

УДК 386

ХЕДЖ-ФОНДЫ КАК ИНСТИТУТЫ СОВРЕМЕННОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Остришко Е.Н., аспирантка

Харьковский национальный университет имени В.Н. Каразина

Статья посвящена деятельности хедж-фондов как влиятельных игроков на международном рынке капитала; рассмотрены виды стратегий, применяемых хедж-фондами, выделены факторы как положительного, так и отрицательного влияния данных институтов на мировую финансовую систему; сформулированы основные тенденции развития хедж-индустрии в условиях возрастающей волатильности рынков и ужесточения государственного регулирования институтов инвестирования.

Ключевые слова: хеджирование, левередж, короткая продажа, эклектичный инвестиционный пул, деривативы, волатильность рынка, правила пруденциального надзора.

Кризисные явления на мировом финансовом рынке не в последнюю очередь связаны с деятельностью таких крупных игроков, как хедж-фонды, сфера деятельности которых остается относительно закрытой и требует более глубокого научного анализа. Необходимость исследования обусловлена стремительным усилением роли хеджевых фондов в глобальной экономике и степени их влияния на финансовые рынки (около 10 тыс. фондов управляют по разным оценкам финансовыми ресурсами в объеме от 1,4 до 3 трлн. долл.) на фоне практического отсутствия механизмов государственного регулирования их инвестиционной деятельности [1].

В процессе анализа особенностей деятельности хедж-фондов были использованы труды зарубежных ученых, таких, как Г. Адами, Н. Аменк, Дж. Андраде, М.Дж. Астарита, П.-А. Барэ, Дж.С. Браун, И.Г. Гатев, В.Н. Гойцман, Р. Гибсон, А. Гупта, Дж. Даниэльсон, М.С. Дженсен, Б. Лиан, Э. Паттон, С.А. Росс, К.Г. Рувенхорст, И. Стаффорд, Ж.-К. Трише, Г. Хоггарт, Г. Эллисон, У. Шарп, Т. Шнивей, Р. Штольц.

Таким образом, целью исследования статьи является изучение сущности хедж-фондов и специфических особенностей их инвестиционной деятельности на основе систематизации применяемых ими стратегий инвестирования, оценки степени их влияния на волатильность финансовых рынков для выработки подходов к регулированию хедж-индустрии, в том числе и в Украине.

В американском понимании хедж-фонд – это частное инвестиционное партнерство, инвестирующее, главным образом, в публично торгуемые бумаги или производные финансовые инструменты. Согласно определению, данному специалистами МВФ, хедж-фонды – это эклектичные инвестиционные пулы, организованные в форме частных партнерств [1]. Экономический словарь интерпретирует хедж-фонд как инвестиционную компанию, скупающую и продающую ценные бумаги конкретных фирм и выпусков [1].

Если следовать другому определению, хедж-фондами являются непубличные ограниченные инвестиционные партнерства, не подверженные госрегулированию, не доступные для широкого круга инвесторов [1;2].

Обобщая различные определения, можно сказать, что хедж-фонд представляет собой объединение капитала инвесторов в форме партнерства, которое использует спекулятивные инвестиционные стратегии с привлечением значительных кредитных средств и не регулируется государством, в отличие от традиционных инвестиционных фондов.

Хедж-фонды обычно инкорпорированы в оффшорную юрисдикцию, хотя и управляются, как правило, из финансовых центров. Управление активами хедж-фондов имеет несколько принципиальных особенностей: извлечение выгод из несовершенства финансового рынка; широкое использование финансового инжиниринга, левереджных заимствований и производных финансовых инструментов; активная торговля своими портфелями; инвестирование в товарные рынки через использование товарных фьючерсов и опционов на товарные фьючерсы. Как следствие, хедж-фонды извлекают прибыль как на растущем, так и падающем рынке.

Отличительной чертой хедж-фонда от другого инвестора является использование метода защиты от возможных убытков путем создания уравнивающей позиции, противоположной начальной позиции, то есть хеджирование.

Данный прием был разработан основателем первого хедж-фонда А.У. Джонсоном в США в 1949 г., который использовал сочетание двух инвестиционных приемов – коротких продаж и леввериджа. Короткая продажа заключается в том, что какая-либо ценная бумага берется в займы и продается с тем расчетом, что ее можно будет купить на рынке по более низкой цене до того, как наступит срок возврата ее кредитору. Как короткие продажи, так и левверидж по отдельности считаются рискованными операциями. Джонсон показал, как эти приемы можно использовать в сочетании друг с другом для того, чтобы уменьшить рыночный риск. Он использовал ряд коротких продаж акций для хеджирования от падения рынка. Получив, таким образом, возможность контролировать рыночный риск, он использовал левверидж для увеличения доходности инвестиций в конкретные акции. Джонсон открывал длинные позиции по тем акциям, которые считал недооцененными, а короткие – по переоцененным.

Самыми известными менеджерами хедж-фондов являются Джордж Сорос (фонд Quantum, среднегодовая доходность 22% с 1988 г.), Джеймс Саймонс (фонд Medallion, размер активов – 5 млрд. долларов, среднегодовая доходность за период с 1988 по 2004 г. – 34%), Брюс Ковнер (Caxton Global Investments Ltd., активы – 1,5 млрд. долл., доходность – 27% с января 1998 г. по 2004 г.), Пол Тюдор Джонс (Tudor Investment Corporation, размер активов – 6 млрд., доходность с 1986 г. – 27%), Луис Бэйкон (Moore Global D Class Fund, размер активов – 1 млрд. долл., доходность за период с 1996 по 2004 г. – 19%) и Дэвид Шо (D.E. Shaw Valence International Fund, активы – 360 млн. долл., доходность – 48% с 1999 по 2004 г.) [2; 3].

Классификация и стратегии хедж-фондов

На современном этапе функционирования хедж-фондов не существует единой системы их классификации, поэтому данная область научного поля нуждается в дальнейших исследованиях. Например, эксперты МВФ выделяют три основных класса хедж-фондов.

Макро-фонды, которые открывают большие по объему направленные (т. е. незахеджированные) позиции на том или ином национальном рынке, базируясь на анализе макроэкономических и финансовых условий в данной стране, включая платежный баланс, темпы инфляции и динамику реального обменного курса местной валюты.

Глобальные фонды, которые также открывают позиции по всему миру, но используют анализ акций отдельных компаний, построенный на учете перспектив их дальнейшего развития.

Фонды относительной стоимости, которые играют на разнице относительных цен на тесно взаимосвязанные ценные бумаги (например, векселя и облигации казначейства США).

Согласно данной классификации, хедж-фонды ранжируются по двум различным критериям – по уровню охвата рынка, то есть объектной характеристике (пространственно-структурный подход) и одновременно по типу применяемой ими стратегии. Классификация, составленная в рамках одного критерия, позволяет провести более глубокий научный анализ. Например, по степени охвата рынка хедж-фонды, а также – применяемые ими стратегии, целесообразно разделить на национальные и глобальные (международные, региональные, страновые).

Основными информационными агентствами в области «альтернативных инвестиций» являются CSFB-Tremont и Hedge Fund Research. Данные агентства занимаются разработкой методик классификации хедж-фондов по стилю управления и индексам доходности. Агентство CSFB-Tremont классифицирует хедж-фонды по применяемым ими стратегиям:

- арбитраж конвертируемых инструментов: использование двойственной природы конвертируемых облигаций, которые могут быть превращены в акции;
- короткий уклон: стратегии с упором на короткие позиции на рынке акций;
- развивающиеся рынки;
- рыночно-нейтральные стратегии: комбинирующие короткие и длинные позиции в акциях таким образом, чтобы портфель был нечувствителен к направлению рынка;
- движимые событиями: получение прибыли благодаря покупке, слиянию, притоку значительных инвестиций и т. д.

- арбитраж на рынке облигаций: арбитраж между облигациями с похожими характеристиками;
- глобальные макроэкономические;
- короткие-длинные стратегии на рынке акций: наиболее распространенная стратегия. Разница long-short и market neutral в том, что при long-short стратегии соблюдается равенство между суммой купленных и проданных акций. Market neutral – стратегия, стремящаяся к поддержанию волатильности фонда на уровне рынка;
- управляемые фьючерсы: стратегии на рынках фьючерсов, чаще всего основанные на техническом или ценовом анализе рынка;
- мультистратегии: комбинация нескольких стратегий;
- относительная стоимость: приобретение недооцененных бумаг и продажа переоцененных.

В основе вышеприведенной классификации – также разнородные факторы, что не позволяет произвести компаративный анализ эффективности стратегий.

Если руководствоваться критерием инструмента инвестирования, целесообразно выделить следующие стратегии хедж-фондов: традиционные (комбинации длинных и коротких продаж), арбитражные, событийные (event-driving investing). Традиционные стратегии делятся на нейтральные рыночные, секторные, коротких продаж. Каждая из перечисленных стратегий может осуществляться как национальными, так и глобальными хедж-фондами.

Основные тенденции, определяющие развитие мировой хедж-индустрии

Главной тенденцией в хедж-индустрии является рост числа хедж-фондов и объема средств под их управлением, сопровождающийся усилением качественного влияния операций хедж-фондов на ведущих сегментах мирового и региональных финансовых рынков. Количественный рост обусловлен увеличением их популярности среди инвесторов вследствие относительно более высокой отдачи от используемых фондами инвестиционных стратегий (за период с 1987 по 2007 г. средняя ежегодная доходность инвестиций в хедж-фонды составила 14,9%, тогда как индекс S&P 500 обеспечивал доходность в 11,9%, при этом волатильность хедж-фондов была на 40% ниже) [4].

В итоге хедж-фонды являются главными действующими лицами на некоторых сегментах финансового рынка: более 40% объема торгов на ведущих фондовых биржах мира – Нью-Йоркской NYSE и Лондонской LSE, причем на долговом рынке и в сегменте конвертируемых ценных бумаг их участие достигает 80%; 15% объема торгов с облигациями и деривативами; 45% объема торгов с облигациями развивающихся рынков; 47% – с проблемными долгами (distressed debt); 30% – с леввереджными кредитами (leveraged loans); 25% – с высокодоходными облигациями (high-yield bonds); 55% – в сфере кредитных деривативов [5].

Другой тенденцией стало развитие инвестиционных стратегий, используемых управляющими хедж-фондов. Поскольку хедж-фонды не ограничены рамками регулирующего режима, они имеют более высокую степень свободы при использовании финансовых инструментов. В настоящее время хедж-фонды используют до 30 различных инвестиционных стратегий.

Третья тенденция характеризуется расширением географии индустрии хедж-фондов. Несмотря на то, что лидирующее положение в мире как по числу хедж-фондов, так и по размеру их активов по-прежнему занимают США (совокупные активы 218 наиболее крупных фондов в сентябре 2006 г. составили 984 млрд. долл., общий объем – более 1 трлн. долл.), во-первых, растет доля иностранного капитала в американских хедж-фондах (основные поставщики капиталов – Китай, Сингапур, Россия), во-вторых, наблюдается рост числа фондов в Европе (более 500 фондов с суммарным капиталом в 100 млрд. долл.), особенно в Великобритании (более 70% от общеевропейского числа), Азии (где число фондов за последние четыре года увеличилось почти втрое – около 1,5 тыс., объем управляемых активов – в пять раз, около 175 млрд. долл.) и Швейцарии (вследствие недавнего предложения Еврокомиссии по ужесточению регулирования деятельности хедж-фондов: введению лимитов для кредитного финансирования и требования к предоставлению финансовой информации) [6].

Основные тенденции европейской хедж-индустрии: более низкая эффективность и более высокий уровень издержек по сравнению с американскими фондами, что в первую очередь связано с существенно более мелкими масштабами инвестирования: от 125 тыс. евро, а для опосредованного инвестирования через FFA – 10 тыс. евро. [9].

Еще одна новая тенденция – рост числа «фондов фондов» (FoFs) среди хедж-фондов. Сегодня более 2 тысяч FoFs контролируют почти 50% активов хедж-фондов (около 900 млрд. долл.), наиболее крупные из них – Man Investments (39,8 млрд. долл.), UBS Global Asset Management A&Q (37,8 млрд. долл.), Union Bancaire Privee Asset Management (30 млрд. долл.), Permal Asset Management (26 млрд. долл.), HSBC Republic Investments (25,5 млрд. долл.), GAM Multi-Manager (18 млрд. долл.) [1]. Причина в том, что FoFs обеспечивают инвесторам достижение нескольких целей: тщательный отбор фондов с применением риск-менеджмента; диверсификацию рисков инвестирования и доступ к разнообразным стратегиям; более стабильную доходность по сравнению со специализированными хедж-фондами и независимость от направления движения традиционных фондовых рынков.

Новой тенденцией последних лет стали дискуссии о целесообразности государственного регулирования хедж-фондов, обусловленные тем, что вследствие интенсивного роста хеджевых фондов и возрастающей сложности инструментов, которыми они оперируют, леввереджное финансирование, часто используемое ими, несет угрозу системного риска.

Госрегулирование деятельности хедж-фондов и их влияние на глобальный финансовый рынок

Практика показывает, что имеются факторы как отрицательного, так и положительного влияния деятельности хедж-фондов на финансовую систему. Например, американские ученые (С. Брон, У. Гойцман, Дж. Парк) поддерживают деятельность последних и считают, что проблема усиления волатильности финансовых рынков связана с расширением потоков капитала и слабостью финансовой системы в целом. Эмпирические исследования данных ученых опровергли гипотезу о причастности фонда Дж. Сороса к дестабилизации мировой финансовой системы во время азиатского кризиса.

Эксперты МВФ выдвигают аргументы не в пользу хедж-индустрии и считают необходимым подчинить их деятельность правилам пруденциального надзора. Многие специалисты (Б. Айхенгрин, Д. Мэтьисон) из Национального бюро экономических исследований (США) поддерживают данные намерения, так как полагают, что именно хедж-фонды явились причиной коллапса национальных валют и обвала валютных рынков во время мирового финансового кризиса [4; 6; 9].

Среди отрицательных факторов деятельности хедж-фондов выделяют следующие:

1) Хедж-фонды могут играть дестабилизирующую роль для мировой финансовой системы. Наибольшая угроза стабильности мировой финансовой системы со стороны хедж-фондов исходит от глобальных кредитных рынков. Здесь можно выделить два аспекта проблемы. Во-первых, угроза финансовой системе со стороны деятельности хедж-фондов состоит в чрезмерной концентрации риска проблемных и наименее ликвидных активов в одних руках, что может вызвать цепную реакцию, обрушив не только сам хедж-фонд, но и его крупных кредиторов, которые, в свою очередь, носят для финансовой системы системообразующий характер.

Во-вторых, смещение кредитных рисков к небанковским финансовым институтам вследствие стремительного развития рынка кредитных деривативов приводит к ухудшению качества оценки кредитного риска самими банками, поскольку принято считать, что диверсификация кредитного риска делает его лучше управляемым и способствует росту устойчивости финансовой системы в целом.

2) Хедж-фонды склонны к высоким уровням леввереджа, особенно это касается кредитных деривативов, когда может использоваться плечо до 1/15 и даже до 1/20 [10].

3) Аналитики часто отмечают в поведении хедж-фондов феномен стадности.

4) Хедж-фонды склонны к мошенничеству.

Проведенное исследование позволило выделить также факторы позитивного влияния хедж-фондов на финансовые рынки:

1. Хедж-фонды способствуют рыночному ценообразованию вследствие большей свободы в использовании инвестиционных стратегий, а также вследствие того, что многие фонды извлекают выгоду из ликвидации диспаритета цен. Стратегии большинства хедж-фондов нацелены на получение прибыли от неправильно оцененных ценных бумаг, что стимулирует движение котировок к истинным ценам, повышая рыночную эффективность.

2. Хедж-фонды активно используют финансовые инновации в инвестиционных стратегиях и обеспечивают диверсификацию рынка, рисков и используемых инструментов. Можно сказать, что хедж-фонды сами по себе являются финансовой инновацией, а их доминирующее положение на многих сегментах рынка может привести к весьма ощутимой качественной перестройке этих рынков.

3. Хедж-фонды способствуют обеспечению участников рынка дополнительной ликвидностью и минимизацией рисков. Хедж-фонды нередко характеризуют как «поглотителей риска», поскольку они являются наиболее значимыми покупателями всевозможных рискованных инструментов. Однако это означает, что регулирующие органы должны предусмотреть меры быстрого реагирования для предупреждения кризисных проявлений на рынке (рисков «заражения»), связанных с банкротством хеджевых фондов.

Основная сложность при выработке мер регулирования деятельности хедж-фондов заключается в необходимости найти такой баланс, который сохранял бы уникальные преимущества таких фондов при блокировании деструктивных для финансовой системы импульсов от их функционирования. Традиционные методы регулирования (ограничения деятельности и обеспечения прозрачности) здесь неэффективны. Необходимость обеспечения стабильности финансовой системы при сохранении выгод от деятельности хедж-фондов требует выработки нового подхода к вопросам регулирования.

Главной задачей госрегулирования должно стать недопущение системного кризиса из-за чрезмерно рискованной деятельности крупного хедж-фонда. В этих условиях деятельность хедж-фондов может представлять значительный риск вследствие действия нескольких предпосылок: существенное влияние на ликвидность рынков путем реализации глобальной стратегии, охватывающей страны и категории активов; финансовые инновации, прежде всего в сфере кредитных деривативов, приводят к перераспределению риска между инвестиционными институтами и к уменьшению прозрачности рынков, что затрудняет идентификацию конечного носителя риска и взаимодействие между сегментами финансового рынка.

Возможность негативного влияния хедж-фондов на глобальный финансовый рынок требует разработки и принятия ограничивающих и контролирующих мер со стороны межгосударственных регулирующих органов по таким основным направлениям, как защита интересов инвесторов, обеспечение целостности рынка и поддержание стабильности на рынке.

Литература:

1. Хедж-фонды: новые игроки на рынке капиталов/ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.virtus.ru/node/294/>
2. Hedge Fund Intelligence/ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.hedgefundintelligence.com/>
3. Глобальная угроза // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gaap.ru/biblio/investment/private/>
4. Хмыз О. Хеджевые фонды на мировом валютном рынке/ О. Хмыз// МЭ и МО. – 2009. – №6.
5. The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions: An Assessment/ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fsforum.org/publications/FSF_recom_HLI02.pdf
6. Андреас Толлер. Индустрия хедж-фондов/ Толлер Андреас // Инвестгазета. – 2009. – №23.
7. Brawn S.I., Goetsmann W.N., Park J.//Hedge Funds and Asian Currency Crisis. NBER Working Paper № 6427. Cambridge, 1998.
8. Индустрия хедж-фондов/ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.hedgefund.net/hfn_public/
9. Кондратьев В. Корпоративный сектор и государство в стратегии глобальной конкурентоспособности/ В. Кондратьев// МЭ и МО. – 2008. – №3.

10. Убайд Э. Развевая мифы вокруг хеджированных фондов/ Э.Убайд // Международный валютный фонд. Финансы и развитие. – 2006.

Анотація

ХЕДЖ-ФОНДИ ЯК ІНСТИТУТИ СУЧАСНОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Остришко О.М., аспірантка

Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

Стаття присвячена діяльності хедж-фондів як впливових акторів на міжнародному ринку капіталу; розглянуті види стратегій хедж-фондів, виділені фактори позитивного та негативного впливу даних фінансових інститутів на світову фінансову систему; сформульовані основні тенденції розвитку хедж-індустрії.

Ключові слова: хеджування, левередж, короткий продаж, еkleктичний інвестиційний пул, деривативи, волатильність ринку, правила пруденціального надзору.

Summary

THE IMPORTANCE OF CORPORATES IN THE ECONOMY

Ostrishko E. N., postgraduate student

V. N. Karazin Kharkiv National University

The article deals with the hedge funds as huge actors on the world capital market; the types of strategies are specified; the advantages and disadvantages of this industry are determined. The main hedge fund industry tendencies are formulated.

Key words: hedging, leverage, short sale, eclectic investment pool, derivatives, market volatility, prudential supervision rules.

Поступила в редколлегию 24.12.2009 г.

Научный руководитель: Коломиец А.Н., д.э.н., профессор

© Остришко Е.Н., 2010 г.