

Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
«Высшая школа менеджмента»

**Акционерный активизм и структура капитала компании: анализ
взаимосвязи**

Выпускная квалификационная работа
студента 4 курса программы бакалавриата
по направлению «Менеджмент»,
профиль – Финансовый менеджмент
Гуревича Евгения Владимировича

(подпись)

Научный руководитель:
Доцент кафедры финансов и учета,
кандидат физико-математических наук
Березинец Ирина Владимировна

*(Отметка научного руководителя
о соответствии работы требованиям, датированная подписью
научного руководителя)*

Рецензент
Кандидат экономических наук
Андрианов Александр Юрьевич

(подпись рецензента)

Санкт-Петербург
2020

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Гуревич Евгений Владимирович, студент 4 курса Высшей школы менеджмента СПбГУ направления 38.03.02 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент) подтверждаю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Акционерный активизм и структура капитала компании: анализ взаимосвязи», представленной в офис бакалаврской программы для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)»

_____ (Подпись студента)

_____ (Дата)

Содержание

Введение.....	5
Глава 1. Структура капитала: Основные понятия	9
1.1. Теоретические основы структуры капитала	9
1.1.1 Заёмный капитал	10
1.1.2 Акционерный капитал.....	11
1.1.3 Общий капитал	12
1.2. Классические теории структуры капитала.....	13
1. 2. 1 Теория Модильяни-Миллера.....	13
1. 2. 4 Теория компромиссов	16
1. 2. 5 Теория иерархии (порядка финансирования)	19
1. 2. 6 Агентская теория.....	20
1. 2. 7 Сигнальная теория.....	22
1. 2. 8 Теория приспособления к рынку	23
1.3 Современные теории структуры капитала	26
1.4 Подходы к определению целевой структуры капитала компании	30
Глава 2. Акционерный активизм хедж-фондов	35
2.1. Акционерный активизм.....	35
2.2. Хедж-фонды в США.....	40
2.2.1. Понятие хедж-фонда	40
2.2.2. История возникновения и развития хедж-фондов	43
2.2.3. Активное управление	47
2.2.4. Структура хедж-фонда.....	47
2.2.5. Абсолютный доход.....	50
2.2.6. Ограниченный доступ к капиталу.....	51
2.2.7. Использование заёмных средств и производных финансовых инструментов	51
2.2.8. Комиссионные и мотивационные выплаты управляющим	52
2.2.9. Инвесторы хедж-фондов.....	52
2.3. Акционерный активизм хедж-фондов в США.....	53
Глава 3. Эмпирическое исследование.....	60
3.1 Формулировка гипотез исследования.....	60
3.2 Методология исследования	62
3.2.1 Модель для прогнозирования целевой структуры капитала	62

3.2.2 Модель для оценки вероятности становления целью активистской кампании хедж-фондов.....	64
3.3 Формирование выборки и описательная статистика переменных.....	66
3.4 Результаты эконометрического анализа.....	70
3.5 Анализ полученных результатов.....	73
Заключение	76
Список литературы	80
Приложения	88
Приложение 1	88
Приложение 2.....	88
Приложение 3.....	89

ВВЕДЕНИЕ

В современном мире многие инвесторы используют такую инвестиционную стратегию как акционерный активизм. Заключается она в том, что инвесторы приобретают долю в компании, а затем начинают предпринимать различные тактики, для того чтобы изменить вектор развития организации и повлиять на её деятельность. Самыми популярными действиями по отношению к компаниям у активистов являются: продвижение своего кандидата в состав Совета Директоров компании, попытка смены топ-менеджмента, частные переговоры с управляющими компании, давление на организацию через СМИ, «борьба за доверенность» (право голосовать на общем собрании от лица других акционеров). Ключевая направленность стратегии акционерного активизма заключается в максимизации доходности вложений, то есть, в увеличении рыночной капитализации компании. Существует множество факторов, на которые инвесторы обращают внимание при принятии решения о использовании данной стратегии в отношении той или иной компании. Среди основных мотивов активистов часто встречаются: изменение состава Совета Директоров компании, смена топ-менеджмента компании или изменение их вознаграждения, изменение дивидендной политики и другие. В то же время, одним из ключевых драйверов использования стратегии акционерного активизма для многих инвесторов является неоптимальная структура капитала компании-цели. Однако, до сих пор не существует единогласного мнения по поводу причин, которые объясняют почему структура капитала является одним из важнейших факторов, на который обращают внимание активисты. Также нет единой точки зрения по поводу того, как с помощью изменения структуры капитала компании активисты добиваются увеличения ценности компании. Более того, исследователи до сих пор не пришли к консенсусу в вопросе существования оптимальной структуры капитала как таковой. Именно поэтому в данной работе будет исследоваться взаимосвязь стратегии акционерного активизма и структуры капитала компании.

Существует множество разнообразных работ, в которых исследуется как сам акционерный активизм, так и проявления данной стратегии различными группами институциональных инвесторов. Ни у кого из исследователей не возникает сомнений в том, что у крупных инвесторов, таких как хедж-фонды, пенсионные фонды, взаимные фонды, фонды прямых инвестиций, возможностей проявлять акционерный активизм намного больше чем у индивидуальных инвесторов. В основном, данная тенденция обусловлена наличием у различного рода фондов больших финансовых ресурсов и их

значительным влиянием на развитие глобальной экономики¹. Несмотря на желание исследователей во многих работах изучить акционерный активизм глобально – то есть, понять его специфику проявления одновременно всеми институциональными инвесторами, такие труды часто приводят к противоречивым результатам². Исходя из этого, ключевым интересом данного исследования является акционерный активизм, проявляемый хедж-фондами по отношению к американским публичным компаниям.

При изучении взаимосвязи между акционерным активизмом и структурой капитала компании возникают следующие вопросы: обращают ли внимание активисты на структуру капитала компании-цели при инициации в отношении неё активистской кампании? Способствует ли проявление акционерного активизма по отношению к компании изменению её структуры капитала в лучшую/худшую сторону? Стоит отметить, что научных работ, изучающих данные вопросы довольно-таки мало, так как тема является новой. В связи с тем, что изучению взаимосвязи акционерного активизма и результативности компаний-целей посвящено уже огромное множество работ, исследователи начинают интересоваться новыми аспектами данной сферы, а именно взаимосвязь акционерного активизма с характеристиками организаций, на которые инвесторы обращают внимание при активном инвестировании.

Таким образом, цель данного исследования заключается в том, чтобы установить взаимосвязь между проявлением стратегии акционерного активизма и структуры капитала компании.

Для достижения данной цели были сформулированы и решены следующие задачи:

1. Проанализировать и представить обзор исследований, посвященных структуре капитала компании и вопросу её оптимальности;
2. Ввести понятие акционерного активизма и представить обзор современной научной литературы, посвященной данной теме;
3. Определить категорию рассматриваемых в работе институциональных инвесторов и проанализировать их деятельность;
4. Провести эмпирическое исследование, направленное на выявление взаимосвязи между структурой капитала компании и стратегией акционерного активизма, и обосновать спецификацию эконометрической модели;

¹ Sias R., Starks L. Institutional investors in equity markets //Unpublished working paper, Washington State University. – 1998.

² Ganguly A. A., Ge L. Hedge Fund Activism and Capital Structure.

5. Проанализировать результаты эмпирического исследования и сделать соответствующие выводы и на их основе дать рекомендации.

Объектом данного исследования являются хедж-фонды и таргетируемые ими американские публичные компании, а предметом работы акционерный активизм.

Данная выпускная квалификационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений. Первая глава исследования посвящена изучению теоретических основ структуры капитала компании. В ней представлено описание основных составляющих капитала организации, анализ классических и новых теорий структуры капитала предприятия. Более того, в главе проанализированы различные взгляды относительно существования оптимального соотношения собственных и заемных средств компании. Также было введено понятие целевой структуры капитала. Вторая глава посвящена изучению основных подходов к определению акционерного активизма, а также анализу специфики деятельности хедж-фонда как институционального инвестора. В данной главе вводится понятие хедж-фонда, а также рассматриваются его основные характеристики и особенности: история возникновения, типичная структура и правовая форма, особенности управления денежными средствами вкладчиков, специфика вознаграждения топ-менеджмента фондов. Кроме того, во второй главе работы рассмотрены особенности проявления стратегии акционерного активизма именно хедж-фондами. Третья глава посвящена описанию проведенного эмпирического исследования, направленного на выявление взаимосвязи между проявлением активизма хедж-фондов и структурой капитала компаний, которые стали объектами инвестирования данного типа фондов. В ней описываются все этапы эмпирического исследования: формулировка гипотез, методология исследования, описание выборки и описательная статистика переменных, анализ полученных результатов и практические рекомендации.

Эмпирическое исследование проведено на основании собранных данных о 113 сделках, в которых хедж-фонды приобретали долю акций в американских публичных компаниях в период с 2008 по 2014 год. Все необходимые данные о финансовых показателях компаний-целей и компаний-аналогов и данные для подтверждения случаев акционерного активизма были получены из следующих источников:

- База данных ZEPHYR Bureau van Dijk;
- База данных SEC EDGAR (Electronic Data Gathering Analysis, and Retrieval system);
- База данных Thomson Reuters Eikon;
- Годовые отчеты и официальные компаний.

Кроме того, в ходе написания работы также были использованы научные статьи и публикации, представленные в базах данных SCOPUS, Web of Science, EBSCO, Elsevier eBooks и открытые информационные порталы. Так, список источников литературы состоит из 104 англоязычных научных работ и 2 русскоязычных.

Основные результаты данной выпускной квалификационной работы вносят вклад в изучение новой и актуальной темы о взаимосвязи акционерного активизма и структуры капитала компании. Выводы по данному исследованию могут быть полезны как самим хедж-фондам, так и компаниям, которые попадают в их поле зрения.

ГЛАВА 1. СТРУКТУРА КАПИТАЛА: ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ

Перед тем как приступить к изучению взаимосвязи структуры капитала компании и акционерного активизма, необходимо детально разобраться с теоретическими основами рассматриваемых явлений. Начать стоит с изучения основных составляющих, связанных со структурой капитала компании, а затем рассмотреть ключевые теории, затрагивающие вопрос структуры капитала организации.

1.1. Теоретические основы структуры капитала

В целом, все функции корпоративных финансов можно разделить на две группы: 1) решения, связанные с инвестированием; 2) решения, связанные с финансовой политикой.³ К первой группе решений относятся вопросы, затрагивающие целесообразность инвестирования в компанию или проект, а вторая группа отвечает за такие сферы как финансовое прогнозирование, финансовая политика и дивидендная политика. В сочетании эти две группы решений раскрывают основную цель любой компании: максимизация стоимости предприятия с помощью инвестирования и принятия решений об источниках денежных средств. Как раз-таки структура капитала и является ключевой характеристикой второй группы решений. По мнению финансовых директоров, именно вопросы, касающиеся структуры капитала, являются основополагающими в любой компании.⁴

По мнению Дамодарана, основной проблемой решений по поводу структуры капитала компании является выбор схемы финансирования, которая минимизировала бы силу различных угроз и рисков и соответствовала структуре финансируемых активов.⁵ Таким образом, для максимизации стоимости фирмы менеджеры должны подходящим образом сбалансировать сумму заёмных и собственных средств. Практически такой же логики придерживаются и Ричард Брейли и Стюарт Майерс – так, по их мнению, для максимизации стоимости фирмы менеджеры компании должны в оптимальной пропорции сбалансировать величины акционерного и заёмного капитала.⁶

³ Servaes H., Tufano P., The theory and practice of corporate capital structure //Global Survey of Corporate Financial Policies & Practices, Deutsche Bank. - 2006

⁴ Там же.

⁵ Damodaran A. Finding the right financing mix: The capital structure decision //New York: Stern School of Business. – 2009.

⁶ Brealey R. A. et al. Principles of corporate finance. – Tata McGraw-Hill Education, 2012.

1.1.1 Заёмный капитал

Привлечение заёмного капитала имеет как преимущества, так и недостатки. Основным преимуществом использования заёмного капитала является то, что у компаний появляется возможность значительно ускорить свой рост и выйти на новые рынки с помощью использования привлеченных средств. Также другим немаловажным преимуществом привлечения заёмных средств является эффект налогового щита, который по сути своей проявляется как налоговый вычет. Более того, заёмные средства в большинстве случаев оказываются более дешевым источником капитала по сравнению со всеми альтернативами. С другой стороны, заёмный капитал связан с рядом рисков и не лишён недостатков. В первую очередь, долговые обязательства увеличивают вероятность наступления финансовых затруднений или в худшем случае банкротства. В связи с этим акционеры леввериджированной⁷ компании начинают нести дополнительные риски, вследствие чего увеличивается норма требуемой доходности акций. Также акционеры могут требовать более высокую прибыль в ситуации, когда компания обеспечивает долг своими же акциями, что в свою очередь приводит к возникновению риска потери контроля (неплатежеспособности). Стоимость заёмного капитала можно рассчитать следующим образом:

$$k_d = r_d(1 - t) \quad (1.1),$$

где:

k_d – стоимость заёмного капитала;

r_d – ставка кредитования;

t - налоговая ставка.

Таким образом, на стоимость влияют следующие факторы:⁸

1. Уровни кредитных ставок;
2. Премия за риск неуплаты;
3. Налоговая ставка.

⁷ Леввереджированная компания – это компания, которая использует долговые обязательства в своей структуре капитала для финансирования своей деятельности – Dictionary F. F. Farlex //Inc, <http://financial-dictionary>. – 2012.

⁸ Damodaran A. Finding the right financing mix: The capital structure decision //New York: Stern School of Business. – 2009.

1.1.2 Акционерный капитал

Как уже говорилось ранее, второй составляющей капитала компании являются средства акционеров. У собственного капитала как и у заёмного есть свои плюсы и минусы. Главным преимуществом использования собственных средств является то, что от компании не требуются процентные выплаты. Поэтому акционеры могут не беспокоиться о затратах, связанных с риском невыплаты задолженности. С другой стороны собственный капитал дороже заёмного. Более того, привлечение средств акционеров по своей природе является стратегическим источником финансирования, так как организация эмиссии акций требует определенного времени и денег. Также при использовании лишь собственного капитала у компании нет возможности воспользоваться эффектом налогового щита. Стоимость акционерного капитала можно рассчитать по следующей формуле:

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (1.2),$$

где:

k_e – стоимость акционерного капитала;

r_f – безрисковая ставка;

β – бета-коэффициент;

r_m – рыночная доходность.

Как можно заметить, обе составляющие структуры капитала компании имеют свои преимущества и недостатки. Данную проблему в своей работе затрагивала отечественный автор Теплова. (Табл.1)

Таблица 1. Преимущества и недостатки источников финансирования

Источник финансирования	Преимущества	Недостатки
Заёмный капитал	<ul style="list-style-type: none">• Возможность привлечения больших средств особенно для фирм с хорошим кредитным рейтингом;• меньшая стоимость по сравнению с акционерным капиталом;• Эффект налогового щита;• Невозможность контроля компанией кредитором.	<ul style="list-style-type: none">• Высокие риски финансовых затруднений (особенно для фирм с большой долей заёмных средств);• меньшая стабильность;• Процентные платежи.

Продолжение Таблицы 1

Акционерный капитал	<ul style="list-style-type: none"> • Финансовая стабильность; • Меньший риск финансовых затруднений; • Нет процентных платежей. 	<ul style="list-style-type: none"> • Меньше альтернатив по сравнению с заёмным капиталом; • Ограниченные возможности развития; • Акционеры имеют возможность контролировать деятельность компании и влиять на её текущие решения.
---------------------	--	--

Составлено по: [Теплова, 2000]⁹

1.1.3 Общий капитал

Как было отмечено выше, капитал компании состоит из акционерного и заёмного капитала. Ключевая цель менеджмента организации заключается в том, чтобы найти оптимальный баланс этих двух составляющих, взвешивая все преимущества и недостатки каждого типа финансирования. Сочетание собственных и заёмных средств, сформированное менеджерами, оказывает значительное влияние на принятие инвестиционных решений.

Для оценки стоимости капитала компании используют понятие средневзвешенной стоимости капитала (WACC)¹⁰ различных источников финансирования. Данная величина может быть рассчитана по следующей формуле:

$$WACC = r_d \frac{Debt}{Debt + Equity} (1 - t) + r_e \frac{Equity}{Debt + Equity} \quad (1.3),$$

где:

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала;

r_d – стоимость заёмного капитала;

$Debt$ - величина заёмного капитала;

r_e - стоимость акционерного капитала;

⁹ Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. – 2000.

¹⁰ Brealey R. A. et al. Principles of corporate finance. – Tata McGraw-Hill Education, 2012.

Equity – величина акционерного капитала;

t – налоговая ставка.

1.2. Классические теории структуры капитала

Впервые вопрос об оптимальном соотношении структуры капитала компании был серьёзно затронут в 1958 году в работе «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций», написанной Модильяни и Миллером. С тех пор появилось множество теоритических («классических») работ, посвященных поиску оптимального сочетания долга и собственного капитала компании. Несмотря на то, что многие приходят к выводу о том, что такое сочетание существует, также существует значительное количество и тех, которые предполагают, что такого баланса вовсе не существует. Стоит отметить, что выдвинутые подходы и концепции в целом можно разделить на статистические и динамические. Далее будет представлен обзор таких и теорий и проанализированы их основные различия.

1. 2. 1 Теория Модильяни-Миллера

Как уже было сказано ранее, одним из первых исследований, посвященных вопросу оптимальности структуры капитала, была работа, представленная Модильяни и Миллером. В своей революционной статье авторы показывают, что стоимость фирмы никак не зависит от структуры капитала компании, следовательно не существует оптимального сочетания заёмных и собственных средств.¹¹ Крайне важно отметить, что данная работа изначально основывалась на предположениях, которые не имеют ничего общего с реальным миром.

Теория без включения налогов

Итак, первоначальная теория М&М основывается на следующих допущениях:¹²

1. Нет налогообложения;
2. Нет транзакционных издержек;
3. Нет информационной асимметрии;
4. Возможность всех участников рынка получить неограниченные заёмные средства по безрисковой ставке;
5. Отсутствие расходов на банкротство;
6. Нет агентских издержек;

¹¹ Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment //The American economic review. – 1958. – Т. 53. – No. 3 – С. 261-297.

¹² Там же.

7. Одинаковые ожидания всех игроков рынка относительно будущей прибыли компании.

Именно эти допущения позволили авторам статьи сделать вывод о том, что капитализация компании не зависит от её структуры капитала. Их доказательство строилось на том, что компании ведут свою деятельность на идеальном рынке. Результатом выдвинутой теории стали два основных предположения:

Предположение 1

$$V_U = V_L \quad (1.4),$$

где

V_U - стоимость нелевереджированной фирмы;

V_L – стоимость леввереджированной фирмы.

Согласно первому предположению, мы видим, что стоимость капитала компании не зависит от сочетания её собственных и заёмных средств.

Предположение 2

$$r_e = r_0 + \frac{D}{E} (r_0 - r_d) \quad (1.5),$$

где

r_e – стоимость леввереджированного капитала;

r_0 – стоимость нелевереджированного капитала;

r_d – стоимость заёмного капитала;

D - величина заёмного капитала;

E – величина акционерного капитала.

Исходя из второго предположения, можно сделать вывод о том, что стоимость собственного капитала растёт линейно с увеличением долга в структуре капитала фирмы.

Данная теория была подвержена существенной критике ввиду чрезмерно жестких изначальных ограничений, которые не соблюдаются в реальном мире. Все-таки большинство исследователей в будущем склонялись к тому, что привлечение дешевых заёмных средств увеличивает рыночную стоимость компании.

Теория с включением налогов

После волны критики Модяляни и Миллер в 1963 году представили миру модификацию своей исходной теории. Эволюция их теории стала возможной благодаря нарушению одного из первоначальных допущений, а именно отсутствия налогов. Согласно новой концепции, компания может повысить свою рыночную стоимость,

увеличив долю долга в своей структуре капитала, так как это позволяет ей использовать преимущества эффекта налогового щита.¹³ Результатом данной работы стали два новых предположения:

Предположение 1

$$V_U = V_L + tD \quad (1.6),$$

где

V_U - стоимость нелевереджированной фирмы;

V_L - стоимость леввереджированной фирмы;

D - величина заёмного капитала;

t - налоговая ставка.

Согласно первому предположению, стоимость фирмы увеличивается с увеличением долга в структуре капитала. Так, чтобы максимизировать свою стоимость компании необходимо иметь 100% величину заёмных средств в структуре капитала.

Предположение 2

$$r_e = r_0 + \frac{D}{E}(r_0 - r_d)(1 - t) \quad (1.7),$$

где

r_e - стоимость леввереджированного капитала;

r_0 - стоимость нелевереджированного капитала;

r_d - стоимость заёмного капитала;

D - величина заёмного капитала;

E - величина акционерного капитала;

t - налоговая ставка.

Исходя из второго предположения, можно заметить, что чем выше доля долга в структуре капитала компании, тем ниже её WACC. Получается, чтобы максимизировать свою стоимость, как и в прошлом предположении, компании опять необходимо не использовать собственные средства вовсе.

Такие выводы модифицированной теории также вызвали большую волну споров и противоречий. Однако, стоит отметить, что все последующие теории структуры капитала были разработаны путем анализа влияния одного или нескольких факторов (несовершенства рынка), которые были отвергнуты теорией Модильяни и Миллера.

¹³ Modigliani F., Miller M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction // The American economic review. - 1963. - Т. 53. - No. 3 - С. 433-444.

Таким образом, уже рассмотренные концепции являлись отправной точкой для более поздних исследований вопроса структуры капитала. Существует общее высказывание, которое защищает важность исследования Модильяни-Миллера: «Хотя теорема Модильяни-Миллера не дает реалистичного описания того, как фирмы финансируют свою деятельность, она предоставляет базу для поиска причин, по которым финансирование может иметь ключевое значение».¹⁴

1. 2. 4 Теория компромиссов

Следующей теорией, которая последовала за концепцией Модильяни-Миллера и была разработана на её основе, является теория компромиссов. Стоит отметить, что исследователи вопроса структуры капитала выделяют две разновидности данной теории: статистическую и динамическую.

Статистическая

Все исследователи, которые посвятили свои работы теории компромиссов сходятся в одном: по их мнению, руководитель компании должен проводить анализ затрат и выгод каждого источника финансирования и после этого выбирать оптимальную схему финансирования. Статистическая теория компромиссов имеет некоторые преимущества перед концепциями Модильяни и Миллера¹⁵¹⁶¹⁷. Во-первых, в отличие от их первой теории является то, что она включает в себя налоговую составляющую. Во-вторых, по сравнению с модифицированной теорией Модильяни-Миллера концепция компромиссов учитывает тот факт, что в реальном мире долг не может считаться безрисковым. В ранее рассмотренной теории был сделан вывод о том, что ценность компании максимизируется при полном отсутствие собственного капитала. Слабым местом такого вывода такого вывода является то, что 100%-ое финансирование на практике практически невозможно, а также очень большая доля заёмных средств не только подрывает стабильность фирмы, но и создаёт высокие риски банкротства.

Получается, что в теории Крауса и Литценбергера поиск оптимальной структуры капитала заключается в балансировке выгод от экономии на налогах (эффект налогового

¹⁴ Luigi P. et al. A review of the capital structure theories //Annals of Faculty of Economics. – 2009. – Т. 3. – №. 1. – С. 315-320.

¹⁵ Kraus A., Litzenberger R. H. A state-preference model of optimal financial leverage //The journal of finance. – 1973. – Т. 28. – №. 4. – С. 911-922.

¹⁶ Kim E. H. A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity //The journal of Finance. – 1978. – Т. 33. – №. 1. – С. 45-63.

¹⁷ Bradley M., Jarrell G. A., Kim E. H. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence //The journal of Finance. – 1984. – Т. 39. – №. 3. – С. 857-878.

щита) с затратами на возможные финансовые трудности. Данную концепцию можно лучше понять с точки зрения предельных значений: более высокий долг приводит к более медленному росту предельной выгоды компании, в то время как с другой стороны есть тенденция к увеличению предельных издержек¹⁸. Таким образом, взвешивая выгоды и затраты, можно найти оптимальное соотношение заёмного капитала к собственному.

Применение теории компромисса можно найти во многих других исследованиях. Фама, Миллер и Скотт показывают, что выгоды от налоговых вычетов могут быть ограничены из-за риска банкротства и других связанных с этим расходов, которые могут негативно повлиять на результаты деятельности компании.¹⁹²⁰ Согласно Майерсу, фирмы получают выгоду от эффекта «налогового щита», однако некоторые берут столько долгов, что испытывают трудности с их обслуживанием и могут объявить о банкротстве.²¹

Очевидным недостатком статистической компромиссной теории является то, что анализ проводится только за один промежуток времени. В результате такого критического взгляда теория компромисса начала развиваться в направлении к теории динамического компромисса.

Динамическая

Теория динамического компромисса пошла намного дальше, чем статистическая версия. В данной концепции был добавлен фактор времени, в связи с этим ожидания участников рынка начали играть важную роль. Отныне все финансовые решения в рамках динамической модели определялись будущими планами компании. Разные фирмы в разные периоды времени рассчитывают либо погасить свои долги, либо наоборот привлечь дополнительные средства. Бреннан и Шварц, как и многие другие исследователи, изучали в своей работе вопрос структуры капитала. Однако, по сути своей они были пионерами своего дела, так как пытались добавить фактор времени в оценку компромисса между выгодами от «налогового щита» и рисками банкротства. Тем не менее, включив в свою работу революционный фактор, авторы все равно учли не все. Так, в их концепции не учитывались транзакционные издержки. В заключении данного исследования был сделан вывод о том, что определенная доля долгового финансирования

¹⁸ Kraus A., Litzenberger R. H. A state-preference model of optimal financial leverage //The journal of finance. – 1973. – Т. 28. – No. 4 – С. 910-922

¹⁹ Fama E. F., Miller M. H. The theory of finance //Hinsdale, IL: Dryden Press, 1972. – Т. 3.

²⁰ Scott J.H. Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure //The journal of finance. – 1977. – Т. 32. – No. 1. – С. 1-19.

²¹ Myers S. C. The capital structure puzzle //The journal of finance. – 1984. – Т. 93. – No. 3. – С. 574-592.

является рациональным выбором в связи с значительными выгодами от «налоговой защиты».²²

Последователи Бреннана и Шварца также изучали интересные тенденции, которые характерны для компаний в отношении регулирования уровня долговых обязательств. Так, в 2001 году исследователи пришли к выводу о том, что компании с относительно маленькой долей заёмных средств в структуре капитала в текущем периоде в будущем стремятся увеличить сумму долговых обязательств и наоборот.²³ Как следствие, до тех пор пока компании определяют уровень заёмных средств в соответствии с ожидаемым результатом в будущем, из-за непредсказуемых изменений реальности (уровень операционных издержек, временных задержек и ожиданий отказов) структура капитала практически всегда будет отклоняться от оптимальной. Таким образом, динамическая теория компромиссов навряд ли позволит на практике компаниям добиться совпадения теоритического и практического финансового рычага в будущих периодах.

Однако, стоит отметить, что различные модификации теории компромиссов резко изменили взгляды современников на налоги, прибыль и нераспределенную прибыль, а также на отношение к принятию финансовых решений. Было проведено множество эмпирических исследований, которые подкрепили теорию компромисса эмпирических доказательством.²⁴²⁵²⁶

Тем не менее, теория динамического компромисса по-прежнему имеет несколько существенных недостатков – например, отсутствие учета агентских и альтернативных издержек, которые, в свою очередь, не позволяют компании в полной мере воспользоваться возможностями роста, связанными с использованием заёмных средств²⁷.

²² Brennan, Michal J., and Eduardo S. Schwartz. Optimal Financial Policy and Firm Valuation //The Journal of Finance – 1984. – Т. 39. – No. 3. – С. 593-607.

²³ Collin-Dufresne, Pierre, Robert S. Goldstein, and J. Spencer Martin. The determinants of credit spread changes //The International journal of Logistics management – 1999. – Т. 10.1. – С. 1-10.

²⁴ Fama E. F., French K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt //The review of financial studies. – 2002. – Т. 15. – №. 1. – С. 1-33.

²⁵ Shyam-Sunder L., Myers S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure //Journal of financial economics. – 1999. – Т. 51. – №. 2. – С. 219-244.

²⁶ Ospina A. M. P., Godoy J. A. R., Holguín J. H. O. Determinantes de la estructura de capital de las mipymes del sector real participantes del Premio Innova 2007-2011 //Revista Finanzas y Política Económica. – 2015. – Т. 7. – №. 2. – С. 359-380.

²⁷ Кокорева М. С., Степанова А. Н. Financial architecture and corporate performance: evidence from Russia //Корпоративные финансы. – 2012. – Т. 6. – №. 2.

1. 2. 5 Теория иерархии (порядка финансирования)

Данная концепция базируется на работе Дональдсона. Автор утверждает, что не существует оптимальной комбинации заёмных и собственных средств. Вместо этого в работе выдвигается предположение о том, что у компаний есть предпочтительный порядок источников финансирования.²⁸ Впоследствии Майерс и Майлаф доработали эту теорию на основе своего эмпирического исследования. Стоит отметить, что авторы использовали допущение, которое противоречит концепциям Модильяни и Миллера, а именно об асимметрии информации на рынке. Согласно концепции, все успешные фирмы финансируют свои новые проекты в первую очередь с помощью нераспределённой прибыли. В ситуации, когда такой возможности нет, компании могут прибегнуть к помощи корпоративных облигаций либо банковским кредитам. И только в самом конце при условии отсутствия более предпочтительных источников финансирования фирмы начинают использовать доленое финансирование. Такой порядок является разумным, если считается, что все участники рынка рациональны: внешние инвесторы владеют только частью информации о компании, и эта информация менее точна и заслуживает доверия.²⁹

В соответствии с данной теорией, инвесторы считают, что менеджеры обладают большей информацией о возможностях фирмы. Поэтому фирмы выпускают новые акции только тогда, когда видят, что за них заплатят больше их справедливой стоимости. Все это происходит в целях максимизации ценности компании. Инвесторы же, в свою очередь, не обладают полной информацией о компании и воспринимают дополнительную эмиссию акций как необходимость дополнительного финансирования у компании. Многие из них из-за этого часто думают, что справедливая цена за акцию ниже, чем требуемая менеджментом фирмы. К таким ситуациям и приводит асимметрия информации на рынке.

Теория иерархии первоначально была сформулирована на основе результатов эмпирических исследований, поэтому неудивительно, что она была подтверждена достоверными эмпирическими данными многими другими последовательными научными трудами^{30,31,32}. С другой стороны, есть статьи, которые противоречат теории иерархии. Все

²⁸ Donaldson G. Corporate debt capacity, Harvard //Harvard University Press. Downs, TW,(1991).“An alternate approach to fundamental analysis: The asset side of the equation.” Journal of Portfolio Management. – 1961. – Т. 17. – №. 2. – С. 6-17.

²⁹ Myers S. C., Majluf N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have //Journal of financial economics. – 1984. – Т. 13. – No. 2. – С187-221.

³⁰ Fama E. F., French K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt //The review of financial studies. – 2002. – Т. 15. – №. 1. – С. 1-33.

³¹ Leary M. T., Roberts M. R. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry //Journal of financial economics. – 2010. – Т. 95. – №. 3. – С. 332-355.

они также основывались на эмпирических исследованиях и проводились с помощью метода регрессионного анализа³³³⁴. Главным аргументом, который нашли авторы, является то, что доля компаний, которые выпускают акции, постоянно увеличивается - с 67% (в среднем) за 1973 - 1982 годы до 86% за период с 1993 по 2002 год.³⁵

1. 2. 6 Агентская теория

Согласно Дженсену и Меклингу, агентские отношения – это «контракт, в соответствии с которым одно или несколько лиц (принципал (-ы)) привлекают другое лицо (агент) для оказания какой-либо услуги от их имени,, что включает в себя делегирование определенных полномочий по принятию решений агенту»³⁶. Такое отделение прав собственности от управления в компании и привело к возникновению «агентской» проблемы. Сама проблема заключается в том, что интересы инвесторов порой не совпадают в интересами менеджеров компании. То есть, управленцы вместо того, чтобы максимизировать выгоду инвесторов, действуют исключительно в своих личных интересах. Агентские теории, которые стоит проанализировать связаны с изучением влияния агентской проблемы на структуру капитала компании.

Существует два вида агентских проблем:³⁷

1. Конфликты между акционерами и кредиторами;
2. Конфликты между акционерами и менеджерами.

Природа первого вида конфликтов очень проста и базируется на ограниченной ответственности акционеров по долгам компании. При наступлении банкротства акционеры теряют только свои вложения, в то время как большая часть издержек по банкротству ложится на плечи кредиторов. Таким образом, привлекая заёмные средства, компания увеличивает риск банкротства, и все негативные последствия, связанные с этим, более существенны для кредиторов компании. Существует несколько проявлений агентской проблемы между кредиторами и акционерами:

³² Anderson R. W., Carverhill A. Corporate liquidity and capital structure //The Review of Financial Studies. – 2012. – Т. 25. – №. 3. – С. 797-837.

³³ Lemmon M. L., Zender J. F. Debt capacity and tests of capital structure theories //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2010. – Т. 45. – №. 5. – С. 1161-1187.

³⁴ Khieu H. D., Chen M. W., Pyles M. K. Large Investments, Financial Constraint and Capital Structure //Quarterly Journal of Finance and Accounting. – 2014. – Т. 51. – №. 3/4. – С. 71.

³⁵ Fama E. F., French K. R. Financing decisions: who issues stock? //Journal of financial economics. – 2005. – Т. 76. – No. 3. – С. 549-582.

³⁶ Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure //Journal of financial economics. – 1976. – Т. 3. – No. 4. – С. 305-360.

³⁷ Там же.

- Привлечение дополнительного заёмного капитала и перенос рисков по нему на старых кредиторов;
- Выбор более рискованных проектов с высокой нормой доходности и перенос рисков на кредиторов;
- Завышенные дивидендные выплаты, которые негативно отражаются на способности компании платить проценты по обязательствам.

Второй вид агентских конфликтов не столь очевиден как первый, однако играет не меньшую роль. В целом, менеджеры должны действовать в интересах акционеров, то есть, максимизировать стоимость компании, а значит и благосостояние инвесторов. Однако порой менеджеры ставят в приоритет свои личные интересы. Главными искушениями управленцев зачастую являются личная репутация и возможность построения «бизнес империй». Такие мотивы приводят к тому, что менеджеры часто направляют инвестиции в низкодоходные проекты, которые никак не обогащают акционеров. Данная агентская проблема сильно вредит компаниям и порождает издержки свободного денежного потока. В работах Дженсена и Меклинга, Дженсена и Уильямсона было найдено противодействие данному конфликту. Оказалось, что увеличение доли заёмного капитала ограничивает действия менеджеров компании, поскольку в их распоряжении становится меньше свободных денежных средств.³⁸³⁹

Штульц в своей работе, затрагивающей агентскую теорию, подошёл очень структурировано к вопросу поиска оптимальной структуры капитала. Автор выяснил, что с ростом доли заёмных средств возникает проблема недоинвестирования. Связана она с тем, что издержки обслуживания долговых обязательств сокращают свободный денежный поток компании, в связи с чем она должна отказываться от инвестирования в выгодные проекты. В тоже время, как уже было сказано, наличие заёмных средств сдерживает ограничивает менеджеров и решает агентскую проблему между ними и акционерами. Таким образом, оптимальная структура капитала – это такое сочетание, которое устанавливает баланс между дисциплинирующим эффектом заёмных средств и издержками недоинвестирования в прибыльные проекты.⁴⁰

³⁸ Там же.

³⁹ Jensen M. C. Agency Costs of Free-Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review. 1986. Vol. 76. N 2. P. 323-329.

⁴⁰Stulz R. M. Managerial discretion and optimal financing policies //Journal of financial Economics. – 1990. – Т. 26. – No. 1. – С. 3-27.

Схожей позиции в своей работе придерживаются Гроссман и Харт, они полагают, что при увеличении обязательств компании растут и риски банкротства, что в свою очередь заставляет менеджеров работать более эффективно, так как часть рисков ложится на плечи менеджеров⁴¹. Более того, авторы выделяют несколько случаев, в которых менеджеры действуют, в первую очередь, в интересах инвесторов:

- Привязка заработной платы к величине рыночной стоимости компании;
- Угроза враждебного поглощения, связанная с низкой рыночной стоимостью компании (риск потери работы).

Так, в рассмотренных работах авторы приходят к схожим выводам о том, что заёмный капитал необходимо использовать в целях поддержания дисциплины менеджеров и нивелировании конфликтов между менеджерами и инвесторами, а также стоит искать оптимальный баланс между выгодами от дисциплинирующего эффекта заёмного капитала и потерями из-за недоинвестирования.

1. 2. 7 Сигнальная теория

Следующая теория по сути своей является набором концепций с единым подходом к структуре капитала. Все модификации сигнальной теории базируются на допущении асимметрии информации. Некоторые исследователи выяснили, что решения по структуре капитала отражаются в цене акции компании.

Первой модификацией данной теории является работа Росса (1977), которая, в свою очередь, основывается на логике «лимонов и персиков» Акерлофа⁴². Так, по мнению Росса, выбор источника финансирования напрямую зависит от знаний менеджмента компании о её перспективах.⁴³ Если компания собирается привлекать заёмные средства, она берёт на себя определённые обязательства в будущем, которые фирма сможет выполнить только в случае хороших операционных показателей деятельности. Получается, если менеджеры берут на себя эти обязательства, они уверены в том, что они их выполнят. Таким образом, привлечение заёмных средств служит хорошим «сигналом» для потенциальных инвесторов. С другой стороны, так как менеджеры компании заинтересованы в максимально возможной цене акций компании, они имеют тенденцию задерживать выпуск акций до момента пика роста компании. Значит, если инвесторы получают информацию о том, что компания собирается провести дополнительную

⁴¹ Grossman S. J., Hart O. D. Corporate financial structure and managerial incentives //The economics of information and uncertainty. – University of Chicago Press, 1982. – С. 107-140.

⁴² Метафора работы Джорджа Акерлофа 1970 года, посвященной асимметрии информации

⁴³ Ross S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach //The bell journal of economics. – 1977. – С. 23-40.

эмиссию акций, они могут сделать вывод о том, что компания либо не может привлечь другой источник финансирования, либо её менеджеры обладают негативной информацией, которая ещё не отражена в цене акций. Таким образом, дополнительная эмиссия акций является плохим «сигналом» для потенциальных инвесторов.

Следующие модификации сигнальной теории структуры капитала затрагивают вопрос выхода компании на IPO. По мнению авторов этих работ, если компания собралась выходить на IPO и берёт на себя дополнительные обязательства, это говорит о её хороших перспективах.⁴⁴⁴⁵ Поскольку IPO так же требует значительных затрат, это может себе позволить только стабильная, перспективная компания. Таким образом, выход компании на IPO является хорошим «сигналом» для инвесторов. В то же время авторы утверждают, что вторичная эмиссия акций является сигналом либо о дальнейшем замедлении роста, либо об отсутствии финансирования. Как следствие, это плохой «сигнал», ведущий к снижению цен на акции.

Ещё одной модификацией сигнальной теории является работа Миллера и Рока. Данная работа исследует влияние дивидендных выплат, выплат по долгу и выпуск казначейских облигаций. Все эти три составляющие являются хорошим «сигналом» для инвесторов, так как доказывают то, что фирма генерирует достаточное количество денежных средств, чтобы позволить себе выплаты инвесторам, что приводит к росту цен на акции компании.⁴⁶

Подводя итог по различным модификациям сигнальной теории, необходимо упомянуть, что все они скорее описывают общие закономерности изменений структуры капитала, чем преследуют цель поиска оптимального баланса её составляющих.

1. 2. 8 Теория приспособления к рынку

Одной из самых ранних работ, в которых подчеркивалась значимость времени при принятии решений о структуре капитала, была работа Таггарта, написанная в 1977 году. По мнению автора, решение компаний о привлечении заёмных средств или акционерного капитала зависит от их будущего потенциала к выполнению обязательств по долгосрочным займам, что, в свою очередь, основывается на существующем соотношении

⁴⁴ Leland H. E., Pyle D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation //The Journal of Finance. – 1977. – Т. 32. – No. 2. – С. 371-387.

⁴⁵ Welch I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings //The Journal of Finance. – 1989. – Т. 44. – №. 2. – С. 421-449.

⁴⁶ Miller, Merton H., and Kevin Rock. "Dividend Policy under Asymmetric Information." The Journal of Finance 40, no. 4 (1985): 1031-051.

долга к собственному капиталу.⁴⁷ Марш в 1982 году также утверждал, что решение по источнику финансирования в компании зависит от двух аспектов:⁴⁸

1. Текущие рыночные условия;
2. Информация о цене акций в прошлом.

Майерс в 1984 году также поддержал данную концепцию в своей работе. По его мнению, компании принимают решения относительно своей структуры капитала, руководствуясь рыночной конъюнктурой.⁴⁹ Таким образом, решения о выходе на IPO, об эмиссии или выкупе акций, напрямую влияют на выбор источника финансирования. Бэйкер и Вуглер являются одними из исследователей, которые внесли весомый вклад в широкое распространение теории соответствия рынку. В своей работе авторы исследовали поведение американских компаний на рынке акций и, таким образом, добавили в свою модель рыночный фактор. Их теория утверждает, что компании следят за рынком акций в долгосрочной перспективе и это оказывает значительное влияние на формирование структуры капитала фирмы.⁵⁰ Получается, что сама по себе структура капитала есть ничто иное как кумулятивный эффект от всех прошлых действий компаний по отслеживанию рынка акций. Значит, по сути нет никакой оптимальной структуры капитала, так как она устанавливается в результате изменений на рынке и использования благоприятных возможностей рынка капитала. Более того, авторы пришли к выводу о том, что менеджеры склонны прибегать к долговому финансированию, если компания недооценена, и использовать эмиссию акций в случае, когда компания переоценена рынком.

Согласно более поздней теории Велша, компании корректируют свою структуру капитала, исходя из информации о прошлых ценах на свои акции.⁵¹ В ситуации, когда компания переоценена рынком, менеджеры будут выпускать дополнительные акции до тех пор, пока цена акций не вернется к справедливой или не опуститься ниже её.

⁴⁷ Taggart R. A. A model of corporate financing decisions //The Journal of Finance. – 1977. – Т. 32. – No. 5. – С. 1467-1484.

⁴⁸ Marsh P. The choice between equity and debt: An empirical study //The Journal of finance. – 1982. – Т. 37. – No. 1. – С. 121-144.

⁴⁹ Myers S. C. The capital structure puzzle //The journal of finance. – 1984. – Т. 93. – No. 3. – С. 574-592.

⁵⁰ Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure //The journal of finance. – 2002. – Т. 57. – №. 1. – С. 1-32.

⁵¹ Welch I. Capital structure and stock returns //Journal of political economy. – 2004. – Т. 112. – No. 1. – С. 106

Получается, что менеджмент компании будет постепенно уменьшать долговую нагрузку компании.

Таким образом, теория соответствия рынку доказывает, что структура капитала зависит от рыночной конъюнктуры, но в таких обстоятельствах вряд ли можно установить какую-либо целевую структуру капитала, либо определить её оптимальное соотношение.

Подводя итог, можно заметить, что нет единого мнения о существовании оптимальной структуры капитала, а также общего взгляда на значимость различных факторов при формировании баланса между заёмным и акционерным капиталами. Результатом анализа «классических теорий капитала» является их сравнительная таблица (табл.2):

Таблица 2. Сравнительная таблица «классических» теорий структуры капитала

Теория	На основе	Основная идея	Эмпирическое доказательство	Определение оптимальности и структуры капитала
Теория Модильяни - Миллера	Теоритическое исследование	На идеальном рынке структура капитала компании не оказывает влияния на рыночную капитализацию компании.	Нет	Нет
Теория компромиссо в	Теоритическое исследование	Компании должны проводить анализ выгод и затрат каждого источника финансирования для того, чтобы сформировать оптимальную структуру капитала.	Да	Да
Теория иерархии	Эмпирическое исследование	Существует тенденция, согласно которой компании следуют определённому алгоритму при выборе источника финансирования.	Да	Нет

Продолжение Таблицы 2

Агентская теория	Эмпирическое исследование	Решение агентской проблемы - это оптимальная структура капитала которая устанавливает баланс между дисциплинирующим эффектом заёмных средств и издержками недоинвестирования в прибыльные проекты.	Да	Да
Сигнальная теория	Эмпирическое исследование	Согласно концепции, в условиях асимметрии информации решения менеджеров по формированию структуры капитала дают потенциальным инвесторам плохие или хорошие «сигналы» о её будущих перспективах.	Да	Нет
Теория приспособления к рынку	Эмпирическое исследование	Компании пытаются приспособиться к рынку таким образом, чтобы осуществлять эмиссию акций, когда акции переоценены, и привлекать займы, когда акции недооценены.	Да	Нет

Источник: Составлено автором работы

1.3 Современные теории структуры капитала

В данном разделе будут рассмотрены некоторые современные теории структуры капитала. Стоит отметить, что многие из них являются модификацией уже существующих теорий, либо проверяют «классические» на релевантность в тех или иных отраслях бизнеса.

Первым исследованием, которое стоит обсудить, является работа Фамы и Френча написанная в 2002 году. Главной целью работы являлось сравнение компромиссной

теории и теории иерархии. Авторы пытались понять, какой теорией лучше описывается уровень заёмного капитала по отношению к собственному. Как уже было выяснено ранее, компромиссная теория даёт определение целевой структуры капитала, которой со временем двигается фирма. Теория иерархии, в свою очередь, не выделяет какой либо целевой или оптимальной структуры капитала, она просто предлагает алгоритм, которого придерживаются компании при поиске дополнительных источников финансирования. Данное исследование было эмпирическим и базировалось на показателях для более чем 3000 фирм.

Проведя исследование, авторы пришли к неоднозначным выводам. Как оказалось, отдельные непротиворечащие положения двух этих теорий подтверждаются на практике. Например, в обеих теориях была выдвинута гипотеза о том, что фирмы с большими инвестициями обладают меньшими долговыми обязательствами. Также присутствовали гипотезы о прямой зависимости размера фирмы и долговой нагрузке и о обратной зависимости волатильности доходов и долговой нагрузке. Все эти гипотезы подтвердились в работах Фамы и Френча⁵².

С другой стороны, конфликтующие положения этих двух теорий не были поддержаны в исследовании. Например, авторы поддерживают теорию иерархии в вопросе обратной зависимости прибыльности компании и долговой нагрузке. В тоже время, авторы не находят достаточно весомых аргументов для подтверждения пункта компромиссной теории о существовании целевой структуры капитала.⁵³

Таким образом, работа Фамы и Френча поддерживает согласующиеся пункты двух теорий, однако конфликтующие пункты не нашли конкретной поддержки. Так, вопрос о том, какая теория лучше описывает поведение компаний в отношении вопроса структура капитала, остался открытым.

Следующим исследованием, которое стоит рассмотреть, является работа Леммона, Зендера и Робертса, написанная в 2008 году. Авторы сосредоточились на вопросе структуры капитала на основе данных по нефинансовым фирмам. Главным результатом их работы является вывод о том, что уровень долговой нагрузки практически не изменяется с течением времени.⁵⁴ По мнению авторов, этот вывод применим как к публичным, так и не публичным компаниям. Такой итог объясняется наличием

⁵² Fama E. F., French K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt //The review of financial studies. – 2002. – Т. 15. – №. 1. – С. 1-33.

⁵³ Там же.

⁵⁴ Lemmon, M.L. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure//Journal of Finance. 2008. Vol. 63 № 4.P. 1575-1608

ненаблюдаемых характеристик и особенностей фирм. Именно эти фиксированные факторы объясняют большую часть дисперсии структуры капитала.

Исследователи заявляют, что ключевым фактором неизменности структуры капитала во времени являются высокие затраты на изменение уровня долговой нагрузки. Таким образом, получается, что фирмы используют свою финансовую политику для поддержания уровня заёмных средств в узких границах. В связи с этим одним из ключевых факторов рассматриваемой модели является первоначальный уровень долговых обязательств.

Подводя итог, стоит отметить, что главной рекомендацией исследователей является включение в модель факторов, объясняющих специфику конкретных фирм. Естественно, в своей работе авторы не затрагивали вопрос оптимальности структуры капитала, так как, по их мнению, важен лишь уровень долговых обязательств в первоначальном периоде.

Также стоит обратить внимание на работу Ана, написанную в 2012 году. Автор пытался определить в какой мере налогообложение влияет на структуру капитала. В работе проведено исследование на основе данных по Китайским компаниям. Ан считает, что формирование структуры капитала компании зависит от изменений в государственной политике налогообложения.⁵⁵ Автор в своей работе использует модель «difference-in-difference», которая позволяет определить значимость того или иного события на анализируемый фактор и направление их взаимосвязи.

В результате исследования было выяснено, что изменение налогообложении действительно влияет на структуру капитала и этот вывод применим не только для китайских фирм.

Следующей работой, которую стоит упомянуть, является исследование Леммона и Зендера, написанное в 2010 году. Ценность работы заключается в том, что авторы включили уже существующие работы по проверке теорий структуры капитала новый фактор. Данной переменной является долговой потенциал, он определяет насколько легко фирма может привлечь заёмные средства в будущих периодах. Измеряли в работе долговой потенциал как меру вероятности доступа предприятия к рынку долговых обязательств.⁵⁶

Леммон и Зендер в своей работе попытались опровергнуть заявление многих авторов о том, что теория иерархии не работает на практике. Так, авторы показали, что именно маленькие быстрорастущие фирмы сталкиваются с ограничениями в долговом

⁵⁵ An, Z. Taxation and capital structure: empirical evidence from a quasi-experiment in China. // Journal of Corporate Finance. 2012. Vol. 18 №4. P. 683-689.

⁵⁶ Lemmon M. L., Zender J. F. Debt capacity and tests of capital structure theories // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2010. – Т. 45. – №. 5. – С. 1161-1187.

потенциале. То есть, получается, что частые эмиссии дополнительных акций маленькими компаниями необязательно говорят о том, что теория иерархии неверна практически. Главным результатом исследования является то, что компании, нуждающиеся в дополнительном финансировании, выбирают долговое финансирование в случае, когда обладают высоким долговым потенциалом. С другой стороны, компании с маленьким долговым потенциалом часто выбирают акционерное финансирование ввиду невозможности привлечения заёмных средств. Данная логика никак не противоречит теории иерархии и доказывает её.

Ещё одним исследованием, на которое стоит обратить внимание, является работа Д'Мелло. Данная концепция показывает, что важным фактором при формировании структуры капитала также является оценка акционерами стоимости дополнительной единицы долга.⁵⁷ Исследование было проведено на основании данных по американским нефинансовым компаниям на промежутке времени 1980-2014 гг. Получается, что акционеры компании при формировании структуры капитала обращают внимание не только на график процентных выплат и издержки по обязательствам, но и на другие факторы. Оценивают же компании дополнительную единицу долга, по мнению авторов, с помощью информации о способах реинвестирования, изменение дохода, агентских издержек, дивидендной политики, эффекте от «налогового щита». Данная работа также является доказательством справедливости теории компромиссов на уровне восприятия инвесторами долговых обязательств.

Далее рассмотрим исследование Гринвуда, Хансона и Штейна, проведенное в 2010 году. Авторы предполагают, что сроки погашения долговых обязательств и график процентных выплат по ним оказывают значительное влияние на формирование структуры капитала⁵⁸. Данное суждение согласуется с теорией заполнения «разрывов» в финансировании. Также в дополнение к данной работе Бадоев и Джеймс считают, что финансовые решения по структуре капитала компании тесно связаны с предложением долгосрочных государственных облигаций⁵⁹. По мнению авторов, увеличение в предложении федерального долга в большой мере снижает спрос на корпоративные

⁵⁷ D'Mello R., Gruskin M., Kulchania M. Shareholders valuation of long-term debt and decline in firms' leverage ratio //Journal of Corporate Finance. – 2018. – Т. 48. – С. 352-374.

⁵⁸ Greenwood R., Hanson S., Stein J. C. A gap-filling theory of corporate debt maturity choice //The Journal of Finance. – 2010. – Т. 65. – №. 3. – С. 993-1028.

⁵⁹ Badoer D. C., James C. M. The determinants of long-term corporate debt issuances //The Journal of Finance. – 2016. – Т. 71. – №. 1. – С. 457-492.

источники долгового финансирования. То есть, по сути происходит вытеснение одного источника заёмного капитала другим.

Также существует отдельная группа работ, которые направлены на поиск взаимосвязи между человеческим фактором в принятии решений и формированием структуры капитала. Все они сходятся в одном: в работах есть распространенное убеждение в том, что уверенность в себе и оптимизм менеджеров положительно коррелируют с долей долгового финансирования в структуре капитала фирмы.

Рассмотренные современные концепции структуры капитала являются хорошим дополнением в базу для методологии дальнейшего исследования, однако, не отвечают на вопрос о существовании оптимальной структуры капитала.

1.4 Подходы к определению целевой структуры капитала компании

Стоит еще раз подчеркнуть, что консенсуса относительно «оптимальной» структуры капитала не было достигнуто ни среди исследователей классических теорий, ни среди новых. Понятие «оптимальная структура капитала» отражает некое идеальное соотношение долга и собственного капитала, которое максимизирует стоимость компании. Однако, оценить это идеальное соотношение собственных и заемных средств и найти точку оптимума крайне сложно. В связи с этим в рамках финансового менеджмента бизнеса можно лишь идентифицировать некий целевой уровень структуры капитала для компании, который, в свою очередь, будет в наибольшей степени способствовать ее успешному развитию.

Вопросу существования и прогнозирования целевого соотношения долга и собственного капитала компании посвящено множество работ. Одними из первых решить данный непростой спор попробовали Титман и Весселс. В их научной работе рассматриваются различные теории структуры капитала компаний, которые предполагают, что фирмы выбирают соотношение долга к собственному капиталу исходя из выгод и затрат каждого метода финансирования⁶⁰. Также авторы отмечают, что теоритические концепции вряд ли когда-то смогут решить спор о существовании оптимальной структуры капитала, поэтому все силы должны быть брошены на эмпирические исследования возможной взаимосвязи долгосрочного целевого соотношения долга и собственных средств с различными финансовыми показателями организаций⁶¹. После проведения своего исследования, основанного на выборке из

⁶⁰ Titman S., Wessels R. The determinants of capital structure choice //The Journal of finance. – 1988. – Т. 43. – №. 1. – С. 1-19.

⁶¹ Там же

публичных американских компаний из различных индустрий, Титман и Весселс пришли к выводу о том, что существуют основные детерминанты, которые определяют структуру капитала компании и исходя из них в будущем можно будет прогнозировать долгосрочную целевую структура капитала компании. Среди основных объясняющих переменных, выделенных авторами, были: рентабельность активов, измеряемая отношением операционного дохода ко всем активам или отношением операционного дохода к выручке, размер компании, измеряемый натуральным логарифмом от продаж или всех активов, а также капиталоемкостью⁶².

Схожая по смыслу эмпирическое исследование было выполнено Райаном и Зингалесом в 1995 году, однако их выборка состояла не только из американских компаний, но и из публичных компаний из стран объединения G7 (США, Япония, Германия, Франция, Великобритания, Канада). Так, авторы, как и их предшественники, пришли к тому, что под оптимальной структурой капитала можно понимать целевую долгосрочную структуру капитала, спрогнозированную исходя из ключевых финансовых детерминант организаций. Помимо уже упомянутых показателей в своих моделях для прогнозирования целевого финансового рычага исследователи использовали Market-to-book ratio (отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости)⁶³.

Ховакамян и Тегранян в своих работах отмечали, что ключевыми детерминантами целевой структуры капитала, действительно, являются рентабельность активов и отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости. Однако, помимо уже известных объясняющих переменных они выделили: Dividend Yield (дивидендная доходность), ROA (рентабельность активов), R&D expenses (расходы на научные разработки и развитие), а также средние значения финансового рычага по индустриям. Ключевой находкой исследователей было то, что они смогли доказать, что с течением времени компании стремятся соответствовать целевым значениям структуры капитала, несмотря на её ежегодные корректировки⁶⁴.

Велш в своей работе рассматривал взаимосвязь целевой структуры капитала с изменениями цены акций компании. По его мнению, компании не могут противодействовать оказывающему влиянию постоянных флуктуаций цен акций на

⁶² Там же

⁶³ Rajan R. G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data //The journal of Finance. – 1995. – Т. 50. – №. 5. – С. 1421-1460.

⁶⁴ Novakimian A., Novakimian G., Tehranian H. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues //Journal of financial economics. – 2004. – Т. 71. – №. 3. – С. 517-540.

финансовый рычаг.⁶⁵ Так, влияние изменений цены акции на структуру капитала компании может быть очень длительным, по крайней мере, несколько лет. Велш проводил своё исследование, основываясь на информации о публично торгуемых компаниях в США в период с 1962 года по 2000 год и пришел к выводу, что по сравнению с изменениями в ценах на акции остальные детерминанты, описанные ранее, влияют на структуру капитала компании не столь значимо⁶⁶.

Фланнери и Ранган в своей работе, удостоверились, что компании, действительно, постоянно изменяют соотношение долга и собственных средств. Однако, помимо уже классических детерминант добавили в свое исследование такие показатели как: амортизация, рыночная капитализация компаний, медианные значения финансового рычага по индустрии и по годам в США, дивидендные выплаты. Исследователи в своей работе пришли к выводу о том, что типичные фирмы в среднем сокращают треть дистанции от текущего финансового рычага до целевого в год⁶⁷.

Исследование финансового рычага, используемого компаниями во всем мире, показывает, что структуры капитала различаются в разных отраслях. Таблица 3 содержит средние доли долгосрочных обязательств в общем капитале компании в различных отраслях промышленности в Соединенных Штатах. Эрхардт и Бригам указали, что существуют значительные различия между уровнями долга (американских) компаний в одной отрасли⁶⁸.

Таблица 3. Средняя доля долгосрочных обязательств в общем капитале компании по индустриям в США

Индустрия	Средняя доля долгосрочных обязательств в общем капитале компании
Технологии	19%

⁶⁵ Welch I. Capital structure and stock returns //Journal of political economy. – 2004. – Т. 112. – №. 1. – С. 106-131.

⁶⁶ Там же

⁶⁷ Flannery M. J., Rangan K. P. Partial adjustment toward target capital structures //Journal of financial economics. – 2006. – Т. 79. – №. 3. – С. 469-506.

⁶⁸ Ehrhardt M., Brigham E. Corporate Finance A focused approach India edition Cengage India learning. – 2003.

Энергетика	30%
Медицина	32%
Перевозки	40%
Сырье	46%
Товары производственно-технического назначения	46%
Конгломераты	54%
Услуги	63%

Составлено по: Ehrhardt and Brigham (2003)⁶⁹

Смарт, Меггинсон и Гитман отмечают, что структура капитала компании имеет определенные отраслевые тренды, независимо от страны, в которой они находятся. Компании в некоторых отраслях промышленности в развитых странах имеют высокий коэффициент долг/собственный капитал, в то время как компании в других отраслях используют небольшие долгосрочные обязательства. Они предполагают, что эти модели указывают на то, что сочетание активов в отрасли, а также изменчивость операционной среды «существенно влияют на структуры капитала, выбранные фирмами в любой точке мира»⁷⁰.

Так, определение оптимальной структуры капитала для компании было труднодостижимой целью и сложной задачей в течение ряда лет. Хотя и есть некоторые

⁶⁹ Там же

⁷⁰ Smart S. B., Megginson W. L., Gitman L. J. Corporate finance //Mason, OH: Thomson/South Western. – 2004.

сходства между структурами капитала, используемыми в одних и тех же отраслях, верно и то, что компании в одних и тех же отраслях используют очень разные уровни долга по сравнению с собственным капиталом.

В современных работах, изучающих различные факторы, влияющие на структуру капитала компании, было проведено сравнение значимости данных детерминант на установление целевого соотношения долга к собственным средствам. Так, исследователи сразу в нескольких работах пришли к общему мнению о том, что основными объясняющими показателями целевого финансового рычага являются⁷¹⁷²:

1. Медианные значения рыночного соотношения долга к общему капиталу в индустрии, либо по всем компаниям в стране (в зависимости от величины выборки);
2. Коэффициент Market-to-Book (отношение рыночной стоимости компании к балансовой);
3. Капиталоемкость (доля материальных активов в общих активах);
4. Рентабельность активов (определяемая как отношение операционного дохода ко всем активам);
5. Размер (натуральный логарифм от всех активов).

В данной работе же под оптимальной структурой капитала будет пониматься ежегодно прогнозируемая на основе ключевых детерминант целевая структура капитала.

Так, в данной главе были рассмотрены основные составляющие структуры капитала и преимущества и недостатки их и пользования соответственно, проанализированы основные классические и новые теории структуры капитала компании, а также введено понятие оптимальной структуры капитала. Далее будет рассмотрено понятие акционерного активизма, а также проведен анализ специфики деятельности хедж-фонда как институционального инвестора.

⁷¹ Harford J., Klasa S., Walcott N. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions //Journal of Financial Economics. – 2009. – Т. 93. – №. 1. – С. 1-14.

⁷² Denis D. J., McKeon S. B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases //The Review of Financial Studies. – 2012. – Т. 25. – №. 6. – С. 1897-1929.

ГЛАВА 2. АКЦИОНЕРНЫЙ АКТИВИЗМ ХЕДЖ-ФОНДОВ

Так как объектом исследования являются американские хедж-фонды, которые при приобретении определенной доли акций публичных компаний в США прибегали к использованию стратегии акционерного активизма, для начала необходимо определить понятие акционерного активизма и проанализировать различные тактики, которые используются в рамках осуществления данной стратегии. Более того, необходимо подробнее разобраться со спецификой деятельности хедж-фондов как институциональных инвесторов и выделить их основные отличительные черты. Также стоит более подробно разобраться с определением акционерного активизма хедж-фондов и спецификой реализуемых стратегий в данных кейсах. В конце концов, необходимо выявить причины возникновения возможной взаимосвязи между активистской деятельностью хедж-фондов и структурой капитала компаний-мишеней.

2.1. Акционерный активизм

Стратегия акционерного активизма начала пользоваться широкой популярностью в начале 21 века в США. В основном, используют данную стратегию различные институциональные инвесторы, так как у них есть больше возможностей оказывать какое-либо влияние на компании по сравнению с индивидуальными инвесторами. Стоит отметить, что одними из первых стратегию акционерного активизма начали применять страховые компании и банки в США. Однако индивидуальные инвесторы также не пренебрегают использованием данной тактики для проявления своей активной позиции в отношении фирмы.

Для начала следует разобраться с определением понятия акционерного активизма, а также с основными тактиками, которые присущи данной стратегии. В связи с возросшей популярностью стратегии акционерного активизма в последнее время было проведено немало исследований на данную тему, в которых были проанализированы возможные тактики реализации акционерного активизма, а также основные мотивы, которые подталкивают акционеров занимать активную позицию в отношении компаний. Организациям, которые становятся мишенями активистов, соответственно, необходимо понимать какие тактики могут использоваться активистами, и какие цели они преследуют.

Наглядным доказательством того, что институциональные инвесторы начали приобретать все большее значение как акционеры на финансовых рынках США, является статистика, обнародованная в работе Сиаса и Старка в 1998 году. Так, доля акционерного капитала различных инвестиционных фондов, инвестиционных компаний, отделов банковских трастов и пенсионных фондов резко возросла с начала 1980-х. Авторы в своей

работе заявляют, что доля данных учреждений в акциях публичных компаний США увеличилась с 24,2% в 1980 году до 50% к концу 1994 года.⁷³ Именно данный фактор повлиял на возникновение повышенного внимания к изучению стратегий акционерного активизма, так как институциональные инвесторы начали активно пользоваться этим приемом.

Необходимость в проявлении активной позиции инвесторами сама по себе возникает в первую очередь из-за появляющихся конфликтов между менеджерами и акционерами, также такие конфликты часто относят к проблеме агент-принципал. Так, в своей работе Гиллан и Старк не дают точного определения акционерному активизму, однако, по их мнению, активная позиция инвесторов имеет место быть, когда акционеры приходят к выводу о неэффективности внутренних механизмов управления компании.⁷⁴ В связи с этим акционерам компании приходится инициировать стратегию активизма для изменения не устраивающих их управленческих стратегий.

Одним из первых дал определение акционерному активизму Карпофф. По его мнению, активная позиция инвесторов проявляется в двух формах:⁷⁵

1. Предложение выдвинутое на ежегодном собрании акционеров компании;
2. Частные переговоры с менеджментом организации.

Более того, две эти формы проявления активной позиции инвестора не являются взаимоисключающими и часто используются в тандеме. Инициативы акционеров в США, как правило, представляются в соответствии с правилом SEC 14a-8, которое позволяет акционерам включить в общее собрание их аргументированное предложение об изменении деятельности в 500 слов.

73 Sias R., Starks L. Institutional investors in equity markets //Unpublished working paper, Washington State University. – 1998.

74 Gillan S. L., Starks L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors //Journal of financial Economics. – 2000. – Т. 57. – №. 2. – С. 275-305.

75 Karpoff J. M. The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings //Available at SSRN 885365. – 2001.

Также автор выделяет три взгляда на деятельность активистов, которые своими действиями оказывают различное влияние на деятельность фирмы:⁷⁶

Акционеры-активисты в качестве наблюдателей

По мнению автора, когда акционеры ведут себя как консультанты и наблюдатели, они побуждают действующих менеджеров улучшать деятельность фирмы и максимизировать рыночную ценность фирмы. Во-первых, это происходит из-за того, что активисты указывают менеджерам на проблемы, которые сами они могли не заметить. Во-вторых, активисты часто оказываются эффективными помощниками в вопросах формирования корпоративной политики. В-третьих, даже если менеджмент не получает готового решения проблемы или метод предложенный активистами не срабатывает, менеджмент компании в любом случае получает «месседж» о имеющийся у них проблеме и со временем пытается ее решить. Наконец, в случае, когда менеджмент фирмы не прислушивается к общественности, акционеры-активисты могут публично занять сторону общества, тем самым склонить менеджмент фирмы к более ответственному подходу в ведении бизнеса и выгодному для всех сторон варианту развития событий.

Акционеры-активисты в качестве «хулиганов»

Вторая группа акционеров наоборот своей активностью снижает эффективность управления фирмой и в долгосрочной перспективе минимизирует рыночную ценность компании. Особую критику по ряду причин вызывают руководители пенсионных фондов, которые пытаются вмешаться в корпоративное управление. Во-первых, зачастую они не располагают ни необходимыми навыками, ни специфическими знаниями для улучшения решений менеджеров. Во-вторых, данный вид активистов близоруко пытается получить максимальную ценность для своих вкладчиков в краткосрочной перспективе, абсолютно не задумываясь о будущем фирмы. В-третьих, такие активисты могут вмешиваться в деятельность организаций для того, чтобы изменить выгодную инвестиционную политику на стратегию, связанную с достижением политически мотивированных или социальных целей.

Акционеры-активисты как пример неэффективности

Третья группа активистов отличается тем, что оказывает незначительно влияние на стратегию развития компании, ее результаты и ценность. По мнению автора, это происходит в связи с тем, что большинство активистских кампаний стремится к таким изменениям в управлении, которые имеют малый потенциал для изменения деятельности фирмы в целом. Для того чтобы иметь хоть какое-то влияние на деловую активность

⁷⁶ Там же.

компаний активисты должны вступать в прокси-битвы с менеджментом компании по поводу основных видов ее деятельности и пытаться посадить своих людей в Совет директоров этих фирм.

Кокс, Мюллер и Инглей определяли в своем исследовании акционерный активизм как использование факта владения акциями с целью активного влияния на политику и операционную деятельность компании.⁷⁷

Вэдокк, Грейвз и Рехбейн в своей работе идентифицируют стратегию акционерного активизма как планомерные действия, направленные на изменение конкретной управленческой практики.⁷⁸ Авторы заостряют отдельное внимание на том, что такая активность может принимать различные формы, но не все они одинаково эффективны в изменении корпоративной деятельности. Более того, в работе отмечается, что стратегии акционерного активизма могут придерживаться как индивидуальные инвесторы, так и пенсионные фонды, профсоюзы и другие крупные институциональные инвесторы.

Гиллан и Старк в своей работе 2007 года отмечают, что у акционеров, которые недовольны какими-либо корпоративными практиками компании, в которую они инвестировали, есть два пути. Первым вариантом поведения, является бездействие и таких акционеров называют пассивными. Второй вариант – это проявление своего недовольства. Свое несогласие, по мнению авторов, акционеры могут выражать по одному из двух основных сценариев. Во-первых, акционеры могут продать свои акции и эту альтернативу не стоит недооценивать, так как обычно после массовой продажи акций компаний вероятность увольнения Генерального директора компании значительно увеличивается. Во-вторых, акционеры компании могут множеством различных способов открыто обозначить свое недовольство и попытаться повлиять на менеджмент компании, чтобы они внесли в свою управленческую деятельность необходимые коррективы. Таким образом, авторы рассматривают такие действия как продажа акций и выражение несогласия как активные, так как в обоих случаях инвесторы пытаются добиться изменений в управлении компании.⁷⁹

К моменту проведения данного исследования авторы обновили статистику, и оказалось, что доля владения акциями американских компаний институциональными

⁷⁷ Cocks G. et al. *Activist Boards-Not Activist Shareholders*

⁷⁸ Rehbein K., Waddock S., Graves S. B. *Understanding shareholder activism: Which corporations are targeted?* // *Business & Society*. – 2004. – Т. 43. – №. 3. – С. 239-267.

⁷⁹ S.L. Gillan, L.T. Starks, *The evolution of shareholder activism in USA* [Электронный ресурс] 2007. — Режим доступа: <http://content.ebscohost.com> (Дата обращения: 10.12.2019).

инвесторами к 2007 году уже составляла более 70%⁸⁰. Более того, Старк и Гиллан основные мотивы, которые побуждают инвесторов проявлять акционерный активизм:⁸¹

- Изменение стратегии управления компанией;
- Изменение решения Совета директоров;
- Необходимость ввести «своего» человека в Совет директоров;
- Форсирование покупки или продажи компании/дочерней структуры;
- Изменение дивидендной политики.

Такие исследователи как Кляйн и Зур в своей работе определяют акционерный активизм как покупку определенной доли акций в публичной корпорации с намерением добиться конкретных изменений в ее бизнес-деятельности и тем самым получить прибыль от своих инвестиций.⁸² Так как работа является более поздней по сравнению с ранее рассмотренными исследованиями в ней есть одна характерная особенность: авторы разделяют активизм на два типа. Первым является предпринимательский активизм, который осуществляют такие игроки финансового рынка как индивидуальные инвесторы, фонды прямых инвестиций, венчурные организации и объединения по управлению активами состоятельных инвесторов. Вторым типом акционерный является активизм, осуществляемый хедж-фондами. Конкретные различия двух типов акционерного активизма будут рассмотрены позже, сейчас же стоит выделить общие черты.

Итак, авторы определяют начало активистской кампании как подачу первоначальной формы SC 13D в SEC (комиссию по ценным бумагам США), в которой активист четко обязан обозначить цель покупки акций публичной компании. Форма 13D заполняется всеми инвесторами, которые прямо или косвенно приобретают не менее 5% акций публичной американской компании. В данной форме также содержится информация о намерении инвестора повлиять на стратегию развития компании-мишени. Среди основных целей покупки акций активистами исследователи выделяют:⁸³

- Изменение состава совета директоров;
- Противодействие слиянию, продаже или ликвидации фирмы;
- Внедрение стратегических изменений в деятельность фирмы;
- Замена Генерального директора фирмы;

⁸⁰ Там же.

⁸¹ Там же.

⁸² Klein, A., Zur, E., Entrepreneurial Shareholder activism: Hedge funds and other private investors [Электронный ресурс] 2009. — Режим доступа: <http://content.ebscohost.com> (Дата обращения: 10.12.2019).

⁸³ Там же

- Изменение дивидендной политики компании;
- Изменение вознаграждения менеджмента фирмы.

По мнению Гангчева, акционерный активизм должен быть описан как определенная последовательность шагов, в которой более враждебная тактика выбирается только в том случае, если менее конфронтационные подходы не дают результатов. Так, автор определяет акционерный активизм как процесс, состоящий из 4-х последовательных этапов принятия решения, который запускается после первоначального заполнения формы SC 13D (этап 0). После заполнения SC 13D, в котором активисты указывают основные цели своих инвестиций, идет официальное объявление требований к компании. Именно это заявление и ознаменует начало первого этапа. В случае, если у акционеров не получается вступить в переговоры с менеджментом компании о выполнении их требований, они переходят ко второму этапу, а именно к официальному запросу о включении своего кандидата в Совет директоров компании. При неудачной попытке включить своих кандидатов в Совет директоров, активистам приходится запускать третий этап, который заключается в выдвижении угроз о начале борьбы за доверенность (proxy-fight). Если данные угрозы оказываются неэффективными, акционеры-активисты начинают борьбу за доверенность – то есть добиваются с помощью убеждения других акционеров права голосовать от их имени, тем самым, аккумулируя большинство голосов в «своих руках».⁸⁴

2.2. Хедж-фонды в США

2.2.1. Понятие хедж-фонда

На данный момент проведено немало исследований, посвященных хедж-фондам и их характеристикам, однако по сей день среди исследователей нет согласия о едином определении понятия хедж-фонд. Кляйн и Зур в 2006 году дали хедж-фонду одно из самых простых определений. По их мнению, хедж-фонд – это финансовый инвестиционный институт, который благодаря своим особенностям свободен от законодательного регулирования⁸⁵. Такое преимущество обеспечивает состав участников фонда, так как в него допускается ограниченное число инвесторов, и все они должны обладать значительным опытом в инвестировании.

⁸⁴ Gantchev N. The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model //Journal of Financial Economics. – 2013. – Т. 107. – №. 3. – С. 610-631.

⁸⁵ Klein, A., Zur, E. Hedge Fund Activism [Электронный ресурс] 2006. — Режим доступа: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1291605 (Дата обращения: 10.12.2019).

Браттон в своей статье сравнивает хедж-фонды с private equity фондами (PE-фондами) и находит много общих характеристик, присущих обоим видам фондов. Однако в той же самой работе автор выделяет ключевое различие между этими типами институциональных инвесторов, которое заключается в объектах инвестирования. Хедж-фонды в основном вкладывают свои средства в публичные компании, в то время как PE-фонды инвестируют основную часть своих средств в небольшие частные компании. Данное наблюдение может считаться справедливым, однако в последнее время это разграничение становится все менее явным, так как на сегодняшний момент многие PE-фонды в США начинают все чаще инвестировать в публичные американские организации.⁸⁶

Брав и другие авторы в своей работе отмечают, что дать точное определение хедж-фонду довольно-таки сложно, однако не смотря на все противоречия можно выделить четыре ключевые характеристики, которые объединяют все хедж-фонды:⁸⁷

1. Они объединены в частные закрытые пулы инвесторов, целью которых является выгодное размещение денежных средств вкладчиков;
2. Они управляются профессиональными инвестиционными командами, вознаграждение которых зависит от финансовых успехов по итогу года;
3. Они не являются широко доступными для общественности;
4. Их инвестиционная деятельность не регулируется какими-либо законодательными актами, действующими на фондовом рынке.

Бриггс в своей работе также отмечает, юридического или общепринятого определения хедж-фонда не существует. В своем исследовании он предлагает определять хедж-фонд как любую частную организацию, которая на деньги вкладчиков приобретает ценные бумаги или другие активы и не зарегистрирована в качестве другого известного типа взаимных фондов.⁸⁸

Анг в своей работе 2013 года утверждал, что давать определение понятию «хедж-фонд» необходимо от «обратного» – то есть, легче описать чем не является данный вид фонда. Поскольку большинство хедж-фондов освобождаются от правил, касающихся

⁸⁶ W. W. Bratton // Hedge Funds and Governance Targets - Corporate Practice Commentator. — 2007. — P. 583-649.

⁸⁷ Brav A. et al. // Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance - Journal of Finance. — 2008. — Vol. 63, N. 4. — P. 1729-1775.

⁸⁸ Briggs, Thomas W. Journal of Corporation Law. Summer2007, Vol. 32 Issue 4, p681-737. 57p. , База данных: Business Source Ultimaty

обязанностей и ограничений, обычно устанавливаемых для инвестиционных фондов, Анг утверждает, что хедж-фонды в основном являются инвестиционной возможностью, которой пользуются богатые люди. В основном это объясняется спецификой работы фонда, так как инвесторы, вложившие свои деньги в хедж-фонд слабо защищены. В свою очередь, богатые люди имеют возможность обеспечить себя необходимой юридической поддержкой, и, следовательно, они не нуждаются во всесторонней защите инвесторов со стороны регулирующих органов. Благодаря тому, что хедж-фонды не регулируются также как остальные виды инвестиционных фондов, они получают более высокую степень гибкости в отношении того, как они инвестируют, как они раскрывают информацию, и как они платят своим менеджерам.⁸⁹

Комиссией по ценным бумагам США (SEC) было выявлено 14 различных определений хедж-фонда, однако наиболее точным среди них является то, которое включает в себя описание ключевых характеристик данных фондов:⁹⁰

1. Являются частными инвестиционными объединениями или оффшорными инвестиционными корпорациями;
2. Используют широкий спектр инвестиционных стратегий;
3. В большинстве случаев прибегают к использованию коротких продаж, инвестированию в производные ценные бумаги и использованию леввереджа;
4. Выплачивают вознаграждение своим менеджерам по финансовому итогу года;
5. База вкладчиков состоит из состоятельных индивидуальных инвесторов и других учреждений, в то время как минимальный инвестиционный взнос обычно составляет 100 тыс. долларов США или выше.

По-моему мнению, одно из наиболее подходящих определений хедж-фондов дано соучредителем хедж-фонда AQR Capital Management⁹¹ Клиффордом Аснессом:

«Хедж-фонды – это инвестиционные пулы, которые относительно не ограничены в том, что они делают. Они относительно нерегулируемые (на данный момент), взимают очень высокие сборы, не обязательно вернут вам ваши деньги, когда вы этого хотите, и, как правило, не скажут вам, что они делают. Предполагается, что они все время

⁸⁹ Ang A., Longstaff F. A. Systemic sovereign credit risk: Lessons from the US and Europe //Journal of Monetary Economics. – 2013. – Т. 60. – №. 5. – С. 493-510.

⁹⁰ Vaughan D., DECHERT L. L. P. Selected Definitions of" Hedge Fund //Comments for the US Securities and Exchange Commission, Roundtable on Hedge Funds. – 2003.

⁹¹ Один из хедж-фондов первопроходцев, который на данный момент обладает относительно большими средствами вкладчиков под управлением

зарабатывают деньги, но когда они терпят неудачу в этом, инвесторы отказываются от их услуг и идут к кому-то еще, кто недавно зарабатывал деньги. Как правило, они предназначены для богатых людей и их штаб-квартиры находятся в Женеве (Швейцария) или Гринвиче (штат Коннектикут)».⁹²

2.2.2. История возникновения и развития хедж-фондов

Многие считают, что термин «хедж-фонд» был придуман Кэрол Лумис в 1977 году. В одной из статей журнала “Fortune” она использовала данное понятие, чтобы описать философию инвестирования, придуманную Альфредом Уинслоу Джонсом в 1949 году в США.⁹³

Однако, не так давно, Лонго в своей работе описал свою встречу с Уорреном Баффетом, в ходе которой выдающийся финансист и филантроп выразил мнение, что первым хедж-фондом мог быть «общий счет» Бенджамина Грэма, созданный в 1926 году. Этот фонд имел три отличительные характеристики:⁹⁴

1. Он был создан и действовал как товарищество, то есть не являлся публичным юридическим лицом;
2. Как и традиционные инвестиционные фонды, «общий счет» Бенджамина Грэма руководствовался инвестиционной политикой, целью которой было достижение долгосрочных результатов, основанных на увеличении стоимости долевых ценных бумаг, в которые он инвестировал. Однако эта инвестиционная политика включала не только короткие позиции, но и инвестиции в долговые обязательства;
3. Вознаграждение управляющего фондом зависело от результатов деятельности фонда, а не от общей стоимости управляемого портфеля.

Перечисленные характеристики не могли относиться к какой-либо известной схеме коллективного финансирования того времени. Именно поэтому предположение Уоррена Баффета может считаться справедливым.

Более того, не так давно исследователи нашли ещё одно упоминание термина «хедж-фонд». Так, в документе, опубликованном компанией Karsten Statistical Laboratory в

⁹² Asness C. S. An alternative future //The Journal of Portfolio Management. – 2004. – Т. 30. – №. 5. – С. 94-103.

⁹³ Brown S. J., Goetzmann W. N. Hedge funds with style //The Journal of Portfolio Management. – 2003. – Т. 29. – №. 2. – С. 101-112.

⁹⁴ Longo J. M. Hedge fund alpha: a framework for Generating and Understanding Investment Performance. – World Scientific, 2009.

1931 году, изложены принципы управления хедж-фондами посредством стратегии хеджирования, которая включает в себя как длинные, так и короткие позиции в ценных бумагах. Оказалось, что за год до этого Карл Карстен создал первый по своей сути хедж-фонд, так как в управлении фондом он придерживался стратегии, которую автор описал в уже упомянутом документе, написанном позже.⁹⁵ Карл Карстен был американским исследователем, чьи интересы больше устремлялись больше в область статистики нежели финансов. Однако, Карл принял решение о создании инвестиционного фонда, чтобы тестировать свои статистические гипотезы на рынке ценных бумаг. Его компания занималась разработкой различных инструментов, которые позволяли бы делать надежные прогнозы относительно состояния бизнес-индикаторов (отраслевые индексы, акции различных компаний, объём торгов и т.д.). Основным принципом управления хедж-фондом, по мнению Карла, заключался в том, чтобы покупать акции, которые по прогнозам будут вскоре опережать рынок, и занимать противоположную позицию по акциям всего рынка. В 2004 году Деннистун в своей работе писал, что в течение примерно семи месяцев после своего создания фонд Карстена добился огромного положительного дохода, несмотря на не самую благоприятную ситуацию на рынках капитала в тот период.⁹⁶ Стоит отметить, что главным приоритетом Карла Карстена никогда не была прибыль, и использовал он стратегию хеджирования лишь для того, чтобы проверить справедливость своих гипотез.

Также в своей работе Деннистун отмечает, что до создания хедж-фонда Джонсом в 1949 году существовало ещё как минимум три юридических лица, которые придерживались инвестиционных подходов очень схожих с инвестиционными стратегиями, характерными для хедж-фондов.⁹⁷

Подобно Карстену, у Альфреда Уинслоу Джонса не было колоссального финансового опыта, он был доктором социологических наук. Однако это не помешало ему в 1949 году учредить хедж-фонд. Единственным различием в подходах Карстена и Джонса были личные цели исследователей. Для Карстена драйвером к созданию фонда был научный интерес, в свою очередь, Джонс учреждал фонд непосредственно для

⁹⁵ Ganchev A. et al. HEDGE FUNDS—EVOLUTION AND PERSPECTIVES //Народностопански архив. – 2015. – №. 4. – С. 37-46.

⁹⁶ Dennistoun, C. Karsten, Jones and the origin of hedge funds [Электронный ресурс], 2004 – Режим доступа http://www.eureka hedge.com/news/04may_archive_origin_of_hedge_funds.asp (Дата обращения: 10.12.2019)

⁹⁷ Там же.

заработка денег.⁹⁸ Перед тем как создать фонд Джонс написал статью «Fashions in Forecasting», в которой был представлен обзор технических методов рыночного анализа и различных трендов в инвестиционном прогнозировании.

Согласно Мэллаби, хедж-фонд Джонса следовал четырем основным принципам.⁹⁹ Во-первых, Джонс оставлял 20% доходов фонда для себя и совей команды в качестве платы за выполненную работу. Во-вторых, руководитель фонда опасался любого регулирования, поэтому фонд не рекламировался на широкую публику. Эта скрытность позволила фонду Джонса инвестировать в любой класс активов и использовать любую технику, которая, по их мнению, наилучшим образом соответствовала рыночной ситуации. В-третьих, Джонс всегда уравнивал длинные позиции фонда в многообещающих акциях короткими позициями в бесперспективных акциях. Это позволяло уменьшить зависимость портфеля от непредвиденных рыночных флуктуаций. Наконец, Джонс был первым руководителем фонда, который использовал кредитное плечо для того, чтобы сократить рыночный риск. То есть, он использовал леввередж: занимая короткую позицию по одним акциям, он использовал полученные деньги на покупку других более перспективных акций. Сегодня в мире нет хедж-фондов, которые не использовали бы этот финансовый приём.

Приведенные выше факты доказывают, что инвестиционный фонд, созданный Альфредом Джонсом в 1949 году, был поворотным моментом в развитии коллективных инвестиций и инвестиционных фондов, которые следуют стратегиям хеджирования. Он представил принципы управления, которые и по сей день применяются хедж-фондами. Вот почему фонд A. W. Jones & Co., несомненно, является первым современным хедж-фондом. Однако, это не единственный фактор, который положил начало процессу развития хедж-фондов. Этому также способствовал подъем рынка капитала в Соединенных Штатах после Второй мировой войны.

Интенсивное развитие и растущая популярность использования заемных средств путем сочетания длинных и коротких позиций стали движущей силой быстрого развития хедж-фондов. Период наиболее стремительного развития прошелся на промежуток времени между 1966 и 1968 годами, когда, согласно опросу, проведенному Frush, было создано около 140 новых хедж-фондов.¹⁰⁰ В этот период началась карьера некоторых из наиболее известных менеджеров хедж-фондов, таких как Майкл Штайнхардт и Джордж

⁹⁸ Lhabitant F. S. Handbook of hedge funds. – John Wiley & Sons, 2007. – Т. 332

⁹⁹ Mallaby S. More money than god: Hedge funds and the making of the new elite. – A&C Black, 2010.

¹⁰⁰ Frush S. Understanding hedge funds. – McGraw Hill Professional, 2007.

Сорос, которые создали свои хедж-фонды в 1967 и 1969 годах соответственно.¹⁰¹ Более того, в этот же промежуток времени не менее известные люди в сфере финансов начали организовывать собственные хедж-фонды: Уорен Баффет (Buffet Partnership), Уолтер Шлосс (WJS Partners) и другие.

Несмотря на то, что фонды Штайнхардта и Сороса окажутся весьма успешными, индустрия хедж-фондов сильно пострадала во время рецессии 1969-70 годов и во время краха фондового рынка 1973-74.¹⁰² Когда в 1984 году Tremont Partners начала исследовать отрасль хедж-фондов, им удалось найти всего лишь 68 фондов.¹⁰³

Динамичное развитие финансовых рынков по всему миру в процессе их восстановления создало новые возможности для развития хедж-фондов. В 1986 году деятельность фонда Tiger, который был основан Джулианом Робертсоном в 1980 году. В отличие от традиционного подхода, применяемого хедж-фондами, он инвестировал в глобально диверсифицированный портфель активов, отобранный на основе тщательного анализа различных макроэкономических и политических переменных.¹⁰⁴ Благодаря этой инновационной инвестиционной стратегии фонд сообщил о 43-процентной доходности за вычетом комиссий.¹⁰⁵ На сегодняшний момент стратегию, которую применял в работе своего фонда Робертсон многие знают под названием «global macro».

Таким образом, в 1980-х и 1990-х годах хедж-фонды вновь стали пользоваться большой популярностью среди СМИ и потенциальных инвесторов. По оценкам Tremont Partners, в 1999 году существовало около 4000 хедж-фондов.¹⁰⁶ Это развитие продолжалось до 2000-х годов, и в конце 2013 года под управлением хедж-фондов находилось примерно 2,600 млрд. долларов США.¹⁰⁷ Отрасль хедж-фондов и дальше

¹⁰¹ Stefanini F. Investment strategies of hedge funds. – John Wiley & Sons, 2010. – Т. 577.

¹⁰² Ineichen A. M. Absolute returns: The risk and opportunities of hedge fund investing. – John Wiley & Sons, 2002. – Т. 195.

¹⁰³ Gabelli, Mario J. (1995-2003). “The history of Hedge Funds”. [Статья] // Gabelli Funds – Режим доступа http://www.gabelli.com/news/mario-hedge_102500.html (Дата обращения: 10.12.2019)

¹⁰⁴ Rohrer J. The red-hot world of Julian Robertson // Institutional investor. – 1986. – Т. 6. – С. 86-92.

¹⁰⁵ Guizot A. The hedge fund compliance and risk management guide. – John Wiley & Sons, 2006. – Т. 371.

¹⁰⁶ Gabelli, Mario J. (1995-2003). “The history of Hedge Funds”. [Статья] // Gabelli Funds – Режим доступа http://www.gabelli.com/news/mario-hedge_102500.html (Дата обращения: 10.12.2019)

¹⁰⁷ Hedge Fund Industry Assets Under Management (2014) [Статья] // BarclayHedge. [– Режим доступа http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF_Money_Under_Management.html (Дата обращения: 10.12.2019)

продолжала процветать, и к 2016 году в совокупности в направлении хедж-фондов оказалось 3,200 млрд. долларов США.¹⁰⁸

История хедж-фондов показала, что комбинирование длинных/коротких позиций¹⁰⁹ и кредитного плеча может применяться в широком кругу финансовых кейсов. Примерами этого являются то, как Сорос зарабатывал на торговле валютами, «разрушая» банк Англии, как Робертсон прибегал к использованию производных инструментов и как Саймонс применял передовые математические приёмы для прогнозирования ценовых движений.

2.2.3. Активное управление

Общей характеристикой хедж-фондов является то, что ими активно управляют. Фундаментальное предположение об активно управляемых фондах заключается в том, что у менеджера есть возможность получить дополнительный заработок, не зависящий от общего развития рынка.¹¹⁰ Следствием этого является то, что менеджеры отвергают гипотезу эффективного рынка¹¹¹, по крайней мере, в ее более сильных формах. Ильманен утверждает, что, вкладывая средства в хедж-фонды, вы делаете ставку на умение менеджеров определять и использовать неэффективность рынка с целью получения прибыли.¹¹²

2.2.4. Структура хедж-фонда

В большинстве случаев, типичные хедж-фонды организуются в форме коммандитных товариществ («limited partnership»). Схема работы довольно-таки проста, в структуре фонда присутствует генеральный партнер («general partner»), он же является управляющим фонда. Так же участниками фонда являются партнеры-вкладчики («limited partners»), которые заключают с генеральным партнером договор о коммандитном

¹⁰⁸ Prequin Global Hedge Fund Report Sample Pages (2020) [Отчет] // Prequin. — Режим доступа: <https://www.prequin.com/docs/reports/2017-Prequin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (Дата обращения: 10.12.2019)

¹⁰⁹ Стратегия диверсификации, которая включает в себя как длинные, так и короткие позиции в одном и том же портфеле. Это позволяет застраховаться от систематического риска, инвестируя в акции, которые будут приносить прибыль даже во время падения рынка.

¹¹⁰ Mallaby S. More money than god: Hedge funds and the making of the new elite. – A&C Black, 2010.

¹¹¹ Гипотеза эффективного рынка (ЕМН) - это гипотеза в финансовой экономике, которая утверждает, что цены активов отражают всю доступную информацию. Прямое следствие заключается в том, что невозможно последовательно «обогрывать рынок» с учетом риска, поскольку рыночные цены должны реагировать только на новую информацию. – Malkiel B. G., Fama E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work //The journal of Finance. – 1970. – Т. 25. – №. 2. – С. 383-417.

¹¹² Ilmanen A. Expected returns on major asset classes //CFA Institute Research Foundation. – 2012. – Т. 1.

товариществе. В хедж-фонд привлекаются денежные средства как генерального партнера, так и партнеров-вкладчиков. Так как управление осуществляет генеральный партнер, то он и несет неограниченную ответственность за деятельность фонда. В связи с этим очень часто в качестве генерального партнера выступает компания с ограниченной ответственностью («limited liability company»), данная схема реализуется с целью снижения рисков инвестирования. Обычно в качестве вознаграждения за управление фондом генеральный партнёр получает комиссионные («management fee») в виде 1-2% от величины активов, которые используются для покрытия операционных расходов, а также мотивационные выплаты по результатам работы («management fee») в виде 20% от ежегодной прибыли хедж-фонда. Стоит отметить, что партнеры-вкладчики несмотря на внушительные инвестиции не имеют контроля над решениями хедж-фонда относительно инвестирования, так что по сути их риски сводятся к той сумме, которую они готовы вложить в фонд.

Также стоит наглядно продемонстрировать организационную структуру типичного американского хедж-фонда, так как именно они являются одним из ключевых объектов исследования (Рис. 1):



Рис. 1. Типичная организационная структура хедж-фонда

Источник: Составлено автором работы

Более того, существует статья Хэбитан, в которой выделены очень важные положения договора о коммандитных товариществе между генеральным партнером и партнерами-вкладчиками:¹¹³

- В договоре всегда прописаны условия подписания («terms of subscription»), они устанавливают в какой временной период партнеры-вкладчики могут инвестировать денежные средства в хедж-фонд;
- В договоре также прописан период бездействия («lock-up period»), в который инвестор не может изымать средства из фонда. Обычно этот период обычно составляет от полугода до года, однако в исключительных случаях временные рамки могут варьироваться;
- Более того, в договоре прописываются условия изъятия («terms of redemption»), которые устанавливают в какие даты и при каких обстоятельствах партнеры-вкладчики могут изымать свои средства из фонда. Обычно, партнерам-вкладчикам позволено возвращать свои накопления в конце каждого квартала, но бывают различные условия изъятия. Так, для вкладчиков хедж-фонда, чьи деньги направлены на инвестиции в неликвидные ценные бумаги устанавливаются более гибкие условия изъятия. Также хедж-фонды часто устанавливают штрафы для инвесторов, которые изымают свои средства раньше разрешенного срока.

Большинство хедж-фондов освобождены от законодательного регулирования SEC благодаря подпункту D «Закона о ценных бумагах и биржах» 1933 года. Однако, поскольку большинство управляющих фондами в США являются зарегистрированными инвестиционными консультантами, они подлежат соответствующему контролю. Хедж-фонды обычно организованы в форме «3 (с) (1)» или «3 (с) (7)».

- **«3 (с) (1)»** – ограничены 100 аккредитованными инвесторами. Аккредитованным инвестором, как определено в положении D Закона о ценных бумагах 1933 года, является «любое физическое лицо, чье индивидуальное состояние или совместное с супругом этого лица на момент вступление в инвестиционное объединение превышает 1 000 000 долларов США» или «любое физическое лицо, имевшее индивидуальный доход, превышающий 200 000 долларов США в последние два года, или совместный доход с супругом этого человека, превышающий 300 000 долларов США в этот же период времени, более того, есть обоснованные

¹¹³ Handbook of Hedge Funds // F. Lhabitant - Chichester, England : Wiley, 2006. — 637 p.

ожидания достижения того же уровня дохода в текущем году ». Инвесторы, которые хотят инвестировать в хедж-фонды и готовы платить комиссионные за управление профессиональными инвестиционными консультантами, должны иметь состояние в 1,5 млн. Долл. США или инвестировать не менее 750 000 долл. с помощью инвестиционного консультанта.

- «3 (с) (7)» – фонды могут иметь до 500 инвесторов, но каждый инвестор должен быть «квалифицированным покупателем». Квалифицированным покупателем является физическое лицо, имеющее уже размещенные инвестиции не менее 5 млн. долл. США, или предприятие, которое владеет или контролирует инвестиции в размере не менее 25 млн. долл. США.

2.2.5. Абсолютный доход

В связи с тем, что хедж-фонды управляются «активно», они имеют возможность получать дополнительную прибыль, несвязанную с развитием рынка. На этой идее и базировался хедж-фонд Альфреда Уинслоу Джонса, главной целью которого было хеджирование рыночного риска и стремление к получению абсолютной прибыли. Так, абсолютная доходность не зависит от конъюнктуры рынка, так как хедж-фонды стараются получать положительную прибыль независимо от рыночных флуктуаций на цены различных финансовых инструментов.¹¹⁴

Штульц в своей работе упоминает известный провал «Long-Term Capital Management» (LTCM) , как пример подхода хеджирования, поддерживающего абсолютную доходность. Данный хедж-фонд использовал стратегию абсолютных доходов и ему был характерен высокий финансовый рычаг. Однако банкротство LTCM чуть не разрушило всю мировую финансовую систему 1998 году. LTCM специализировался на поиске облигаций, которые были некорректно оценены рынком. Затем хедж-фонд продавал облигации, которые были переоценены, при этом хеджируя свою позицию против риска изменения процентных ставок и других соответствующих факторов риска¹¹⁵. Идея заключалась в том, что доход от таких операций будет зависеть только от последующей корректировки неправильной цены облигаций, а не от других рыночных факторов.

Сегодня многие хедж-фонды по-прежнему придерживаются принципа абсолютной доходности. Однако, для некоторых хедж фондов хеджирование их позиций это чересчур

¹¹⁴ Stefanini F. Investment strategies of hedge funds. – John Wiley & Sons, 2010. – Т. 577.

¹¹⁵ Stulz R. M. Hedge funds: Past, present, and future //Journal of Economic Perspectives. – 2007. – Т. 21. – №. 2. – С. 175-194.

дорого, поэтому они перестают пользоваться данной стратегией. Более того, как утверждает Штульц все позиции хедж-фондов просто невозможно хеджировать.¹¹⁶

2.2.6. Ограниченный доступ к капиталу

Большинство инвесторов в паевые инвестиционные фонды имеют возможность получать свои деньги обратно на ежедневной основе. Инвесторы хедж-фондов, в свою очередь такой возможности не имеют, так как в отношении их инвестиций прописываются условия изъятия.¹¹⁷ Большинство хедж-фондов позволяют изымать инвестированные средства ежемесячно или ежеквартально. Анг утверждает, что основной причиной ограничения доступа к капиталу являются большие риски, которые хедж-фонды принимают на себя, когда занимают короткие позиции.¹¹⁸ Ильманен утверждает, что ограничение доступа к капиталу должно восприниматься инвесторами как ценность, подобную той, которая возникает в финансовых операциях с опционными контрактами.¹¹⁹

2.2.7. Использование заёмных средств и производных финансовых инструментов

Характерной особенностью хедж-фондов является то, что они используют огромный набор различных инвестиционных стратегий. Анг подчеркивает, что использование заёмных средств и производных финансовых инструментов является распространенной инвестиционной стратегией для хедж-фондов.¹²⁰

Хедж-фонды используют заёмные средства только в ситуации, когда это выгодно. С помощью леввереджа хедж-фонды получают более значительную доходность с активов, которую они никогда бы не смогли получить на нелевереджированной основе.¹²¹

Чен в своей работе утверждает, что на инвестиции в производные финансовые инструменты уходит значительная часть денежных средств фонда. В зависимости от цели инвестирования, производные инструменты могут как уменьшать, так и увеличивать рискованность вложений. Тот факт, что 71% хедж-фондов торгуют производными

¹¹⁶ Там же

¹¹⁷ Ang A., Longstaff F. A. Systemic sovereign credit risk: Lessons from the US and Europe //Journal of Monetary Economics. – 2013. – Т. 60. – №. 5. – С. 493-510.

¹¹⁸ Там же.

¹¹⁹ Ilmanen A. Expected returns on major asset classes //CFA Institute Research Foundation. – 2012. – Т. 1.

¹²⁰ Ang A., Longstaff F. A. Systemic sovereign credit risk: Lessons from the US and Europe //Journal of Monetary Economics. – 2013. – Т. 60. – №. 5. – С. 493-510.

¹²¹ Ang A., Gorovyy S., Van Inwegen G. B. Hedge fund leverage //Journal of Financial Economics. – 2011. – Т. 102. – №. 1. – С. 102-126.

инструментами, подтверждает значительную склонность хедж-фондов к данной инвестиционной стратегии.¹²²

2.2.8. Комиссионные и мотивационные выплаты управляющим

Как уже упоминалось ранее, в типичную структуру вознаграждения управляющих хедж фонда входят комиссионные выплаты в размере 2% от величины активов фонда и мотивационные выплаты в виде 20% от ежегодной прибыли фонда. Комиссионные выплаты лишь покрывают операционные расходы, а вот мотивационные выплаты служат ключевым драйвером эффективной работы менеджмента фонда.

Более того, в соглашении о командитном товариществе между генеральным партнером и вкладчиками прописывается пороговая ставка («hurdle rate»), которая является минимальной приемлемой ставкой доходности инвестиционной деятельности фонда. В случае, когда доходность инвестиций оказывается меньше пороговой ставки генеральный партнер не получает мотивационное вознаграждение. Также в договоре часто прописывается такой показатель как «уровень полной воды» («high water mark»). Данное пороговое значение работает следующим образом: если ценность инвестиций фонда снизилась за нынешний период, то мотивационное вознаграждение будет выплачено только в том случае, если эта ценность превысила максимальную величину ценности инвестирования за выбранный заранее прошлый период начисления вознаграждения.

2.2.9. Инвесторы хедж-фондов

Ранее уже были упомянуты некоторые ограничения в отношении инвесторов хедж-фондов. Соответственно, не каждый желающий может инвестировать свои средства в хедж-фонд в связи с законодательными ограничениями в отношении инвесторов хедж-фондов. Обычно вкладчиками хедж-фондов являются физические лица, обладающие крупным состоянием («high net worth individuals»). Целью вложения больших капиталов в хедж фонд является его защита и получение приемлемой доходности.

Причины преобладания в составе вкладчиков хедж-фондов инвесторов с крупным капиталом следующие:¹²³

- Организационно-правовая структура хедж фонда, которая накладывает ограничения на число вкладчиков. В связи с этим обычно устанавливается высокий уровень первоначальных вложений, который обычно составляет свыше 250 тыс. долл. США;

¹²² Chen Y. Derivatives use and risk taking: Evidence from the hedge fund industry //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2011. – Т. 46. – №. 4. – С. 1073-1106.

¹²³ Lhabitant F. S. Handbook of hedge funds. – John Wiley & Sons, 2007. – Т. 332.

- Относительная сложность используемых хедж-фондами инвестиционных стратегий;
- Допуск в состав инвесторов фонда только «аккредитованных» инвесторов и «квалифицированных покупателей».

Однако, партнерами-вкладчиками хедж-фонда могут быть не только физические лица, но и другие институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды, эндаумент фонды, страховые компании, банки. На данный момент такие партнеры-вкладчики являются самыми крупными участниками хедж-фондов. По данным, собранным Диксоном для его научной работы, около 75-80% средств, поступающих в хедж-фонды, являются инвестициями институциональных инвесторов.¹²⁴ Также по оценке Prequin 2011 года среди активов, находившихся под управлением хедж-фонда, 61% принадлежал институциональным инвесторам.¹²⁵

2.3. Акционерный активизм хедж-фондов в США

В данной работе уже была затронута сфера акционерного активизма. Были рассмотрены различные взгляды на определение понятия акционерного активизма, на ключевые мотивы активистов и на некоторые тактики, которые используют активисты для коммуникации с менеджментом компаний-мишеней. В этой части работы будет идти речь о более узкой подгруппе активистов, а именно о хедж-фондах. Ранее было определено понятие хедж-фонда, рассмотрена история формирования данного финансового института, а также выделены его основные отличительные характеристики. Хедж-фонды ввиду того, что они стали популярными значительно позже по сравнению с другими институциональными инвесторами, стали объектом исследования в разрезе акционерного активизма только в середине 2000-х. Однако по сей день акционерный активизм хедж-фондов остается привлекательной областью для проведения исследований, и за это время накопилось немалое количество работ, затрагивающих эту тему. Таким образом, далее пойдет речь о акционерном активизме хедж-фондов в США.

С начала 2000-ых годов в индустрии хедж-фондов произошел огромный рост. Инвестиции в хедж-фонды различными вкладчиками составили к 2006 году 1 триллион долларов США, а количество самих хедж-фондов с 5000 в 2002 году выросло до 8000 к

¹²⁴ Dixon L., Clancy N., Kumar K. B. Do Hedge Funds Pose a Systemic Risk to the Economy?. – 2012.

¹²⁵ Prequin Global Hedge Fund Report Sample Pages (2020) [Отчет] // Prequin. — Режим доступа: <https://www.prequin.com/docs/reports/2017-Prequin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (Дата обращения: 10.12.2019).

концу 2005 года.¹²⁶ Более того, за этот же период значительно возросла активность хедж-фондов со стороны управляющих партнеров фондами. Одними из первых определили понятие акционерного активизма хедж-фонда Кляйн и Зур в 2006 году. По мнению авторов, данная стратегия в исполнении хедж-фондов выглядит как покупка хедж-фондом маленькой доли акций публично торгуемой компании с официальным намерением повлиять на политику фирмы. Стоит вспомнить, что покупка 5% акций публичной компании обязывает инвесторов заполнять форму SC 13D, в которой указывается личность вкладчика, компания-цель, приобретаемая доля и цель покупки.¹²⁷ Более того, на основе изучения множества таких форм, авторы выделяют одни из основных мотивов хедж-фондов при инвестировании средств в публичные компании:¹²⁸

- Желание продвинуть своего кандидата в Совет директоров компании-цели;
- Противодействие сделки по слиянию/поглощению/ликвидации компаний;
- Замена генерального директора компании-цели.

Также авторы выделяют три причины, благодаря которым акционерный активизм хедж-фондов является более эффективным. Во-первых, хедж-фонды освобождаются от требований по диверсификации своего портфеля в отличие от других взаимных инвестиционных фондов.¹²⁹ Хедж-фонды могут позволить себе владеть более чем 10 процентами акций любой компании, а также могут суммарно направить более 5% всех своих инвестиций в любой доступный на фондовом рынке актив.¹³⁰ Более того, хедж-фонды не обязаны располагать резервами под покрытие выкупов и могут ограничивать своих вкладчиков от выхода из фонда. Также им позволено инвестировать в неликвидные активы. Таким образом, все эти факторы позволяют хедж-фондам без каких-либо ограничений инвестировать значительные средства в широкий спектр ценных бумаг, обращающихся на бирже.

Во-вторых, поскольку хедж-фонды не зарегистрированы в соответствии с Законом об инвестиционных компаниях 1940 года, их инвестиционные стратегии полностью не

¹²⁶Fraidin, Stephen, Kirkland & Ellis LLP, *Hedge Fund Activism*, PowerPoint Presentation, Presented at Yale School Center for the Study for Corporate Law Roundtable on the Impact of Private Equity and Hedge Fund Managers on Corporate Governance on April 7, 2006.

¹²⁷ Klein A., Zur E. Hedge fund activism. – 2006.

¹²⁸ Там же.

¹²⁹ Kahan M., Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U //Pa. L. Rev. – 2007. – Т. 1021. – №. 1028. – С. 1043-45.

¹³⁰ Klein A., Zur E. Hedge fund activism. – 2006.

ограничены с точки зрения использования коротких продаж ценных бумаг или использования заемных средств. Кроме того, они не обязаны раскрывать информация о своих активах, инвестиционных стратегиях или структуре капитала. Одним из последствий этих исключений в отношении хедж-фондов является то, что они могут использовать кредитование ценными бумагами или рынки производных ценных бумаг для приобретения прав голоса без владения длинной позицией в акциях компании.¹³¹ Получается, что хедж-фонд пользуется данным приемом, чтобы поддерживать видение надвигающейся угрозы в виде борьбы за доверенность (проху fight).

В-третьих, управляющие хедж-фондов свободны от ограничений на вознаграждения по результатам деятельности фонда. Вознаграждение управляющего-хедж-фонда обычно включает как процент от инвестированных в фонд денег, так и процент от прибыли фонда (от 5% до 40%).¹³² Так, у менеджеров хедж-фондов есть огромный личный стимул использовать активистские кампании эффективно с целью получения избыточных прибылей.

В более поздней работе Кляйна и Зура, которая уже была затронута в данном исследовании, авторы дают общее определение акционерному активизму, описанное ранее, а также выделяют общие черты и главные различия между активизмом хедж-фондов и предпринимательским активизмом. По мнению исследователей, есть три основные параллели – это значительная положительная реакция рынка сразу после подачи инвесторами SC 13D, дальнейшее значительное увеличение цены акции в течение следующего года и очень вероятный успех активиста в достижении его первоначальной цели инвестирования.¹³³ Главным различием являются компании-цели, в которые направлены инвестиции. Хедж-фонды зачастую направляют свои активные кампании на более прибыльные и финансово устойчивые компании с большой величиной свободного денежного потока. Дальнейшей их целью является решение агентской проблемы путем изъятия денежного излишка, который числится на счетах компании путем инициации выплаты дивидендов или обратного выкупа акций. Остальные институциональные инвесторы, в свою очередь, обычно нацелены неэффективно работающие компании, и решают они агентскую проблему путем изменения управленческих практик, либо снижением мотивационных вознаграждений менеджеров компаний-мишеней.

Гиллан и Старк в своей работе также немного затронули акционерный активизм хедж-фондов. Они никак не видоизменили свое определение активизма, описывая данную

¹³¹ Там же.

¹³² Там же.

¹³³ Там же.

специфической сфере, лишь заострили свое внимание некоторых мотивах и тактиках. Так, основными мотивами активистских кампаний хедж-фондов, по их мнению, были:¹³⁴

- Изменение управленческих практик и решений Совета директоров;
- Продвижение своего кандидата в Совет директоров;
- Изменение дивидендной политики или инициация выкупов акций у акционеров;
- Форсирование сделки по слиянию/поглощению.

Также авторы отметили, что активистские хедж-фонды пользуются тактиками двух типов: классическими и специфическими.¹³⁵ Классическими тактиками пользуются все акционеры-активисты, среди них из упомянутых в исследовании:

- Официальные предложения на собраниях акционеров;
- Частные переговоры;
- Использование СМИ для заявлений.

В список специфических тактик входят:

- Борьба за доверенность (proxy contest);
- Судебные разбирательства;
- Враждебное поглощение.

Кахан и Рок в своей исследовательской работе заявляют, что акционерный активизм хедж-фондов может решить проблему агентских издержек, с которой сталкивается большинство публичных американских компаний. Пути решения, по их мнению, очень просты – это увольнение неэффективных управленцев и блокировка спорных стратегий. Сами же активистские кампании хедж-фондов авторы разделяют на две области: корпоративного управления и корпоративного контроля.¹³⁶ В области корпоративного управления к активистским кампаниям можно отнести следующие процессы:¹³⁷

- Публичное давление через СМИ на организацию с целью изменения её стратегии развития;
- Судебные разбирательства с управляющим составом компании;
- Реструктуризация совета директоров фирмы.

¹³⁴ Gillan S. L., Starks L. T. The evolution of shareholder activism in the United States //Journal of Applied Corporate Finance. – 2007. – Т. 19. – №. 1. – С. 55-73.

¹³⁵ Там же.

¹³⁶ Kahan M., Edward B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 155 U //Pa. L. Rev. – 2007. – Т. 1021. – №. 1028. – С. 1043-45.

¹³⁷ Там же.

Таким образом, акционерный активизм хедж-фондов, связанный с корпоративным управлением – это все действия хедж-фондов по отношению к компании, которые связаны с давлением на управляющих предприятия или с изменением её бизнес-стратегии.

Активизм, связанный с областью корпоративного контроля, авторы разделяют на три типа:¹³⁸

1. Хедж-фонд (акционер компании-поглотителя) может заблокировать сделку по покупке другой;
2. Хедж-фонд (акционер компании-мишени) может противостоять сделке по поглощению;
3. Хедж-фонд может сам приобретать компанию.

Клиффорд в своей статье определял акционерный активизм хедж-фондов действиями инвесторов, которые могли повлиять на решения высшего менеджмента компаний. Право предпринимать такие действия появляется в момент покупки определенной доли акций в компании. Для того, чтобы идентифицировать активистские кампании, автор разработал следующую методологию:¹³⁹

1. Поиск сделок по приобретению доли в размере не менее 5% от общего количества акций компании-цели;
2. Кампания считается активной, если инвестор заполнял Schedule 13D;
3. Кампания считается пассивной, если инвестор заполнял Schedule 13G.

Брав и др. в 2008 году выполнил одно из самых объёмных исследований, связанных с акционерным активизмом хедж-фондов. Авторы выяснили, что активисты хедж-фонды обычно нацелены на компании, которые стабильны в финансовом плане и характеризуются низким соотношением рыночной стоимости к балансовой стоимости.¹⁴⁰ Выплаты дивидендов в таких компаниях обычно меньше до вмешательства: чем в аналогичных фирмах. Относительно немногие компании-цели являются фирмами с большой рыночной капитализацией, что неудивительно, учитывая высокую стоимость накопления акций в таких компаниях. Исследователи также пользовались схожей методологией при поиске активных инвестиций, что и в предыдущей работе. Различие заключалось в том, что пороговым значением при покупке компании была доля не в 5%, а

¹³⁸ Там же.

¹³⁹ Clifford C. P. Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists //Journal of Corporate Finance. – 2008. – Т. 14. – №. 4. – С. 323-336.

¹⁴⁰ Brav et al. Hedge //Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance // Journal of Finance. — 2008. — Vol. 63, N. 4. — P. 1729-1775.

в 2%. Данный факт авторы объяснили тем, что приобретение 5% доли в крупных компаниях требует гигантских инвестиций.¹⁴¹ Более того, в исследовании приведено классификация активистских кампаний по целям:¹⁴²

1. Изменение структуры капитала:
 - Реструктуризация долговых обязательств, дополнительная эмиссия акций;
 - Выплата дивидендов, выкуп акций, увеличение финансового рычага, изменения в свободном денежном потоке.
2. Повышение ценности компании для акционеров
3. Смена бизнес-стратегии компании:
 - Продажа части активов, организация дочерней структуры;
 - Увеличение операционной эффективности;
 - Блокировка сделок или изменение их условий;
 - Реализация стратегии роста.
4. Улучшение в области корпоративного управления:
 - Смена CEO или совета директоров;
 - Препятствование защите менеджмента компании от поглощения;
 - Увеличение числа независимых директоров в совете;
 - Сокращение мотивационных выплат менеджменту компании;
 - Повышение информационной прозрачности компании.
5. Продажа/слияние/поглощение/ликвидация компании

Кроме данной классификации авторы сформировали список наиболее используемых активистских тактик по влиянию на компанию-цель:¹⁴³

1. Частное общение хедж-фонда с советом директоров/менеджментом компании.;
2. Хедж-фонд бесконфликтно продвигает свои кандидатуры в совет директоров;
3. Хедж-фонд публично выступает с критикой в адрес компании или вносит формальное предложение на общем акционерном собрании;
4. Хедж-фонд публично объявляет о намерении поглотить компанию;
5. Хедж-фонд вступает в судебные разбирательства с компанией;
6. Хедж-фонд вступает в борьбу за доверенность («проху fight»), чтобы провести необходимые изменения;

¹⁴¹ Там же

¹⁴² Там же.

¹⁴³. Там же.

7. Хедж-фонд публично угрожает начать борьбу за доверенность («проху fight»), то есть пытается собрать доверенности от акционеров компании для того, чтобы голосовать за изменения от их имени.

Анализ данных статей даёт понимание о том, что можно считать проявлением акционерного активизма со стороны хедж-фондов, а также позволяет познакомиться с основными мотивами инициации активистских кампаний и тактиками их проявления. Более того, изучение данных работ позволяет сформировать методологию формирования выборки для проведения дальнейшего эмпирического исследования.

Так, в данной главе было рассмотрено понятие акционерного активизма, проведен анализ специфики деятельности хедж-фонда как институционального инвестора, рассмотрены основные мотивы и стратегии активистских хедж-фондов. Кроме того, было проанализировано законодательное регулирование проявления акционерного активизма институциональными инвесторами. Далее будет проведено эмпирическое исследование, направленное на анализ взаимосвязи между проявлением активизма хедж-фондов и структурой капитала таргетируемых компаний.

ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

3.1 Формулировка гипотез исследования

Многие исследовательские и эмпирические работы указывают на то, что активисты вмешиваются в операционную деятельность компании с намерением изменить структуру капитала компании. Узнать о мотивах совершения сделки можно в разделе 4 формы SC 13D, где активисты обязаны указать цель покупки акций публичной компании. В одной из самых влиятельных статей в области исследований акционерного активизма хедж-фондов, авторы выявили, что 18,8% их выборки включали активистские хедж-фонды, которые при совершении сделки нацеливались на изменения в структуре капитала фирм. Совсем недавно были проведены другие исследования, в которых изучалась литература о проявлении акционерного активизма и подтверждалась идея о том, что структура капитала является одной из важнейших характеристик фирмы, на которую активисты обращают внимание при таргетировании фирм.¹⁴⁴¹⁴⁵¹⁴⁶

Возникает закономерный вопрос: почему доля долга в общем капитале является критически важным критерием для хедж-фондов при инициации активистской кампании в отношении компаний-целей? Ответ можно найти в классических теориях структуры капитала, некоторые из которых гласят, что существует некий оптимальный финансовый рычаг, который позволяет менеджменту фирмы максимизировать рыночную стоимость компании¹⁴⁷¹⁴⁸. Исследователи считают, что 68% институциональных инвесторов дают оценку 4 или 5 из 5 для неоптимальной структуры капитала в качестве одного из главных триггеров проявления акционерного активизма.¹⁴⁹

Однако, эмпирические данные о характеристиках целевой структуры капитала, привлекающей активистские хедж-фонды, в лучшем случае носят смешанный характер.

¹⁴⁴ Brav A., Jiang W., Kim H. The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes //The Review of Financial Studies. – 2015. – Т. 28. – №. 10. – С. 2723-2769.

¹⁴⁵ Coffee Jr J. C. et al. The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance //Annals of Corporate Governance. – 2016. – Т. 1. – №. 1. – С. 1-94.

¹⁴⁶ Denes M. R., Karpoff J. M., McWilliams V. B. Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research //Journal of Corporate Finance. – 2017. – Т. 44. – С. 405-424.

¹⁴⁷ Stulz R. M. Hedge funds: Past, present, and future //Journal of Economic Perspectives. – 2007. – Т. 21. – №. 2. – С. 175-194.

¹⁴⁸ Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure //Journal of financial economics. – 1976. – Т. 3. – No. 4. – С. 305-360.

¹⁴⁹ McCahery J. A., Sautner Z., Starks L. T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors //The Journal of Finance. – 2016. – Т. 71. – №. 6. – С. 2905-293

Одни считают, что доля долга в общем капитале компаний-целей относительно велика по сравнению с контрольной группой¹⁵⁰¹⁵¹¹⁵², другие полагают, что доля долга в общем капитале компаний-целей относительно низка по сравнению с контрольной группой¹⁵³, третьи же считают, что финансовый рычаг таргетируемых фирм, такой же как и у контрольной группы¹⁵⁴¹⁵⁵.

В целом, в научном сообществе нет консенсуса относительно текущего значения финансового рычага, которое привлекает активистов. Более того, взаимосвязь акционерного активизма и структуры капитала компании в принципе является недостаточно исследованной темой, что подтверждается ограниченностью статей и научных теорий, изучающих данный вопрос. Так, на текущий момент было найдено только одно исследование Гангули и Ге, авторы которого в своих выводах приходят к тому, что хедж-фонды активисты с большей вероятностью таргетируют компании, у которых текущее соотношение долга к общему капиталу превышает целевое.¹⁵⁶ Кроме того, исследователи обнаружили, что в случаях, когда текущее соотношение леввереджа у таргетируемых компаний превышает целевое, имеет место быть прямая взаимосвязь между вероятностью проведения активисткой кампании в отношении фирмы-цели и абсолютным значением отклонения текущего финансового рычага от целевого.¹⁵⁷ Если же текущий финансовый рычаг ниже целевого имеет место обратная взаимосвязь.

Основываясь на выводах, к которым пришли авторы в упомянутых исследованиях, были сформулированы следующие гипотезы:

¹⁵⁰ Karpoff J. M., Malatesta P. H., Walkling R. A. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence //Journal of financial economics. – 1996. – Т. 42. – №. 3. – С. 365-395.

¹⁵¹ Brav A. et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance //The Journal of Finance. – 2008. – Т. 63. – №. 4. – С. 1729-1775.

¹⁵² Klein A., Zur E. The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders //The Review of Financial Studies. – 2011. – Т. 24. – №. 5. – С. 1735-1771.

¹⁵³ Boyson N. M., Mooradian R. M. Corporate governance and hedge fund activism //Review of Derivatives Research. – 2011. – Т. 14. – №. 2. – С. 169-204.

¹⁵⁴ Strickland D., Wiles K. W., Zenner M. A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective? //Journal of Financial Economics. – 1996. – Т. 40. – №. 2. – С. 319-338.

¹⁵⁵ Boyson N. M., Gantchev N., Shivdasani A. Activism mergers //Journal of Financial Economics. – 2017. – Т. 126. – №. 1. – С. 54-73.

¹⁵⁶ Ganguly A. A., Ge L. Hedge Fund Activism and Capital Structure.

¹⁵⁷ Там же

H1: Объектами стратегии акционерного активизма хедж-фондов становятся такие портфельные компании, в которых текущая структура капитала превышает целевую.

H2: Имеет место прямая взаимосвязь между вероятностью проявления стратегии акционерного активизма хедж-фондами и абсолютной величиной отклонения текущей структуры капитала таргетируемой компании от целевой.

3.2 Методология исследования

3.2.1 Модель для прогнозирования целевой структуры капитала

Основополагающим этапом для проведения эмпирического исследования о выявлении наличия взаимосвязи между структурой капитала компании и проявлением акционерного активизма хедж фондами в США является выбор методики прогнозирования целевого соотношения между заёмными средствами и собственным капиталом организации. Существует целая группа исследований, которые направлены на решения данной задачи. Ранее уже были рассмотрены некоторые теоретические основы прогнозирования целевого уровня структуры капитала, однако, в данной работе было решено следовать методологии, разработанной в исследованиях Харфорда, Класа и Уолкота, Дениса и Макоена, так как в них был проведён сравнительный анализ значимости различных детерминант целевой структуры капитала и выделены основные из них¹⁵⁸¹⁵⁹. Соответственно, переменные базовой модели были выбраны на основании исследования, описанного выше.

Так, в целях прогнозирования целевой структуры капитала была выбрана регрессионная тобит-модель вида:

$$ML_{it} = \beta_0 + \beta_1 MedML_{i,t-1} + \beta_2 MVBV_{i,t-1} + \beta_3 AssetTangibility_{i,t-1} + \beta_4 Profitability_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3.1),$$

В Таблице 4 представлено описание переменных, которые были использованы в модели:

¹⁵⁸ Harford J., Klasa S., Walcott N. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions //Journal of Financial Economics. – 2009. – Т. 93. – №. 1. – С. 1-14.

¹⁵⁹ Denis D. J., McKeon S. B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases //The Review of Financial Studies. – 2012. – Т. 25. – №. 6. – С. 1897-1929.

Таблица 4. Описание переменных модели для прогнозирования целевой структуры капитала

Переменная	Описание
Зависимая переменная	
$ML_{i,t}$	Рыночный левередж, оцениваемый как: $\frac{\text{Общий долг}_{i,t}}{\text{Общий долг}_{i,t} + \text{Рыночная капитализация}_{i,t}}$
Независимые переменные	
$MedML_{i,t-1}$	Медианный рыночный левередж
$MVBV_{i,t-1}$	Отношение рыночной капитализации компании к её балансовой стоимости (market-to-book ratio)
$AssetTangibility_{i,t-1}$	Капиталоемкость – доля материальных активов компании в общих активах
$Profitability_{i,t-1}$	Рентабельность активов, измеренная как отношение операционной прибыли компании к ее общим активам
$Size_{i,t-1}$	Размер компании, оцениваемый через натуральный логарифм ее совокупных активов

Составлено автором исследования

Факторы, описанные в Таблице 4 являются наиболее встречаемыми в литературе, описывающей прогнозирование целевой структуры капитала. Стоит отметить, что авторы используют именно рыночный левередж в качестве зависимой переменной, поскольку, во-первых, хедж-фонды ориентируются на рыночные показатели, во-вторых, балансовые показатели подвержены манипуляциям, а рынок дает более состоятельную оценку.¹⁶⁰¹⁶¹¹⁶²¹⁶³¹⁶⁴¹⁶⁵

¹⁶⁰ Rajan R. G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data //The journal of Finance. – 1995. – Т. 50. – №. 5. – С. 1421-1460.

¹⁶¹ Hovakimian A., Hovakimian G., Tehranian H. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues //Journal of financial economics. – 2004. – Т. 71. – №. 3. – С. 517-540.

¹⁶² Leary M. T., Roberts M. R. Do firms rebalance their capital structures? //The journal of finance. – 2005. – Т. 60. – №. 6. – С. 2575-2619.

¹⁶³ Flannery M. J., Rangan K. P. Partial adjustment toward target capital structures //Journal of financial economics. – 2006. – Т. 79. – №. 3. – С. 469-506.

¹⁶⁴ Harford J., Klasa S., Walcott N. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions //Journal of Financial Economics. – 2009. – Т. 93. – №. 1. – С. 1-14.

¹⁶⁵ Denis D. J., McKeon S. B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases //The Review of Financial Studies. – 2012. – Т. 25. – №. 6. – С. 1897-1929

3.2.2 Модель для оценки вероятности становления целью активистской кампании хедж-фондов

В процессе проведения эконометрического исследования использовались модели бинарного выбора (логит-модели). Зависимой переменной во всех этих моделях является бинарная переменная (0 или 1), которая указывает, таргетировалась ли данная компания хедж-фондами активистами в период с 2008 по 2014 год. Независимые переменные включают такие характеристики фирмы, как рыночная стоимость компании, отношение рыночной капитализации компании к её балансовой стоимости (market-to-book ratio), рентабельность активов (ROA), рост продаж, рыночный левередж, дивидендная доходность, затраты на R&D, количество внешних аналитиков, оценивающих деятельность компаний, ликвидность (в соответствии с методологией Amihud) и доля акций компании, принадлежащая институциональным инвесторам. Эти детерминанты были выбраны на основе характеристик, которые, как было установлено, определяют взаимосвязь вероятности проявления акционерного активизма хедж-фондами и отклонением текущего левереджа компании от целевого.¹⁶⁶¹⁶⁷¹⁶⁸

Для достижения цели исследования будет использоваться базовая логит-модель Гормли и Маца.¹⁶⁹ Так, данная вероятность может быть рассчитана по следующей формуле:

$$P(A) = \frac{1}{1 + e^{-z}}, \quad (3.2),$$

при условии, что

$$Z = \beta_0 + \beta_1 \ln(MV_{i,t-1}) + \beta_2 MVBV_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 SalesGrowth_{i,t-1} + \beta_5 MarketLeverage_{i,t-1} + \beta_6 DividendYield_{i,t-1} + \beta_7 R\&D_{i,t-1} + \beta_8 Analysts_{i,t-1} + \beta_9 AmihudIlliquidity_{i,t-1} + \beta_{10} InstitutionalOwnership_{i,t-1} + \mathcal{E}_{i,t-1} \quad (3.3),$$

Описание переменных, использованных в моделях, описанных выше, приведено в Таблице 5

¹⁶⁶ Brav et al. Hedge //Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance // Journal of Finance. — 2008. — Vol. 63, N. 4. — P. 1729-1775.

¹⁶⁷ Brav A., Jiang W., Kim H. The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes //The Review of Financial Studies. – 2015. – Т. 28. – №. 10. – С. 2723-2769.

¹⁶⁸ Coffee Jr J. C. et al. The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance //Annals of Corporate Governance. – 2016. – Т. 1. – №. 1. – С. 1-94.

¹⁶⁹ Gormley T. A., Matsa D. A. Common errors: How to (and not to) control for unobserved heterogeneity //The Review of Financial Studies. – 2014. – Т. 27. – №. 2. – С. 617-661.

Таблица 5. Модель для оценки вероятности становления целью активистской кампании хедж-фондов

Переменная	Описание
Зависимая переменная	
Activism Dummy	Бинарная переменная, равная 1, если компания стала целью активистской кампании, то есть хедж-фонд приобрел не менее 5% фирмы-цели и отметил соответствующую цель сделки в форме 13D.
Независимые переменные	
$MV_{i,t-1}$	Рыночная стоимость компании
$MVBV_{i,t-1}$	Отношение рыночной капитализации компании к её балансовой стоимости (market-to-book ratio)
$ROA_{i,t-1}$	Рентабельность активов компании, измеренная как: $\frac{\text{Чистая прибыль}_{i,t-1} + \% \text{ к уплате}_{i,t-1}}{\text{Совокупные активы}_{i,t-1}}$
$SalesGrowth_{i,t-1}$	Темп роста выручки компании, рассчитываемый как: $\frac{\text{Выручка}_{i,t-1} - \text{Выручка}_{i,t-2}}{\text{Выручка}_{i,t-2}}$
$MarketLeverage_{i,t-1}$	Рыночный левередж, оцениваемый как: $\frac{\text{Общий долг}_{i,t-1}}{\text{Общий долг}_{i,t-1} + \text{Рыночная капитализация}_{i,t-1}}$
$DividendYield_{i,t-1}$	Дивидендная доходность
$R\&D_{i,t-1}$	Доля затрат на R&D в общих активах компании
$Analysts_{i,t-1}$	Количество внешних аналитиков, оценивающих деятельность компаний
$AmihudIlliquidity_{i,t-1}$	Ликвидность, оцененная согласно методологии Amihud: $ILLIQ = 10^6 * \frac{1}{D} \sum_a \frac{ R_{id} }{volume_{id}}$ <p>, где R — дневная доходность акций, volume — дневной объем торгов по акции</p>
$InstitutionalOwnership_{i,t-1}$	Доля акций компании, принадлежащая институциональным инвесторам

Составлено автором исследования

3.3 Формирование выборки и описательная статистика переменных

Данное эмпирическое исследование проводилось на выборке из сделок, в которых американские хедж-фонды приобретали долю акций компаний, торгуемых на американских биржах. Для анализа был выбран именно американский рынок, поскольку как финансовый институт хедж-фондов, так и сам финансовый рынок наиболее развиты в США. Выборка для данного эмпирического исследования формировалась в несколько этапов в связи с тем, что единой базы данных, в которой бы содержалась информация о сделках хедж-фондов, в которых был подтвержден факт акционерного активизма не существует. Исходя из этого, на первом этапе был выгружен список сделок из базы данных ZEPHYR Bureau van Dijk, в ходе которых различные фонды США приобретали доли в американских публичных компаниях. Поисковый запрос состоял из следующих условий:

1. Основной/дополнительный вид деятельности компании-покупателя: Fund management activities;
2. Компания-цель: публичная;
3. Страновая принадлежность компании-покупателя и компании-цели: США;
4. Временной период: с 01.01.08 до 31.12.14;
5. Размер приобретаемой доли: не менее 5%
6. Статус сделки: завершена.

На данном этапе в списке значилось 1160 сделок. Однако, среди компаний-покупателей числились прочие институциональные инвесторы помимо хедж-фондов. Такие сделки были исключены из списка. Более того, из списка были исключены сделки, в которых участвовали компании-цели, которые после совершения сделки в период до 2019 года включительно становились частными. Это связано с тем, что данные о финансовых показателях компаний-целей собирались вплоть до 2019 года. После очистки списка сделок осталось 583.

На следующем этапе было необходимо идентифицировать случаи проявления акционерного активизма в оставшихся сделках. Ранее уже были рассмотрены подходы различных исследователей к определению и идентификации случаев проявления акционерного активизма. Так, в предыдущих научных статьях, затрагивающих акционерный активизм, для определения статуса сделки (активная/пассивная инвестиция) были использованы формы Schedule 13D и Schedule 13G соответственно. Так как данные формы по требованию Комиссии по ценным бумагам США (SEC) обязаны заполнять все инвесторы, которые приобретают долю в компании более 5%, ранее при выгрузке списка сделок данное условие было учтено. Соответственно, были выгружены все необходимые

формы по оставшимся сделкам из онлайн базы данных SEC EDGAR (Electronic Data Gathering Analysis, and Retrieval system). Если компания-покупатель заполнила форму SC 13G в течение 10 дней после заключения сделки, такая инвестиция считается пассивной и не представляет интереса для данного исследования. В противном случае, когда компания-покупатель заполняла форму SC 13D сделка считается активной и можно говорить о том, что в ней был идентифицирован факт проявления акционерного активизма. Таким образом, была построена независимая выборка, основанная главным образом на подаче формы SC 13D хедж-фондами США.

Во второй главе данной работы были рассмотрены основные мотивы проявления акционерного активизма хедж-фондами в отношении компаний-целей. Информацию о своих целях и намерениях в отношении компании, в которой приобретается доля, хедж-фонды обязаны раскрыть в разделе 4 формы SC 13D. Исходя из этого, проводился последний этап фильтрации списка сделок. Из перечня были исключены сделки, в которых основной целью хедж-фонда является:

- Реорганизация компании-цели при проведении процедуры банкротства;
- Вложение денежных средств в долгосрочной перспективе для получения выгод от, планируемого слияния/поглощения компании-цели с другой организацией;
- Вложение денежных средств в американские фонды и другие финансовые организации, занимающиеся управлением капитала вкладчиков, финансовым консультированием, проведением аудитов.

Данные фильтры были применены, так как основной интерес данного исследования, заключается в том, чтобы изучить взаимосвязь проявления акционерного активизма и структуры капитала нефинансовых компаний.

Для проведения полноценного анализа и ответа на вопрос о наличии взаимосвязи между структурой капитала компании и проявлением акционерного активизма с помощью метода подбора по индексу соответствия в базе данных Thomson Reuters Eikon к компаниям-целям, в которые хедж-фонды инвестировали свои средства были выбраны компании-аналоги. Данные о необходимых финансовых показателях компаний-целей и компаний-аналогов были получены также из базы данных Thomson Reuters Eikon.

В конце концов, количество сделок составило 113, тогда как количество подобранных компаний-аналогов – 79. Стоит отметить, что ввиду ограниченности доступа к источникам данных в выборку компаний-целей вошли 113 фирм. Среди них невозможно выделить какие-либо группы по отраслевому признаку, все компании имеют различные виды деятельности. Соответственно, учет отраслевой специфики и расчет эффектов по

отраслям нецелесообразен, так как отраслевая специфика будет совпадать по значению с фиксированными эффектами фирм в модели

Далее, в Таблице 6 представлена описательная статистика используемых переменных с разбиением на две подгруппы. Первая подгруппа состоит исключительно из компаний-целей хедж-фондов, а во второй подгруппе содержатся компании-аналоги, которые не таргетировались хедж-фондами в период с 2008 по 2014 год. Также, были проведены тесты о равенстве средних значений показателей по подвыборкам. Средние значения всех перечисленных показателей значимо отличаются в двух подвыборках, помимо рыночной капитализации и доли институциональных инвесторов.

Таблица 6. Описательная статистика переменных

Переменн ая	Компании-цели			Компании-аналоги			Разница T-stat
	Mean	StDev	StDev	Mean	StDev	StDev	
Market Value	5115,61	674,34	22614,71	4218	1133,81	11580,38	1,188
MVBV	2,027	1,73	1,639	2,239	1,75	1,769	-2,701***
ROA	0,020	0,048	0,280	0,049	0,058	0,203	-2,7302***
Sales Growth	0,042	0,043	0,273	0,059	0,052	0,251	-1,469*
Market Leverage	0,236	0,177	0,255	0,255	0,212	0,233	-1,755*
Dividend Yield	0,830	0	1,285	1,344	0,45	1,955	-6,791***
R&D	4,654	1,472	9,451	8,707	1,761	24,437	-10,806***
Analyst	8,069	6	7,713	8,932	6	8,585	-2,368**
Amihud Illiquidity	0,102	0,002	0,320	0,069	0,003	0,231	-2,436**
Institutional Ownership	0,337	0,343	0,20176	0,334	0,355	0,209	0,250

, **, * обозначают 10%, 5%, и 1% уровень значимости, соответственно.*

Составлено автором с помощью пакета инструментов Stata

Ключевым интересом на данном этапе исследования было проверить значимо ли различаются средние значения показателя рыночного леведреджа для компаний-целей и компаний-аналогов. Как следует из таблицы среднее значение данного показателя значимо отличается для двух подвыборок, при чем рыночный леведредж у компаний-целей

в среднем меньше, чем у компаний-аналогов. Кроме того, значимое различие средних значений в показателях MVBV (Market-to-book ratio), ROA и Sales Growth наталкивает на мысль о том, что хедж-фонды таргетируют компании, которые ведут недостаточно эффективную деятельность и, в целом, недооценены рынком. Еще одним важным выводом, исходя из анализа описательной статистики, является то, что в среднем акции компаний-целей более ликвидны по сравнению с акциями компаний-аналогов. Данное явление было рассмотрено в работе Норли и Остергарда, в которой они установили, что активисты с большей вероятностью будут нацеливаться на те компании, у которых ликвидность выше, так как это значительно снижает издержки проявления акционерного активизма¹⁷⁰. Значимые различия в двух подгруппах между средними показателями дивидендной доходности, затрат на R&D и количестве аналитиков, которые отчитываются о деятельности компании и её перспективах, согласуются с результатами многих исследовательских работ¹⁷¹¹⁷²¹⁷³

Как уже отмечалось ранее, прогнозирование целевого рычага для всех компаний в выборке было осуществлено с помощью регрессионной тобит-модели. Для дальнейшего анализа была рассчитана разница для всех компаний между значениями текущего и целевого левеверджа. В Таблице 7 представлена описательная статистика переменной, характеризующей разность между текущим и целевым финансовым рычагом по двум подвыборкам по годам (-5 лет до сделки; 5 лет после сделки): компании с избыточным левеверджем и недолевеверджированные компании.

¹⁷⁰ Norli Ø., Ostergaard C., Schindele I. Liquidity and shareholder activism //The Review of Financial Studies. – 2015. – Т. 28. – №. 2. – С. 486-520.

¹⁷¹ Brav A. et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance //The Journal of Finance. – 2008. – Т. 63. – №. 4. – С. 1729-1775.

¹⁷² Brav A., Jiang W., Kim H. The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes //The Review of Financial Studies. – 2015. – Т. 28. – №. 10. – С. 2723-2769.

¹⁷³ Coffee Jr J. C. et al. The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance //Annals of Corporate Governance. – 2016. – Т. 1. – №. 1. – С. 1-94.

Таблица 7. Описательная статистика отклонения текущего лeverеджа от целевого

Отклонение текущего лeverеджа от целевого				
	Компании с избыточным лeverеджем		Компании с недостаточным лeverеджем	
	Mean	Median	Mean	Median
-5	0,294	0,181	-0,202	-0,097
-4	0,240	0,190	-0,128	-0,113
-3	0,255	0,164	-0,211	-0,110
-2	0,279	0,156	-0,254	-0,085
-1	0,298	0,218	-0,277	-0,108
0	0,320	0,169	-0,282	-0,119
1	0,300	0,154	-0,254	-0,085
2	0,226	0,171	-0,171	-0,105
3	0,247	0,152	-0,241	-0,082
4	0,222	0,126	-0,163	-0,087
5	0,240	0,158	-0,119	-0,077

Составлено автором с помощью пакета инструментов Stata

Стоит отметить, что в обоих случаях максимальное отклонение текущей структуры капитала от целевой наблюдается в нулевой год, то есть в момент, когда активистский хедж-фонд инициирует сделку. Другим интересным результатом является то, что отклонение текущего лeverеджа фирм-целей начинает уменьшаться сразу же после совершения сделки. И основное сокращение лeverеджа происходит в первые два года после проявления акционерного активизма. Однако немаловажным фактором является то, что даже пяти лет компаниям не хватает для того, чтобы полностью сократить отклонение текущих значений финансового рычага до целевых.

3.4 Результаты эконометрического анализа

Для тестирования выдвинутых гипотез были построены и специфицированы следующие логит-модели с фиксированными эффектами, результаты оценивания представлены в Таблице 8.

Таблица 8. Результаты моделирования

Зависимая переменная: Activism Dummy			
Переменная	(1)	(2)	(3)
	<i>Full Sample</i>	<i>Leverage > Target</i>	<i>Leverage < Target</i>
Leverage > target (dummy)	0,189**	-	-
Distance from Target	-	0,950**	-2,700***
Ln(MV)_{t-1}	-0,082	0,357*	-0,288**
MVBV_{t-1}	-0,331***	-0,408***	-0,700**
ROA_{t-1}	-0,020**	-0,003**	0,022
Sales Growth_{t-1}	-0,017	-0,084	0,009*
Market Leverage_{t-1}	0,260	0,189	-0,793
Dividend Yield_{t-1}	-1,066	-1,008	-0,335*
R&D_{t-1}	0,031***	0,023	-0,074
Analysts_{t-1}	0,01	0,020**	-0,080
Amihud Illiquidity_{t-1}	-0,044	-0,023	-0,034
Institutional Ownership_{t-1}	0,501*	0,138*	0,737
Observations	2106	1237	869
Pseudo R2	15,7%	17,85%	14,21%
P-value	0,000	0,000	0,000

*, **, *** обозначают 10%, 5%, и 1% уровень значимости, соответственно

Составлено автором с помощью пакета инструментов Stata

Все представленные в Таблице 8 логит-модели с фиксированными эффектами статистически значимы. Зависимой переменной в данных моделях является бинарная переменная Activism: значение 1 данной бинарной переменной соответствует тому факту,

что компания стала целью проявления акционерного активизма, то есть, хедж-фонд приобрел не менее 5% компании-цели и отметил соответствующий мотив сделки в разделе 4 формы 13D. Соответственно значение 0 показывает, что компания не была целью хедж-фонда и является компанией-аналогом.

В первой модели (1) ключевой является бинарная переменная, которая показывает больше ли фактический леведредж компании, чем целевой. Данная бинарная переменная значима, а коэффициент при переменной положительный, соответственно: имеется прямая взаимосвязь между вероятностью компании стать целью акционерного активизма хедж-фондов и превышением значения текущего финансового рычага над целевым. Если фактический финансовый рычаг больше уровня целевого, то вероятность того, что компания станет целью активистов, увеличивается. Исходя из полученных результатов, гипотеза *H1* принимается. Также в модели значимы показатели MVBV (1%-ый уровень значимости), ROA (5%-ый уровень значимости), R&D (1%-ый уровень значимости) и Institutional Ownership (10%-ый уровень значимости). Переменные MVBV и ROA имеют обратную взаимосвязь с зависимой переменной, а R&D и Institutional Ownership прямую взаимосвязь.

Во второй модели (2) и в третьей модели (3) ключевой независимой переменной является абсолютное отклонение текущего финансового рычага от целевого (целевой леведредж был спрогнозирован с помощью тобит модели). Вторая модель составлена по подвыборке компаний с избыточным леведреджем. В данной модели коэффициент перед значимой независимой переменной Distance from Target положительный, то есть чем больше абсолютное отклонение текущей структуры капитала от целевой, тем больше вероятность того, что компания станет целью акционерного активизма хедж-фондов. Таким образом, гипотеза *H2* принимается для подвыборки компаний с избыточным леведреджем. Помимо этого, в модели значимы показатели MVBV (1%-ый уровень значимости) и ROA (5%-ый уровень значимости), которые имеют обратную взаимосвязь с объясняемой переменной, при их росте вероятность стать целью активизма снижается. Переменные Analysts (5%-ый уровень значимости), Ln(MV) (10%-ый уровень значимости) и Institutional Ownership (10%-ый уровень значимости) имеют прямую взаимосвязь с объясняемой переменной.

В третьей модели (3), составленной по подвыборке компаний с недостаточным леведреджем, объясняющая переменная Distance from Target значима на 1%-ом уровне и коэффициент перед ней отрицательный. Значит, имеет место обратная взаимосвязь между абсолютным отклонением текущей структуры капитала компании от целевой и вероятностью проявления акционерного активизма хедж-фондами. Получается, что

гипотеза *H2* для подвыборки компаний с недостаточным леведреджем отвергается. Можно наблюдать асимметричность поведения объясняющей переменной в двух подвыборках. Показатель Sales Growth (10%-ый уровень значимости) в модели значим и имеет прямую взаимосвязь с зависимой переменной. Показатели Ln(MV) (5%-ый уровень значимости), MVBV(5%-ый уровень значимости) и Dividend Yield(10%-ый уровень значимости) имеют обратную взаимосвязь с вероятностью проявления акционерного активизма в отношении компании.

3.5 Анализ полученных результатов

Таким образом, результаты, полученные в ходе исследования, дают возможность сделать вывод о наличии и характере взаимосвязи между проявлением стратегии акционерного активизма и структуры капитала компании. В ходе работы была достигнута цель исследования: на основе выборки из 113 кампаний активизма в хедж-фондах, проведенных в период с 2008 по 2014 год в результате эконометрического анализа было выявлено, что взаимосвязь между проявлением акционерного активизма и структурой капитала компании существует. В ходе достижения цели были выполнены все поставленные задачи.

Остановимся на результатах исследования. Коэффициент при переменной $Leverage > target$ (dummy) в модели (1) имеет положительный знак. Получается, что фирмы с чрезмерным уровнем леведреджа (т. е. текущая доля заёмных средств в капитале превышает целевую) с большей вероятностью таргетируются хедж-фондами активистами по сравнению с компаниями, у которых текущие значения финансового рычага меньше целевых. Данные результаты согласуются с прошлыми исследованиями, затрагивающими вопрос взаимосвязи проявления акционерного активизма и структуры капитала компаний. Гангули и Дже в своей работе пришли к схожему выводу о том, что компании у которых текущее соотношение долговых обязательств и всего капитала превышает целевое значение намного чаще и с большей вероятностью становятся целями хедж-фондов активистов.¹⁷⁴ Возможным объяснением такой взаимосвязи может быть подход, предложенный в работе Кляйна и Зура, согласно которому хедж-фонды таргетируют компании, менеджмент которых более толерантен к использованию заёмных средств, что в свою очередь позволяет активистским хедж-фондам за счёт увеличения долговой нагрузки заставлять компании-цели выплачивать повышенные дивиденды¹⁷⁵. То есть, по сути происходит перенос ценности от кредиторов компании её акционерам.

¹⁷⁴ Ganguly A. A., Ge L. Hedge Fund Activism and Capital Structure.

¹⁷⁵ Klein A., Zur E. Hedge fund activism. – 2006.

В ходе дальнейшего исследования основная выборка была разделена на две подвыборки. Первая подвыборка состояла из компаний, у которых текущий финансовый рычаг превышает целевое значение. Вторая подвыборка, в свою очередь, содержит компании, у которых текущий левередж меньше целевого. Данный приём позволяет лучше разобраться в специфике взаимосвязи проявления акционерного активизма и структуры капитала компании. Во второй модели для первой подвыборки компаний коэффициент при переменной *Distance from Target* является положительным. Таким образом, в случае, когда активистские хедж-фонды таргетируют компании с чрезмерным левереджом наблюдается прямая взаимосвязь между вероятностью проведения активистской кампании в отношении фирмы-цели и абсолютным значением отклонения текущего финансового рычага от спрогнозированной целевой структуры капитала. Такая взаимосвязь может быть объяснена тем, что активистские хедж-фонды видят в любом положительном отклонении текущего финансового рычага от целевого возможность создать дополнительную ценность с помощью реструктуризации соотношения долг/собственный капитал. Более того, чем больше такое отклонение, тем больше потенциальная возможность для хедж-фондов создавать эту ценность.¹⁷⁶

При построении третьей модели для подвыборки компаний, у которых текущее значение левереджа ниже целевого получают не менее интересные результаты. Коэффициент при переменной *Distance from Target* оказался отрицательным. Получается, что для данной подгруппы компаний имеет место обратная взаимосвязь между вероятностью проявления акционерного активизма хедж-фондами и абсолютным отклонением текущих значений левереджа и целевых. Такая взаимосвязь для недолевереджированных компаний может объясняться выводами, к которым пришли в своей работе Денис и Макоен. Так, по мнению авторов, недолевереджированные компании характеризуются ограниченной финансовой гибкостью¹⁷⁷. Это означает, что недостаточное заимствование денежных средств в определенный момент времени снижает для компаний-целей потенциальную возможность привлечения дополнительных заёмных средств в будущих периодах. Происходит это в связи с тем, что у компаний нет гарантий того, что у них будут появляться привлекательные инвестиционные возможности, под которые будет необходимо занимать денежные средства. Более того, есть вероятность, что у таргетируемых компаний могут произойти непредвиденные сокращения прибыли в будущих периодах, что приведет к отсутствию возможности брать

¹⁷⁶ Ganguly A. A., Ge L. Hedge Fund Activism and Capital Structure.

¹⁷⁷ Denis D. J., McKeon S. B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases // *The Review of Financial Studies*. – 2012. – Т. 25. – №. 6. – С. 1897-1929.

на себя дополнительные долговые обязательства. Таким образом, хедж-фонды не могут быть уверенны, в том, что они смогут повлиять на изменение структуры капитала недолеверджированных компаний после инициации активистской кампании.

Такие ассиметричные результаты являются подтверждением того, что для достижения цели, которая заключается в максимизации богатства акционеров, хедж-фонды активисты используют огромное количество различных тактик в зависимости от характеристик таргетируемых компаний.

Практическая значимость данной работы заключается в том, что на основе проведенного исследования компании могут прогнозировать свою целевую структуру капитала и оценивать вероятность того, что они станут целями активистских кампаний хедж-фондов. Как следствие, менеджмент сможет осуществлять проактивные действия в том случае, если имеют место быть опасения стать целью активистов хедж-фондов. С другой стороны, полученные результаты имеют практическую значимость и для хедж-фондов. Исходя из асимметрии взаимосвязи между вероятностью проявления акционерного активизма хедж-фондами и абсолютным значением отклонения текущего финансового рычага от целевого для различных подгрупп таргетируемых компаний, хедж-фонды могут определять наиболее привлекательные фирмы-цели для реализации различных стратегий. Так, в случае, когда фирма характеризуется чрезмерным левереджом хедж-фондам необходимо обращать внимание на компании с наибольшим положительным отклонением от целевых показателей финансового рычага. В связи со спецификой, используемых стратегий и ограниченной финансовой гибкостью недолеверджированных компаний, активистским хедж-фондам скорее стоит обращать внимание на фирмы, у которых наблюдается относительно маленькое отрицательное отклонение текущего финансового рычага от целевого. Помимо этого, имеет место практическая значимость данной работы и для инвесторов, которые в соответствии с проведенным исследованием смогут прогнозировать действия хедж-фондов-активистов относительно тех или иных компаний.

Дальнейшее исследование может быть направлено на анализ изменения дистанции от текущего финансового рычага таргетируемых компаний до целевого после непосредственного проявления акционерного активизма хедж-фондов. Также возникает научный интерес и в отношении того, создает ли ценность для акционеров активизм хедж-фондов, основным мотивом которого было изменение структуры капитала у компаний-целей. Помимо этого, представляется возможным и изучение того, за счет изменений каких составляющих капитала компании происходят увеличение или сокращение отклонения текущего финансового рычага от целевого.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В последнее время множество различных инвесторов используют такую популярную инвестиционную стратегию, как акционерный активизм. Смысл данной стратегии, заключается в том, что инвестор приобретает долю акций публичной компании, а затем начинает совершать определенные действия, направленные на изменение вектора развития фирмы и корректировку операционной деятельности. Основной целью реализации стратегии акционерного активизма, является максимизация доходности инвестированных средств, то есть, по сути активисты пытаются с помощью своих действий добиться увеличения рыночной капитализации компании, что, в свою очередь, приводит к увеличению богатства самих акционеров-активистов. Несмотря на то, что изначально хедж-фонды редко использовали данную стратегию, в современном мире они все чаще начинают совершать активные инвестиции. Среди основных мотивов проявления акционерного активизма исследователи выделяют: реструктуризацию Совета Директоров компании, смену управляющего состава компании или изменение их вознаграждения, изменение дивидендной политики и другие. На основе анализа научных статей, можно сделать вывод о том, что активистские хедж-фонды все чаще начинают таргетировать компании с целью изменить их структуру капитала. Стоит отметить, что по сей день среди исследователей не был достигнут консенсус относительно того, почему неоптимальная структура капитала является одним из важнейших триггеров, который побуждает инвесторов проявлять по отношению к компании стратегию акционерного активизма. Более того, не существует единогласного мнения о существовании оптимальной структуры капитала компании. В связи с этим, у многих исследователей возникает вопрос: существует ли взаимосвязь между проявлением стратегии акционерного активизма и структурой капитала таргетируемой компании?

В процессе выполнения выпускной квалификационной работы было проведено эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между уровнем левереджа таргетируемых компаний и стратегией акционерного активизма. Выдвинутая цель, выявление наличия взаимосвязи между структурой капитала компании и проявлением акционерного активизма, была достигнута. Для достижения заявленной цели был выполнен анализ существующей литературы, посвященной теме структуры капитала компании, были рассмотрены различные подходы к определению акционерного активизма и проанализирована деятельность хедж-фондов как институциональных инвесторов. Более того, было проведено эконометрическое исследование и проанализированы соответствующие результаты.

В первой главе представлено описание основных составляющих структуры капитала компании. Также были рассмотрены основные классические и современные теории структуры капитала компании. Данные теории были проверены на наличие определения оптимальной структуры капитала, результаты сведены в сравнительную таблицу. Кроме того, было введено понятие оптимальной структуры капитала компании и рассмотрены основные подходы к прогнозированию целевого финансового рычага.

Во второй главе были проанализированы основные подходы к определению понятия акционерного активизма. Так как эмпирическое исследование проводилось на выборке из хедж-фондов, которые совершали активные инвестиции в отношении американских публичных компаний, анализ подходов к определению акционерного активизма включал в себя работы только американских исследователей. Далее, была проанализирована деятельность хедж-фондов как институциональных инвесторов и были рассмотрены специфические характеристики данного типа фондов (понятие хедж-фонда, история возникновения, организационная структура, вознаграждения управляющих, вкладчики и другие). Кроме того, были более детально рассмотрены подходы к определению акционерного активизма именно хедж-фондов. На основе рассмотренных в данной главе научных работ было определено понятие акционерного активизма хедж-фондов и был выбран способ сортировки конкретных инвестиций на активные и пассивные.

В третьей главе представлены результаты эмпирического исследования, направленного на установление взаимосвязи между проявлением акционерного активизма хедж-фондами и структурой капитала таргетируемых компаний. Эмпирическое исследование состояло из трех этапов и проводилось на выборке из 113 сделок, охватывающих период с 2008 по 2014 год, в ходе которых хедж-фонды приобретали доли акций в американских публичных компаниях. Для проведения полноценного исследования выборка была дополнена 79 компаниями-аналогами, отобранными к фирмам-целям с помощью метода побора по индексу соответствия. На первом этапе исследования был проведен сравнительный анализ описательной статистики переменных для компаний целей и компаний-аналогов. Было выявлено, что в средних значениях финансовых показателей таргетируемых хедж-фондами компаний и фирм-аналогов наблюдается значимое различие. Так, хедж-фонды чаще обращают внимание на компании, у которых в среднем значение рыночного левереджа меньше чем у остальных. Кроме того, в таких показателях, как MVBV (Market-to-book ratio), ROA и Sales Growth, средние значения между подгруппами компаний также значимо различались, что говорит о том, что хедж-фонды таргетируют недооцененные и недостаточно эффективные

компании. Кроме того, хедж-фонды чаще вкладываются в организации, чьи акции более ликвидны по сравнению с контрольной группой, это позволяет снизить издержки проявления акционерного активизма. На втором этапе был спрогнозирован ежегодный целевой финансовый рычаг для всех компаний в выборке с помощью регрессионной Тобит-модели и были посчитаны ежегодные отклонения текущих значений леведреджа от целевых. Исходя из описательной статистики данного показателя, следует, что хедж-фонды инициируют кампании акционерного активизма в момент, когда отклонение текущих значений леведреджа от целевого максимально. Более того, компании-цели сокращают большую часть такого отклонения в первые два года после проявления хедж-фондами акционерного активизма. На третьем этапе было показано, что объектами стратегии акционерного активизма хедж-фондов становятся такие портфельные компании, в которых текущая структура капитала превышает целевую. Кроме того, были получены асимметричные результаты относительно двух подвыборок компаний. Так, для компаний с избыточным леведреджем имеет место прямая взаимосвязь между вероятностью проявления акционерного активизма хедж-фондами и абсолютным отклонением текущей структуры капитала таргетируемой компании от целевой. Для подвыборки компаний с недостаточным леведреджем рассматриваемая взаимосвязь обратная.

Полученные результаты могут быть полезны как для хедж-фондов, так и для компаний, которые могут оказаться в поле зрения активистов. Так, с помощью предложенной методологии компании могут прогнозировать свою долгосрочную целевую структуру капитала и вследствие оценивать вероятность того, что они будут таргетироваться хедж-фондами. Соответственно, при необходимости менеджмент компании сможет вносить какие-либо проактивные изменения для того, чтобы не стать целью хедж-фондов активистов. Также в работе были приведены результаты полезные для хедж-фондов. В связи со спецификой стратегий реализуемой хедж-фондами им стоит обращать внимание какую компанию они таргетируют. Так с помощью анализа научных статей и эмпирического исследования было выявлено, что хедж-фонды таргетируют чаще компании с избыточным леведреджем и не зря, так как компании с недостаточным леведреджем характеризуются ограниченной финансовой гибкостью. Данный факт приводит к тому, что чем больше отклонение текущего леведреджа от целевого у таких компаний, тем сложнее хедж-фондам добиться цели и изменить структуру капитала, что, в свою очередь, делает задачу создания дополнительной ценности еще сложнее. Более того, имеет место практическая значимость и для других инвесторов, так как они могут с

помощью результатов исследования прогнозировать действия хедж-фондов активистов относительно компаний на рынке.

Дальнейшее исследование может быть проведено в области анализа изменения отклонений текущих значений леведреджа компании от целевых после непосредственной инициации активистской кампании. Будущая работа может быть направлена на установление взаимосвязи между акционерным активизмом, мотивированным изменением структуры капитала компании, и результативностью деятельности таргетируемой фирмы. Более того, представляется актуальным и изучение того, с помощью каких инструментов и тактик происходит изменение структуры капитала таргетируемой компании после проявления акционерного активизма.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. An, Z. Taxation and capital structure: empirical evidence from a quasi-experiment in China. // Journal of Corporate Finance. 2012. Vol. 18 №4. P. 683-689.
2. Anderson R. W., Carverhill A. Corporate liquidity and capital structure // The Review of Financial Studies. – 2012. – Т. 25. – №. 3. – С. 797-837.
3. Ang A., Gorovyy S., Van Inwegen G. B. Hedge fund leverage // Journal of Financial Economics. – 2011. – Т. 102. – №. 1. – С. 102-126.
4. Ang A., Longstaff F. A. Systemic sovereign credit risk: Lessons from the US and Europe // Journal of Monetary Economics. – 2013. – Т. 60. – №. 5. – С. 493-510.
5. Asness C. S. An alternative future // The Journal of Portfolio Management. – 2004. – Т. 30. – №. 5. – С. 94-103.
6. Badoer D. C., James C. M. The determinants of long-term corporate debt issuances // The Journal of Finance. – 2016. – Т. 71. – №. 1. – С. 457-492.
7. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure // The journal of finance. – 2002. – Т. 57. – №. 1. – С. 1-32.
8. Hedge Fund Industry Assets Under Management (2014) [Статья] // BarclayHedge. [– Режим доступа http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF_Money_Under_Management.html (Дата обращения: 10.12.2019)]
9. Boyson N. M., Gantchev N., Shivdasani A. Activism mergers // Journal of Financial Economics. – 2017. – Т. 126. – №. 1. – С. 54-73.
10. Boyson N. M., Mooradian R. M. Corporate governance and hedge fund activism // Review of Derivatives Research. – 2011. – Т. 14. – №. 2. – С. 169-204.
11. Bradley M., Jarrell G. A., Kim E. H. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence // The journal of Finance. – 1984. – Т. 39. – №. 3. – С. 857-878.
12. Brav A. et al. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance // The Journal of Finance. – 2008. – Т. 63. – №. 4. – С. 1729-1775.
13. Brav A., Jiang W., Kim H. The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes // The Review of Financial Studies. – 2015. – Т. 28. – №. 10. – С. 2723-2769.
14. Brav et al. Hedge // Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance // Journal of Finance. — 2008. — Vol. 63, N. 4. — P. 1729-1775.

15. Brav et al. Hedge //Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance // Journal of Finance. — 2008. — Vol. 63, N. 4. — P. 1729-1775.
16. Brealey R. A. et al. Principles of corporate finance. – Tata McGraw-Hill Education, 2012.
17. Brennan, Michal J., and Eduardo S. Schwartz. Optimal Financial Policy and Firm Valuation //The Journal of Finance – 1984. – T. 39. – No. 3. – C. 593-607.
18. Briggs, Thomas W. Journal of Corporation Law. Summer2007, Vol. 32 Issue 4, p681-737. 57p. , База данных: Business Source Ultimaty
19. Brown S. J., Goetzmann W. N. Hedge funds with style //The Journal of Portfolio Management. – 2003. – T. 29. – №. 2. – C. 101-112.
20. Chen Y. Derivatives use and risk taking: Evidence from the hedge fund industry //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2011. – T. 46. – №. 4. – C. 1073-1106.
21. Clifford C. P. Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists //Journal of Corporate Finance. – 2008. – T. 14. – №. 4. – C. 323-336.
22. Cocks G. et al. Activist Boards-Not Activist Shareholders.
23. Collin-Dufresne, Pierre, Robert S. Goldstein, and J. Spencer Martin. The determinants of credit spread changes //The International journal of Logistics management – 1999. – T. 10.1. – C. 1-10.
24. corporate governance //Annals of Corporate Governance. – 2016. – T. 1. – №. 1. – C. 1-94.
25. D'Mello R., Gruskin M., Kulchania M. Shareholders valuation of long-term debt and decline in firms' leverage ratio //Journal of Corporate Finance. – 2018. – T. 48. – C. 352-374.
26. Damodaran A. Finding the right financing mix: The capital structure decision //New York: Stern School of Business. – 2009.
27. Denes M. R., Karpoff J. M., McWilliams V. B. Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research //Journal of Corporate Finance. – 2017. – T. 44. – C. 405-424.
28. Denis D. J., McKeon S. B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases //The Review of Financial Studies. – 2012. – T. 25. – №. 6. – C. 1897-1929.

29. Dennistoun, C. Karsten, Jones and the origin of hedge funds [Электронный ресурс], 2004 – Режим доступа http://www.eurekahedge.com/news/04may_archive_origin_of_hedge_funds.asp (Дата обращения: 10.12.2019)
30. Dictionary F. F. Farlex //Inc, <http://financial-dictionary.com>. – 2012.
31. Dixon L., Clancy N., Kumar K. B. Do Hedge Funds Pose a Systemic Risk to the Economy?. – 2012.
32. Donaldson G. Corporate debt capacity, Harvard //Harvard University Press. Downs, TW,(1991).“An alternate approach to fundamental analysis: The asset side of the equation.” *Journal of Portfolio Management*. – 1961. – Т. 17. – №. 2. – С. 6-17.
33. Ehrhardt M., Brigham E. Corporate Finance A focused approach India edition Cengage India learning. – 2003.
34. Fama E. F., French K. R. Financing decisions: who issues stock? //Journal of financial economics. – 2005. – Т. 76. – No. 3. – С. 549-582.
35. Fama E. F., French K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt //The review of financial studies. – 2002. – Т. 15. – №. 1. – С. 1-33.
36. Fama E. F., Miller M. H. The theory of finance //Hinsdale, IL: Dryden Press, 1972. – Т. 3.
37. Flannery M. J., Rangan K. P. Partial adjustment toward target capital structures //Journal of financial economics. – 2006. – Т. 79. – №. 3. – С. 469-506.
38. Fraidin, Stephen, Kirkland & Ellis LLP, *Hedge Fund Activism*, PowerPoint Presentation, Presented at Yale School Center for the Study for Corporate Law Roundtable on the Impact of Private Equity and Hedge Fund Managers on Corporate Governance on April 7, 2006.
39. Frush S. Understanding hedge funds. – McGraw Hill Professional, 2007.
40. Gabelli, Mario J. (1995-2003). “The history of Hedge Funds”. [Статья] // Gabelli Funds – Режим доступа http://www.gabelli.com/news/mario-hedge_102500.html (Дата обращения: 10.12.2019)
41. Ganchev A. et al. HEDGE FUNDS–EVOLUTION AND PERSPECTIVES //Народностопански архив. – 2015. – №. 4. – С. 37-46.
42. Ganguly A. A., Ge L. Hedge Fund Activism and Capital Structure.
43. Gantchev N. The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model //Journal of Financial Economics. – 2013. – Т. 107. – №. 3. – С. 610-631.

44. Gillan S. L., Starks L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors //Journal of financial Economics. – 2000. – T. 57. – №. 2. – C. 275-305.
45. Gillan S. L., Starks L. T. The evolution of shareholder activism in the United States //Journal of Applied Corporate Finance. – 2007. – T. 19. – №. 1. – C. 55-73.
46. Gormley T. A., Matsa D. A. Common errors: How to (and not to) control for unobserved heterogeneity //The Review of Financial Studies. – 2014. – T. 27. – №. 2. – C. 617-661.
47. Greenwood R., Hanson S., Stein J. C. A gap-filling theory of corporate debt maturity choice //The Journal of Finance. – 2010. – T. 65. – №. 3. – C. 993-1028.
48. Grossman S. J., Hart O. D. Corporate financial structure and managerial incentives //The economics of information and uncertainty. – University of Chicago Press, 1982. – C. 107-140.
49. Guizot A. The hedge fund compliance and risk management guide. – John Wiley & Sons, 2006. – T. 371.
50. Handbook of Hedge Funds // F. Lhabitant - Chichester, England : Wiley, 2006. — 637 p.
51. Harford J., Klasa S., Walcott N. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions //Journal of Financial Economics. – 2009. – T. 93. – №. 1. – C. 1-14.
52. Hovakimian A., Hovakimian G., Tehranian H. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues //Journal of financial economics. – 2004. – T. 71. – №. 3. – C. 517-540.
53. Ilmanen A. Expected returns on major asset classes //CFA Institute Research Foundation. – 2012. – T. 1.
54. Ineichen A. M. Absolute returns: The risk and opportunities of hedge fund investing. – John Wiley & Sons, 2002. – T. 195.
55. Jensen M. C. Agency Costs of Free-Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review. 1986. Vol. 76. N 2. P. 323-329.
56. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure //Journal of financial economics. – 1976. – T. 3. – No. 4. – C. 305-360.
57. Kahan M., Edward B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 155 U //Pa. L. Rev. – 2007. – T. 1021. – №. 1028. – C. 1043-45.

58. Karpoff J. M. The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings //Available at SSRN 885365. – 2001.
59. Karpoff J. M., Malatesta P. H., Walkling R. A. Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence //Journal of financial economics. – 1996. – T. 42. – №. 3. – C. 365-395.
60. Khieu H. D., Chen M. W., Pyles M. K. Large Investments, Financial Constraint and Capital Structure //Quarterly Journal of Finance and Accounting. – 2014. – T. 51. – №. 3/4. – C. 71.
61. Kim E. H. A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity //The journal of Finance. – 1978. – T. 33. – №. 1. – C. 45-63.
62. Klein A., Zur E. Hedge fund activism. – 2006.
63. Klein A., Zur E. The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders //The Review of Financial Studies. – 2011. – T. 24. – №. 5. – C. 1735-1771.
64. Kraus A., Litzenberger R. H. A state-preference model of optimal financial leverage //The journal of finance. – 1973. – T. 28. – No. 4 – C. 910-922
65. Leary M. T., Roberts M. R. Do firms rebalance their capital structures? //The journal of finance. – 2005. – T. 60. – №. 6. – C. 2575-2619.
66. Leary M. T., Roberts M. R. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry //Journal of financial economics. – 2010. – T. 95. – №. 3. – C. 332-355.
67. Leland H. E., Pyle D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation //The journal of Finance. – 1977. – T. 32. – No. 2. – C. 371-387.
68. Lemmon M. L., Zender J. F. Debt capacity and tests of capital structure theories //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2010. – T. 45. – №. 5. – C. 1161-1187.
69. Lemmon, M.L. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure//Journal of Finance. 2008. Vol. 63 № 4.P. 1575-1608
70. Lhabitant F. S. Handbook of hedge funds. – John Wiley & Sons, 2007. – T. 332
71. Longo J. M. Hedge fund alpha: a framework for Generating and Understanding Investment Performance. – World Scientific, 2009.
72. Malkiel B. G., Fama E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work //The journal of Finance. – 1970. – T. 25. – №. 2. – C. 383-417.
73. Mallaby S. More money than god: Hedge funds and the making of the new elite. – A&C Black, 2010.

74. Marsh P. The choice between equity and debt: An empirical study //The Journal of finance. – 1982. – Т. 37. – No. 1. – С. 121-144.
75. McCahery J. A., Sautner Z., Starks L. T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors //The Journal of Finance. – 2016. – Т. 71. – №. 6. – С. 2905-293
76. Miller, Merton H., and Kevin Rock. "Dividend Policy under Asymmetric Information." The Journal of Finance 40, no. 4 (1985): 1031-051.
77. Modigliani F., Miller M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction // The American economic review. – 1963. – Т. 53. – No. 3 – С. 433-444.
78. Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment //The American economic review. – 1958. – Т. 53. – No. 3 – С. 261-297.
79. Myers S. C. The capital structure puzzle //The journal of finance. – 1984. – Т. 93. – No. 3. – С. 574-592.
80. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have //Journal of financial economics. – 1984. – Т. 13. – No. 2. – С187-221.
81. Norli Ø., Ostergaard C., Schindele I. Liquidity and shareholder activism //The Review of Financial Studies. – 2015. – Т. 28. – №. 2. – С. 486-520.
82. Ospina A. M. P., Godoy J. A. R., Holguín J. H. O. Determinantes de la estructura de capital de las mipymes del sector real participantes del Premio Innova 2007-2011 //Revista Finanzas y Política Económica. – 2015. – Т. 7. – №. 2. – С. 359-380.
83. Prequin Global Hedge Fund Report Sample Pages (2020) [Отчет] // Prequin. — Режим доступа: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (Дата обращения: 10.12.2019).
84. Rajan R. G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data //The journal of Finance. – 1995. – Т. 50. – №. 5. – С. 1421-1460.
85. Rajan R. G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data //The journal of Finance. – 1995. – Т. 50. – №. 5. – С. 1421-1460.
86. Rehbein K., Waddock S., Graves S. B. Understanding shareholder activism: Which corporations are targeted? //Business & Society. – 2004. – Т. 43. – №. 3. – С. 239-267.
87. Rohrer J. The red-hot world of Julian Robertson //Institutional investor. – 1986. – Т. 6. – С. 86-92.

88. Ross S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach //The bell journal of economics. – 1977. – C. 23-40.
89. Scott J.H. Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure //The journal of finance. – 1977. – T. 32. – No. 1. – C. 1-19.
90. Vaughan D., DECHERT L. L. P. Selected Definitions of" Hedge Fund //Comments for the US Securities and Exchange Commission, Roundtable on Hedge Funds. – 2003.
91. Servaes H., Tufano P., The theory and practice of corporate capital structure //Global Survey of Corporate Financial Policies & Practices, Deutsche Bank. - 2006
92. Shyam-Sunder L., Myers S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure //Journal of financial economics. – 1999. – T. 51. – №. 2. – C. 219-244.
93. Sias R., Starks L. Institutional investors in equity markets //Unpublished working paper, Washington State University. – 1998.
94. Smart S. B., Megginson W. L., Gitman L. J. Corporate finance //Mason, OH: Thomson/South Western. – 2004.
95. Stefanini F. Investment strategies of hedge funds. – John Wiley & Sons, 2010. – T. 577.
96. Strickland D., Wiles K. W., Zenner M. A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective? //Journal of Financial Economics. – 1996. – T. 40. – №. 2. – C. 319-338.
97. Stulz R. M. Hedge funds: Past, present, and future //Journal of Economic Perspectives. – 2007. – T. 21. – №. 2. – C. 175-194.
98. Stulz R. M. Managerial discretion and optimal financing policies //Journal of financial Economics. – 1990. – T. 26. – No. 1. – C. 3-27.
99. Taggart R. A. A model of corporate financing decisions //The Journal of Finance. – 1977. – T. 32. – No. 5. – C. 1467-1484.
100. Titman S., Wessels R. The determinants of capital structure choice //The Journal of finance. – 1988. – T. 43. – №. 1. – C. 1-19.
101. Luigi P. et al. A review of the capital structure theories //Annals of Faculty of Economics. – 2009. – T. 3. – №. 1. – C. 315-320.
102. W. W. Bratton // Hedge Funds and Governance Targets - Corporate Practice Commentator. — 2007. — P. 583-649.

103. Welch I. Capital structure and stock returns //Journal of political economy. – 2004. – Т. 112. – No. 1. – С. 106
104. Welch I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings //The Journal of Finance. – 1989. – Т. 44. – №. 2. – С. 421-449.
105. Кокорева М. С., Степанова А. Н. Financial architecture and corporate performance: evidence from Russia //Корпоративные финансы. – 2012. – Т. 6. – №. 2.
106. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. – 2000.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Item 4. Purpose of Transaction.

The Reporting Person acquired the securities described in this Schedule 13D for investment purposes, and he intends to review his investments in the Issuer on a continuing basis. Any actions the Reporting Person might undertake may be made at any time and from time to time without prior notice and will be dependent upon the Reporting Person's review of numerous factors, including, but not limited to: an ongoing evaluation of the Issuer's business, financial condition, operations and prospects; price levels of the Issuer's securities; general market, industry and economic conditions; the relative attractiveness of alternative business and investment opportunities; and other future developments.

Depending upon overall market conditions, other investment opportunities available to the Reporting Person, and the availability of the Issuer's securities at prices that would make the purchase or sale of the Issuer's securities desirable, the Reporting Person may acquire additional securities of the Issuer, or retain or sell all or a portion of the securities then held, in the open market or in privately negotiated transactions.

The Reporting Person and his representatives may, from time to time, engage in discussions with members of management and the board of directors of the Issuer (the "Board"), other current or prospective shareholders, industry analysts, existing or potential strategic partners, investment and financing professionals and other third parties regarding a variety of matters related to the Issuer, which may include, among other things, the Issuer's business, management, capital structure and allocation, corporate governance, Board composition and strategic alternatives. Except as set forth above, the Reporting Person has no present plans or proposals which relate to or would result in any of the transactions required to be described in Item 4 of Schedule 13D.

Рис. 2. Пример формы SC 13D

Приложение 2



Source: Modified from Graham, Smart, and Megginson (MBA Level Corporate Finance Textbook)

Рис. 3. Взаимосвязь проявления акционерного активизма и структуры капитала компании

Приложение 3

```
. tobit ml_f1 medml mvbv oita fata lnta, ll(0) ul(1)
```

Tobit regression

Number of obs = 1854
 LR chi2(5) = 556.60
 Prob > chi2 = 0.0000
 Pseudo R2 = 0.5101

Log likelihood = -267.25162

ml_f1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
medml	.3218139	.258927	1.24	0.002	-.186006	.8296339
mvbv	-.0437402	.0036848	-11.87	0.000	-.0509671	-.0365133
oita	-.243173	.0778231	-3.12	0.002	-.3958035	-.0905425
fata	.203032	.0245259	8.28	0.000	.1549307	.2511333
lnta	.0611657	.0033499	18.26	0.000	.0545956	.0677357
_cons	-.6369955	.0690757	-9.22	0.000	-.7724702	-.5015208
/sigma	.2371951	.0044307			.2285054	.2458847

Obs. summary: 302 left-censored observations at ml_f1<=0
 1528 uncensored observations
 24 right-censored observations at ml_f1>=1

Рис. 4. Тобит-модель для прогнозирования целевой структуры капитала