компании является держателем крупного пакета акций и выполняет основные функции контроля и управления	Низкий
Управленческая (неконцентрированная)	Распыленное владение, при котором менеджмент не является держателем крупного пакета акций (выполняет только функцию контроля)	Высокий
Государственная	Компания входит в список государственных корпораций	Средний
Институциональная	Наличие крупного институционального инвестора среди акционеров	Средний
Иностранная	Наличие в списке акционеров иностранных представителей	Средний

Источник: составлено авторами.

Как показано в табл. 1, наличие в компаниях государственной, иностранной и институциональной собственности предполагает возможность использования данными собственниками инструментов контроля менеджмента. Например, многие институциональные инвесторы могут самостоятельно проводить анализ деятельности компании и ее менеджмента, снижая тем самым агентскую проблему. В силу неопределенности воздействия данных типов собственности на издержки агентских конфликтов требуется провести более подробное исследование.

Наибольший риск возникновения агентских проблем характерен для управленческой (неконцентрированной) структуры собственности, при которой многочисленные акционеры не способны контролировать эффективность работы менеджмента и требовать от них максимизации

стоимости компании в интересах акционеров. Наименьший риск агентских конфликтов возникает при управлеченческой (концентрированной) собственности, когда менеджмент владеет значительным пакетом акций и как крупный собственник действует в интересах других собственников. Это показывает, что управление структурой собственности может использоваться в качестве инструмента снижения издержек агентских конфликтов. Это позволит предотвратить инвестирование в проекты с отрицательным NPV и чрезмерное инвестирование свободного денежного потока со стороны менеджмента.

Наиболее интересным и реалистичным представляется мнение о том, что влияние управлеченческой собственности на структуру капитала и агентские издержки нелинейно. В исследовании (Brailsford et al., 2002) замечена следующая важная зависимость относительно концентрации собственности у менеджеров. Когда собственность у менеджмента достигает определенного «перелома» в уровне концентрации, то у них начинают преобладать личные интересы вместо стремления наращивать стоимость компании. В данном случае мы сталкиваемся с проблемой «окапывания» менеджмента. Согласно исследованию у испанских фирм данный «перелом» наступает на уровне концентрации, равном 39,5% (Granado-Peiró, López-Gracia, 2017). «Переломным» уровнем концентрации собственности для российских компаний был выбран блокирующий пакет акций (25%), так как обладание этим пакетом дает право заблокировать любое решение по важнейшим вопросам компании.

Следовательно, мы ожидаем получить нелинейное влияние долга на издержки агентских конфликтов в компаниях с управлеченческим типом собственности. При неконцентрированной управлеченческой собственности эффективность использования долговой нагрузки для снижения издержек агентских конфликтов, предположительно, увеличивается. И наоборот, при высокой концентрации собственности у менеджмента использование «дисциплинирующей роли» долга должно быть менее эффективно, так как риск агентских конфликтов меньше из-за более низкого риска агентских конфликтов (Долгопятова, 2004). Итак, мы формулируем следующие гипотезы.

Гипотеза 1 (Н1): наличие акций в собственности менеджмента положительно влияет на снижение издержек агентских конфликтов в компаниях.

Гипотеза 2 (Н2): взаимосвязь долговой нагрузки и издержек агентских конфликтов не линейна.

Гипотеза 3 (Н3): долговая нагрузка положительно влияет на снижение издержек агентских конфликтов в компаниях с управлеченческим типом собственности.

Гипотеза За (Н3а): влияние долговой нагрузки на снижение агентских издержек значимо только в компаниях с концентрацией собственности у менеджмента <25%.

Теперь остановимся на компаниях с государственным участием. Для них существуют следующие предпосылки для роста долговой нагрузки:

- не обладая достаточным объемом ресурсов для контроля деятельности менеджмента компаний, в которые государство инвестирует ресурсы, оно может использовать косвенный надзор со стороны предоставляющих заемное финансирование кредитных организаций. Они проводят мониторинг финансового состояния компаний, а также ограничивают доступный менеджменту денежный поток за счет обязательств выплачивать регулярные платежи по долгу (Vijayakumaran, 2019; Tian, Estrin, 2007);
- компании с государственным участием могут получать финансирование на более выгодных условиях вследствие наличия у них государственных гарантий. Риск банкротства для таких компаний нивелируется вследствие «мягких бюджетных ограничений» (Amin et al., 2019).

Учитывая эти особенности, нами была сформулирована следующая гипотеза для проверки.

Гипотеза 4 (Н4): долговая нагрузка положительно влияет на снижение издержек агентских конфликтов в компаниях с государственным типом собственности.

Следующая группа собственников — институциональные инвесторы — способны снижать издержки агентских конфликтов за счет того, что они могут сами проводить регулярный контроль деятельности менеджмента (Brown et al., 2019). Большой экспертный опыт институциональных инвесторов позволяет им оперативно и самостоятельно оценивать эффективность управленческих решений и интерпретировать информацию о деятельности компаний. В таком случае значение «дисциплинирующей функции» долга смещается на второй план. Институциональные инвесторы влияют на управленческие решения благодаря не только своей проактивной позиции, но и своей способности воздействовать на стоимость акций компаний посредством принятия решения, например, о продаже своей доли акций и выходе из владения (Crane et al., 2019).

Таким образом, в рамках эмпирического исследования нами будет тестируться следующая гипотеза.

Гипотеза 5 (Н5): долговая нагрузка не влияет на снижение издержек агентских конфликтов в компаниях с институциональным типом собственности.

Приобретая акции компаний, иностранные инвесторы часто несут более высокие риски, чем местные собственники. В условиях асимметрии информации иностранные инвесторы могли бы снижать издержки агентских конфликтов за счет перекладывания функций мониторинга и контроля на кредитные организации (Do et al., 2020). Вместе с тем существует ряд эмпирических исследований, в которых установлено, что иностранные инвесторы имеют собственные рычаги воздействия на агентские из-

держки, поэтому использование «дисциплинирующей функции» долга в качестве инструмента контроля для них не столь актуально (Hai et al., 2018; Li, Cui, 2003; Kim, Sorensen, 1986). Более того, иностранные инвесторы часто имеют доступ к значительному объему информации и могут ее качественно интерпретировать. Соответственно, нами будет протестирована следующая гипотеза.

Гипотеза 6 (Н6): долговая нагрузка не влияет на снижение издержек агентских конфликтов в компаниях с иностранным типом собственности.

Модель исследования

В качестве метода оценки влияния структуры капитала на издержки агентских конфликтов с учетом типа собственности компаний, был выбран регрессионный анализ панельных данных, который позволяет наиболее точно определить взаимосвязь всех переменных. Оценка влияния левериджа компании производится с применением трех моделей: МНК регрессии, модели с фиксированными эффектами и модели со случайными эффектами. Общий вид эконометрической модели представлен далее:

$$Agency\ costs_{it} = \alpha + \beta_1 * Leverage_{it} + \beta_2 * Ownership\ structure_{it} + \\ + \beta_3 * Ownership(dummy)_{it} + \beta_4 * Control\ variables_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

где *Agency costs* — издержки агентских конфликтов; *Leverage* — уровень финансового левериджа; *Ownership structure* — процент акций у акционеров различного типа; *Ownership structure dummy* — дамми-переменные, характеризующие тип собственности; *Control variables* — факторы, влияющие на агентские конфликты; ε — случайные ошибки регрессии; *i*, *t* — характеристики наблюдения в выборке (*i* — компания, *t* — год).

Для измерения издержек агентских конфликтов используются два показателя:

1. Показатель доли административных расходов в выручке (далее — SGA), который характеризует расходы на нужды менеджмента, нецелевые расходы. Чем больше SGA в абсолютном и относительном выражениях, тем больше средств расходуется на поддержание деятельности менеджмента и тем ниже доход акционеров. Таким образом, чем выше показатель SGA, тем больше издержки агентских конфликтов.

2. Показатель оборачиваемости активов (далее — АТ) характеризует эффективность принятия решений относительно управления компанией. Следовательно, чем ниже оборачиваемость активов, тем хуже менеджмент управляет ресурсами и тем выше агентские издержки. Причинами низкой оборачиваемости активов с точки зрения агентских издержек могут быть: неверные инвестиционные решения менеджмента и покупка непродуктивных активов, таких как чрезмерно модные офисные помещения, офисная мебель, автомобили и курортная недвижимость (Ang et al., 2000).

Структура капитала в нашем исследовании измеряется тремя способами: отношением всего долга к балансовой стоимости капитала, отношением всего долга к рыночной стоимости капитала и отношением всего долга к активам. По итогам тестирования всех трех показателей лучшим был выбран показатель, построенный на рыночных оценках финансового левериджа компании (отношение всего долга к рыночной стоимости капитала). Показатель учитывает ожидания и служит более точным ориентиром при принятии финансовых решений по сравнению с балансовыми показателями.

Показателем, характеризующим *тип структуры собственности*, является процент акций, принадлежащий тому или иному типу акционеров, а также дамми-переменные, характеризующие доминирование в компании того или иного типа инвесторов.

Контрольные переменные были выбраны на основе анализа дополнительных факторов, влияющих на издержки агентских конфликтов. Рассмотрим данные переменные.

1. *Темп роста выручки.* Теория агентских конфликтов М. Дженсена и В. Меклинга (Jensen, Meckling, 1976) утверждает, что компании с высокими темпами роста выручки могут инвестировать не оптимально, поэтому агентские издержки растут (Kim, Sorensen, 1986). Мы будем измерять темп роста выручки через *натуральный логарифм* ее ежегодного прироста.

2. *Перспективы роста компании.* Потенциально высокие перспективы роста имеют негативное влияние на прозрачность действий менеджмента. Так, чем больше компания, тем размыте собственность и, следовательно, выше риск возникновения агентских конфликтов. Данный показатель мы будем измерять как *отношение рыночной капитализации компании к её балансовой стоимости*.

3. *Прибыльность компании.* Теория агентских конфликтов М. Дженсена (Jensen, 1986) предполагает, что прибыльные фирмы часто сталкиваются с серьезными проблемами свободного денежного потока. Следовательно, чем больше рентабельность активов, тем выше должны быть агентские издержки у компаний. Прибыльность фирмы будет измеряться на основе показателя *рентабельности ее активов*.

4. *Наличие свободного денежного потока.* Менеджеры, стремящиеся к увеличению собственного контроля, предпочитают не привлекать заемного финансирования, а использовать свободные средства. Поэтому большой *свободный денежный поток* — это предпосылка для возникновения издержек агентских конфликтов. *Свободный денежный поток (FCF)* мы будем рассчитывать по формуле:

$$FCF = OCF - CAPEX,$$

где *OCF* — чистый денежный поток от операционной деятельности; *CAPEX* — капитальные затраты.

5. *Дивидендные выплаты.* Последовательная выплата дивидендов ограничивает доступные операционные денежные потоки и налагает на руководство дисциплину в отношении расходов (Smith, Stulz, 1985). В качестве переменной используется *коэффициент выплаты дивидендов (DPR)*, рассчитанный по формуле:

$$DPR = \frac{\text{Объем выплаченных дивидендов за период}}{\text{Чистая прибыль за период}} \cdot 100\% \quad (3)$$

6. *Совет директоров.* Большое количество членов совета директоров подразумевает включение в него специалистов с экспертизой в различных областях бизнеса, что может положительно сказаться на эффективности принимаемых решений (Tian, Estrin, 2007; McKnight, Weir, 2009). С другой стороны, многочисленный состав совета директоров может означать проблемы с кооперацией и коммуникацией. В исследовании (Uadiale, 2010) представлены доказательства того, что в большом совете директоров решения принимаются на основании мнения одного или двух доминантных членов. Однако благодаря тому, что в крупном совете директоров может быть больше независимых и неисполнительных директоров, исполняющих функцию контроля, в рамках исследования рассматривается предположение об отрицательной взаимосвязи между размером совета директоров и издержками агентских конфликтов. Размер совета директоров измеряется на основе показателя его численности.

7. *Доля независимых и неисполнительных членов* совета директоров. Исследования (Harris, Raviv, 1991) и (McCahey et al., 2016) указывают на то, что советы директоров, в которых доминируют внешние директора, с большей вероятностью будут действовать эффективно в интересах акционеров, чтобы защитить свою репутацию перед акционерами. Таким образом, чем больше *доля независимых и неисполнительных членов* в совете директоров, тем ниже должен быть размер издержек агентских конфликтов. Данный показатель мы измеряем как процентную долю независимых и неисполнительных директоров в общей численности совета директоров.

8. *Тип правления.* Последней, но не менее важной характеристикой корпоративного управления выступает *тип правления* в организации: коллегиальное или единоличное. Предполагается, что в случае единоличного правления риск недобросовестного поведения менеджмента возрастает, в то время как коллегиальное правление обладает большей объективностью (Arosa et al., 2013). Данная переменная является бинарной и принимает значения 0 при коллегиальном и 1 при единоличном правлении.

Полный перечень переменных, обоснование выбора которых представлено выше, приведен в табл 2.

Таблица 2

Описание переменных в модели исследования

Переменные, характеризующие структуру капитала	
Отношение долгосрочного и краткосрочного долга к балансовой стоимости капитала	TDTC
Отношение долгосрочного и краткосрочного долга к активам	TDTA
Отношение долгосрочного и краткосрочного долга к рыночной стоимости капитала	TDTE
Переменные, характеризующие издержки агентских конфликтов (зависимые)	
Оборачиваемость активов	AT
Доля административных издержек в выручке	SGA
Переменные, характеризующие тип и концентрацию собственности	
Доля акций, принадлежащих членам совета директоров	MO
Процентная доля акций, принадлежащих государству	GO
Процентная доля акций, принадлежащих институциональным инвесторам	IO
Процентная доля акций, принадлежащих иностранным инвесторам	FO
В компании доминирует тип собственности — управленческий	dMO
В компании доминирует тип собственности — государственный	dGO
В компании доминирует тип собственности — иностранный	dFO
В компании доминирует тип собственности — институциональный	dIO
Высокая (1) / низкая (0) концентрация управленческой собственности	dMO25
Контрольные переменные	
Скорость роста выручки	S
Перспективы роста компании	MCBV
Свободный денежный поток	FCF
Рентабельность активов	ROA
Коэффициент выплаты дивидендов	DPR
Размер совета директоров	BS
Процентная доля независимых членов совета директоров	ID
Процентная доля неисполнительных членов совета директоров	NED
Коллегиальное (0) / единоличное (1) правление	dMAN

Источник: составлено авторами на основе систематизации данных.

Описание выборки для проведения исследования

Для проведения эмпирического исследования влияния долговой нагрузки на издержки агентских конфликтов между акционерами и менеджментом первоначально были рассмотрены 659 российских компаний.

Критерием включения компаний в выборку служило наличие всей необходимой информации в полном объеме, в связи с чем в выборке были оставлены только публичные компании, раскрывающие финансовую аудированную отчетность, а также были исключены финансовые компании. Период данных был ограничен 2016–2020 гг. в силу доступности данных по отдельным показателям, необходимым для моделей. Таким образом, итоговая выборка составила 109 российских публичных компаний, что соответствует 545 наблюдениям. Данные исследования представлены в российских рублях.

На первом этапе был проведен статистический анализ собранных данных. В табл. 3 приведены результаты описательной статистики для наблюдений. Исходя из полученных результатов описательной статистики, средние значения структуры капитала значительно отличаются между тремя показателями. Это подтверждает обоснованность тестирования модели на разных показателях левериджа. Отметим, что самое высокое отношение долга к активам (TDTA), равное 457%, рассчитано на основе консолидированной финансовой отчетности ПАО «РБК» за 2018 г. Такое значение объясняется тем, что у компании был отрицательный собственный капитал вследствие значительного убытка, поэтому долгосрочный долг существенно превышает активы компании. Среднее отношение административных расходов в выручке составило около 16%. В то же время средняя оборачиваемость активов равнялась 1,1. Значение выше единицы свидетельствует о наличии эффективности в управлении активами в среднем, однако данный показатель необходимо наблюдать в динамике для определения степени эффективности. Первичный анализ показал, что в анализируемых компаниях достаточно невысокий уровень агентских издержек. Структура собственности характеризуется довольно низкой средней концентрацией собственности у менеджмента компаний (4,5%), в то время как средние доли акций у государства, институциональных и иностранных инвесторов примерно равны: 14,8, 13,4 и 16,0% соответственно.

Таблица 3
Описательная статистика наблюдений (выборочные данные)

Переменная	Среднее	Медиана	Ст. откл.	Мин.	Макс.
TDTC	52,5	42,6	74,5	0,0	883,7
TDTE	186,7	74,3	355,0	0,0	2938,0
TDTA	35,8	30,3	40,5	0,0	457,2
AT	1,1	0,7	1,3	0,0	8,9
SGA	15,7	12,1	17,4	0,0	195,8
DPR	60,2	26,5	153,4	0,0	1935,0
ROA	5,7	4,3	10,7	-87,3	80,0
MCBV	1,9	0,9	18,3	-135,7	283,9

Окончание табл. 3

Переменная	Среднее	Медиана	Ст. откл.	Мин.	Макс.
MO	4,5	0,0	15,8	0,0	97,9
IO	13,4	5,5	18,5	0,0	99,6
GO	14,8	0,0	27,7	0,0	100,0
FO	16,0	0,0	26,8	0,0	99,9
FCF	4,7	5,1	4,4	-2,2	13,9
S	0,06	0,05	0,22	-2,74	1,17
ID	0,3	0,3	0,2	0,0	0,9
NED	0,6	0,6	0,3	0,0	1,0
BS	9,5	9,0	2,3	4,0	15,0

Источник: составлено авторами на основе результатов анализа.

Далее были проанализированы взаимосвязи между различными переменными на основе парных корреляций Спирмена (табл. 4). Согласно полученным данным в выборке отсутствуют значительно коррелированные переменные. Корреляционный анализ не позволяет сделать полный вывод о влиянии долга в структуре капитала на агентские издержки. Наиболее ожидаемое влияние наблюдается у показателя TDTE: отрицательный коэффициент корреляции с административными расходами и положительный — с оборачиваемостью активов.

Таблица 4

Корреляционная матрица переменных (5%-й уровень значимости)

	TDTC	TDTE	TDTA	AT	SGA	DPR	ROA	MCBV	MO	FCF	S	ID	NED	dMAN	BS
TDTC	1														
TDTE	0,37	1													
TDTA	0,97	0,38	1												
AT	0,04	0,06	-0,05	1											
SGA	0,11	-0,04	0,10	-0,02	1										
DPR	-0,04	-0,01	-0,04	-0,04	-0,06	1									
ROA	-0,16	-0,11	-0,15	-0,01	-0,11	-0,05	1								
MCBV	0,00	0,17	0,00	0,03	-0,05	-0,01	0,01	1							
MO	-0,06	-0,08	-0,07	0,19	0,12	-0,06	-0,07	-0,01	1						
FCF	-0,12	0,06	-0,10	-0,02	0,04	-0,02	-0,01	0,04	0,02	1					
S	-0,02	0,04	-0,05	0,03	0,00	-0,06	0,12	0,05	0,01	-0,02	1				
ID	0,09	0,04	0,11	-0,09	-0,11	0,06	0,09	-0,01	-0,06	-0,09	0,07	1			
NED	-0,21	-0,08	-0,21	0,02	0,11	-0,05	-0,13	0,05	-0,03	0,06	-0,05	-0,07	1		
dMAN	-0,02	0,02	-0,05	0,21	0,10	-0,06	-0,11	0,09	0,07	-0,03	-0,02	-0,03	-0,03	1	
BS	-0,13	-0,08	-0,11	-0,17	-0,17	0,05	0,10	-0,07	-0,25	-0,05	0,00	0,08	0,11	-0,35	1

Источник: составлено авторами на основе результатов анализа.

С точки зрения других факторов, влияющих на агентские издержки, можно сделать вывод, что увеличению административных расходов и падению эффективности управления активами компаний способствуют такие переменные, как увеличение свободного денежного потока, который доступен менеджменту, и рост компании, так как в растущих компаниях выше риск чрезмерного инвестирования.

Результаты исследования

Ряды значений переменных, характеризующих агентские издержки и структуру капитала российских компаний, были проверены на стационарность с помощью теста Дики — Фуллера для выявления необходимости дифференциации рядов. Полученные *p*-значения (0,01) свидетельствуют о том, что ряды стационарны и дифференциация не требуется.

Во всех протестированных в рамках эконометрического исследования моделях были учтены робастные ошибки. Дальнейшая проверка моделей на гетероскедастичность с помощью теста Броиша — Пагана подтвердила отсутствие гетероскедастичности. Наилучшей моделью по итогам тестирования была выбрана модель со случайными эффектами. Модель исключает скоррелированные неизвестные ошибки между компаниями, т.е. в уравнении остаются только объясняющие постоянные во времени переменные, такие как доля неисполнительных и независимых директоров, размер совета директоров и тип правления¹.

Согласно полученным результатам (табл. 5) структура капитала (показатель TDTE) оказывает значимое влияние на издержки агентских конфликтов для всей выборки российских компаний. Однако наибольшую эффективность долговая нагрузка показывает в компаниях с государственным участием.

Значимой структура капитала также является и при управленческом и институциональном типах собственности. Полученный результат для управленческой собственности является ожидаемым, в то время

¹ В процессе выбора наиболее подходящей модели были использованы следующие проверочные тесты для моделей. Во-первых, при сравнении МНК и модели с фиксированными эффектами проведен *F*-тест для проверки гипотезы о равенстве нулю всех индивидуальных эффектов компаний. *P*-значение <0,05 — следовательно, модель с фиксированными эффектами предпочтительнее МНК. Во-вторых, сравнение МНК и модели со случайными эффектами производилось с помощью теста Броиша — Пагана. Нулевая гипотеза заключалась в том, что дисперсия между наблюдениями равна 0, т.е. нет случайных индивидуальных эффектов. *P*-значение <0,05 свидетельствует о том, что модель со случайными эффектами предпочтительнее. В-третьих, сравнение моделей с фиксированными и со случайными эффектами проводилось с помощью теста Хаусмана, проверяющего наличие корреляции между ошибками и регрессорами. Полученное *p*-значение >0,05 подтверждает, что модель со случайными эффектами предпочтительнее модели с фиксированными эффектами.

как для институциональной предполагалось отсутствие взаимосвязи между долгом и издержками агентских конфликтов. Полученный результат позволяет по-другому оценить позицию институциональных инвесторов. Наличие влияния структуры капитала может так же объясняться отсутствием у крупных институциональных инвесторов ресурсов для контроля всех объектов инвестиций, как в случае с государственной собственностью. В то же время согласно результатам в компаниях с крупными иностранными инвесторами долговая нагрузка теряет свою эффективность. На практике участие иностранных инвесторов имеет достаточно положительных эффектов на агентские конфликты и, следовательно, необходимость в дополнительных способах контроля отпадает.

Таким образом, подтверждаются гипотезы H3, H4 и H6 и отвергается гипотеза H5. Результаты тестирования моделей представлены в агрегированном виде в табл. 5.

Таблица 5

Агрегированные результаты тестирования моделей

Тип собственности	Управленческая		Институциональная		Государственная		Иностранная	
Модель	AT	SGA	AT	SGA	AT	SGA	AT	SGA
const	0,683 (1,711)	34,270** (14,462)	2,588** (1,268)	25,204*** (9,253)	1,279** (0,518)	14,639* (7,379)	1,338* (0,738)	20,038*** (12,755)
TDTE	0,002*** (0,003)	-0,013** (0,008)	0,001* (0,000)	-0,009* (0,005)	0,000*** (0,000)	-0,006*** (0,002)	0,001 (0,000)	-0,008 (0,000)
DPR	0,000 (0,000)	-0,001 (0,002)	0,002* (0,001)	-0,001 (0,005)	0,000 (0,000)	-0,005 (0,008)	0,000 (0,000)	-0,006 (0,004)
ROA	-0,021*** (0,006)	0,157*** (0,082)	-0,011** (0,005)	0,051 (0,066)	-0,012*** (0,003)	0,659*** (0,219)	-0,002 (0,003)	0,043* (0,025)
MCBV	-1,000*** (0,165)	2,348* (1,309)	-0,002 (0,001)	0,031* (0,017)	-0,004** (0,002)	0,056 (0,124)	-0,001*** (0,001)	0,021*** (0,017)
FCF	-0,009 (0,008)	0,028 (0,082)	-0,035 (0,023)	0,111** (0,054)	0,001 (0,002)	0,711** (0,269)	-0,000 (0,003)	0,009 (0,088)
S	0,197 (0,222)	1,840 (2,161)	1,181* (0,659)	0,079 (1,585)	0,143* (0,048)	0,795 (4,372)	0,074* (0,048)	0,409 (1,432)
ID	3,795 (2,540)	-1,428 (15,697)	2,124*** (1,133)	-6,371 (8,125)	0,457** (0,183)	-3,999 (5,964)	1,088* (0,622)	-22,283 (31,414)
NED	2,837** (1,141)	-3,718 (9,094)	-0,661 (0,757)	3,394 (5,486)	0,317** (0,135)	-0,483 (6,075)	-0,204 (0,358)	7,454 (11,365)
dMAN	0,175 (0,604)	-4,941 (4,881)	1,037** (0,469)	-4,189 (3,378)	0,073 (0,174)	-4,325 (4,590)	0,269 (0,388)	-9,194 (5,504)
BS	0,038** (0,140)	-2,642** (1,394)	0,066 (0,020)	-1,234 (0,859)	0,025 (0,031)	-0,510 (0,592)	0,067 (0,082)	-1,552 (1,157)
MO	0,037*** (0,008)	-0,075* (0,102)	0,002 (0,003)	-0,012 (0,035)	2,175** (0,896)	-17,035* (2,176)	0,002 (0,002)	-0,137*** (0,043)
Станд. ошибка	1,319	11,312	1,203	8,572	0,316	7,754	0,894	4,960
P-значение	0,000	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000

Источник: составлено авторами на основе систематизации результатов анализа.

Подтверждается гипотеза и о значительном влиянии наличия акций у менеджмента на издержки агентских конфликтов (Н1). Так, переменная, характеризующая процент акций, принадлежащий менеджменту (МО), является значимой в большинстве моделей. Как и предполагалось, наделение менеджмента собственностью значительно влияет на их интересы, сближая их с интересами остальных собственников. С уверенностью можно сделать вывод о том, что наличие личной заинтересованности директоров в повышении стоимости компании снижает издержки агентских конфликтов.

Для тестирования гипотезы Н3а была введена дамми-переменная, которая разделила выборку на две части: с собственностью менеджмента больше и меньше 25%. Предполагалось, что в компаниях с высокой концентрацией управленческой собственности влияние долга на издержки агентских конфликтов будет незначительным. Полученные результаты подтверждают эту гипотезу. Так, значимость суммы коэффициентов при dMO25*TDTE и TDTE ниже, чем при TDTE, т.е. значимость долга выше при низком уровне концентрации собственности менеджмента (табл. 6).

Таблица 6
Результаты тестирования значимости долга
при разной концентрации собственности менеджмента

	Зависимая переменная в модели			
	Доля административных издержек в выручке, SGA		Оборачиваемость активов, АТ	
	коэффициент	p-значение	коэффициент	p-значение
TDTE	-0,003	0,010	-0,001	0,011
dMO25*TDTE	0,003	0,551	0,000	0,945
Сумма коэффициентов	0,001	0,896	-0,0001	0,813

Источник: составлено авторами на основе систематизации результатов анализа.

В ходе тестирования моделей было установлено, что переменные структуры капитала связаны с переменными издержек агентских конфликтов нелинейно, что подтверждает гипотезу Н2. Данная взаимосвязь была установлена посредством добавления в модели квадрата переменной структуры капитала TDTE2, которая показала высокую значимость на 1%-м уровне во всех моделях. Это, в свою очередь, подтверждает, что для повышения эффективности данного инструмента для снижения агентских конфликтов необходим баланс между положительными эффектами и дополнительными расходами и рисками, связанными с привлечением заемного финансирования. Так как для каждой отрасли свойственны различные тенденции и особенности управления структурой капитала, оптимальное соотношение долга и собственных средств в данном исследовании рассчитывается

для групп компаний, относящихся к одной или смежным отраслям производства. Расчет производился по следующей формуле:

$$x = \frac{-b}{2a}, \quad (4)$$

где a — коэффициент при переменной долга в квадрате ($TDTE^2$); b — коэффициент при переменной долга ($TDTE$).

Для поиска коэффициентов при указанных выше переменных были использованы результаты тестирования следующей модели для каждой отрасли методом наименьших квадратов (МНК регрессия):

$$\begin{aligned} Agency\ costs_{it} = & \alpha + \beta_1 * TDTE_{it} + \beta_2 * TDTE_{it}^2 + \beta_3 * DPR_{it} + \\ & + \beta_4 * FCF_{it} + \beta_5 * ROA_{it} + \beta_6 * MCBV_{it} + \beta_7 * MO_{it} + \beta_8 * S_{it} + \\ & + \beta_9 * ID_{it} + \beta_{10} * NED_{it} + \beta_{11} * BS_{it} + \beta_{12} * dMAN_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

Согласно полученным результатам среди отраслей, где долговая нагрузка является значимой по отношению к издержкам агентских конфликтов, наиболее высокое значение оптимальной долговой нагрузки (отношения долгосрочного и краткосрочного долга к рыночной стоимости капитала) выявлено для компаний электроэнергетики (37%). Так как большинство компаний данной отрасли являются государственными, это согласуется с результатами, описанными в предыдущем параграфе — у компаний более широкие возможности на рынке заемного финансирования. Для компаний других отраслей оптимальная структура капитала варьируется от 19 до 28% (табл. 7).

Таблица 7

**Результаты расчета оптимальной структуры капитала
для компаний различных отраслей**

	Электроэнергетика	Металлы и добыча	Пищевая и торговля
TDTE	-0,0359*** (0,047)	-0,0108*** (0,017)	-0,0814 (0,006)
TDTE ²	0,0005* (0,002)	0,0002** (0,000)	0,0009 (0,001)
Adj R ² , %	44	69	59
P-значение модели	0,000	0,000	0,000
Ст. ошибка модели	1,772	2,503	7,414
Количество наблюдений	165	100	65
Оптимум TDTE, %	36,61	25,46	43,33

Окончание табл. 7

	Нефтегазовая и химическая	Транспорт и автомобильная	Прочие
TDTE	-0,3616** (0,044)	-0,0473** (0,146)	-0,0014*** (0,001)
TDTE ²	0,0064* (0,008)	0,0009* (0,001)	3,64E-05** (0,000)
Adj R ² , %	48	84	67
P-значение модели	0,000	0,000	0,000
Ст. ошибка модели	7,645	2,930	0,167
Количество наблюдений	85	50	80
Оптимум TDTE, %	28,39	25,83	19,23

Источник: составлено авторами на основе результатов анализа.

Таким образом, в целом результаты подтверждают, что, несмотря на наличие собственных каналов воздействия на менеджмент у различных типов акционеров, структура капитала является важным инструментом для снижения издержек агентских конфликтов. Такие результаты характерны для российских публичных компаний практически всех отраслей за исключением пищевой промышленности и торговли.

Проведенный статистический и эконометрический анализ позволил подтвердить значимость структуры капитала как инструмента для управления издержками агентских конфликтов. Однако при использовании данного инструмента необходимо учитывать особенности каждого из рассмотренных в данном исследовании типов собственности.

При управлеченском типе собственности привлечение заемного капитала позволяет менеджерам усиливать свой контроль в компании, так как долг является средством против разводнения акций. Обратной стороной высокого уровня заемного финансирования является то, что у менеджмента появляется больше свободных денежных средств для удовлетворения личных интересов и реализации неэффективных дискреционных инвестиций. Особенно это опасно в компаниях с распыленным типом собственности для миноритарных акционеров, как было объяснено ранее. Таким образом, авторами рекомендуется использовать структуру капитала в качестве инструмента по снижению издержек агентских конфликтов только в компаниях с низкой концентрацией собственности, где фактический контроль принадлежит менеджерам компаний.

Однако уровень долга не должен превышать размер капитала, необходимого для поддержания операционной деятельности компании и ее ро-

ста. Особенную привлекательность в данном случае приобретают кредиты, попадающие под различные программы субсидирования, где государство выплачивает часть долга за клиента. Как правило, в таких программах субсидирования участвуют кредиты, направленные исключительно на поддержание операционной деятельности компании. В результате стоимость обслуживания долга для компании снижается, доступный размер кредита ограничен, а контроль за компанией осуществляется как кредитными учреждениями, так и государством.

Как было отмечено выше, эффективность долга как инструмента по снижению агентских конфликтов наиболее велика для государственного типа собственности. Во-первых, государственные корпорации имеют наиболее широкий доступ к рынку заемного капитала. Во-вторых, риск банкротства значительно снижается в связи с тем, что государство выступает гарантом компаний. Из-за практической элиминации негативных последствий увеличения долга в структуре капитала, этот инструмент рекомендуется к использованию в компаниях, относящихся к государственным.

Несмотря на предполагаемое отсутствие необходимости во внешнем источнике контроля для компаний, в которых основной акционер — институциональный инвестор, результаты исследования выявили наличие взаимосвязи между структурой капитала и издержками агентских конфликтов. На наш взгляд, это объясняется особенностями российских институциональных инвесторов, которые пока еще не принимают активное участие в корпоративном управлении в отличие от зарубежных аналогов. Еще одной причиной низкого качества корпоративного управления в активах институциональных инвесторов может быть непрофессионализм и формальный подход консалтинговых компаний, нанятых ими для подбора объектов инвестирования фондов.

Существуют значительные различия в отношении участия в корпоративном управлении между разными категориями институциональных инвесторов, которые возникают из-за того, что степень участия институционального инвестора в собственности определяется конкретным набором характеристик и предпочтений, которые составляют его бизнес-модель. Так, в одних бизнес-моделях участие в управлении собственностью является ключевым фактором, а в других — нет, так как компания ориентирована на краткосрочное инвестирование или воспроизведение движения индексов.

Соответственно, полученные результаты относительно влияния долга на агентские издержки в компаниях с институциональным типом собственности открывают новые каналы для повышения качества корпоративного управления со стороны институциональных инвесторов. Поэтому для данного типа собственности рекомендуется привлекать внешний источник мониторинга — заемное финансирование.

Выходы относительно влияния долговой нагрузки на издержки агентских конфликтов в компаниях с иностранным участием совпали с результатами исследований иностранных ученых и практиков, которые не выявили положительного влияния долга в структуре капитала. По данным Московской биржи, в середине 2021 г. инвесторам-нерезидентам принадлежало около 80% всех акций, находящихся в свободном обращении на российском фондовом рынке (Фабричная, 2021). Однако с учетом текущей ситуации с оттоком капитала возможно радикальное снижение доли иностранных инвесторов в российских компаниях. При выходе иностранных инвесторов из владения акциями у компаний может возрасти необходимость в дополнительном финансировании, что в результате увеличит уровень долга. Но есть вероятность развития и альтернативного сценария, при котором иностранные инвесторы будут дополнительно вкладываться в компании с целью уберечь первоначальные вложения от обесценения. В таком случае неэффективность структуры капитала для целей управления агентскими конфликтами сохранится.

Рекомендации

Таким образом, на основе полученных выводов в рамках эмпирического исследования можно составить план мер по снижению издержек агентских конфликтов в российских компаниях с помощью управления структурой капитала (рис. 1).

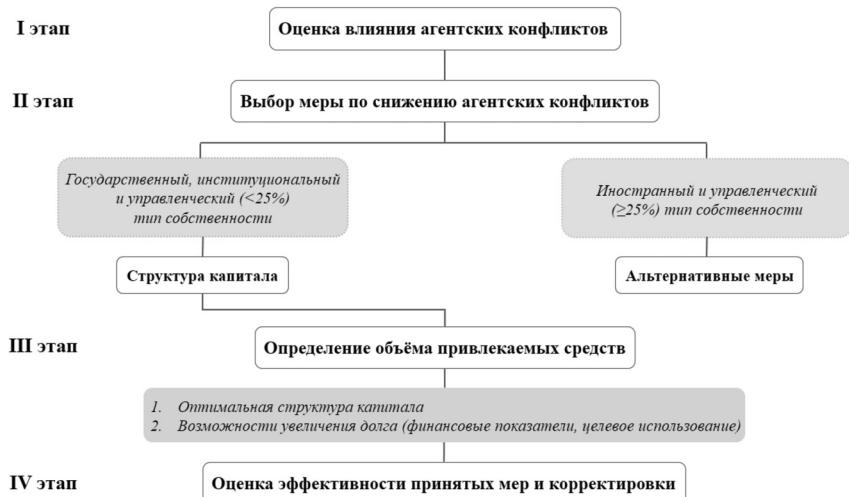


Рис. 1. Схема воздействия на агентские конфликты в российских компаниях

Источник: разработано авторами на основе выводов исследования.

На *первом этапе* необходимо произвести анализ наличия агентских конфликтов для выявления потребности в привлечении долга для их снижения. Для этого предлагается использовать показатели, задействованные в данном исследовании в качестве переменных, характеризующих издержки агентских конфликтов: долю административных расходов (очищенных от нерелевантных проблематике статей расходов) в выручке и обрачиваемость активов. Пороговые значения этих показателей устанавливаются на основе управленческих решений для каждой конкретной компании с учетом ее особенностей.

На *втором этапе* при выявлении агентских конфликтов в компании принимается решение о мере воздействия на них. Так, согласно результатам исследования структура капитала эффективна для компаний с государственной, институциональной и низко концентрированной управленческой собственностью. В остальных случаях рекомендуется рассмотреть альтернативные меры по снижению остроты агентских конфликтов.

На *третьем этапе* в случае принятия решения о привлечении внешнего заемного финансирования с целью снижения издержек агентских конфликтов необходимо произвести оценку привлекаемых объемов средств. На данном этапе должны быть решены две задачи: определено оптимальное значение структуры капитала и оценена возможность привлечения дополнительных средств. Оптимальное соотношение собственного и заемного капитала определяется в результате сравнительного анализа положительных эффектов и негативных последствий от увеличения финансового левериджа компании с учетом отрасли компании и других факторов. Второй задачей является определение возможностей по увеличению долговой нагрузки. Во-первых, необходимо произвести оценку текущего финансового положения и ликвидности активов конкретной компании. Это позволит сформировать понимание о реальной способности увеличения обязательств компании. Во-вторых, нужно определить целевое использование привлекаемых фондов: поддержание текущей операционной деятельности, инвестиции в интенсивный или экстенсивный рост компаний, увеличение прочих инвестиций и др. Цель финансирования должна быть точно определена до фактического приобретения займа. В противном случае увеличение денежных средств в распоряжении менеджмента может усугубить проблему агентского конфликта.

На завершающем, *четвертом этапе* реализации мер по снижению издержек агентских конфликтов между акционерами и менеджерами осуществляются анализ результатов и оценка эффективности выбранной меры (комплекса мер). В случае отсутствия положительного влияния на снижение показателей, характеризующих издержки агентских конфликтов, используемый подход к решению проблематики должен быть скорректирован.

Заключение

Исследование, представленное в данной публикации, было посвящено проблеме агентских конфликтов между акционерами и менеджерами. Одним из инструментов по снижению издержек агентских конфликтов является долговая нагрузка. Несмотря на сравнительно долгий период исследования данной темы в научной литературе, однозначное мнение об эффективности данного инструмента для снижения издержек агентских конфликтов в российских компаниях отсутствует. Соответственно, исследовательский вопрос данной работы заключался в попытке определить, позволяет ли повышение долговой нагрузки снизить издержки агентских конфликтов в российских публичных компаниях. Авторами также рассматривался такой ключевой фактор, как структура собственности, поскольку во многом тип и концентрация собственности определяют риск возникновения агентских конфликтов в компании и, следовательно, необходимость в привлечении внешнего источника контроля или ее отсутствие.

В результате проведенного анализа было обнаружено, что структура капитала имеет влияние на издержки агентских конфликтов для всей выборки российских компаний. Однако наибольшую эффективность долговая нагрузка показывает в компаниях с государственным участием в силу того, что у государства как акционера выше необходимость в дополнительном контроле за деятельностью менеджмента и больше возможности по привлечению долгов. Значимой структуре капитала также является и при управлеченческой и институциональной собственности. В то же время в компаниях, в структуре собственности которых есть крупные иностранные инвесторы, долговая нагрузка теряет свою эффективность, так как иностранные инвесторы имеют другие рычаги влияния на агентскую проблему за счет собственного мониторинга и контроля деятельности менеджмента и, следовательно, необходимость в привлечении дополнительного заемного капитала отпадает.

В ходе тестирования моделей было установлено, что связь соотношения долга и собственного капитала с издержками агентских конфликтов носит нелинейный характер. Это означает, что для повышения эффективности инструмента привлечения долга для снижения издержек агентских конфликтов необходимо поддержание оптимальной структуры капитала, при которой соблюдается баланс между положительными эффектами и дополнительными расходами на обслуживание долга и возникающими рисками. Авторы нашли подтверждение гипотезы о значительном влиянии наличия акций у менеджмента на издержки агентских конфликтов. В рамках исследования более значимым оказалось влияние долга на издержки агентских конфликтов в компаниях с более низкой концентрацией управлеченческой собственности, чем с более высокой. В ходе исследова-

ния авторами также были определены значения оптимальной структуры капитала для различных отраслей.

На основе результатов эконометрического анализа были сформулированы рекомендации по снижению вероятности возникновения агентских конфликтов для российских корпораций с помощью управления структурой капитала, учитывая особенности концентрации и структуры собственности данных компаний.

Список литературы

- Долгопятова, Т. Г. (2004). Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов. *Российский журнал менеджмента*, 2, 3–26.
- Красильникова, Е. В. (2013). Подход к формированию структуры капитала российскими компаниями с учетом агентских особенностей. *Вопросы экономики*, 6(534), 74–84.
- Лисицкая, Т. С., & Тарабенко, А. Ю. (2017). Роль агентских отношений в формировании структуры капитала хозяйствующих субъектов. *Интернет-журнал «Науковедение»*, 9(1), 1–6.
- Фабричная, Е. (2021, 29 июля). *Иностранные фонды владеют более 80% free float российского рынка акций — Мосбиржа*. Дата обращения 10.04.2022, <https://www.finam.ru/analysis/newsitem/inostrannye-fondy-vladeyut-bolee-80-free-float-rossiyskogo-rynka-akciy-mosbirzha-20210729-143047/>
- Хорин, А. Н., & Бровкин, А. В. (2020). Агентская проблема и возможные пути ее решения. *Экономика и предпринимательство*, 4, 1306–1310.
- Amin, M. Y., Besim, M., & Haq, Z. U. (2019). Does state ownership really matter for capital structure in selected G-20 economies? *Economic Research Ekonomika Istraživanja*, 32(1), 3150–3167. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1661000>
- Ang, S. J., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55, 81–106. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2013). The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 127–135. <https://doi.org/10.1016/j.iedee.2012.12.003>
- Braillsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42(1), 1–26. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>
- Brown, S., Dutordoir, M., Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2019). What is the role of institutional investors in corporate capital structure decisions? A survey analysis. *Journal of Corporate Finance*, 58, 270–286. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3197968>
- Crane, A. D., Koch, A., & Michenaud, S. (2019). Institutional investor cliques and governance. *Journal of Financial Economics*, 133(1), 175–197. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2841444>
- Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. C. (2020). Foreign ownership and capital structure dynamics. *Finance Research Letters*, 36(C). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101337>
- Farooq, O. (2015). Effect of Ownership Concentration on Capital Structure: Evidence from the MENA Region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(1), 99–113. <https://doi.org/10.1108/IJMEFM-10-2013-0115>

- Granado-Peiró, N., & López-Gracia, J. (2017). Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study. *European Management Review*, 14, 33–45. <https://doi.org/10.1111/emre.12088>
- Hai, J., Min, H., & Barth, J. (2018). On foreign shareholdings and agency costs: New evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(12), 2815–2833. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1412949>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46, 297–355.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131–144.
- Li, H., & Cui, L. (2003) Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms. *Nature and Science*, 1(1), 12–20. <https://doi.org/10.4324/9780203698693>
- McCahey, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *Journal of Finance*, 71, 2905–2932. <https://doi.org/10.1111/jofi.12393>
- McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139–158. doi: 10.1016/S0378-4266(01)00260-6
- Morellec, E., Nikolov, B., & Schürhoff, N. (2018). Agency Conflicts Around the World. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 4232–4278. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy018>
- Smith, C. W., & Stulz, R. (1985). The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4), 391–405. <https://doi.org/10.2307/2330757>
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3–27.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2015). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(4), 448–463. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>
- Tian, L., & Estrin, S. (2007). Debt Financing, Soft Budget Constraints, and Government Ownership: Evidence from China. *Economics of Transition*, 15(3), 461–481. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2007.00292.x>
- Uadiale, O. (2010). The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria *International Journal of Business and Management*, 5(10), 155–166. DOI: 10.5539/ijbm.v5n10p155
- Vijayakumaran, R. (2019). Agency cost, ownership, and internal governance mechanisms: Evidence from Chinese listed companies. *Asian Economic and Financial Review*, 9(1), 133–154. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.91.133.154>

References

- Dolgopyatova, T. G. (2004). Ownership and corporate control in Russian companies in the context of activation of integration processes. *Russian Journal of Management*, 2, 3–26.
- Fabrichnaya, E. (2021, July 29). *Foreign funds own more than 80% of the free float of the Russian stock market – Moscow Exchange*. Retrieved April 10, 2022, from <https://www.finam.ru>

ru/analysis/newsitem/inostrannye-fondy-vladeyut-bolee-80-free-float-rossiiskogo-rynka-akciy-mosbirzha-20210729-143047/

Khorin, A. N., & Brovkin, A. V. (2020). The agency problem and possible solutions. *Economics and Entrepreneurship*, 4, 1306–1310.

Krasilnikova, E. (2013). An approach to the formation of the capital structure by Russian companies, taking into account agency features. *Questions of Economics*, 6(534), 74–84.

Lissitskaya, T. S., & Tarasenko, A. J. (2017). The role of agency relations in shaping the capital structure of business entities. *Internet journal “Naukovedeniye”*, 9(1), 1–6.