

Аналитика и прогноз

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ И ПОЛИТИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ: ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ

Мария КОКОРЕВА

кандидат экономических наук,
научный сотрудник научно-учебной
лаборатории корпоративных финансов.
E-mail: mkokoreva@hse.ru

Азиза УЛУГОВА

стажер-исследователь научно-учебной
лаборатории корпоративных финансов.
E-mail: ulugova@gmail.com

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
(119049, Москва, ул. Шаболовка, д. 26)

Аннотация

Результаты исследований на данных компаний с развитых рынков капитала показывают, что применение лучших практик корпоративного управления не только обеспечивает защиту интересов собственников и кредиторов, но и позволяет привлекать финансирование на более выгодных условиях. На развивающихся рынках ввиду асимметрии информации, меньшей развитости правовой системы и защиты прав инвесторов корпоративное управление крайне важно как эффективный способ решения различных типов агентских конфликтов. В работе анализируются исследования взаимосвязи механизмов корпоративного управления и политики финансирования на основе данных компаний как развитых, так и развивающихся рынков капитала. Результаты исследований подтверждают, что корпоративное управление оказывает значимое влияние на получение доступа к финансированию на более выгодных условиях, на выбор уровня долговой нагрузки и скорости приспособления к целевой структуре капитала.

Ключевые слова: корпоративное управление, развивающиеся рынки капитала, структура капитала, скорость приспособления, динамическая компромиссная теория.

JEL: G32.

Оικονομία • Πολιτική

OIKONOMIA • POLITIKA

Введение

Определение структуры капитала является ключевой составляющей финансовой политики компании, непосредственно влияющей на ее стоимость. В последние годы исследования в данной области уделяют всё больше внимания влиянию агентских издержек на структуру капитала, прежде всего на развивающихся рынках. Основные характеристики данных рынков заключаются в высоких инвестиционных возможностях и соответствующих им рисках, низкой ликвидности фондовых рынков, значимости инсайдерской информации и отсутствии доказанности гипотезы эффективности рынка, небольших объемах торгов на финансовых рынках. Гирт Бекаерт и Кэмпбелл Харви [Bekaert, Harvey, 2003] также отмечают многоуровневую структуру собственности, приводящую к острым агентским конфликтам внутри корпораций.

Изучение агентской проблемы на развивающихся рынках приобретает еще большую актуальность в связи с ее усугублением вследствие неразвитости банковской сферы, непрозрачности информации и финансовой отчетности, а также недостаточной развитости законодательства в сфере корпоративного управления.

Среди развивающихся рынков часто выделяют такие группы, как страны Восточной Европы и БРИК. Светлана Бородина и Олег Швырков отмечают высокие инвестиционные возможности данных стран, привлекающие инвесторов, сопряженные, однако, с неэффективностью систем корпоративного управления [Бородина, Швырков, 2010]. О слабом развитии корпоративного управления, что в числе прочего приводит к высоким затратам на собственный капитал, сообщают также Бекаерт и Харви [Bekaert, Harvey, 2003].

Известно, что один из основных способов борьбы с агентскими конфликтами — применение лучших практик корпоративного управления, направленных на эффективный мониторинг и контроль деятельности менеджеров компании.

Исследования компаний с развитых рынков дают схожие и устойчивые результаты относительно степени влияния как агентских издержек, так и корпоративного управления на структуру капитала. На развитых рынках корпорациям, в которых агентские издержки относительно невелики, а корпоративное управление отвечает лучшим практикам, свойственно привлекать больше заемного капитала, а затраты на капитал в таких компаниях ниже [Anderson et al., 2004; Blom, Schauten, 2006; Cremers, Nair, 2005; Florackis, Ozkan, 2009]. Межстрановые различия невелики и объясняются прежде всего институциональными характеристиками.

Для развивающихся рынков результаты значительно варьируются как между странами, так и в рамках различных исследований компаний одной страны. Эти различия авторы объясняют по-разному, но наиболее распространенными объяснениями считают межстрановые институциональные характеристики или специфику методологий исследований. Кроме того, наблюдается недостаток такого рода исследований на развивающихся рынках, прежде всего это касается российских компаний.

Актуальность данной проблематики определяется важной ролью политики финансирования в системе финансовых решений компании (включающей, помимо политики финансирования, вопросы инвестирования, выплат собственникам и передачи корпоративного контроля) и недостатком исследований взаимосвязи корпоративного управления и политики финансирования. Кроме того, в последние годы на развивающихся рынках наблюдается устойчивая тенденция к сокращению концентрации собственности, что обуславливает возрастающий спрос со стороны инвесторов на лучшие практики корпоративного управления. На российском рынке также повышается интерес к корпоративному управлению не только со стороны различных агентств, объединений и организаций, занимающихся разработкой кодекса корпоративного управления, но и со стороны государства, которое в последние несколько лет уделяет большое внимание внедрению лучших практик корпоративного управления в компаниях с государственным участием.

Целями настоящей работы являются (1) обзор исследований по данной тематике и (2) выявление влияния практик корпоративного управления на решения крупных компаний с развивающихся рынков относительно структуры капитала. В обзоре затрагиваются два базовых вопроса: каким образом развитие корпоративного управления в компании влияет на выбираемый уровень долговой нагрузки (соотношение собственного и заемного капиталов) и может ли эффективное корпоративное управление повлиять на скорость подстройки структуры капитала к оптимальному уровню.

1. Корпоративное управление и уровень долговой нагрузки

Механизмы корпоративного управления имеют целью согласование интересов различных групп стейкхолдеров, в том числе решение агентских конфликтов. В литературе рассматриваются два основных типа последствий агентских конфликтов между акционерами и кредиторами компании. Последствия первого типа, описанные в статье Майкла Йенсена и Уильяма Меклинга [Jensen, Meckling, 1976], — это передача риска (*risk-shifting*): так как ответственность акционеров ограничена стоимостью акций в их владении, акционеры компании предпочитают более рискованные проекты, которые в случае успеха принесут им более высокую доходность. Последствия второго типа — нависание долга (*debt overhang*) — описаны в статье Стюарта Майерса [Myers, 1977] и заключаются в том, что в случае высокого уровня долга акционеры получают меньшую часть дохода от проектов с положительной чистой приведенной стоимостью, поэтому недоинвестируют в такие проекты. Понимая это, кредиторы требуют для себя большей доходности.

Исследователи получают различные результаты относительно влияния агентских конфликтов акционеров и кредиторов на политику финансирования компании, прежде всего на уровень долга. С одной стороны, Хайн Лиланд [Leland, 1998] и Роберт Паррино с Майклом Вайсбахом [Parrino, Weisbach, 1999] делают вывод о том, что данные агентские издержки относительно невелики и оказывают несущественное влияние на уровень долга — по крайней мере в сравнении с издержками конфликта менеджеров и акционеров. С другой стороны, некоторые исследователи [Childs et al., 2005] полагают, что такие агентские издержки значимо влияют на структуру капитала компании.

Безалел Гавиш и Авнер Калей [Gavish, Kalay, 1983] в результате анализа взаимосвязи между структурой капитала компании и передачей риска (*risk-shifting*) пришли к выводу, что агентские издержки переноса риска не увеличиваются с ростом доли долга в структуре капитала компании. Однако часть исследователей (например: [Myers, 1977]) получили другие результаты: агентские издержки переноса риска и нависания долга (недоинвестирования) повышаются с ростом уровня долга.

Кроме агентских конфликтов, возникающих между кредиторами и акционерами, следует отметить и конфликты между акционерами и менеджерами. Данный тип конфликтов является следствием разделения контроля и владения, подробно описанного в статье Йенсена и Меклинга [Jensen, Meckling, 1976]: не являясь владельцами компании, менеджеры, с точки зрения акционеров, ведут себя не оптимально, в том числе потребляя блага за счет средств компании. Одно из решений данного конфликта — предоставление менеджменту во владение части акций компании.

Результаты исследований взаимосвязи уровня долга и качества корпоративного управления противоречивы. С одной стороны, некоторые авторы отмечают, что лучшие механизмы и процедуры корпоративного управления воспринимаются рынком как позитивный сигнал о качестве компании и кредиторы предоставляют финансирование на лучших условиях: в этой логике связь между качеством корпоративного управления и уровнем долга положительная [Cremers, Nair, 2005; Florackis, Ozkan, 2009]. Некоторые авторы [Jigarorn, Gleason, 2005; Nielsen, 2005] также считают, что корпоративное управление и политика финансирования могут рассматриваться как субституты для решения проблемы агентского конфликта и сближения интересов менеджмента и акционеров, предполагая таким образом, что высокая долговая нагрузка сокращает необходимость в более качественном корпоративном управлении, и наоборот.

Влияние корпоративного управления на структуру капитала может быть также опосредовано кредитными рейтингами и затратами на заемное финансирование [Anderson et al., 2004; Blom, Schauten, 2006]: фирмы с лучшими практиками корпоративного управления, как правило, имеют более высокие рейтинги, поэтому затраты на долговое финансирование для таких фирм ниже.

Почти во всех исследованиях связи между корпоративным управлением и структурой капитала рассматриваются различные характеристики совета директоров: размер совета, число независимых директоров, состав совета (пол членов совета, образование) и др. Совет директоров несет ответственность за важные решения, касающиеся политики компании и ее операций, в том числе решений относительно структуры капитала и политики финансирования в целом. Наиболее часто исследуемой характеристикой совета директоров является его размер. Исследователи получают разные результаты, касающиеся связи между размером совета и структурой капитала. В некоторых работах [Abor, Biekpe, 2006; Vaklifard et al., 2011] была выявлена значимая отрицательная взаимосвязь размера совета и уровня долга. Возможным объяснением является то, что более крупные советы имеют большее влияние на управление компанией, что позволяет решать агентские конфликты без необходимости выбора высокого уровня долговой нагрузки как одного из способов мониторинга менеджмента. Но в большинстве эмпирических исследований [Abor, Biekpe, 2006;

Coles et al., 2008] получены противоположные результаты: выявлена значимая положительная связь между долговой нагрузкой и качеством корпоративного управления. Данный результат соответствует агентской теории: крупные советы диверсифицированы и обеспечивают более эффективный контроль и мониторинг, поэтому уровень долга в таких компаниях выше. Рональд Андерсон и соавторы [Anderson et al., 2004] также утверждали, что для фирм с большими советами директоров затраты на заемное финансирование ниже, поскольку, по мнению кредиторов, такие фирмы лучше регулируются и контролируются. Кроме того, для фирм с более высоким уровнем долга может быть характерна бóльшая потребность в квалифицированных специалистах в совете. Некоторые исследователи не находят статистически значимой связи между размером совета и уровнем долга [Al-Najjar, Hussainey, 2010; Achchuthan et al., 2013].

Доля независимых директоров в совете также имеет существенное влияние на решения компании относительно структуры капитала. Предполагается, что независимые директора обеспечивают более эффективный контроль и мониторинг [Abor, Biekpe, 2006; Brennan, McDermott, 2004]. По данным некоторых исследований [Pfeffer, 1973], неисполнительные директора поддерживают возможности компании по защите от внешней среды и угроз, способствуют снижению неопределенности, тем самым увеличивая шансы привлечь дополнительные средства путем повышения статуса компании в глазах потенциальных инвесторов и других заинтересованных сторон. С точки зрения агентской теории доля независимых директоров в составе совета директоров влияет на финансовый рычаг. Такая положительная взаимосвязь была подтверждена рядом исследований [Pfeffer, Salancick, 1978; Jensen, 1986; Abor, Biekpe, 2006].

Направление взаимосвязи, однако, может быть и обратным: для фирм с более высоким уровнем долга, как правило, характерна бóльшая доля независимых директоров в совете, что связано с требованиями кредиторов к корпоративному управлению компаний. Ряд исследователей [Li et al., 2009; Li, Naughton, 2013] также подчеркивают, что фирмы с бóльшими и более независимыми советами директоров имеют меньше ограничений в долговых контрактах. Этот аргумент поддерживает и гипотезу о положительной корреляции между числом независимых директоров и уровнем долговой нагрузки.

Мониторинг и контроль со стороны независимых директоров может решать проблемы, связанные с недоинвестированием (нависанием долга), когда менеджмент не инвестирует в эффективные проекты, от которых выигрывают преимущественно не акционеры компании, а кредиторы. Таким образом, более независимые советы директоров предпочтительнее с точки зрения кредиторов, поскольку помогают смягчить проблемы переноса риска (замещения активов) и нависания долга (недоинвестирования), которые в большинстве случаев трудно

обнаружить и предотвратить при помощи ограничительных условий и ковенант.

2. Корпоративное управление и скорость приспособления к целевой долговой нагрузке

Согласно теории и эмпирическим исследованиям корпоративное управление оказывает влияние и на скорость приспособления к целевому уровню долга. В частности, фирмы с сильным корпоративным управлением меньше страдают от агентских конфликтов и быстрее привлекают необходимое финансирование на лучших условиях. Эффективное управление также уменьшает остроту проблемы асимметрии информации между менеджерами и инвесторами. Таким образом, издержки приспособления к целевому уровню долга для компаний с сильным корпоративным управлением ниже.

Традиционная статичная компромиссная теория структуры капитала предполагает, что компании выбирают уровень долга, принимая во внимание издержки финансовой неустойчивости и приведенную стоимость экономии на налоге на прибыль [Kraus, Litzenberger, 1973]. Однако в рамках этого подхода не удалось объяснить динамику политики финансирования и исследователи получали достаточно противоречивые эмпирические результаты. В результате была предложена динамическая компромиссная теория [Fischer et al., 1989], в которой предполагалось наличие целевого уровня долга и постепенное приспособление к нему. В рамках динамической компромиссной теории вводится понятие скорости приспособления к целевому уровню долга, подразумевающее доступное компании сокращение отклонения текущего уровня долговой нагрузки от целевого соотношения собственного и заемного капиталов в течение одного периода, выраженное в процентах. Посредством включения скорости приспособления в анализ выбора структуры капитала динамическая компромиссная концепция позволила получать результаты, в большей степени соответствующие наблюдаемым решениям фирм.

Принято тестировать динамическую компромиссную теорию с помощью модели частичного приспособления [Jalilvand, Harris, 1984; Shyam-Sunder, Myers, 1999; Ozkan, 2001; Fama, French, 2002]:

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = \delta \times (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + \gamma_{i,t},$$

где $D_{i,t}$ и $D_{i,t}^*$ — фактический и целевой уровни долговой нагрузки фирмы i в период t соответственно, δ — скорость приспособления к целевому уровню долга. Если фирма полностью приспособляется к целевому уровню в течение периода, коэффициент равен 1. Ввиду наличия издержек скорость приспособления δ принимает значения между 0 и 1 [Bhamra et al., 2010], где большее δ означает большую скорость приспособления.

Агентская теория предполагает, что уровень долга играет дисциплинирующую роль для менеджеров, поэтому издержки неоптимальной долговой нагрузки включают также агентские издержки. Таким образом, корпоративное управление, наряду с дисциплинированием менеджмента компании, влияет и на скорость приспособления к целевому уровню долга: применение лучших практик корпоративного управления обеспечивает более низкие издержки приспособления к целевой долговой нагрузке и, следовательно, более высокую скорость приспособления. Другая взаимосвязь справедлива для компаний с низким уровнем долга: в компаниях со слабым корпоративным управлением менеджеры тормозят движение к более высокому оптимальному уровню долга, так как заинтересованы в более слабом давлении со стороны кредиторов и акционеров.

Эмпирические исследования подтверждают, что корпоративное управление оказывает влияние на скорость приспособления к целевой долговой нагрузке. В частности, компаниям, применяющим лучшие практики корпоративного управления, удается сократить уровень агентских издержек, поэтому им проще приспособиться к целевому уровню долга. Оливер Харт [Hart, 1995] указывает, что долг является способом ограничения менеджмента и сокращения находящегося в распоряжении менеджеров свободного денежного потока, уменьшая таким образом агентские издержки путем решения проблемы «окапывания менеджмента» (*management entrenchment*). Кроме того, при этом частично решается проблема информационной асимметрии между менеджерами и инвесторами.

Компании с сильными механизмами корпоративного управления имеют больший доступ к различным видам финансирования, а кроме того, для них характерны в среднем более высокие кредитные рейтинги, поэтому они имеют более низкие издержки приспособления к целевому уровню долга и, следовательно, более высокую скорость приспособления к целевой долговой нагрузке. Эта взаимосвязь — чем лучше качество корпоративного управления, тем выше скорость приспособления к целевой долговой нагрузке — подтверждается рядом научно-исследовательских работ [Liao et al., 2009].

Стейкхолдерский подход к фирме в целом и к корпоративному управлению в частности предполагает, что корпоративное управление, и прежде всего совет директоров, должно стремиться к достижению баланса интересов всех сторон; таким образом, основная цель совета директоров относительно политики финансирования — обеспечение быстрого приспособления к целевой долговой нагрузке. Более независимые, с большим числом членов советы директоров, которые проводят регулярные заседания, лучше понимают текущее положение дел в компании, ситуацию в отрасли, лучше видят перспективы, могут использовать свою экспертизу во благо компании, посылая рынку сигнал о ее качестве и обеспечивая таким образом более быстрое и менее сложное приспособление к оптимальной структуре капитала.

Заключение

Проведенный анализ исследований взаимосвязи уровня долга и качества корпоративного управления показал неустойчивость результатов, получаемых на основе данных компаний с развивающихся рынков. С одной стороны, некоторые авторы отмечают, что лучшие механизмы и процедуры корпоративного управления воспринимаются рынком как позитивный сигнал о качестве компании и кредиторы предоставляют финансирование на лучших условиях: в этой логике связь между качеством корпоративного управления и уровнем долга положительная. С другой стороны, согласно альтернативной точке зрения, агентские издержки можно снизить посредством как корпоративного управления, так и политики финансирования, а следовательно, лучшие практики корпоративного управления дают компании возможность эффективно функционировать и при невысоких показателях долговой нагрузки.

Тем не менее рассмотренные работы позволяют сделать общий вывод о том, что политика финансирования и корпоративное управление тесно взаимосвязаны. Эта взаимосвязь опосредована прежде всего агентскими конфликтами — как между акционерами и менеджерами, так и между акционерами и кредиторами. Для защиты своих интересов инвесторы могут использовать не только корпоративное управление, но и политику финансирования. Результаты исследований показывают, что применение лучших практик, в свою очередь, обеспечивает лучшие условия привлечения капитала — не только акционерного, но и заемного, что расширяет компаниям возможности реализации оптимальной политики финансирования.

Литература

1. *Бородина С., Швырков О.* Инвестиции в странах БРИК: Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / Под ред. С. Бородиной, О. Швыркова при участии Ж.-К. Буи. М.: Альпина Паблицерз, 2010.
2. *Abor J., Biekpe N.* An empirical test of the agency problems and capital structure of South African quoted SMEs // *SA Journal of Accounting Research*. 2006. Vol. 20. No 1. P. 51—65.
3. *Achchuthan S., Kajanathan R., Sivathaasan N.* Corporate governance practices and capital structure: A case in Sri Lanka // *International Journal of Business and Management*. 2006. Vol. 8. No 21. P. 114—125.
4. *Al-Najjar B., Belghitar Y.* Do corporate governance mechanisms affect cash dividends? An empirical investigation of UK firms // *International Review of Applied Economics*. 2014. Vol. 28. No 4. P. 524—538.
5. *Al-Najjar B., Hussainey K.* The joint determinants of capital structure and dividend policy // Working paper. 2010. Middlesex University, UK.
6. *Anderson R. C., Sattar M. A., Reeb D. M.* Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt // *Journal of Accounting and Economics*. 2004. Vol. 42. No 1/2. P. 203—243.
7. *Bekaert G., Harvey C. R.* Emerging markets finance // *Journal of Empirical Finance*. 2003. No 10. P. 3—55.

8. *Bhamra H. S., Kuehn L. A., Strebulaev I. A.* The aggregate dynamics of capital structure and macroeconomic risk // *Review of Financial Studies*. 2010. Vol. 23. No 12. P. 4187—4241.
9. *Blom J., Schauten M. B.* Corporate governance and the cost of debt // Working Paper. 2006. Erasmus University Rotterdam and ABN-Amro Bank.
10. *Brennan N., McDermott M.* Alternative perspectives on independence of directors // *Corporate Governance*. 2004. Vol. 12. No 3. P. 325—336.
11. *Coles J. L., Daniel N. D., Naveen L.* Boards: Does one size fit all? // *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 87. No 2. P. 329—356.
12. *Cremers K., Nair V.* Governance mechanisms and equity prices // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. No 6. P. 2859—2894.
13. *Gavish B., Kalay A.* On the asset substitution problem // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1983. Vol. 18. No 1. P. 21—30.
14. *Fama E., French K.* Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt // *Review of Financial Studies*. 2002. Vol. 15. No 1. P. 1—37.
15. *Fischer E. O., Heinkel R., Zechner J.* Optimal Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests // *Journal of Finance*. 1989. Vol. 44. No 1. P. 19—40.
16. *Florackis C., Ozkan A.* Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom // *Accounting & Finance*. 2009. Vol. 49. No 3. P. 531—553.
17. *Jalilvand A., Harris R. S.* Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study // *Journal of Finance*. 1984. Vol. 39. No 1. P. 127—145.
18. *Jensen M., Meckling W.* Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No 4. P. 305—360.
19. *Jensen M. C.* Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers // *American Economic Review*. 1986. Vol. 76. No 2. P. 323—329.
20. *Jiraporn P., Gleason K.* Capital structure, shareholder rights, and corporate governance // *Shareholder Rights, and Corporate Governance*. 2005. Vol. 30. No 1. P. 21—33.
21. *Hart O.* Firms, contracts, and financial structure. Oxford: Oxford University Press, 1995.
22. *Kraus A., Litzenberger R. H.* A State-preference model of optimal financial leverage // *Journal of Finance*. 1973. Vol. 28. No 4. P. 911—922.
23. *Leland H. E.* Agency costs, risk management, and capital structure (Digest summary) // *Journal of finance*. 1998. Vol. 53. No 4. P. 1213—1243.
24. *Li L., Naughton T.* A Survey of corporate governance studies in China // *Corporate Ownership and Control*. 2013. Vol. 10. No 4A. P. 61—70.
25. *Li L., Naughton T., Hovey M.* A review of corporate governance in China // *Codes of Good Governance Around the World*. N.Y.: Nova Science Publishers, 2009. P. 415—436.
26. *Liao J., Young M. R., Sun Q.* Independent directors' characteristics and performance: evidence from China. Mimeo. 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1489088>.
27. *Myers S. C.* Determinants of corporate borrowing // *Journal of Financial Economics*. 1977. Vol. 5. No 2. P. 147—175.
28. *Nielsen A.* Corporate governance, leverage and dividend policy. EFA 2006 Zurich Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=906339>.
29. *Ozkan A.* Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2001. Vol. 28. No 1. P. 175—198.
30. *Parrino R., Weisbach M. S.* Measuring investment distortions arising from stockholder — bondholder conflicts // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 53. No 1. P. 3—42.
31. *Pfeffer J.* Size, Composition and function of corporate boards of directors: the organisation-environment linkage // *Administrative Science Quarterly*. 1973. Vol. 18. No 3. P. 349—364.
32. *Pfeffer J., Salancick G. R.* The external control of organisations: A resource-dependence perspective. N.Y.: Harper & Row, 1978.
33. *Shyam-Sunder L., Myers S. C.* Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 51. No 2. P. 219—244.

34. *Vakilifard H. R., Gerayli M. S., Yanesari A. M., Maatoofi A. R.* Effect of corporate governance on capital structure: Case of the Iranian listed firms // *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 2011. Vol. 35. P. 165–172.

Ekonomicheskaya Politika, 2015, vol. 10, no. 6, pp. 160–170

Maria KOKOREVA, Cand. Sci. (Econ.). E-mail: mkokoreva@hse.ru.

Aziza ULUGOVA. E-mail: ulugova@gmail.com.

National Research University Higher School of Economics (26 Shabolovka ul., Moscow, 119049, Russian Federation).

Corporate Governance and Financing Policy of the Company: Recent Evidence

Abstract

Corporate governance is one of the crucial characteristics of the firm, which provides not only investor's protection, but also significantly affects all decisions taken by the firm, including financing policy. Results of studies on developed capital markets show that strong corporate governance provides more favorable terms of financing. In addition, on emerging markets due to information asymmetry, lower development of legal system and investors' protection rights, corporate governance is also important as efficient way to resolve agency conflicts. The paper contributes to the literature by reviewing and analyzing research papers on the corporate governance mechanisms and financing policy. Results confirm that the corporate governance matter for debt-to-equity choice: firms with better corporate governance tend to have higher leverages. A high-level corporate governance also results in a greater speed of adjustment to target financial leverage as firms with strong corporate governance can access financing on more favorable terms.

Key words: corporate governance, emerging markets, capital structure, speed of adjustment, dynamic trade-off theory.

JEL: G32.

References

1. Borodina S., Shvyrkov O. *Investments in BRIC: Risks and Corporate Governance in Brazil, Russia, India and China*. Moscow: Alpina Publishers, 2010.
2. Abor J., Biekpe N. An empirical test of the agency problems and capital structure of South African quoted SMEs. *SA Journal of Accounting Research*, 2006, vol. 20, no. 1, pp. 51-65.
3. Achchuthan S., Kajanathan R., Sivathaasan N. Corporate governance practices and capital structure: A case in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 2006, vol. 8, no. 21, pp. 114-125.
4. Al-Najjar B., Belghitar Y. Do corporate governance mechanisms affect cash dividends? An empirical investigation of UK firms. *International Review of Applied Economics*, 2014, vol. 28, no. 4, pp. 524-538.
5. Al-Najjar B., Hussainey K. *The joint determinants of capital structure and dividend policy*. Working paper, 2010. Middlesex University, UK.
6. Anderson R. C., Sattar M. A., Reeb D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 2004, vol. 42, no. 1/2, pp. 203-243.
7. Bekaert G., Harvey C. R. Emerging markets finance. *Journal of Empirical Finance*, 2003, no. 10, pp. 3-55.
8. Bhamra H. S., Kuehn L. A., Strebulaev I. A. The aggregate dynamics of capital structure and macroeconomic risk. *Review of Financial Studies*, 2010, vol. 23, no. 12, pp. 4187-4241.
9. Blom J., Schauten M. B. *Corporate governance and the cost of debt*. Working Paper, 2006. Erasmus University Rotterdam and ABN-Amro Bank.

10. Brennan N., McDermott M. Alternative perspectives on independence of directors. *Corporate Governance*, 2004, vol. 12, no. 3, pp. 325-336.
11. Coles J. L., Daniel N. D., Naveen L. Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 87, no. 2, pp. 329-356.
12. Cremers K., Nair V. Governance mechanisms and equity prices. *Journal of Finance*, 2005, vol. 60, no. 6, pp. 2859-2894.
13. Gavish B., Kalay A. On the asset substitution problem. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1983, vol. 18, no. 1, pp. 21-30.
14. Fama E., French K. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 2002, vol. 15, no. 1, pp. 1-37.
15. Fischer E. O., Heinkel R., Zechner J. Optimal Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *Journal of Finance*, 1989, vol. 44, no. 1, pp. 19-40.
16. Florackis C., Ozkan A. Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom. *Accounting & Finance*, 2009, vol. 49, no. 3, pp. 531-553.
17. Jalilvand A., Harris R. S. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *Journal of Finance*, 1984, vol. 39, no. 1, pp. 127-145.
18. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
19. Jensen M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 1986, vol. 76, no. 2, pp. 323-329.
20. Jiraporn P., Gleason K. Capital structure, shareholder rights, and corporate governance. *Shareholder Rights, and Corporate Governance*, 2005, vol. 30, no. 1, pp. 21-33.
21. Hart O. Firms, contracts, and financial structure. Oxford: Oxford University Press, 1995.
22. Kraus A., Litzenberger R. H. A State-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 1973, vol. 28, no. 4, pp. 911-922.
23. Leland H. E. Agency costs, risk management, and capital structure (Digest summary). *Journal of finance*, 1998, vol. 53, no. 4, pp. 1213-1243.
24. Li L., Naughton T. A Survey of corporate governance studies in China. *Corporate Ownership and Control*, 2013, vol. 10, no. 4A, pp. 61-70.
25. Li L., Naughton T., Hovey M. A review of corporate governance in China. In: *Codes of good governance around the world*. N.Y.: Nova Science Publishers, 2009, pp. 415-436.
26. Liao J., Young M. R., Sun Q. *Independent directors' characteristics and performance: evidence from China*. Mimeo, 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1489088>.
27. Myers S. C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 1977, vol. 5, no. 2, pp. 147-175.
28. Nielsen A. *Corporate governance, leverage and dividend policy*. EFA 2006 Zurich Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=906339>.
29. Ozkan A. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2001, vol. 28, no. 1, pp. 175-198.
30. Parrino R., Weisbach M. S. Measuring investment distortions arising from stockholder - bondholder conflicts. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 53, no. 1, pp. 3-42.
31. Pfeffer J. Size, Composition and function of corporate boards of directors: the organisation-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 1973, vol. 18, no. 3, pp. 349-364.
32. Pfeffer J., Salancick G. R. *The external control of organisations: A resource-dependence perspective*. N.Y.: Harper & Row, 1978.
33. Shyam-Sunder L., Myers S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 51, no. 2, pp. 219-244.
34. Vakilifard H. R., Gerayli M. S., Yanasari A. M., Maatoofi A. R. Effect of corporate governance on capital structure: Case of the Iranian listed firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 2011, vol. 35, pp. 165-172.