

3.4. ВЛИЯНИЕ ЛИЧНЫХ КАЧЕСТВ МЕНЕДЖЕРОВ НА СТРУКТУРУ КАПИТАЛА: ТЕКСТОВЫЙ АНАЛИЗ¹

Федорова Е.А., д.э.н., профессор,
Департамент корпоративных финансов
и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве РФ;
Демин И.С., д.э.н., профессор,
Департамент анализа данных,
принятия решений и финансовых технологий, Финансовый университет при Правительстве РФ;
Логинова Е.В., студент, Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики

В данной статье исследуется связь между двумя поведенческими факторами: силой влияния и самоуверенностью руководителей российских компаний на финансовый рычаг в контексте российского развивающегося рынка. На примере ценных бумаг 140 фирм, торгующихся на Российской фондовой бирже в 2015 г., было обнаружено отрицательное влияние силой влияния и самоуверенности CEO на структуру капитала российских компаний, и в то же время значимая положительная связь между силой влияния генерального директора и финансовым рычагом компаний. Полученные результаты были проверены с помощью отраслевого анализа и нейронных сетей. Отраслевая разбивка показала, что для отраслей материалов и нескольких других объединенных между собой из-за сравнительно небольшого количества фирм в них (около половины выборки) присутствует сильное влияние решений, принятых генеральным директором, на структуру капитала компании. В то же время для отрасли телекоммуникаций и для промышленных предприятий существует связь между самоуверенностью топ-менеджера и финансовым левериджем компании. Метод нейронных сетей подтверждает результаты, полученные в ранее обозначенных методах анализа.

Литература

1. Ивашковская И.В. Детерминанты стратегических решений о финансировании крупных компаний на развивающихся рынках капитала: пример России, Бразилии и Китая [Текст] / И.В. Ивашковская. М.С. Кокорева // Российский журнал менеджмента. – 2009. – Т. 7; №1. – С. 25-42.
2. Acedo M. et al. Capital structure of small companies in the Spanish footwear sector [Text] / M. Acedo. J. Ayala. J. Rodríguez // *Relevant factors*. – 2013. – Vol. 4; no. 2. – Pp. 155-173.
3. Adams R. et al. Powerful CEOs and their associations with corporate performance [Text] / R. Adams. H. Almeida. D. Ferreira // *Strategic management j.* – 2005. – Vol. 12. – Pp. 135-153.
4. Adams R. et al. Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance [Text] / R. Adams. H. Almeida. D. Ferreira // *J. of empirical finance*. – 2009. – Vol. 16; no. 1. – Pp. 136-150.
5. Antonczyk R.C. Overconfidence and optimism: the effect of national culture on capital structure [Text] / R.C. Antonczyk. A.J. Salzmann // *Research in international business and finance*. – 2014. – Vol. 31. – Pp. 132-151.
6. Baker M. Market timing and capital structure [Text] / M. Baker. J. Wurgler // *J. of finance*. – 2002. – Vol. 57; no. 1. – Pp. 1-32.
7. Baker M. Behavioral corporate finance: an updated survey [Text] / M. Baker. J. Wurgler // *Handbook of the economics of finance*. – 2013. – Vol. 2; p. A. – Pp. 357-424.
8. Bebchuk L.A. et al. The CEO pay slice [Text] / L.A. Bebchuk. K.J. Cremers. U.C. Peyer // *J. of financial economics*. – 2011. – Vol. 102; no. 1. – Pp. 199-221.
9. Berger P.G. et al. Managerial entrenchment and capital structure decisions [Text] / P.G. Berger. E. Ofek. D. Yermack // *J. of finance*. – 1997. – Vol. 52; no. 4. – Pp. 1411-1438.
10. Bikhchandani S. et al. A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades [Text] / S. Bikhchandani. D. Hirsleifer. I. Welch // *J. of political economy*. – 1992. – Vol. 100. – Pp. 992-1026.
11. Brown R. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions [Text] / R. Brown. N. Sarma // *J. of economics and business*. – 2007. – No. 59. – Pp. 358-379.
12. Chintrakarn P. et al. Powerful CEOs and capital structure decisions: evidence from the CEO pay slice (CPS) [Text] / P. Chintrakarn. P. Jiraporn. M. Singh // *Applied economics letters*. – 2014. – Vol. 21; no. 8. – Pp. 564-568.
13. Comment R. The relative signalling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases [Text] / R. Comment. G.A. Jarrell // *J. of finance*. – 1991. – Vol. 46; no. 4. – Pp. 1243-1271.
14. Cronqvist H. et al. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage [Text] / H. Cronqvist. A.K. Makhija. S.E. Yonker // *J. of financial economics*. – 2012. – No. 103. – Pp. 20-40.
15. Datta D.K. et al. New CEO openness to change and strategic persistence: the moderating role of industry characteristics [Text] / D.K. Datta. N. Rajagopalan. Y. Zhang // *British j. of management*. – 2003. – Vol. 14; no. 2. – Pp. 101-114.
16. Fauver L. Culture, agency costs, and governance: international evidence on capital structure [Text] / L. Fauver. M.B. McDonald // *Pacific-basin finance j.* – 2015. – No. 34. – Pp. 1-23.
17. Florackis C. Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom [Text] / C. Florackis. A. Ozkan // *Accounting and finance*. – 2009. – Vol. 49; iss. 3. – Pp. 531-553.
18. Frank M.Z. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt [Text] / M.Z. Frank. V.K. Goyal // *Handbook of empirical corporate finance*. – 2007. – Vol. 2.
19. Gottesman A.A. Does a better education make for better managers? An empirical examination of CEO educational quality and firm performance [Text] / A.A. Gottesman. M.R. Morey // SSRN working paper. – 2006. – Apr.
20. Gottesman A.A. Manager education and mutual fund performance [Text] / A.A. Gottesman. M.R. Morey // *J. of empirical finance*. – 2006. – Vol. 13; no. 2. – Pp. 145-182.
21. Grossman S.J. An analysis of the principal-agent problem [Text] / S.J. Grossman. O.D. Hart // *Econometrica*. – 1983. – No. 51. – Pp. 7-45.
22. Habib A. CEO/CFO characteristics and financial reporting quality: a review [Text] / A. Habib. M. Hossain // *Research in accounting regulation*. – 2013. – Vol. 25. – Pp. 88-100.

¹ Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве РФ в 2019 г.

23. Hackbarth D. Managerial traits and capital structure decisions [Text] / D. Hackbarth // J. of financial and quantitative analysis. – 2008. – No. 4. – Pp. 843-881.
24. Hastings Jr. et al. Low moments for small samples: a comparative study of order statistics [Text] / Jr. Hastings. C. Mosteller. F. Tukey. J.W. Winsor. P. Charles // Annals of mathematical statistics. – 1947. – Vol. 18 ; no. 3. – Pp. 413-426.
25. Hovakimian A. et al. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues [Text] / A. Hovakimian. G. Hovakimian. H. Tehranian // J. of financial economics. – 2004. – No. 71. – Pp. 517-540.
26. Jiraporn P. et al. Capital structure and corporate governance quality: evidence from the Institutional shareholder services (ISS) [Text] / P. Jiraporn et al. // International review of economics & finance. – 2012. – Vol. 22 ; no. 1. – Pp. 208-221.
27. Kaiser H.F. The application of electronic computers to factor analysis [Text] / H.F. Kaiser // Educational and psychological measurement. – 1960. – Vol. 20 ; no. 1. – Pp. 141-151.
28. Kahneman D. Prospect theory: an analysis of decision under risk [Text] / D. Kahneman. A. Tversky // Econometrica. – 1979. – Vol. 47 ; no. 2. – Pp. 263-291.
29. Kaiser H.F. The application of electronic computers to factor analysis [Text] / H.F. Kaiser // Educational and psychological measurement. – 1960. – Vol. 20 ; no. 1. – Pp. 141-151.
30. Kolenikov S. The use of discrete data in PCA: theory, simulations, and applications to socioeconomic indices [Text] / S. Kolenikov. G. Angeles ; Carolina population center MEASURE evaluation. University of North Carolina at Chapel Hill. – 2004.
31. Kunda Z. Motivated inference: Self-serving generation and evaluation of causal theories [Text] / Z. Kunda // J. of personality and social psychology. – 1987.. – Vol. 53 ; no. 4. – P. 636.
32. La Rocca M. et al. Effect of diversification on capital structure [Text] / M. La Rocca. T. La Rocca. D. Gerace. C. Smark // Accounting finance. – 2009. – Vol. 49 ; no. 4. – Pp. 799-826.
33. Li T. et al. Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: evidence from China's listed SMEs [Text] / T. Li. Q. Munir. M.R.A. Karim // International review of economics & finance. – 2017. – Vol. 47. – Pp. 1-21.
34. Liu Y. The effect of CEO power on bond ratings and yields [Text] / Y. Liu. P. Jiraporn // J. of empirical finance. – 2010. – Vol. 17 ; no. 4. – Pp. 744-762.
35. Malmendier U. CEO overconfidence and corporate investment [Text] / U. Malmendier. G. Tate // J. of finance. – 2005. – Vol. 60 ; no. 6. – Pp. 2661-2700.
36. Michaelas N. et al. Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data [Text] / N. Michaelas. F. Chittenden. P. Poutziouris // Small business economics. – 1999. – Vol. 12 ; no. 2. – Pp. 113-130.
37. Myers S.C. The capital structure puzzle [Text] / S.C. Myers // The j. of finance. – 1984. – Vol. 39 ; no. 3. – Pp. 574-592.
38. Ozkan A. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data [Text] / A. Ozkan // J. of business finance & accounting. – 2001. – Vol. 28 ; no. 1-2. – Pp. 175-198.
39. Pacheco L. Capital structure determinants of Portuguese footwear sector SMEs: empirical evidence using a panel data [Text] / L. Pacheco. F. Tavares // Tékhné. – 2015. – Vol. 13 ; no. 2. – Pp. 145-157.
40. Patelli L. Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? Impression management versus communicative action during the economic crisis [Text] / L. Patelli. M. Pedrini // J. of business ethics. – 2014. – Vol. 124 ; no. 1. – Pp. 19-34.
41. Sariol A.M. The influence of CEO power on explorative and exploitative organizational innovation [Text] / A.M. Sariol. M.A. Abebe // J. of business research. – 2017. – Vol. 73. – Pp. 38-45.
42. Sana B.C. Determinants of CEO power and characteristics of managerial profile: implications for risk-taking in listed tunisian firms [Text] / B.C. Sana // International j. of economics and finance. – 2014. – Vol. 6 ; no. 6. – Pp. 140-151.
43. Sbeti W.M. Firm-specific factors as determinants of capital structure in the absence of taxes [Text] / W.M. Sbeti. I. Moosa // Applied financial economics. – 2012. – Vol. 22 ; no. 3. – Pp. 209-213.
44. Serrasqueiro Z. Trade-off theory versus pecking order theory: Capital structure decisions in a peripheral region of Portugal [Text] / Z. Serrasqueiro. A. Caetano // J. of business economics and management. – 2015. – Vol. 16 ; no. 2. – Pp. 445-466.
45. Shefrin H.M. Explaining investor preference for cash dividend [Text] / H.M. Shefrin. M. Statman // J. of financial economics. – 1984. – No. 3. – Pp. 253-282.
46. Scheier M.F. Optimism, copying, and health: assessment and implications of generalized outcome expectancies [Text] / M.F. Scheier. C.S. Carver // Health psychology. – 1985. – No. 4. – Pp. 219-247.
47. Statman M. Applying behavioral finance to capital budgeting: project terminations [Text] / M. Statman. D. Caldwell // Financial management. – 1987. – Vol. 16 ; no. 4. – Pp. 7-15.
48. Ting Hsiu-I. CEO turnover and shareholder wealth: evidence from CEO power in Taiwan [Text] / Hsiu-I. Ting // J. of business research. – 2013. – Vol. 66 ; no. 12. – Pp. 2466-2472.
49. Titman S. The determinants of capital structure choice [Text] / S. Titman. R. Wessels // The j. of finance. – 1988. – Vol. 43 ; no. 1. – Pp. 1-19.
50. Veprauskaitė E. Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms? [Text] / E. Veprauskaitė. M. Adams // British accounting review. – 2013. – Vol. 45 ; no. 3. – Pp. 229-241.
51. Vieira E. A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português [Text] / E. Vieira. A. Novo // Revista estudos do ISCA. – 2010. – Vol. 4 ; no. 2. – Pp. 1-16.
52. Weinstein N.D. Unrealistic optimism about future life events [Text] / N.D. Weinstein // J. of personality and social psychology. – 1980. – Vol. 39 ; no. 5. – P. 806.
53. Weinstein N.D. Resistance of personal risk perceptions to debiasing interventions [Text] / N.D. Weinstein. W.M. Klein // Health psychology. – 1995. – Vol. 14 ; no. 2. – Pp. 132-140.
54. Zwiebel J. Dynamic capital structure under managerial entrenchment [Text] / J. Zwiebel // The American economic review. – 1996. – Pp. 1197-1215.

Ключевые слова

CEO; поведенческая экономика; стиль управления; структура капитала; финансовый рычаг; финансовая стабильность; регрессионный анализ; отраслевой анализ; текстовый анализ; нейронные сети.

Федорова Елена Анатольевна

*Демин Игорь Святославович**Логина Елизавета Вячеславовна*

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы обеспечена концептуальным содержанием исследования, в рамках которого анализируются важнейшие аспекты, связанные с дивидендной политикой российских компаний. Содержание статьи соответствует актуальным проблемам поведенческих финансов. Кроме того, данная работа имеет прикладное значение, ввиду того что в данной статье показана возможность применения разных методологий анализа для понимания факторов, влияющих на выбор структуры капитала в Российской Федерации.

Научная новизна и практическая значимость. Основными отличиями данного исследования от выполненных ранее являются следующие: 1) актуальность темы исследования, на эту тему не так много работ; 2) внесение в анализ структуры капитала двух поведенческих факторов: сила влияния и самоуверенность менеджеров российских компаний; 3) использование новых методологий для оценки поведенческих факторов и подтверждения полученных результатов. Соответственно, на примере ценных бумаг фирм, торгующихся на российском рынке, была обнаружена отрицательная зависимость между силой влияния и самоуверенностью генерального директора на структуру капитала российских компаний, в то время как была выявлена значимая положительная нелинейная связь между силой влияния генерального директора и финансовым рычагом компаний. Метод нейронных сетей подтвердил результаты, полученные в ранее обозначенных методах анализа, а именно тот факт, что поведенческие факторы действительно оказывают влияние на формирование структуры капитала российских компаний. Помимо этого, в данной статье используется современная методология, основанная на регрессионном анализе, текстовом анализе и метод нейронных сетей.

К недостаткам работы можно отнести сравнительно небольшое количество наблюдений в выборке, однако оно купируется глубиной проведенного анализа и тем, что основная часть данных для текстового анализа была собрана вручную, что является трудоемкой и время затратной работой для одного человека.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию

Черникова Л.И., д.э.н., профессор департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета при Правительстве РФ, г. Москва